

買入

2010年8月24日

鐵礦石銷售——量價齊升，盈利顯著增長

- **上半年淨利潤同比增長 75.0%**：10年上半年公司營業收入人民幣 6.86 億元，同比增長 41.1%，主要是由於產能擴張，公司鐵礦石產品銷量及平均銷售價格提升所致。期內歸屬母公司股東應占溢利為人民幣 2.34 億元，同比增長 75.0%。報告期內 EPS 為 0.11 元人民幣，上年同期為 0.09 元人民幣，同比增長 22.2%。公司中期無派息計畫。
- **2011 年預估資源量可達 3.66 億噸**：2010 年公司已完成部分鐵礦收購，在完成探礦證變更後，鐵礦石資源量達 3.66 億噸，較上市時增長 125.3%。
- **2012 年鐵精礦年產能將達 260 萬噸**：公司 2010 年已完成海龍選廠及黑谷田選廠的收購，新增選礦能力 110 萬噸/年。另公司計畫在秀水河礦區新建年產能為 30 萬噸的洗選廠，預計 2010 年 9 月建成投產。以現已確認的收購和擴產計畫，保守估計公司 2012 年產能達鐵精粉 260 萬噸、球團礦 186 萬噸及高品位鈦精礦 42 萬噸。
- **平均售價提升、定價策略及成本優勢保證穩定毛利率**：公司產品定價採取保底協定，2010 年鐵精粉保底價格為 589 元/噸。市場價格高出保底價格部分，公司可享受 50% 的分成。得益於鐵礦石市場價格及公司平均售價增長，預期公司保底價格有望進一步提升。預計 2010-12 公司毛利率分別為 53.4%、54.0% 及 54.4%。
- **目標價 4.30 港元，重申買入評級**：公司中期業績符合預期，我們維持早前盈利預測不變，預計 10-12 年 EPS 分別為 0.32 港元、0.43 港元和 0.46 港元，給予公司 12 個月目標價 4.30 港元，目標價相當於公司 2010-2012 年預測盈利的 13.4 倍、10.0 倍和 9.3 倍市盈率，重申買入評級。

第一上海研究部

0755-33367383

主要資料

行業	採礦
股價	2.85 港元
目標價	4.30 港元 (+50.88%)
股票代碼	0893
已發行股本	20.75 億股
市值	59.14 億港元
52 周高/低	5.70-2.22 港元
每股淨現值	1.591 港元
主要股東	合創國際 (48.36%)

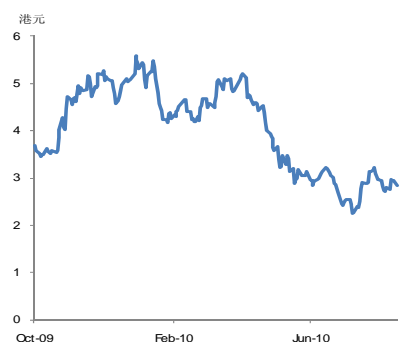
★1 港元=0.88 元人民幣

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2008历史	2009历史	2010预测	2011预测	2012预测
收入 (人民币千元)	791,163.00	1,083,876.00	1,412,880.00	1,896,516.60	2,323,529.15
变动 (%)	115.77%	37.00%	30.35%	34.23%	22.52%
净利润 (人民币千元)	248,675.00	327,867.00	529,066.15	711,843.04	749,140.99
每股基本收益 (人民币元)	0.17	0.20	0.28	0.38	0.40
EPS (港元)	0.19	0.23	0.32	0.43	0.46
变动 (%)	363.20%	21.33%	40.84%	34.55%	5.24%
市盈率 (倍, @2.85港元)	15.13	12.47	8.85	6.58	6.25
每股派息 (港元)	0.00	0.00	0.05	0.07	0.07
息率 (%)	0.00%	0.00%	1.79%	2.41%	2.53%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

## 上半年淨利潤提升 75.0%

盈利 2.34 億港元，大幅上漲 75.0%

10 年上半年公司營業收入人民幣 6.86 億元，同比增長 41.1%，主要是由於產能擴張，公司鐵礦石產品銷量及平均銷售價格提升所致。經營成本 3.26 億，同比增長 18.0%。由於鐵礦石產品的平均售價漲幅大於成本上漲的幅度，公司整體毛利率由去年同期的 43.1% 上升至 52.4%。毛利約為人民幣 3.60 億元，同比增長 71.6%。期內歸屬母公司股東應占溢利為人民幣 2.34 億元，上年同期為人民幣 1.33 億元，同比增長 75.0%。期內 EPS 為 0.11 元人民幣，上年同期為 0.09 元人民幣，同比增長 22.2%。公司中期無派息計畫。

