

現價：HK\$1.16

潜在上升空间：+46.8%

目標價：HK\$1.7 ↓

黑色金屬采選業

中國鐵鈦 (893.HK)

上半年業績大幅下滑

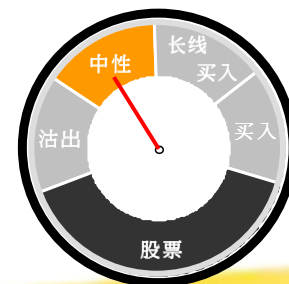
落后 同步 领先

公司估值表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
營業收入 (RMB 百萬元)	1,554	1,713	1,533	2,054	2,503
淨利潤 (RMB 百萬元)	533	606	410	574	686
每股基本盈利 (RMB)	0.26	0.29	0.20	0.28	0.33
每股核心盈利 (RMB)	0.26	0.29	0.20	0.28	0.33
變動 (%)	30.0%	11.5%	-31.9%	40.1%	19.5%
市盈率	3.7	3.2	4.8	3.4	2.8
每股派息 (RMB)	0.05	0.06	0.04	0.06	0.07
周息率 (%)	5.3%	6.3%	4.2%	5.9%	7.0%
每股資產淨值 (RMB)	1.7	1.6	1.7	1.9	2.2
市淨率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

資料來源：公司、交銀國際

- 公司業績符合此前預期。**公司 2012 年上半年實現營業收入 773.9 百萬元，同比減少 8.5%，實現歸屬於普通股股東的淨利潤 197.1 百萬元，同比減少 34.4%，實現每股收益 0.09 元。主要因素：1) 公司所在攀西地區 3 月份以來間歇性停電及限電措施影響公司的正常生產。2) 企業所得稅優惠終止。
- 鐵精粉產量低於預期，稅收優惠截止。**公司所在的攀西地區自 3 月份以來間歇性停電及限電措施影響公司鐵精粉的產量：上半年公司鐵精粉產量/銷量為 95.8 萬噸/54.3 萬噸，同比減少 7.8% 和 22.8%；我們小幅上調毛嶺鐵精礦的產量預測至 4 萬噸，預計 2012 全年鐵精粉產量為 187 萬噸。另一方面，集團主要子公司會理財通停止享受減免稅收優惠，因此其企業所得稅率從 12.5% 增加至 25.0%。
- 主要產品價格小幅下降，高品位鈦精粉量升價穩。**產品價格方面，鐵精粉和球團礦的銷售均價分別為 609 元/噸和 848 元/噸，同比分別下降 8.3% 和 5.9%，今年以來，華東沿海地區進口鐵礦石價格出現大幅回落的現象，而公司地處內陸，消費市場較為獨立，價格波動幅度較小；高品位鈦精粉產量同比增長 21.2% 至 6.98 萬噸，占公司收入比重上升至 12.1%，目前國內鈦精礦價格仍保持平穩，並未受越南限制出口而出現價格大幅上升情況，預計下半年鈦精礦業務較難改善公司的盈利情況。
- 維持公司投資評級“中性”，下調公司目標價至 HK\$1.7。**公司二季度受限電措施影響，鐵精粉產量出現嚴重下滑，加上鐵精粉市場低迷，價格有小幅下調的趨勢，且鈦精礦占收入比重不高，難以擔負改善公司業績的重任，小幅上調毛嶺鐵精礦的產量預測至 4 萬噸，下調高品位鈦精礦全年預測至 18 萬噸，調整公司稅率至 25%，維持 2012/2013 年銷售價格，將公司 2012/2013 年的 EPS 下調至 0.20/0.28 元，下調幅度分別為 12.0%/0.4%。維持“中性”的投資評級，同時將公司目標價由 HK\$1.90 下調至 HK\$1.70。現價對應 2012 年 PE 為 7.0x。



