

現價: HK\$0.84

潜在上升空间: +12.4%

目标价: HK\$0.94 ↓

黑色金屬采選業

中國鐵鈦 (893.HK)

中游行業弱勢向上游蔓延，維持中性評級

落后

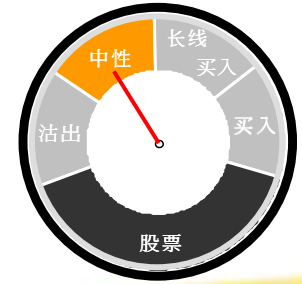
同步

领先

公司估值表

	2011	2012	2013	2014E	2015E
營業收入 (RMB 百萬元)	1,713	1,534	1,430	1,289	1,456
淨利潤 (RMB 百萬元)	606	434	179	198	214
每股基本盈利 (RMB)	0.29	0.21	0.086	0.094	0.102
每股核心盈利 (RMB)	0.29	0.21	0.086	0.094	0.102
變動 (%)	11.5%	-27.9%	-58.7%	9.3%	8.2%
市盈率	2.3	3.2	7.8	7.1	6.5
每股派息 (RMB)	0.06	0.00	0.02	0.02	0.02
周息率 (%)	8.8%	0.0%	2.5%	2.8%	3.1%
每股資產淨值 (RMB)	1.55	1.64	1.74	1.82	1.90
市淨率	0.43	0.41	0.39	0.37	0.35

資料來源：公司、交銀國際



焦點：

- ▶ 白草礦區於13年7月至14年3月暫停開采給公司盈利帶來負面影響
- ▶ 高品位鈦精礦價格下滑。
- ▶ 球團礦市場需求大幅減少

● **產量減少的同時，行業弱勢致礦價下滑。**13年7月為勘探鈦鉬礦而停止開采白草礦區給公司產量造成了負面影響，而結果證明鈦鉬礦暫無經濟開采價值。同時，球團礦需求的減少加上鈦精礦價格的下滑，都是造成2013年淨利潤大幅下滑58.7%至179.1百萬元的原因。展望14年，鋼鐵行業整體的弱勢讓上游礦業不得不開始壓縮自己的利潤空間，傳統的鐵精粉及球團礦都無明顯增長，而鈦精礦在14年則是緩慢的恢復過程，短期內難以回到12年高位。預計13/14年的EPS分別為0.086/0.094元。同時下調目標價從HK\$1.30至HK\$0.94，對應公司2014年的PE為8.0x。

● **業績大幅下滑：**2013年公司實現營業收入1429.9百萬元，同比減少6.8%，實現淨利潤179.1百萬元，對應每股基本收益為0.09元，較去年同期減少58.7%，業績大幅下滑主要原因：1)主要礦區暫停開采影響含鈦鐵精粉產量。2)鋼廠困境向上游礦業類企業蔓延，公司主要產品價格均有下降。

● **產量：礦區暫停開采導致產量下降：**1)含鈦鐵精粉減產(占13年銷售收入77%)：白草礦區為勘探鈦鉬礦而從13年7月份停產至14年3月，預計停產期間將影響14年鐵精粉產量12.5萬噸，下調14/15年公司產量從之前的220萬噸/232萬噸至207萬噸/222萬噸，下調幅度為5.9%和4.2%。2)球團礦業務進展緩慢(占13年銷售收入2%)：鋼廠擴建了新的球團生產線，對鐵精粉的需求增多，導致對球團的需求大幅降低，期內公司球團礦僅出售3.8萬噸，較12年大幅下降92.2%，預計銷量短期內難以恢復。2)高品位鈦精礦產量大增(占銷售收入10%)：期內高品位鈦精礦銷量增長32.8%至19.63萬噸，但由於占比過低，難以彌補球團礦大幅減少帶來的缺口。

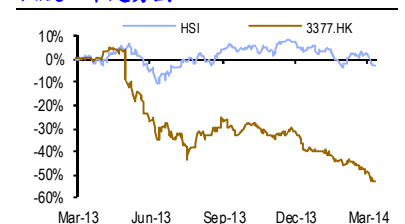
● **價格：鐵精粉售價較為平穩，鈦精礦價格難回高位。**1)含鈦鐵精粉價格於13年表現較好，平均售價較12年上升44元/噸，原因：隨著開采深入地下，各項成本上升，毛利率并未得到改善。2)鈦精礦價格較高點下滑，預計短期難回高位。數據顯示，攀枝花地區高品位鈦精礦價格自13年初的1094元/噸下跌至12月底的581元/噸，公司鈦精礦銷售價格也由12年的1171元/噸下跌至13年的713元/噸，反應經濟弱勢情況下對原材料的需求減少。

