

# 公司研究

2011-10-14 星期五



華泰金融控股(香港)有限公司  
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

## 受益钢企扩产，未来增长值得期待

中国铁钛 (0893.HK)  
评级: 增持  
目标价(港币): 2.00  
潜在上升空间: 19.8%  
首次覆盖时间: 2011年10月14日

### 投资要点:

- **四川最大民营铁矿石企业:** 中国铁钛是四川最大的私营铁矿石运营商，公司主要从事钒钛磁铁矿的开采、洗选、球团矿生产，以及销售铁精矿、球团矿及钛精矿，客户为钢铁生产商以及钛相关产品的下游用户。目前的铁矿石资源量为3.96亿吨，已探明储量为1.29亿吨。现拥有并经营四个钒钛磁铁矿场、两个普通磁铁矿及五个洗选厂。
- **西南钢企扩产带来新机遇:** 自2009年始三年内西南几大钢企粗钢产量预计提升超过1,500万吨，与之对应新增铁精粉需求量约2,700万吨（其中钒钛磁铁矿需求量约占50%）。钢企的扩产将使公司直接受益，从几大钢企的扩产规模来看，攀钢虽然拥有矿山，只能提供约300-400万吨的铁精粉产量，其余仍需外购；重庆钢铁拥有矿山规模较小，自身能提供约100万吨产量；其余钢企均需外购铁精粉。在供需缺口超过2,000万吨的背景下，该地区铁矿石的供需将长期处于偏紧状态。
- **产能扩张仍在进行中:** 公司现有275万吨铁精粉（不包括第三方承包）、136万吨球团矿及28万吨高品位钛精矿的生产能力。按规划未来3-5年将铁精粉产能提升至500万吨，球团矿产能提升至200万吨，钛精矿产能提升至40万吨，同时与之配套的铁矿石资源量将通过收购从现有约4亿吨提升至6亿吨。
- **铁矿石价差有望缩窄:** 含钒铁精粉价格虽然从2006年的451元/吨提升47.5%到2010年的665元/吨，但相较区内普通铁精粉仍折让20-30%。我们认为虽然四川市场相对封闭，但随着几大钢铁企业相继扩产，提钒技术的广泛应用，对含钒铁精粉的需求将会逐渐提升，未来两种铁精粉的价差有望进一步缩窄。
- **含钒铁矿价值逐渐认可:** 钒钛作为稀有金属，用途非常广泛。钒的价值逐渐受到认可主要由于加入钒能提炼出强度较高的钢材，而国家最新政策要求强度在400兆帕以上的热轧带肋钢筋的使用比例达60%（现约占1/3），这也反映高强度钢材是未来发展方向；此外目前西南几大钢铁企业已基本掌握从钢渣中提炼钒的技术，这将为其带来部分额外收益。
- **估值及投资建议:** 我们认为今年业绩提升主要在于球团矿及高品位钛精矿的产量及价格增幅较大；明后两年随着铁精矿、球团及高品位钛精矿产量的持续提升，业绩将会稳步增长。综合DCF及相对估值法，我们认为公司合理价值为2.0港元。因此，首次给予“增持”评级，目标价2.00港元，相当于5.4倍、4.6倍2011及2012年市盈率；1.0倍、0.8倍2011及2012年市净率。

### 分析师

杨圣康

(852) 3658 6000

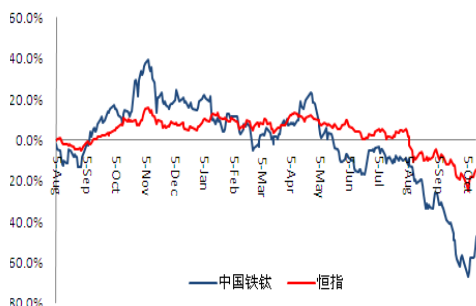
(0755) 8276 3445

yangshenkang@mail.htsc.com.cn

### 基础资料

股价(港元): 1.67  
股票类别: 铁矿石  
已发行股份(百万股): 2,075  
总市值(百万港元): 3,465  
52周股价波幅(港元): 1.01-4.37  
主要股东: 王劲(58.05%)

### 52周股价相对走势



数据来源: 华泰香港

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万人民币)	1,084	1,554	1,853	2,473	2,815
(+/-%)	37.0	43.4	19.2	33.5	13.8
净利润(百万人民币)	328	533	628	745	836
(+/-%)	31.8	62.7	17.8	18.6	12.2
EPS(人民币元)	0.20	0.26	0.30	0.36	0.40
P/E(倍)	6.8	5.3	4.5	3.8	3.4

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测

## 目 录

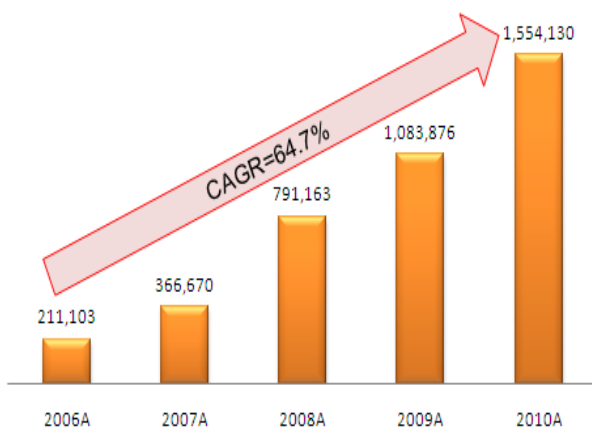
<b>第一部分：四川最大民营铁矿石企业</b> .....	2
一. 公司简介.....	2
二. 生产流程及成本构成.....	2
三. 公司销售模式.....	3
四. 存货及资本开支.....	4
<b>第二部分：铁矿石价格处于高位</b> .....	4
一. 我国钢铁需求稳中有升.....	4
二. 铁矿石进口依赖程度仍较高.....	6
三. 国际铁矿石价格面临一定回调压力.....	7
<b>第三部分：西南钢企扩产带来新机遇</b> .....	8
一. 西南市场潜力巨大.....	8
二. 钢企扩产带来新机遇.....	9
三. 区内铁矿石价差有望缩窄.....	9
<b>第四部分：产能扩张正在进行中</b> .....	10
一. 资源储量充裕.....	10
二. 产能扩张进行中.....	10
三. 钒钛价值逐渐展现.....	11
<b>第五部分：盈利预测与估值</b> .....	12
一. 盈利预测假设.....	12
二. DCF 估值.....	13
三. 相对估值.....	14
四. 风险因素.....	14