焦點：

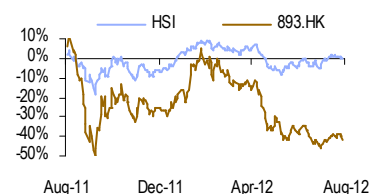
- 公司受限電措施影響鐵精粉產量降低

股份資料

52 周高位 (HK\$)	2.42
52 周低位 (HK\$)	1.01
市值 (百萬港幣)	2,407.0
發行股數 (百萬)	2,075.0
日成交量 (百萬港幣)	5.0
1 個月內變化 (%)	5.5
年初至今變化 (%)	-23.7
200 天平均價 (HK\$)	1.20
50 天平均價 (HK\$)	1.55
14 天強弱指數	43.8

資料來源：Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

李浩

 jovi.li@bocomgroup.com
 電話：(852) 2977 9243

羅榮晉

 luorongjin@bocomgroup.com
 電話：(8610) 8800 9788 - 8050

圖表 1: 中國鐵鈦盈利預測主要假設變動

	FY12F			FY13F		
	原有預測	現有預測	變動	原有預測	現有預測	變動
鐵精粉銷售均價(元/噸)	550	550	0.0%	580	580	0.0%
球團礦銷售均價(元/噸)	850.0	850	0.0%	900.0	900	0.0%
鐵精粉產量(萬噸)	183.0	187.0	2.2%	240.0	240.0	0.0%
球團礦產量(萬噸)	90.0	90.0	0.0%	120.0	120.0	0.0%
高品位鈦精礦(萬噸)	20.0	18.0	-10.0%	20.0	20.0	0.0%
營業收入(百萬 RMB)	1,530	1,533	0.2%	2,054	2,054	0.0%
毛利(百萬 RMB)	693	692	-0.1%	1,011	1,011	0.0%
淨利潤(百萬 RMB)	465	410	-12.0%	576	574	-0.4%
每股收益(RMB)	0.22	0.20	-12.0%	0.28	0.28	-0.4%
每股資產淨值(RMB)	1.74	1.71	-1.3%	1.96	1.94	-1.2%

資料來源：交銀國際預測

公司背景

中國鐵鈦(893.HK)是四川省最大的民營鐵礦石采選企業，公司地處國內鈦鈦磁鐵礦資源最豐富的攀枝花-西昌地區，產品以鈦鈦磁鐵礦、鈦精礦為主。公司自上市以來致力於積極擴張資源儲量及提升相關礦產品的生產能力。公司計劃於“十二五”期間形成500萬噸鈦鈦鐵精礦的生產能力並將鐵礦石資源量提升至6億噸的水平。

中國鐵鈦 (893.HK): 財務報表

損益表 (RMB m)

截至12月31日為止	2010	2011	2012E	2013E	2014E
銷售收入	1,554	1,713	1,533	054	2,503
主營業務成本	724	886	841	1,043	1,248
毛利	830	827	692	1, 11	1,255
分銷成本	44	46	38	51	63
管理費用	79	102	92	123	150
融資成本	18	-21	4	56	112
稅前利潤	701	748	557	781	933
所得稅支出	117	135	139	195	233
年內利潤	584	613	418	585	7
歸屬於公司權益人利潤	533	606	410	574	686
每股收益 (元/股)	0.26	0.29	0.20	0. 8	0.33

現金流量表 (RMB m)

截至12月31日為止	2010	2011	2012E	2013E	2014E
淨利潤	584	613	418	585	700
財務費用			4	56	112
折舊			195	288	435
(營運資本增加)			-494	-31	-24
遞延稅金增加			-2	-3	-
總經營活動現金流	606	688	182	895	1,219
(資本支出)			-1,200	-1,500	-1,900
總投資活動現金	-1,591	-1,046	-1,280	-1,580	-1,980
短期負債增加(減少)			168	610	100
長期負債增加(減少)			300	200	850
財務費用			-4	-56	-112
股本增加(減少)			0	0	0
(股利)			-84	-117	-140
總融資活動現金	-230	-117	381	637	698
現金淨增加額	-1,216	-475	-717	48	-63
初始現金	1,890	1,102	947	229	245
現金量變化	-1,216	-475	-717	16	6
調整	427	320	0	0	0
期末可用現金量	1,102	947	229	245	251

資料來源：公司、交銀國際

資產負債表 (RMB m)