表 1：公司財務資料摘要

单位：人民币，百万元	2009上半年	2010上半年	变动	备注
营业收入	486.04	685.92	41.12%	产能扩大，铁矿石销量及平均售价提升所致
销售成本	(276.54)	(326.32)	18.00%	铁矿石产品销量提升及出售新高品位钛精矿产品所致
毛利	209.50	359.60	71.64%	主要原因是铁矿石产品平均销售价格同比提升所致
销售费用	(12.75)	(17.33)	35.92%	因铁矿石产品销量提升所致
管理费用	(11.76)	(30.68)	160.82%	期权摊销及并购费用增加所致
财务费用	(2.29)	(11.33)	394.03%	贷款增加导致利息开支增大所致
税前盈利/（亏损）	179.45	307.18	71.18%	成本及费用变动综合作用结果
期内溢利	149.88	255.61	70.54%	净利率由09年上半年的27.5%上升至10年同期的34.1%
归属本公司股东净利润	133.45	233.57	75.03%	
基本每股收益（人民币元）	0.09	0.11	22.22%	09年上半年EPS基于15.0亿股计算，10年上半年EPS基于20.75亿股计算
每股帐面值（人民币元）	1.26	1.40	11.12%	未分配利润增厚
毛利率	43.10%	52.43%	21.63%	平均售价上升及成本增加等综合作用所致
所得税率	16.48%	16.79%	1.88%	享受内地税率优惠政策

資料來源：公司資料，第一上海

## 產能擴張，鐵礦石產品銷量提升

預計公司 2012 年產能達鐵精粉 260 萬噸、球團礦 186 萬噸及高品位鈦精礦 42 萬噸

上半年，公司已完成海龍選廠及黑谷田選廠的收購，新增選礦能力 110 萬噸/年。另公司計畫在秀水河礦區新建年產能為 30 萬噸的洗選廠，預計 2010 年 9 月建成投產。以現已確認的收購和擴產計畫，保守估計公司 2012 年產能達鐵精粉 260 萬噸、球團礦 186 萬噸及高品位鈦精礦 42 萬噸。

期內公司生產鐵精礦 86.6 萬噸及球團礦 36.2 萬噸，同比分別增長 16.5% 及 15.2%。鐵精礦及球團礦銷量分別為 50.7 萬噸及 37.6 萬噸，同比分別增長 9.4% 及 13.1%。生產鈦精礦 7.4 萬噸，同比增長 18.3%，其中中品位鈦精礦 4.0 萬噸及高品位鈦精礦 3.4 萬噸。公司未來將逐步增加高品位鈦精礦產量，減少低品位鈦精礦產量。

## 平均售價提升，定價策略及成本優勢穩定毛利率

預計 10-12 年公司毛利率分別為 53.4%、54.0% 及 54.4%

公司產品定價採取保底協定，2010 年鐵精粉保底價格為 589 元/噸。市場價格高出保底價格部分，公司可享受 50% 的分成。得益於期內國際鐵礦石價格上漲，公司上半年產品平均銷售價格同比顯著增長。鐵精礦平均售價為人民幣 878 元/噸，同比增長 13.3%；球團礦平均售價為人民幣 665 元/噸，同比增長 19.2%；鈦精礦平均售價為人民幣 279 元/噸，同比增長 173.5%。預期公司保底價格有望進一步提升。預計 2010-12 年公司毛利率分別為 53.4%、54.0% 及 54.4%。

## 目標價 4.30 港元，重申買入評級

公司中期業績符合預期，我們維持早前盈利預測不變，預計 10-12 年 EPS 分別為 0.32 港元、0.43 港元和 0.46 港元。參考同行業估值水準以及公司的現金狀況，給予公司 12 個月目標價 4.30 港元，目標價相當於公司 2010-2012 年預測盈利的 13.4 倍、10.0 倍和 9.3 倍市盈率，重申買入評級。