## 第一部分：四川最大民营铁矿石企业

### 一. 公司简介

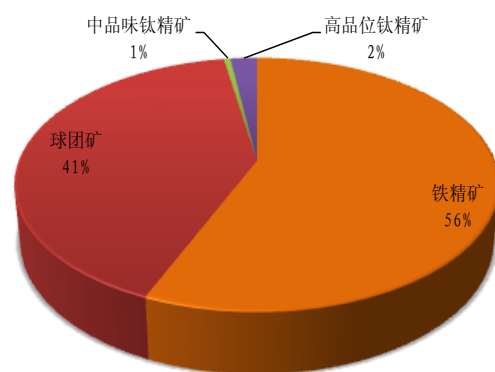
公司为四川第二大及最大私营铁矿石运营商，主要从事钒钛磁铁矿的开采、洗选、球团矿生产，以及销售铁精矿、球团矿及钛精矿，主要客户为钢铁生产商以及钛相关产品的下游用户。公司目前的铁矿石资源量为 3.96 亿吨，已探明储量为 1.29 亿吨。现拥有并经营四个钒钛磁铁矿矿场 - 白草、秀水河、阳雀箐及茨竹箐铁矿；两个普通磁铁矿 - 毛岭及羊龙山铁矿；五个洗选厂 - 白草洗、秀水河、海龙及黑谷田及毛岭洗选厂，此外在秀水河拥有两家铁矿球团厂。除两个普通磁铁矿位于阿坝地区外，其余矿场、洗选厂及球团厂均位于攀枝花会理地区。2006 年至 2010 年公司收入实现高速增长，复合年增长率达 64.7%。

图1：近五年收入分析



资料来源：公司资料，华泰香港

图2：2010年收入构成



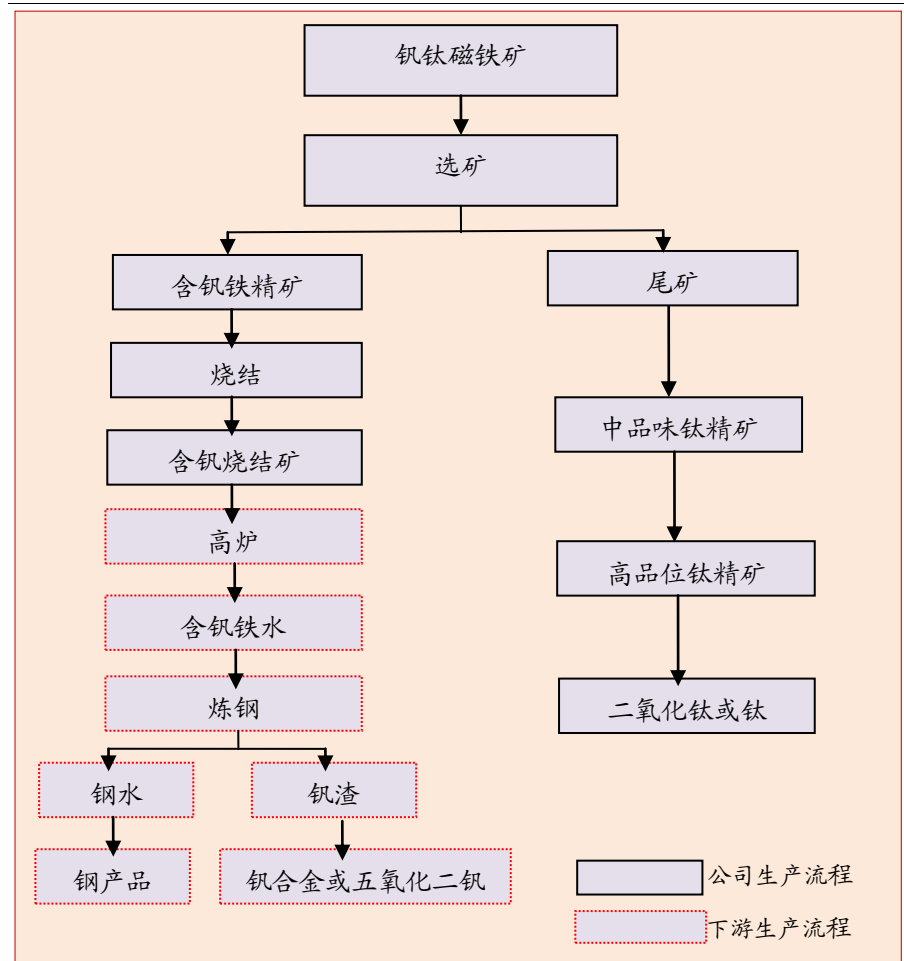
资料来源：公司资料，华泰香港

### 二. 生产流程及成本构成

下图为钒钛磁铁矿的主要生产流程，公司从事铁精粉烧结之前的环节。由于钒钛磁铁矿为三合一的特殊铁矿，对尾矿处理并提炼出钛相关产品也是生产环节一部分。

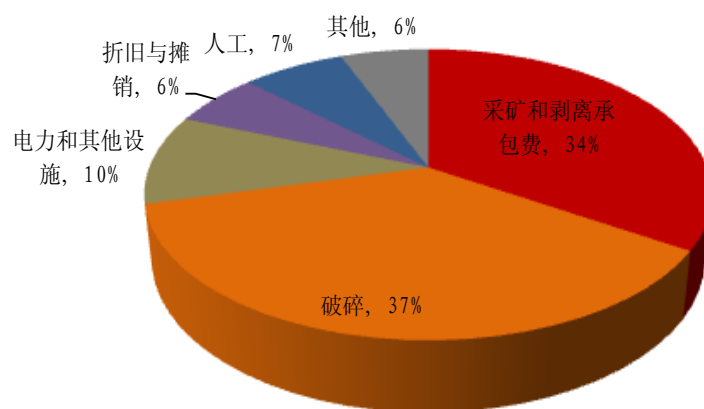
生产成本中矿山剥离及后续的矿石破碎占比较大，约为70%。从前几年生产情况看，成本的升幅并不大；但今年随着全国劳动力成本出现快速提升，公司也面临一定压力。此外，由于四川地区电力供应主要为水电，上半年由于降雨不足导致电力成本出现一定上升。全年来看，成本提升有望控制在10%以内。