截至12月31日為止	2010	2011	2012E	2013E	2014E
現金及銀行結餘	1,102	947	229	245	251
應收賬款	208	134	23	164	200
存貨	70	137	137	137	135
流動資產合計	1,473	1,479	797	1,021	1,211
固定資產	1,476	1,727	2,732	3,944	5,409
資產總計	3,733	4,458	4,800	6,252	7,919
短期借款	175	322	49	1,100	1,200
流動負債合計	813	1,119	828	1,615	1,875
長期借款	125	101	01	601	1,451
總負債	944	1,238	1,245	2,229	3,336
股本	183	183	183	183	183
儲備	2,775	3,016	3,350	3,819	4,379
少數股東權益	14	22	22	22	22
總所有者權益	2,789	3,221	3,555	4,022	4,583
總負債、所有者權益合計	3,733	4,458	4,800	6,252	7,919

財務比率

截至12月31日為止	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成長能力					
營業收入增長率	43.4%	10.2%	-10.5%	34.0%	21.8%
主營業務利潤增長率	65.5%	-0.5%	-16.3%	46.2%	24.1%
淨利潤增長率	59.2%	4.9%	-31.8%	40.1%	19.5%
盈利能力					
毛利率	53.4%	48.3%	45.1%	49.2%	50.1%
淨利潤率	37.6%	35.8%	27.3%	28.5%	27.9%
ROE	20.9%	19.0%	11.8%	14.6%	15.3%
ROIC	17.2%	14.0%	9.5%	11.0%	10.8%
償債能力					
資產負債率	25.3%	27.8%	25.9%	35.6%	42.1%
已獲利息倍數	39.7	-32.1	138.3	15.0	9.3
流動比率	1.8	1.3	1.0	0.6	0.6
速動比率	1.7	1.2	0.8	0.5	0.6

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部副主管

鄭子豐	(852) 2977 9393	raymond.cheng
CFA, CPA, CA		@bocomgroup.com

策略		@bocomgroup.com
----	--	-----------------

洪灝 CFA	(852) 2977 9384	hao.hong
黃文山 CFA	(852) 2977 9215	benny.wong

銀行業

楊青麗	(86) 10 8800 9788 - 8008	yangqingli
李珊珊	(86) 10 8800 9788 - 8058	lishanshan
萬麗	(86) 10 8800 9788 - 8051	wanli

煤炭行業

賀煒	(86) 10 8800 9788 - 8040	hewei
王容涓	(86) 10 8800 9788 - 8046	wangrongjuan

消費行業

黃文嫻	(852) 2977 9391	phoebe.wong
葉建中 CFA (非必需品)	(852) 2977 9205	albertyip
王惟穎 (必需品)	(852) 2977 9221	summer.wang
王未然	(852) 2977 9386	kevin.wang

電子行業

謝劍英	(852) 2977 9216	miles.xie
-----	-----------------	-----------

醫藥行業

吳斌	(86) 10 8800 9788 - 8052	wu.bin
----	--------------------------	--------

保險行業

李文兵	(86) 10 8800 9788 - 8053	liwenbing
-----	--------------------------	-----------

宏觀經濟

李苗獻	(86) 10 8800 9788 - 8043	limiaoxian
-----	--------------------------	------------

互聯網行業

馬原	(86) 10 8800 9788 - 8044	yuan.ma
毅馨瑜 CPA	(86) 10 8800 9788 - 8045	conniegu

有色金屬及礦業

羅榮晉	(86) 10 8800 9788 - 8050	luorongjin
李浩	(852) 2977 9243	jovi.li
裴毅飛	(86) 10 8800 9788 - 8041	benjaminpei

油氣行業

吳菲	(852) 2977 9392	fei.wu
----	-----------------	--------

房地產行業

劉雅瀚 CFA	(852) 2977 9235	alfred.lau
何志忠 CFA, FRM	(852) 2977 9220	toni.ho

電訊行業/中小盤

李志武	(852) 2977 9209	lizhiwu
-----	-----------------	---------

交通運輸及工業行業

鄭碧海 CFA	(852) 2977 9380	geoffrey.cheng
尹國輝 (氣車行業)	(86) 10 8800 9788 - 8039	george.yin
馮懿男	(852) 2977 9381	Yinan.feng

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。