

現價: HK\$1.18

潜在上升空间: +61.0%

目標價: HK\$1.9 ↓

黑色金屬采選業

## 中國鐵鈦 (893.HK)

### 上半年業績大幅下滑超預期

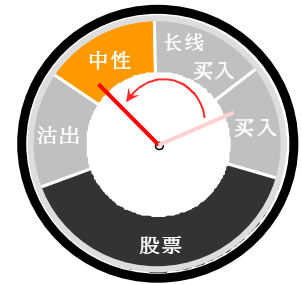
落后 同步 领先

#### 公司估值表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
營業收入 (RMB 百萬元)	1,554	1,713	1,530	2,054	2,503
淨利潤 (RMB 百萬元)	533	606	465	576	688
每股基本盈利 (RMB)	0.26	0.29	0.22	0.28	0.33
每股核心盈利 (RMB)	0.26	0.29	0.22	0.28	0.33
變動 (%)	30.0%	11.5%	-22.7%	23.8%	19.4%
市盈率	3.8	3.3	4.3	3.4	2.9
每股派息 (RMB)	0.05	0.06	0.04	0.06	0.07
周息率 (%)	5.2%	6.2%	4.7%	5.8%	6.9%
每股資產淨值 (RMB)	1.7	1.6	1.7	2.0	2.2
市淨率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4

資料來源: 公司、交銀國際

- 公司發布上半年盈利預警。**公司日前發布盈利預警稱由於公司所在攀西地區3月份以來遭遇間歇性停電及限電措施,致使公司上半年鐵精粉產量有較大幅度下降。受此影響,公司上半年淨利潤將較去年同期大幅下跌,初步預期下跌幅度不超過40%。
- 公司二季度受限電措施影響超於我們預期。**雖然我們在此前報告中對攀西地區的限電措施及公司鐵精粉減產已有預期,但公司上半年的鐵精粉減產幅度仍高於我們的預期。由於公司下半年鐵精粉生產能否完全恢復至正常水平還存在不確定性,我們將公司2012年全年的鐵精粉產量預測值由此前的234萬噸下調21.8%至183萬噸。同時由於5、6月份以來攀西地區的鐵精粉價格有小幅下調,我們將公司2012年的鐵精粉銷售均價也做小幅下調。
- 近期鈦精粉價格維持穩定。**雖然越南政府從7月1日開始正式實施對鈦精礦出口的限制令,由於市場對越南鈦精礦出口禁令已有充分預期,因此國內鈦精礦價格近期仍保持平穩,沒有出現明顯波動。我們預期下半年鈦精礦業務對公司盈利的改善作用將低於預期。
- 下調公司投資評級至“中性”,下調公司目標價至HK\$1.9。**由於公司二季度受限電措施影響較大,導致鐵精粉產量嚴重下滑,預計年內難以恢復。同時國內鐵精粉市場受鋼鐵業低迷的拖累,預計後期也將面臨挑戰的風險。據此我們將公司2012/2013年的鐵精粉產量及銷售價格做相應下調,將公司2012/2013年的EPS下調至0.22/0.28元,下調幅度分別為26.3%/15.7%。我們將公司投資評級下調至“中性”,同時將公司目標價由HK\$2.8下調至HK\$1.9。



#### 焦點:

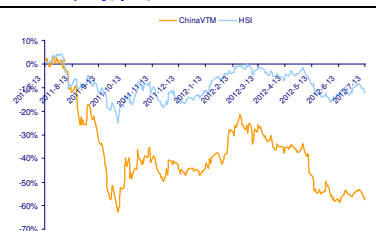
- 由於限電措施影響,公司2012上半年鐵精粉產量大為下降,導致公司淨利潤下滑超預期。