图3: 生产流程



资料来源: 公司资料, 华泰香港

图4: 生产成本构成



资料来源: 公司资料, 华泰香港

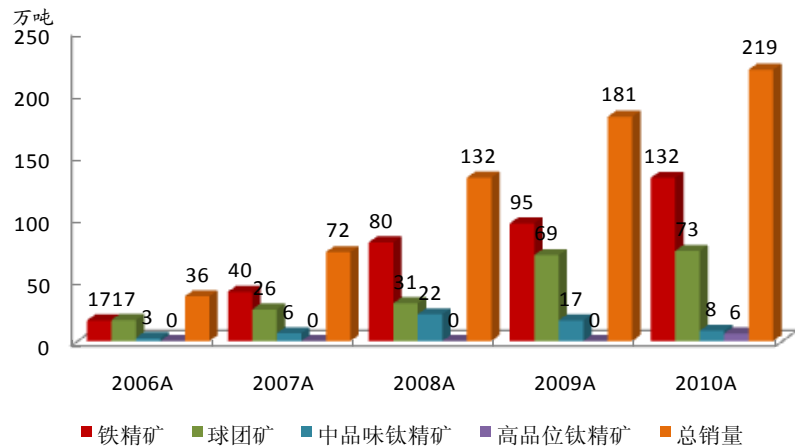
### 三. 公司销售模式

公司主要销售铁精粉、球团及钛精粉(含中品味和高品位), 产品基本在西

南地区消化, 销售方式为直销和经销。直销客户为公司关联方川威钢铁, 占销售比重约18%; 经销则是通过当地贸易商。公司前五大客户(包括直销)占销售比重约85%, 客户集中度较高。

2006至2010年公司总体销量逐年稳步上升, 复合年增长率达56.8%; 其中铁精粉和球团矿增长较快, 复合年增长率分别为67.6%和43.9%。

**图5: 公司历年销量分析**



资料来源: 公司资料, 华泰香港

#### 四. 存货及资本开支

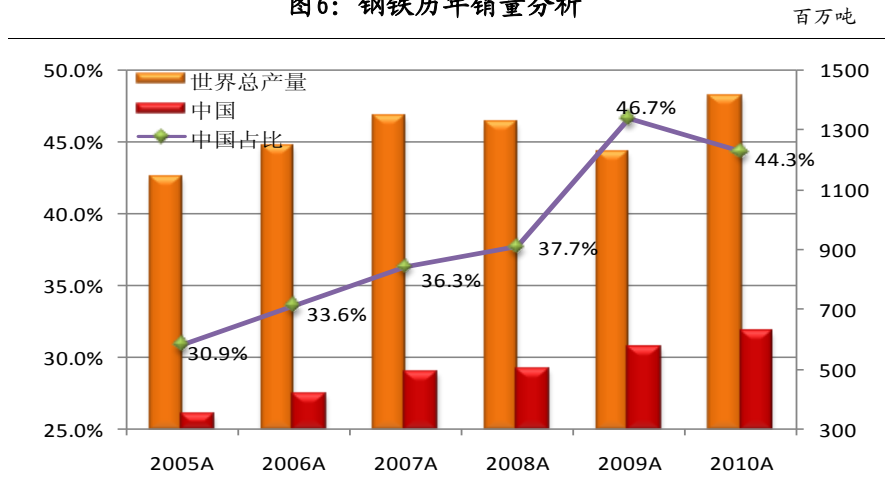
过去几年公司存货周转天数持续降低, 2010年为35天, 主要由于公司产品销售持续向好。今年秀水河30万吨铁精粉建设、及新球团矿的投产需要资本开支约6亿元, 明年由于没有大规模的新建厂房, 开支将大幅降低至2亿元左右。截至2011年6月30日公司在手现金为7.16亿元, 现金流相对充裕。

## 第二部分: 铁矿石价格处于高位

### 一. 我国钢铁需求稳中有升

铁矿石的下游为钢铁行业, 近些年受益于经济持续高速增长, 钢铁行业出现爆发式的增长。2010年我国的粗钢产量达6.28亿吨, 相比2005年增长77%, 同时占全球粗钢总产量比重也提升至44.3%。

图6: 钢铁历年销量分析



资料来源: 世界钢铁协会, 华泰香港

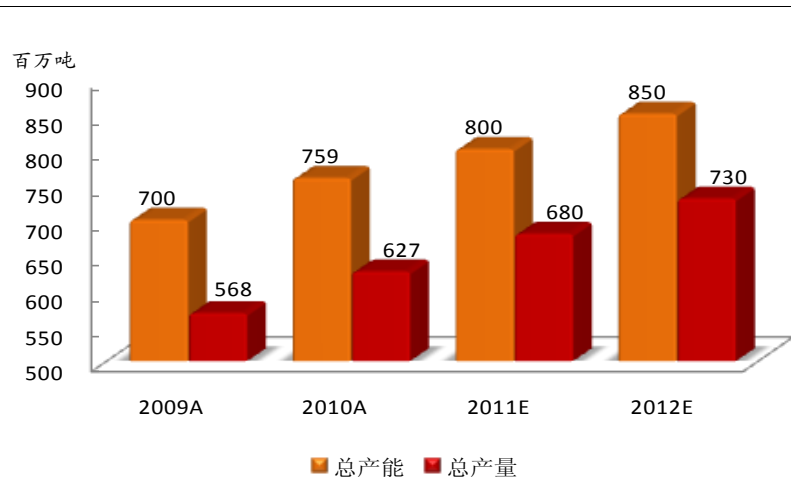
从今年情况看, 保障房建设、城市化推进及汽车的生产恢复正常及消费升级预计将推动钢材表观需求增长7%。根据新增钢铁行业固定资产投资规模及淘汰落后目标, 我们预计未来两年年均新增粗钢产能约5,000万吨。此外, 除国内需求增长快于供需增长外, 国外经济复苏也使得我国钢材出口呈现恢复性增长, 上半年平均当月出口量为400万吨左右, 我们预计今年净出口量有望同比增加1,000万吨以上, 这也在一定程度上缓解国内钢铁市场压力。

图7: 我国粗钢供需分析

单位: 万吨	2009A	2010A	2011E	3年复合增长率
产能利用率	81%	85%	87%	
粗钢产能	70,000	74,000	78,000	4%
粗钢产量	56,784	62,665	68,000	6%
国内粗钢表观消费量	56,508	59,975	64,718	7%
净出口量	326	2,728	3,728	
库存量	1,900	2,223	2,336	10%
供求差额	1,850	2,185	1,890	1%

资料来源: 世界钢铁协会, 华泰香港

图8: 我国粗钢产量情况预测



## 二. 铁矿石进口依赖程度仍较高

尽管铁矿石遍布全球，但储量却相对集中，排名前五位的国家（乌克兰、俄罗斯、中国、巴西及澳大利亚）共占全球储量约72%。虽然我国储量较大，但平均品位只有25%，靠国内铁矿石供给远远无法满足需求。目前世界范围内的铁矿石贸易主要由品位较高的澳大利亚、巴西及印度出口到低品位的中国和资源贫乏的德国、日本及韩国。