股份資料

52周高位 (HK\$)	1.87
52周低位 (HK\$)	0.83
市值 (百万港币)	1,743.0
发行股数 (百万)	2,075.0
日成交量 (百万)	1.22
1个月内变化 (%)	-13.40
年初至今变化 (%)	-21.50
50天平均价 (HK\$)	0.98
200天平均价 (HK\$)	1.16
14天强弱指数	28.06

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

	FY14			FY15		
	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)	550.0	550.0	0.0%	600.0	566.5	-5.6%
球團礦銷售均價(元/噸)	900.0	860.0	-4.4%	900.0	885.8	-1.6%
鈦精礦銷售價格(元/噸)	950.0	900.0	-5.3%	950.0	950.0	0.0%
鐵精粉產量(萬噸)	220.0	207.0	-5.9%	232.0	222.2	-4.2%
球團礦產量(萬噸)	7.7	3.0	-60.8%	9.0	9.0	0.0%
高品位鈦精礦(萬噸)	19.0	20.0	5.3%	19.0	22.0	15.8%
營業收入(百萬元 RMB)	1,457	1,289	-11.5%	1,698	1,456	-14.2%
毛利(百萬元 RMB)	532	407	-23.6%	662	407	-38.6%
歸屬於普通股股東淨利潤(百萬元 RMB)	273	198	-27.3%	347	214	-38.3%
每股收益(RMB)	0.13	0.094	-27.3%	0.17	0.102	-38.3%
每股資產淨值(RMB)	1.81	1.82	0.7%	1.91	1.90	-0.5%

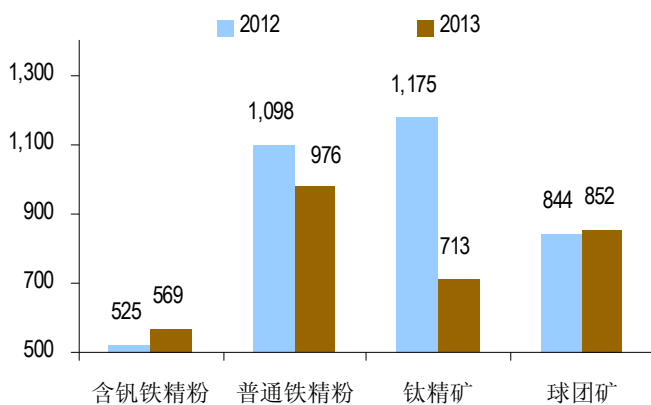
資料來源：交銀國際預測

圖表 2：白草礦區為公司最大礦區，停產對 14 年上半年業績影響較大。

名稱	位置	面積 (平方公里)	資源種類	資源量 (百萬噸)	平均品位%	開采方式
白草鐵礦	四川會理縣	1.88	鈦鈦磁鐵礦	102.5	25.1%	露天
秀水河鐵礦	四川會理縣	1.73	鈦鈦磁鐵礦	90.4	24.6%	地下
陽雀箐鐵礦	四川會理縣	0.25	鈦鈦磁鐵礦	21.2	25.1%	地下
茨竹箐鐵礦	四川會理縣	2.30	鈦鈦磁鐵礦	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

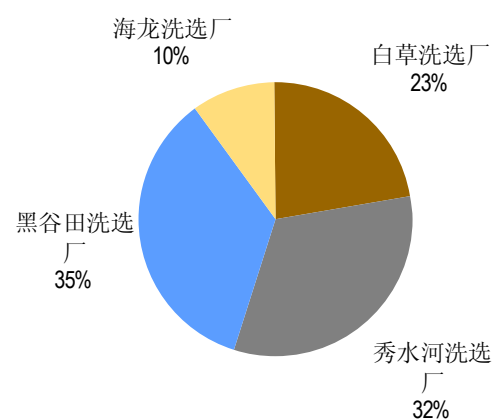
資料來源：中國鐵鈦公開資料

圖表 3：各類產品售價表現平平，含鈦鐵精粉售價提升或因成本上升所致。(單位：元/噸)



