

現價: HK\$1.22

潜在上升空间: +6.5%

目标价: HK\$1.30 ↓

黑色金屬采選業

中國鐵鈦 (893.HK)

業績恢復尚需時日 下調評級至中性

落后 同步 领先

公司估值表

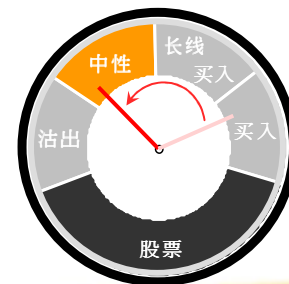
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
營業收入 (RMB 百萬元)	1,713	1,534	1,317	1,457	1,698
淨利潤 (RMB 百萬元)	606	403	248	273	347
每股基本盈利 (RMB)	0.29	0.19	0.12	0.13	0.17
每股核心盈利 (RMB)	0.29	0.19	0.12	0.13	0.17
變動 (%)	11.5%	-33.0%	-39.2%	10.0%	27.4%
市盈率	3.4	5.0	8.2	7.5	5.8
每股派息 (RMB)	0.06	0.04	0.02	0.03	1.06
周息率 (%)	6.0%	4.0%	2.4%	2.7%	110.1%
每股資產淨值 (RMB)	1.71	1.71	1.81	1.91	2.05
市淨率	0.57	0.57	0.54	0.51	0.47

資料來源: 公司、交銀國際

- **短期內經營難現好轉。** 暫停開採白草礦區將使公司 2013-2014 年含鈦鐵精粉產量銳減，雖然鈦精礦產量大幅增長，但下游需求的減弱，加上國內產能過剩，短期內鈦精粉價格難以回到 12 年的高位。考慮到中國鐵鈦鐵精粉產量下降，同時成本仍然在不斷上升，外部因素中，鈦精礦產能過剩造成價格的大幅回落難回高位，我們下調 13/14 年公司盈利預測分別為 52.1%/52.9%，預計 13/14 年的 EPS 分別為 0.12/0.13 元。下調公司評級至“中性”，同時下調目標價從 HK\$2.16 至 HK\$1.30，對應公司 2014 年的 PE 為 8.0x。

- **產量方面：主要礦區暫停開採：** 為保護白草礦區中發現的鈦鉬礦資源，公司於 7 月決定暫停白草礦區的開採，作為公司最大的礦區，產量約占公司鐵精粉產量的 23%，持續一年多的停產將使公司鈦鐵精粉產量在 13 年及 14 年大幅減少，我們下調 2013/2014 年公司產量從之前的 240 萬噸/275 萬噸至 207.6 萬噸/220 萬噸，下調幅度為 13.5% 和 20.0%。**球團礦業務進展緩慢：** 1) 舊球團廠關停：公司已於今年八月份關停一座產能為 36 萬噸的舊球團礦廠，取而代之的是一座 100 萬噸的新球團廠，由於是新投產，產能利用率也處於較低的水平，上半年產量僅為 2.57 萬噸。2) 競爭者：四川省內鋼廠為了縮減成本而擴建了新的球團產能，導致公司鐵精粉銷量上升但是球團礦同比大幅下跌。

- **價格方面：鐵精粉售價較為平穩，鈦精礦價格難回高位。** 1) 相較於內陸地區的鐵精粉市場較為穩定，與去年同期相比未有較大波動，反映區域內供需保持在相對平衡：含鈦鐵精粉價格同比僅下跌 2.4%。2) 鐵精礦價格難回高位：由於下游塗料、房地產及相關行業需求降低，目前國內鈦白粉產能利用率只有 60%-70% 左右，再加上產能擴張步伐仍在持續，短期內鈦精礦價格難回 2011-12 年時的高位，今年鈦精粉平均售價為 874 元/噸，較去年同期下滑 27.7%。



焦點：

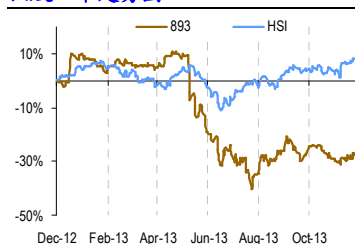
- ▶ 需求下降，鐵精粉及高品位鈦精礦價格下滑。
- ▶ 白草礦區暫停開採。

股份資料

52 周高位 (HK\$)	1.87
52 周低位 (HK\$)	1.00
市值 (百萬港幣)	2,532
發行股數 (百萬)	2,075
日成交量 (HK\$m)	1.33
1 個月內變化 (%)	2.52
年初至今變化 (%)	-33.33
50 天平均價 (HK\$)	1.22
200 天平均價 (HK\$)	1.41
14 天強弱指數	52.28