图9：全球铁矿石储量分布

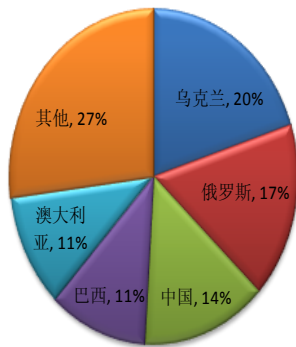
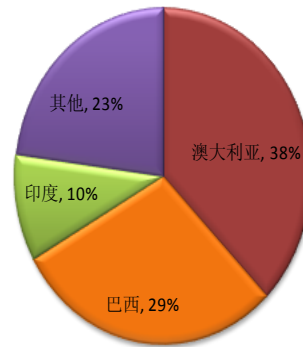


图10：铁矿石贸易量占比



资料来源：世界钢铁协会，华泰香港

资料来源：世界钢铁协会，华泰香港

从全球铁矿石的供需情况来看，近些年一直处于供给大于需求状况，且今后几年随着几大铁矿石企业的扩产，供需差额仍呈现扩大趋势。

图11：世界铁矿石供需情况

单位：百万吨	2007A	2008A	2009A	2010	2011E	2012E	2013E
世界铁矿石需求量	1,504	1,483	1,459	1,650	1,756	1,838	1,914
世界铁矿石供给量	1,631	1,723	1,640	1,850	1,952	2,100	2,230
供需差额	127	240	181	200	196	262	316

资料来源：世界钢铁协会，华泰香港

但从我国的情况来看，国内供给明显小于需求，且进口比例一直维持在50%以上，未来几年虽然国内铁矿石企业也有扩产计划，但对进口的依赖程度短期依然难以改变。

图12：我国铁矿石供需情况

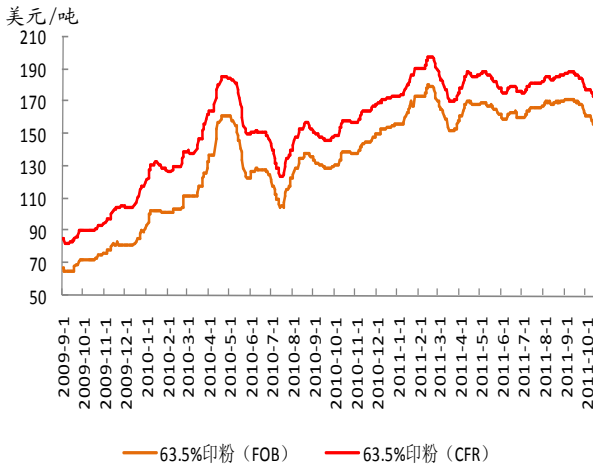
单位：百万吨	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中国铁矿石需求量	714	750	879	944	1,007	1,051	1,088
进口铁矿石供给	384	444	628	619	675	668	728
进口比例	53.8%	59.2%	71.4%	65.6%	67.0%	63.6%	66.9%
国内铁矿石供给	237	267	297	362	394	414	434
供需差额	-93	-39	47	37	62	31	74

资料来源：世界钢铁协会，华泰香港

三. 国际铁矿石价格面临一定回调压力

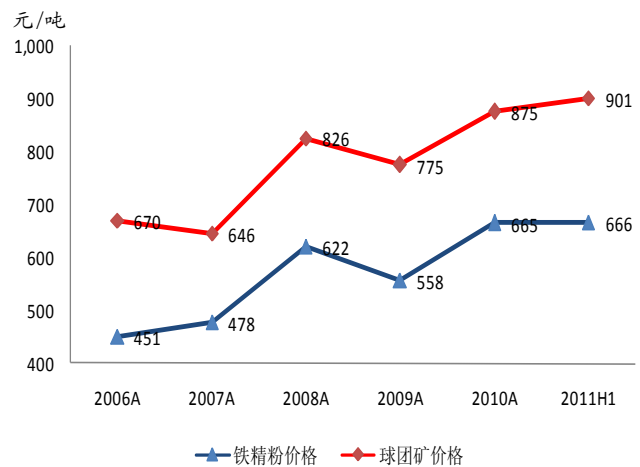
国际铁矿石市场是寡头垄断市场,由于澳大利亚和巴西的铁矿石品位高、产量大,基本上铁矿石的海运贸易量垄断在巴西淡水河谷、澳大利亚必和必拓及力拓的手中,这三家铁矿石厂商产量占世界铁矿石的40%左右,海运贸易量占70%,对国际铁矿石价格掌握绝对话语权。

图13: 进口铁矿石价格走势



资料来源: 百川资讯, 华泰香港

图14: 公司近几年铁矿石价格



资料来源: 公司资料, 华泰香港

从最新情况来看,目前印度63.5%铁精粉CFR和FOB报价分别为174美元/吨及156美元/吨,较年内高点分别下调13.8%和12.1%。铁矿石价格回调的主要原因是供需关系变化,目前世界经济进入低速发展,在我国与钢铁相关的房地产、机械等行业需求减少。今年1至8月,我国港口铁矿石库存已经达到9,526万吨,比去年同期大幅攀升2,346万吨,因此解决和消化库存仍将持续一段时间。

此前铁矿石价格一路上涨主要由于受制上游三大矿山垄断,使供给长期小于需求状态。但从三大矿山最新亮出的扩产计划来看,到2014年三巨头合计产能将提升约3亿吨,供需情况有望得到扭转。短期来看,虽然三大矿山的定价权地位难以撼动,但随着下游需求的回落以及短期产能的快速扩张,铁矿石价格未来一段时间仍将面临下行压力。

图15: 三大矿山扩产规划

单位: 百万吨	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
淡水河谷	332.95	354.35	368.3	388.3	420.3	458.8	489.3
YOY		7.6%	6.4%	3.9%	5.4%	8.2%	9.2%
力拓	161.6	175.6	173.6	213.6	245.6	253.1	285.1
YOY		12.2%	8.7%	-1.1%	23.0%	15.0%	3.1%
必和必拓	116.4	137.4	150.3	156.6	175.8	183.8	191.8
YOY		17.0%	18.0%	9.4%	4.2%	12.3%	4.6%