#### 股份資料

52周高位 (HK\$)	2.921
52周低位 (HK\$)	1.01
市值 (百萬港幣)	2,449
發行股數 (百萬)	2,075
日成交量 (百萬港幣)	3.46
1個月內變化 (%)	-1.67
年初至今變化 (%)	-22.37
50天平均價 (HK\$)	1.30
200天平均價 (HK\$)	1.59
14天強弱指數	36.11

資料來源: Bloomberg

#### 個股1年走勢圖



資料來源: Bloomberg

#### 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)	580	550	-5.2%	620	580	-6.5%
球團礦銷售均價(元/噸)	900.0	850	-5.6%	900.0	900	0.0%
鐵精粉產量(萬噸)	234.0	183.0	-21.8%	275.0	240.0	-12.7%
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	20.0	0.0%	20.0	20.0	0.0%
營業收入(百萬 RMB)	1,899	1,530	-19.5%	2,321	2,054	-11.5%
毛利(百萬 RMB)	923	693	-25.0%	1,176	1,011	-14.0%
淨利潤(百萬 RMB)	631	465	-26.3%	684	576	-15.7%
每股收益(RMB)	0.30	0.22	-26.3%	0.33	0.28	-15.7%
每股資產淨值(RMB)	1.80	1.74	-3.6%	2.07	1.96	-5.2%

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并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	1,530	2,054	2,503
主營業務成本	724	886	837	1,043	1,248
毛利	830	827	693	1,011	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	53	109
稅前利潤	701	748	558	784	936
所得稅支出	117	135	84	196	234
年內利潤	584	613	475	588	702
歸屬於公司權益人利潤	533	606	465	576	688
每股收益 (元/股)	0.26	0.29	0.22	0.28	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	475	588	702
財務費用			4	53	109
折舊			195	288	435
(營運資本增加)			-494	-31	-24
遞延稅金增加			-2	-3	-3
總經營活動現金流	606	688	239	894	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	-53	-109
股本增加(減少)			0	0	0
(股利)			-95	-118	-140
總融資活動現金	-230	-117	369	640	701
現金淨增加額	-1,216	-475	-672	-46	-61
初始現金	1,890	672	947	275	293
現金量變化	-1,216	-475	-672	18	8
期末可用現金量	672	947	275	293	300

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	1,096	947	275	293	300
應收賬款	208	134	122	164	200
存貨	70	137	137	137	135
流動資產合計	1,473	1,479	795	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	4,799	6,252	7,919
短期借款	175	322	490	1,100	1,200
流動負債合計	813	1,119	781	1,567	1,826
長期借款	125	101	401	601	1,451
總負債	944	1,238	1,198	2,181	3,287
股本	183	183	183	183	183
儲備	2,775	3,016	3,396	3,866	4,428
少數股東權益	14	22	22	22	22
總所有者權益	2,789	3,221	3,601	4,071	4,632
總負債、所有者權益合計	3,733	4,458	4,799	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%	-10.7%	34.3%	21.8%
主營業務利潤增長率	65.5%	-0.5%	-16.2%	46.0%	24.1%
淨利潤增長率	59.2%	4.9%	-22.5%	23.8%	19.4%
盈利能力					
毛利率	53.4%	48.3%	45.3%	49.2%	50.1%
淨利潤率	37.6%	35.8%	31.0%	28.6%	28.0%
ROE	20.9%	19.0%	13.2%	14.4%	15.2%
ROIC	17.2%	14.0%	9.4%	10.9%	10.7%
償債能力					
資產負債率	25.3%	27.8%	25.0%	34.9%	41.5%
已獲利息倍數	39.7		138.6	15.8	9.6
流動比率	1.8	1.3	1.0	0.7	0.7
速動比率	1.7	1.2	0.8	0.6	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%

長綫買入: 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

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

賀焯	(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

谷馨瑜	(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/觀點并無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們并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】并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并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并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)，表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并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，并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、并可能不時進行買賣、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，或可能以委托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并提供投資銀行、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，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息，并可能受送遞延誤、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，而并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。