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

圖表 1：產量、價格及財務數據變動情況

	FY13			FY14		
	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)	580.0	525.0	-9.5%	600.0	550.0	-8.3%
球團礦銷售均價(元/噸)	900.0	875.0	-2.8%	900.0	900.0	0.0%
鈦精礦銷售價格(元/噸)	1,250.0	900.0	-28.0%	1,300.0	950.0	-26.9%
鐵精粉產量(萬噸)	240.0	207.6	-13.5%	275.0	220.0	-20.0%
球團礦產量(萬噸)	80.0	7.7	-90.4%	90.0	9.0	-90.0%
高品位鈦精礦(萬噸)	20.0	19.0	-5.0%	20.0	19.0	-5.0%
營業收入(百萬元 RMB)	1,934	1,317	-31.9%	2,230	1,457	-34.6%
毛利(百萬元 RMB)	845	464	-45.0%	1,009	532	-47.3%
歸屬於普通股股東淨利潤(百萬元 RMB)	511	248	-51.5%	572	273	-52.4%
每股收益(RMB)	0.25	0.12	-52.1%	0.28	0.13	-52.9%
每股資產淨值(RMB)	1.91	1.81	-5.4%	2.14	1.91	-10.4%

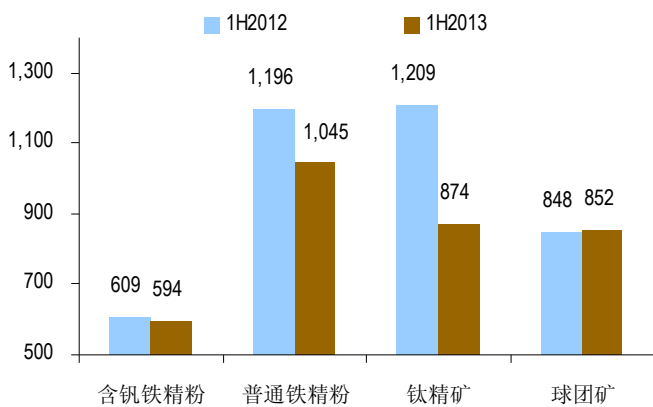
資料來源：交銀國際預測

圖表 2：公司現有礦區中白草礦區最大。

名稱	位置	面積 (平方公里)	資源種類	資源量 (百萬噸)	平均品位%	開採方式
白草鐵礦	四川會理縣	1.88	釩鈦磁鐵礦	102.5	25.1%	露天
秀水河鐵礦	四川會理縣	1.73	釩鈦磁鐵礦	90.4	24.6%	地下
陽雀箐鐵礦	四川會理縣	0.25	釩鈦磁鐵礦	21.2	25.1%	地下
茨竹箐鐵礦	四川會理縣	2.30	釩鈦磁鐵礦	25.6	21.4%	地下
毛嶺—羊龍山鐵礦	四川會理縣	11.60	普通磁鐵礦	60.4	22.8%	地下

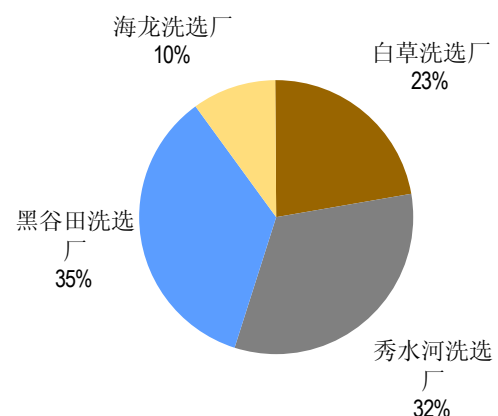
資料來源：中國鐵鈦公開資料

圖表 3：鐵礦石產品售價有所下跌



資料來源：交銀國際 中國鐵鈦

圖表 4：佔據公司 23%鐵精粉產量的白草礦區在一年內將停產



資料來源：中國鐵鈦

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
銷售收入	1,713	1,534	1,317	1,457	1,698
主營業務成本	886	841	853	926	1,036
毛利	827	693	464	532	662
分銷成本	46	46	40	44	51
管理費用	102	118	79	87	102
融資成本	21	43	-15	30	38
稅前利潤	748	531	361	371	472
所得稅支出	135	120	108	93	118
年內利潤	613	411	253	278	354
歸屬於公司權益人利潤	606	403	248	273	347
每股收益 (元/股)	0.29	0.19	0.12	0.13	0.17