资料来源: 公司资料, 华泰香港



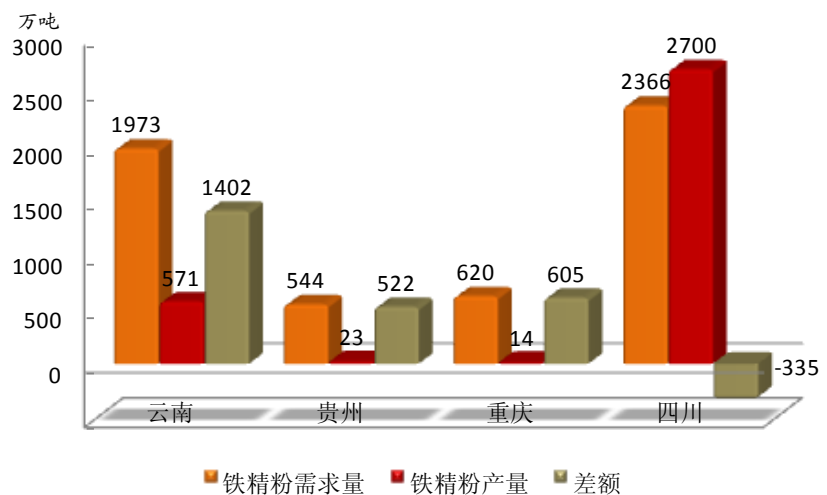
### 第三部分：西南钢企扩产带来新机遇

#### 一. 西南市场潜力巨大

我国铁矿石储量主要位于东北部、北部与西南部地区。这三个地区的储量占我国铁矿石储量的78%。据国家统计局所示，四川省拥有着总计31亿吨的第三大铁矿石资源（不含钒钛磁铁矿），该资源在2007年相当于全国储量的大约13.8%。钒和钛在我国主要以伴生矿的形式存在于钒钛磁铁矿中，而钒钛磁铁矿主要位于四川攀西地区（攀枝花至西昌）及河北省承德地区，其中攀西地区拥有全国最大的钒钛磁铁矿储量，大约占全国储量的83.2%。

从铁精粉产量来看，西南四省市（四川、贵州、云南及重庆）除四川省供给能满足需求外，其他三省供需差额非常明显。由于西南钢铁企业较为集中，该地区铁精粉基本满足当地钢企需求。

图16：西南四省铁精粉供需情况



资料来源：公司资料，华泰香港

但从西南四省市整体钢铁产量来看，在全国比重仍然偏小（过去几年平均占比在6%左右）。这与该地区所处的地理位置及交通运输有直接关系；此外，从该地区人均钢材消耗量来看，200千克人均消耗量与全国平均400千克的水平相差也较大，因此该地区的发展潜力仍然很大。

2011年是“十二五”规划第一年，从上半年情况看，四川国民生产总值大幅增长14.8%至9,371亿元，国家发改委宣布将在西部地区实施23个新建基础设施项目，总投资超过6,000亿元，这将直接刺激钢铁的需求。

图17: 西南四省粗钢历年产量

单位: 万吨	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
四川	1,226	1,369	1,370	1,506	1,581
重庆	322	356	353	350	456
贵州	333	351	346	343	361
云南	635	896	901	1,049	1,294
合计占全国比	6.0%	6.1%	5.9%	5.7%	5.9%

资料来源: 中国钢铁协会, 华泰香港

## 二. 钢企扩产带来新机遇

公司主要客户为西南地区的钢铁企业, 据我们了解, 从2009至2012年三年内西南几大钢企业粗钢产量预计提升超过1,500万吨, 与之对应的新增铁精粉需求量约2,700万吨(其中钒钛磁铁矿的需求量约占50%)。从几大企业自身情况来看, 攀钢虽然拥有矿山, 只能提供约300-400万吨的铁精粉产量, 其余仍需外购; 重庆钢铁拥有矿山规模较小, 能自身提供约100万吨产量; 其余几大企业均需外购铁精粉。

2010年四川铁矿山供给大于需求约300万吨, 但从几大钢企的扩产规模来看, 除去自身供给, 供需缺口将超过2,000万吨。此外, 西南其他省市铁矿石供给明显小于需求, 因此, 长期来看我们认为该地区铁矿石的供需情况将处于偏紧状态。钢企的扩产将使中国铁钛和其他铁矿石生产企业长期受益。

图18: 西南几大钢铁企业扩产计划

单位: 万吨	川威钢铁	达州钢铁	重庆钢铁	德胜钢铁	攀钢-西昌二基地	合计
扩产规模	220	115	650	100	420	1,505
新增原矿需求	1,584	828	4,680	720	3,024	10,836
新增铁精粉需求	396	207	1,170	180	756	2,709
投产年份	2012年底	2011年底	09年9月至11年底	2011年底	2011年10月至2012年	

资料来源: 公司资料, 华泰香港

## 三. 区内铁矿石价差有望缩窄

虽然四川铁矿石产量在全国处于前列(2010年产量约1亿吨, 占全国产量9%), 但由于供给大于需求(自给率为169%大于全国平均的53%)以及相对不便的交通运输等原因导致当地铁矿石价格一直比沿海价格低20-30%。

含钒铁精粉价格虽然从2006年的451元/吨提升47.5%到10年的665元/吨, 但相较区内普通铁精粉仍折让20-30%。我们认为虽然四川市场相对封闭, 但随着几大钢铁企业相继扩产, 提钒技术的广泛应用, 对含钒铁精粉的需求也会逐渐提升, 未来钒铁精粉的价格仍有提升空间。

此外, 从钛精矿的需求来看, 年初至今高品位钛精矿价格涨幅超过100%, 全年均价有望达1,150元/吨。钛精粉价格的大幅提升主要得益于下游钛白市场的向好。数据显示, 我国太白市场近年来出现爆发性增长, 市场

需求总量由五年前的 30 万吨/年增长到现在的 200 多万吨，而且还在上升，预计未来三年将会再增加 100 万吨左右。

综合上述分析，我们认为未来四川地区钒铁精粉与普通铁精粉的价格将逐渐收窄，同时受益钛白市场的向好，钛精矿的价格（主要是高品位钛精矿）将有进一步提升空间。

## 第四部分：产能扩张正在进行中

### 一. 资源储量充裕

公司目前六个矿山合计资源量为 3.96 亿吨，已探明储量为 1.29 亿吨。其中白草、秀水河及毛岭矿厂处于正常开采中，阳雀箐、次竹箐以及毛岭矿山扩界采矿权将于 2012 年获批，羊龙山矿山的采矿权将于 2014 年落实。公司规划未来 3-5 年通过收购将资源量提升至 6 亿吨左右。