# 主要財務報表

## 财务报表摘要

损益表						财务分析					
(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日						(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测		08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测
收入	791.2	1,083.9	1,412.9	1,896.5	2,323.5	<b>盈利能力</b>					
毛利	427.0	501.7	754.2	1,023.4	1,264.1	毛利率 (%)	54.0%	46.3%	53.4%	54.0%	54.4%
其他业务收入	17.3	40.9	40.9	40.9	40.9	EBITDA 利率 (%)	46.8%	43.9%	51.3%	56.3%	55.9%
销售及管理费用	(22.4)	(28.3)	(38.1)	(51.2)	(62.7)	净利率 (%)	31.4%	30.2%	37.4%	37.5%	32.3%
其他收支净额	(70.0)	(68.5)	(82.3)	(109.1)	(132.4)	<b>营运表现</b>					
<b>营业利润</b>	<b>351.9</b>	<b>445.9</b>	<b>674.6</b>	<b>903.9</b>	<b>1,109.8</b>	SG&A/收入 (%)	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
财务开支	(3.0)	(9.2)	(2.8)	0.0	0.0	实际税率 (%)	8.6%	16.0%	12.5%	12.5%	25.0%
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>税前盈利</b>	<b>348.8</b>	<b>436.6</b>	<b>671.8</b>	<b>903.9</b>	<b>1,110.8</b>	库存周转	48.8	44.5	43.0	43.0	43.0
所得税	(30.1)	(69.7)	(84.0)	(113.0)	(277.5)	应付账款天数	248.1	178.6	193.9	184.7	186.5
少数股东应占利润	70.1	39.1	58.8	79.1	83.2	应收账款天数	20.2	46.3	30.0	30.0	30.0
<b>净利润</b>	<b>248.7</b>	<b>327.9</b>	<b>529.1</b>	<b>711.8</b>	<b>750.1</b>	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	18.7	30.1	49.6	164.6	188.2	净负债/权益	-0.25	-0.71	-0.42	-0.45	-0.54
<b>EBITDA</b>	<b>370.6</b>	<b>476.0</b>	<b>724.2</b>	<b>1,068.6</b>	<b>1,298.0</b>	收入/总资产	0.83	0.35	0.40	0.43	0.44
<b>增长</b>						总资产/股本	1.76	1.22	1.14	1.12	1.11
总收入 (%)	115.8%	37.0%	30.4%	34.2%	22.5%	盈利对利息倍数	115.44	48.24	245.30	-	-
EBITDA (%)	319.0%	28.4%	52.1%	47.6%	21.5%						
每股收益 (%)	363.2%	21.3%	40.8%	34.5%	5.2%						
资产负债表						现金流量表					
(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日						(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测		08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测
现金	133.1	1,884.0	1,287.7	1,765.1	2,556.3	<b>EBITDA</b>	370.6	476.0	724.2	1,068.6	1,298.0
应收账款	87.6	137.4	116.1	155.9	191.0	融资成本	(3.0)	(9.2)	(2.8)	0.0	0.0
存货	65.6	70.9	77.6	102.9	124.8	营运资金变化	85.6	(55.0)	66.3	(78.2)	(79.3)
其他流动资产	119.3	140.9	193.2	263.4	349.3	所得税	(30.1)	(69.7)	(84.0)	(113.0)	(277.5)
<b>总流动资产</b>	<b>405.7</b>	<b>2,233.3</b>	<b>1,674.6</b>	<b>2,287.2</b>	<b>3,221.4</b>	<b>营运活动现金流</b>	<b>423.0</b>	<b>342.1</b>	<b>703.7</b>	<b>877.4</b>	<b>941.2</b>
<b>固定资产</b>	<b>357.3</b>	<b>495.8</b>	<b>1,646.2</b>	<b>1,881.6</b>	<b>1,843.5</b>	资本开支	(173.0)	(238.7)	(1200.0)	(400.0)	(150.0)
联营公司投资	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	其他投资活动	(94.0)	(89.1)	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	188.4	344.4	202.9	194.7	185.9	<b>投资活动现金流</b>	<b>(267.1)</b>	<b>(327.7)</b>	<b>(1200.0)</b>	<b>(400.0)</b>	<b>(150.0)</b>
<b>总资产</b>	<b>951.3</b>	<b>3,073.5</b>	<b>3,523.7</b>	<b>4,363.5</b>	<b>5,251.8</b>	负债变化	(14.8)	0.0	(30.0)	100.0	(100.0)
应付账款	247.8	284.8	350.0	442.0	541.4	股本变化	(85.0)	0.0	(100.0)	0.0	0.0
短期银行贷款	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0	股息	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	42.2	76.1	4.3	4.3	4.3	其他融资活动	69.8	1737.5	30.0	(100.0)	100.0
<b>总短期负债</b>	<b>290.0</b>	<b>460.9</b>	<b>354.2</b>	<b>446.2</b>	<b>545.7</b>	<b>融资活动现金流</b>	<b>(30.5)</b>	<b>1737.5</b>	<b>(100.0)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>现金变化</b>	<b>125.5</b>	<b>1751.8</b>	<b>(596.3)</b>	<b>477.4</b>	<b>791.2</b>
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	期初持有现金	7.6	133.1	1,884.0	1,287.7	1,765.1
<b>总负债</b>	<b>347.2</b>	<b>466.6</b>	<b>421.9</b>	<b>470.7</b>	<b>526.6</b>	期末持有现金	133.1	1,884.0	1,287.7	1,765.1	2,556.3
少数股东权益	64.8	92.8	0.0	0.0	0.0	汇兑损失	0.0	(0.9)	0.0	0.0	0.0
<b>股东权益</b>	<b>539.4</b>	<b>2,514.0</b>	<b>3,101.9</b>	<b>3,892.8</b>	<b>4,725.2</b>						
每股账面值(港元)	0.41	1.75	1.70	2.13	2.59						
营运资金	115.7	1,772.3	1,320.4	1,841.0	2,675.7						

資料來源：公司公告，第一上海預測

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准,不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向,財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠,但第一上海不能擔保其準確性或完整性,而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。