現金流量表 (RMB m)

截至 12 月 31 日為止	2011	2012	2013E	2014E	2015E
淨利潤	613	411	253	278	354
財務費用			(15)	30	38
折舊			139	145	151
(管運資本增加)			(1,038)	(8)	(13)
遞延稅金增加			(1)	(1)	(1)
探礦權攤銷			59	63	68
總經營活動現金流	688	1,090	(603)	506	598
(資本支出)			(300)	(200)	(200)
總投資活動現金	(1,046)	(902)	(380)	(280)	(280)
短期負債增加(減少)			183	0	0
長期負債增加(減少)			300	300	300
財務費用			15	(30)	(38)
股本增加(減少)			0	0	0
(股利)			(51)	(56)	(71)
總融資活動現金	(117)	(10)	447	215	191
現金淨增加額	(475)	179	(536)	440	508
初始現金	1,102	947	1,649	1,113	1,554
現金量變化	(475)	179	(536)	440	508
匯率變動&定期存款	320	524	0	0	0
期末可用現金量	947	1,649	1,113	1,554	2,062

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
現金及銀行結餘	947	1,649	1,113	1,554	2,062
應收賬款	134	109	105	117	136
存貨	137	180	180	180	178
流動資產合計	1,479	2,331	1,596	2,069	2,631
固定資產	1,727	1,779	1,940	1,996	2,044
資產總計	4,458	5,416	4,864	5,409	6,032
短期借款	322	323	500	500	500
流動負債合計	1,119	1,778	724	748	789
長期借款	101	79	379	679	979
總負債	1,238	1,869	1,115	1,438	1,777
股本	183	183	183	183	183
儲備	3,016	3,517	3,536	3,759	4,042
少數股東權益	22	29	29	29	29
總所有者權益	3,221	3,546	3,749	3,971	4,254
總負債、所有者權益合計	4,458	5,416	4,864	5,409	6,032

財務比率

截至 12 月 31 日為止	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成長能力					
營業收入增長率	10.2%	-10.5%	-14.1%	10.6%	16.5%
主營業務利潤增長率	-0.5%	-16.1%	-33.0%	14.5%	24.5%
淨利潤增長率	4.9%	-33.0%	-38.4%	10.0%	27.4%
盈利能力					
毛利率	48.3%	45.2%	35.3%	36.5%	39.0%
淨利潤率	35.8%	26.8%	19.2%	19.1%	20.9%
ROE	19.0%	11.6%	6.7%	7.0%	8.3%
ROIC	14.0%	10.1%	5.6%	5.8%	6.7%
償債能力					
資產負債率	27.8%	34.5%	22.9%	26.6%	29.5%
已獲利息倍數	32.1	12.4	-22.7	13.4	13.2
流動比率	1.3	1.3	2.2	2.8	3.3
速動比率	1.2	1.2	2.0	2.5	3.1

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
研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

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

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行業

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

煤電及新能源行業

吳焯基 CFA (852) 2977 9215 ricky.ng

孫胜权 (86) 21 6065 3606 louis.sun

消費行業

黃文嫻 (852) 2977 9391 phoebe.wong

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

葉建中 CFA (852) 2977 9205 albertyip

王未然 (852) 2977 9386 kevin.wang

医药生物行业

雷宇光 (852) 2977 9203 christopher.lui

保險行業

李文兵 (86) 10 8800 9788 - 8053 liwenbing

互聯網行業

馬原 (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

穀馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

油氣/燃气行業

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產行業

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

何志忠 CFA, FRM (852) 2977 9220 toni.ho

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

電訊/中小盤行業

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技行業

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業/汽車行業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

姚炜 (86) 21 6065 3675 wei.yao

冯懿男 (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。