图19：白草磁铁矿



资料来源：公司资料，华泰香港

图20：公司资源量分布

矿山	资源量(百万吨)	储量(百万吨)	矿种	品位(%)
白草铁矿	113.5	51.6	钒钛磁铁矿	25.5
秀水河铁矿	97.3	67.0	钒钛磁铁矿	27.1
阳雀箐铁矿	81.6		钒钛磁铁矿	23.1
茨竹箐铁矿	25.5		钒钛磁铁矿	22.4
毛岭铁矿	44.6	10.4	普通磁铁矿	34.5
羊龙山铁矿	33.6		普通磁铁矿	23.0
合计	396.1	129.0		

资料来源：公司资料，华泰香港

### 二. 产能扩张进行中

从产能情况来看，由于秀水河 30 万吨铁精粉已于今年上半年投产，目前铁精粉合计产能（不包括第三方承包）为 275 万吨；秀水河新建球团厂已于今年 5 月试运行，目前球团产能为 136 万吨；按公司规划中品味钛精矿正在逐渐升级为高品位，因此未来几年中品味产能将逐渐减少，而高品位的当前产能为 28 万吨（其中 10 万吨为今年 8 月投产）。公司计划未来 3-5 年将铁精粉产能提升至 500 万吨，球团矿产能提升至 200 万吨，钛精矿产能提升至 40 万吨。

图21: 公司产能分布及扩张情况

<b>铁精粉产能</b>			
产能(万吨)	现有铁精粉产能	扩建(2013年投产)	合计产能
秀水河洗选厂	80		80
白草洗选厂	70		70
海龙洗选厂	30		30
黑谷田洗选厂	80		80
毛岭普通磁铁矿	15	10	25
独立第三方承包	10		
<b>合计</b>	<b>285</b>	<b>10</b>	<b>295</b>
<b>球团产能</b>			
	现有球团产能	扩建	合计产能
老球团矿厂	36		36
秀水河球团矿厂	100		100
<b>合计</b>	<b>136</b>		<b>136</b>
<b>中品味钛精矿</b>			
	现有中品味钛精矿	扩建	合计产能
秀水河洗选厂	30—40		
白草洗选厂	18—20		
海龙洗选厂	10—15		
黑谷田洗选厂	40—50		
<b>合计</b>	<b>98—125</b>		<b>98—125</b>
<b>高品味钛精矿</b>			
	现有高品味钛精矿	扩建	合计产能
白草洗选厂	6		6
黑谷田洗选厂	12		12
秀水河洗选厂	10		10
<b>合计</b>	<b>28</b>		<b>28</b>

资料来源: 公司资料, 华泰香港

### 三. 钒钛价值逐渐展现

目前全世界钒的可开采储量约1,020万吨, 其中俄罗斯占48.9%, 南非占29.4%, 中国占19.6%, 澳大利亚占1.6%, 其他国家仅占0.5%, 此外, 美国已经停止钒的开采。而世界钛基础储量约17.7亿吨, 我国占37%以上; 其中攀西钛矿的储量占我国总量的90%以上。

近些年含钒钛的价值逐渐得到体现, 主要原因有以下几个:

首先, 钒钛作为稀有金属, 用途非常广泛。钒主要用于合金以改善钢的性能。同时, 目前钒电池已在美、加、欧、日、澳等商业化应用于风电储能、光伏储能及电网调峰。钛在传统领域广泛运用于漂白、油漆、造纸等行业, 加工后的钛材则用于高端的航天航空、军事等领域;

其次, 钢铁往高强度方向发展是未来的方向, 国家政策要求强度在400兆帕以上的热轧带肋钢筋的使用比例达60% (目前约占1/3), 在钢铁冶炼过程中加入钒可以达到提高钢强度的要求且经济成本也较低;

再次, 目前西南几大钢铁企业已基本掌握提钒技术, 将钢渣中提炼出的钒 (五氧化二钒) 直接销售可以减少炼钢过程中的部分损失。

## 第五部分: 盈利预测与估值

### 一. 盈利预测假设

我们预计今年由于球团矿产量提升、高品位钛精矿的销量及价格同时大幅提升以及普通磁铁矿将首次提供收入,但由于铁精矿产量增幅不大,业绩提升幅度不大;明后两年随着铁精矿、球团及高品位钛精矿产量的持续提升,业绩将会稳步增长。

我们预测今年公司收入增长 19.2%,其中铁精矿占比 48.8%,球团矿、中品位及高品位钛精矿的占比分别为 41.7%、0.4%及 9.0%。2011 至 2013 年收入及利润率预测如下:

图22: 产品销量、价格及收入假设

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>销量(千吨)</b>					
铁精矿	950	1,317	1,350	1,400	1,700
球团矿	693	728	850	1,250	1,300
中品味钛精矿	167	83	50	40	30
高品位钛精矿	-	62	145	200	220
普通磁铁矿	-	-	35	80	100
<b>总销量</b>	<b>1,811</b>	<b>2,190</b>	<b>2,430</b>	<b>2,970</b>	<b>3,350</b>
<b>平均销售价格(元/吨)</b>					
铁精矿	558	665	670	704	718
球团矿	775	875	910	956	975
中品味钛精矿	102	99	160	168	171
高品位钛精矿	-	534	1,150	1,438	1,466
普通磁铁矿	-	-	1,154	1,177	1,200
<b>收益(千人民币)</b>					
铁精矿	529,748	875,784	904,500	984,900	1,219,869
球团矿	537,113	637,172	773,500	1,194,375	1,266,993
中品味钛精矿	17,015	8,239	8,000	6,720	5,141
高品位钛精矿	-	32,935	166,750	287,500	322,575
普通磁铁矿	-	-	40,385	94,154	120,046
<b>总收益</b>	<b>1,083,876</b>	<b>1,554,130</b>	<b>1,852,750</b>	<b>2,473,495</b>	<b>2,814,578</b>

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测

图23: 毛利率及其他费用率假设

(单位: %)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	46.3%	53.4%	52.2%	51.1%	50.4%
销售费用率	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
行政开支率	3.3%	5.1%	4.2%	3.5%	3.3%
经营利润率	41.1%	46.3%	45.6%	44.9%	44.2%
有效税率	16.0%	16.7%	16.5%	25.0%	25.0%
净利润率	30.2%	34.3%	33.9%	30.1%	29.7%

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测

## 二. DCF 估值

我们采用 DCF 模型对公司估值, 假设条件如下:

图24: 模型假设及估值

WACC		终值	
<b>资本结构</b>		年终自由现金流	1,006
债务比重	4.9%	永续增长率	3.0%
权益比重	95.1%	年终EBITDA	3,862
		终值	6,162
<b>股本成本</b>		折现周期	10.0
无风险利率	4.2%	折现因子	0.2
市场预期回报	16.5%	<b>终值现值</b>	<b>1,010</b>
Beta	1.34	企业价值 (%)	38%
<b>股本成本</b>	<b>20.6%</b>	估值	
		<b>企业价值</b>	<b>2,635</b>
<b>债务成本</b>		减: 总债务	332
税前债务总成本	3.7%	加: 现金及等价物	1,102
有效税率	17%	净债务	-770
债务调整系数	1.38	股权价值	3,405
<b>税后债务成本</b>	<b>4.2%</b>	流通股数	2,075
<b>WACC</b>	<b>19.8%</b>	<b>股价</b>	<b>1.64</b>

资料来源: 华泰香港预测

图25: 敏感性分析

		永续增长率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	17.8%	1.84	1.87	1.89	1.92	1.95
	18.8%	1.72	1.74	1.76	1.78	1.80
	19.8%	1.61	1.63	1.64	1.66	1.68
	20.8%	1.52	1.53	1.54	1.56	1.57
	21.8%	1.43	1.44	1.45	1.47	1.48

资料来源: 华泰香港预测

图26: DCF估值概要

单位: 百万人民币										
预测年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售收入	1,853	2,473	2,815	3,293	3,853	4,508	5,274	6,171	7,220	8,447
EBITDA	1,043	1,378	1,535	1,587	1,834	2,123	2,461	2,857	3,320	3,862
折旧及摊销	(197)	(269)	(293)	(133)	(133)	(133)	(133)	(133)	(133)	(133)
EBIT	846	1,109	1,243	1,454	1,701	1,990	2,329	2,724	3,188	3,730
税收	(136)	(272)	(305)	(357)	(418)	(489)	(572)	(669)	(783)	(916)
资本开支	(600)	(200)	(200)	(263)	(308)	(361)	(422)	(494)	(578)	(676)
运营资本变动	(205)	(806)	(911)	(692)	(577)	(675)	(789)	(924)	(1081)	(1264)
自由现金流	102	101	119	274	531	599	678	771	880	1,006
WACC=19.8%										
折现周期	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5
折现因子	0.91	0.76	0.64	0.53	0.44	0.37	0.31	0.26	0.21	0.18
自由现金流现值	93	77	76	146	235	222	209	199	189	181

资料来源: 华泰香港预测

基于我们的 DCF 估值, 测算公司的合理价值在 1.6 元左右, 对应 2.0 港元。

### 三. 相对估值

公司历史动态市盈率和市净率分别位于 3.0-18.0 倍、0.4-3.5 倍之间，当前股价相当于 2011 年 4.5 倍市盈率和 0.8 倍市净率。从企业价值与资源量和储量的比较来看，公司的企业价值/资源量、企业价值/储量分别为 3.34 美元/吨、10.25 美元/吨，与国际平均 15 美元/吨及 58 美元/吨相比仍有较大提升空间。考虑到公司未来相对稳定的业绩增长，给予 5.4 倍市盈率较为合理。

图 27: 中国铁钛—P/E Bands

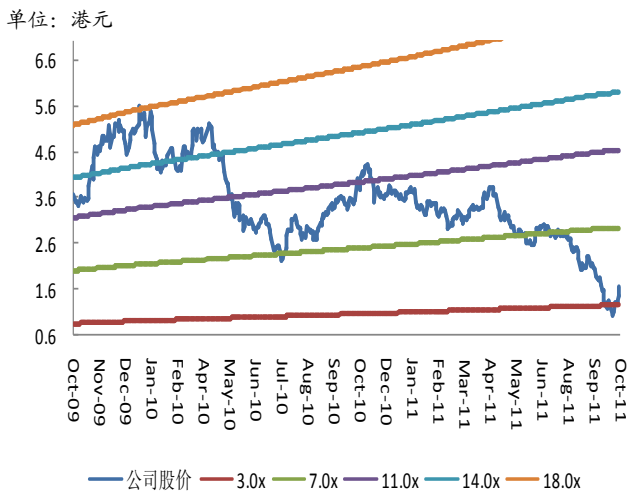
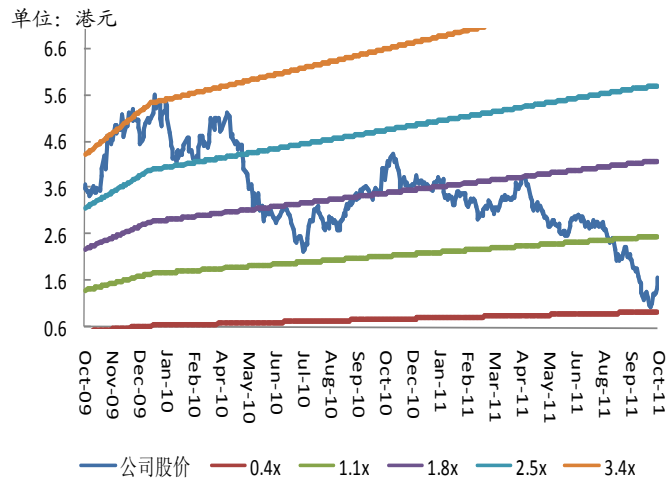


图 28: 中国铁钛—P/B Bands



资料来源: 华泰香港

资料来源: 华泰香港

结合上述估值方法，我们认为公司合理价值为 2.00 港元。首次给予“增持”评级，该目标价相当于 4.6 倍 2012 年、4.1 倍 2013 年市盈率；0.8 倍 2012 年、0.7 倍 2013 年市净率。公司未来股价表现催化剂为铁精粉产量及几大钢企的需求量提升。

图 29: 同行业估值比较

名称	代码	最新价	货币	市值(亿)	EPS				PE				EV/EBITDA			EV/资源量	EV/储量	
					2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	(美元/吨)	(美元/吨)
中国铁钛	893.HK	1.67	HKD	34.7	0.32	0.37	0.44	0.49	5.27	4.52	3.81	3.40	3.25	2.49	1.89	1.70	4.35	13.34
铁江现货	1029.HK	1.27	HKD	42.7	(0.10)	0.02	0.02	0.32	n.a	79.38	55.22	4.03	(61.61)	23.09	18.67	2.19	1.42	2.32
淡水河谷	VALE5.BZ	40.23	BRL	2253	5.13	8.53	8.35	8.49	7.84	4.72	4.82	4.74	6.28	3.89	3.62	3.29	n.a	20.40
必和必拓	BHP.AU	37.64	AUD	1855	2.63	3.99	4.57	4.72	14.30	9.43	8.24	7.97	8.72	6.09	5.27	4.85	14.49	56.50
力拓	RIO.LN	3362	GBP	686	441.49	586.84	605.29	620.46	7.62	5.73	5.55	5.42	3.05	4.16	3.79	3.56	15.60	98.10
平均									8.76	6.10	5.61	5.38	5.33	4.16	3.64	3.35	8.96	38.13