資料來源：交銀國際 中國鐵鈦

圖表 4：白草礦區將於 3 月份複產，但公司 14 年上半年業績同比仍將大幅下降



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	2013	2014E	2015E
銷售收入	1,713	1,534	1,430	1,289	1,456
主營業務成本	886	800	925	945	1,050
毛利	827	734	505	407	407
分銷成本	46	46	51	39	44
管理費用	102	118	153	77	87
融資成本	21	43	99	1	-2
稅前利潤	748	572	266	289	292
所得稅支出	135	130	84	87	73
年內利潤	613	441	182	202	219
歸屬於公司權益人利潤	606	434	179	198	214
每股收益(元/股)	0.29	0.21	0.09	0.094	0.102

現金流量表 (RMB m)

截至 12 月 31 日為止	2011	2012	2013	2014E	2015E
淨利潤	613	441	182	202	219
財務費用				1	(2)
折舊				136	142
(營運資本增加)				(212)	36
遞延稅金增加				(1)	(1)
探礦權攤銷				61	65
總經營活動現金流	688	1,111	16	188	459
(資本支出)				(300)	(200)
總投資活動現金	(1,046)	(922)	(294)	(380)	(280)
短期負債增加(減少)				(162)	0
長期負債增加(減少)				0	0
財務費用				(1)	2
股本增加(減少)				0	0
(股利)				(40)	(44)
總融資活動現金	(117)	(10)	19	(204)	(42)
現金淨增加額	(475)	179	(259)	(396)	137
初始現金	1,102	947	1,649	1,295	899
現金量變化	(475)	179	(259)	(396)	137
匯率變動&定期存款	320	524	(95)	0	0
期末可用現金量	947	1,649	1,295	899	1,037

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	2013	2014E	2015E
現金及銀行結餘	947	1,649	1,295	899	1,037
應收賬款	134	109	385	258	291
存貨	137	180	142	129	114
流動資產合計	1,479	2,277	2,509	1,866	2,097
固定資產	1,727	1,779	1,745	1,909	1,966
資產總計	4,458	5,267	5,506	5,045	5,349
短期借款	322	317	362	200	200
流動負債合計	1,119	1,778	1,827	1,206	1,336
長期借款	101	79	51	51	51
總負債	1,238	1,869	1,892	1,269	1,398
股本	183	183	183	183	183
儲備	3,016	3,185	3,398	3,560	3,735
少數股東權益	22	29	33	33	33
總所有者權益	3,221	3,397	3,614	3,776	3,951
總負債、所有者權益合計	4,458	5,267	5,506	5,045	5,349

財務比率

截至 12 月 31 日為止	2011	2012	2013	2014E	2015E
成長能力					
營業收入增長率	10.2%	-10.5%	-6.8%	-9.8%	12.9%
主營業務利潤增長率	-0.5%	-11.2%	-31.3%	-19.4%	0.0%
淨利潤增長率	4.9%	-28.0%	-58.6%	10.8%	8.2%
盈利能力					
毛利率	48.3%	47.9%	35.3%	31.5%	27.9%
淨利潤率	35.8%	28.8%	12.8%	15.7%	15.0%
ROE	19.0%	13.0%	5.0%	5.4%	5.5%
ROIC	14.0%	11.3%	5.6%	5.4%	4.9%
償債能力					
資產負債率	27.8%	35.5%	34.4%	25.2%	26.1%
已獲利息倍數	32.1	13.4	3.1	240.4	-179.5
流動比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
速動比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5

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

非必需品消費行業

黃文嫻 (852) 2977 9391 phoebe.wong

葉建中 CFA (852) 2977 9205 albertyip

必需品消費行業

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

王未然 (852) 2977 9386 kevin.wang

醫藥生物行業

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

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

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

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

油氣/燃氣行業

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

馮璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源行業

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

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

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

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。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與中國海洋石油有限公司、順風光電國際有限公司、上海青浦消防器材股份有限公司、澳門勵駿創建有限公司、開元產業投資信託基金、五洲國際控股有限公司、中石化煉化工程(集團)股份有限公司、中國銀河證券股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、滎陽實業集團有限公司、中國信達資產管理股份有限公司、秦皇島港股份有限公司、龍光地產控股有限公司、金天醫藥集團股份有限公司、衆安房產有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、徽商銀行股份有限公司、景瑞控股有限公司、海通國際證券集團有限公司、重慶銀行股份有限公司、南京中生聯合股份有限公司、Magnum Entertainment Group Holdings Limited、毅德國際控股有限公司、中國中藥有限公司(前稱：盈天醫藥集團有限公司)及交通銀行股份有限公司有投資銀行業務關係。

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。