资料来源: Bloomberg, 华泰香港预测

### 四. 风险因素

产能扩张及收购计划的不确定性、经济放缓导致铁矿石价格大幅下滑、西南地区钒钛磁铁的需求不如预期。

损益表 (百万人民币)

截止至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,084	1,554	1,853	2,473	2,815
成本	(582)	(724)	(886)	(1,209)	(1,397)
<b>毛利</b>	502	830	967	1,265	1,418
经营费用	(28.3)	(44.3)	(52.8)	(70.4)	(80.2)
行政开支	(35.6)	(79.5)	(77.8)	(86.6)	(92.9)
其他收入净额	8.0	12.4	9.1	1.9	(2.1)
<b>经营利润</b>	446	719	846	1,109	1,243
财务成本	(9.2)	(17.8)	(21.8)	(22.1)	(22.3)
<b>税前利润</b>	437	701	824	1,087	1,220
所得税	(69.7)	(117.3)	(135.9)	(271.8)	(305.1)
<b>年内股东溢利</b>	366.9	584.0	687.9	815.5	915.3
少数股东权益	(39.1)	(50.6)	(59.6)	(70.6)	(79.3)
<b>净利润</b>	327.9	533.4	628.3	744.9	836.0
每股收益(人民币)	0.20	0.26	0.30	0.36	0.40
收入增长(%)	37.0%	43.4%	19.2%	33.5%	13.8%
毛利增长(%)	17.5%	65.5%	16.5%	30.8%	12.1%
经营利润增长(%)	26.7%	61.3%	17.6%	31.2%	12.0%
净利润增长(%)	15.1%	59.2%	17.8%	18.6%	12.2%
每股收益增长(%)	17.6%	30.0%	16.5%	18.6%	12.2%

资产负债表 (百万人民币)

截止至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
固定资产	496	1,540	1,879	1,810	1,717
无形资产	142	548	533	518	504
其他非流动资产	202	311	361	328	289
<b>非流动资产总计</b>	840	2,399	2,773	2,656	2,510
存货	71	71	86	118	136
应收账款	137	208	247	330	375
现金及现金等价物	1,884	1,102	1,301	2,106	3,019
其他流动资产	141	101	101	101	101
<b>流动资产总计</b>	2,233	1,481	1,735	2,654	3,631
<b>总资产</b>	3,073	3,880	4,508	5,310	6,141
应付账款	86	261	310	423	489
短期债务	100	175	175	175	175
其他流动负债	275	442	442	442	442
<b>流动负债总计</b>	461	878	927	1,040	1,106
长期借款	0	157	157	157	157
其他长期负债	6	7	7	7	7
<b>非流动负债总计</b>	6	164	164	164	164
股本	183	183	183	183	183
储备	2,331	2,624	3,145	3,763	4,448
股东权益	2,514	2,807	3,328	3,946	4,631
少数股东权益	93	30	90	160	240
<b>总权益</b>	2,607	2,837	3,417	4,106	4,871

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测

现金流量表 (百万人民币)

截止至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
税前利润	437	701	824	1,087	1,220
折旧与摊销	43	91	213	285	308
财务费用	9.2	17.8	21.8	22.1	22.3
运营资本变动	(77.2)	105.1	(5.9)	(1.0)	2.0
税金	(69.7)	(117.3)	(135.9)	(271.8)	(305.1)
其他经营现金流	0.6	(29.0)	0.0	0.0	0.0
<b>经营活动所产生现金流</b>	342	769	917	1,121	1,248
购买固定资产净值	(239)	(975)	(600)	(200)	(200)
投资减少/增加	(39)	(5)	0	0	0
其他投资现金流	(50)	(771)	0	0	0
<b>投资活动所产生现金流</b>	(328)	(1,750)	(600)	(200)	(200)
净增权益	1,773	0	0	0	0
净增债务	100	200	0	0	0
支付股息	0	0	(108)	(127)	(150)
其他融资现金流	(135.3)	(429.8)	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动所产生现金流</b>	1,737	(229.8)	(107.8)	(126.9)	(150.5)
现金变动	1,752	(1,211)	209	794	897
年初现金	133	1,885	674	883	1,677
<b>期末现金</b>	1,885	674	883	1,677	2,575

主要比率

截止至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.3%	53.4%	52.2%	51.1%	50.4%
经营利润率	41.1%	46.3%	45.6%	44.9%	44.2%
净利润率	30.2%	34.3%	33.9%	30.1%	29.7%
ROE	12.6%	18.8%	18.4%	18.1%	17.2%
ROA	10.7%	13.7%	13.9%	14.0%	13.6%
<b>偿还能力</b>					
资产负债率	15.2%	26.9%	24.2%	22.7%	20.7%
净资产负债率	17.9%	36.7%	31.9%	29.3%	26.1%
流动比率	4.8	1.7	1.9	2.6	3.3
速动比率	4.69	1.61	1.78	2.44	3.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.35	0.40	0.41	0.47	0.46
应收账款周转率	7.89	7.49	7.50	7.50	7.50
应付账款周转率	6.77	2.77	2.86	2.86	2.86
存货周转率	8.32	10.40	10.43	10.43	10.43
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益	0.20	0.26	0.30	0.36	0.40
每股净资产	0.15	1.35	1.65	1.98	2.35
<b>估值比率</b>					
P/E	6.8	5.3	4.5	3.8	3.4
P/B	8.9	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.5	3.3	2.5	1.9	1.7
股息率	0.0%	3.8%	4.5%	5.3%	5.9%

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测



## 华泰香港投资评级标准

---

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 恒生指数(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

---

## 免责声明

---

本报告由华泰金融控股(香港)有限公司编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为购买或认购证券或其他金融票据的邀请。其所载资料在刊出时皆被华泰金融控股(香港)有限公司认为可靠,但华泰金融控股(香港)有限公司不能担保其准确性或完整性,而华泰金融控股(香港)有限公司不会对因此使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。华泰金融控股(香港)有限公司或其关连人士可能会因应不同的假设或因素发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。华泰金融控股(香港)有限公司或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。华泰金融控股(香港)有限公司或其关连人士可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2011 华泰金融控股(香港)有限公司版权所有。保留一切权利。

---

## 香港

香港皇后大道中 99 号中环中心 5808-5812 室

电话: (852) 3658 6000

传真: (852) 2169 0770

电子邮件: [stockscs@mail.htsc.com.cn](mailto:stockscs@mail.htsc.com.cn)

<http://www.htsc.com/hk/>