

吉林敖东 (000623)

塔东铁矿开工可期，券商股弹性待显

梁静
 021-38676850
 liangjing@gjtas.com
 S0880200010278

本报告导读：

保守估计敖东每股所含塔东铁矿的价值 4 元左右。公司对市场弹性最大，目前相对于广发折价 50% 以上。维持增持评级。调升目标价至 62 元。

投资要点：

- 公司公告塔东铁矿已获得国家发改委核准，但尚未收到正式批准文件。公司于 2008 年 5 月以 3.09 亿元收购塔东铁矿 30% 的股权；2009 年 2 月该项目获得国土部采矿许可。在获得发改委批文后，塔东铁矿项目的所有手续都已齐备。按照目前的进度来看，塔东铁矿最早将在明年上半年开工建设，2012 年应能够开始贡献业绩。
- 塔东铁矿资源基础储量 1.3 亿吨，规划服务年限为 34 年，项目采用露天和地下联合开采方式，设计年产原矿 500 万吨，生产品位 67% 的铁精粉 102 万吨、副产品硫品位 36% 的硫精矿 28.5 万吨，五氧化二磷品位 30% 的磷精矿 15.5 万。
- 塔东铁矿露天开采为主、交通便利，开采和运输成本均不高，按照行业的情况，我们保守估计，达产后完全成本应在 550 元左右。按照前铁矿石价格谨慎预期，达产后，塔东铁矿的净利润贡献将达到 1 亿元以上、对 EPS 的贡献在 0.19 元。塔东铁矿业绩对铁矿石价格高度敏感，铁矿石价格在目前基础上变动 10%，塔东铁矿的业绩增厚约为 22%。按照目前钢铁企业的平均市盈率来测算，敖东所含塔东铁矿的价值在 20-30 亿元左右，对应敖东每股价值增厚 4 元左右。
- 根据塔东铁矿的情况，我们将敖东 2010-2012 年的业绩预期调整为 2.25 元、2.46 元和 3.02 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、17 倍和 14 倍。
- 公司每股广发含量为 1.09 股，是对市场弹性最大的券商股，目前公司相对于广发证券的折价高达 50% 左右。即便是不考虑铁矿价值，也具备了明显的投资价值，维持增持评级。调升目标价至 62 元。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	928	1,026	1,128	1,297	1,492
(+/-)%	10%	11%	10%	15%	15%
经营利润 (EBIT)	869	1,403	1,613	1,855	2,134
(+/-)%	1361%	61%	15%	15%	15%
净利润	862	1,366	1,290	1,412	1,731
(+/-)%	-57%	59%	-6%	9%	23%
每股净收益 (元)	1.50	2.38	2.25	2.46	3.02
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	93.7%	136.8%	143.0%	143.0%	143.0%
净资产收益率(%)	17.8%	21.8%	18.7%	18.6%	21.5%
总资产收益率(%)	136.8%	143.0%	143.0%	143.0%	136.8%
市净率	5.02	3.89	3.52	3.20	2.85
市盈率	28	18	19	17	14
股息率(%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：62.00

上次预测：58.00

当前价格：42.42

2010.11.05

交易数据

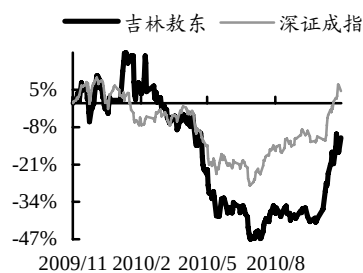
52 周内股价区间 (元)	24.60-59.40
总市值 (百万元)	24,322
总股本/流通 A 股 (百万股)	573/518
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	90%
日均成交量 (百万股)	15
日均成交值 (百万元)	499

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,764
每股净资产	11.80
市净率	3.6
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.56	0.59
Q2	0.57	0.38
Q3	0.55	0.53
Q4	0.71	0.74
全年	2.37	2.26

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	47%	41%	-12%
相对指数	28%	16%	-18%

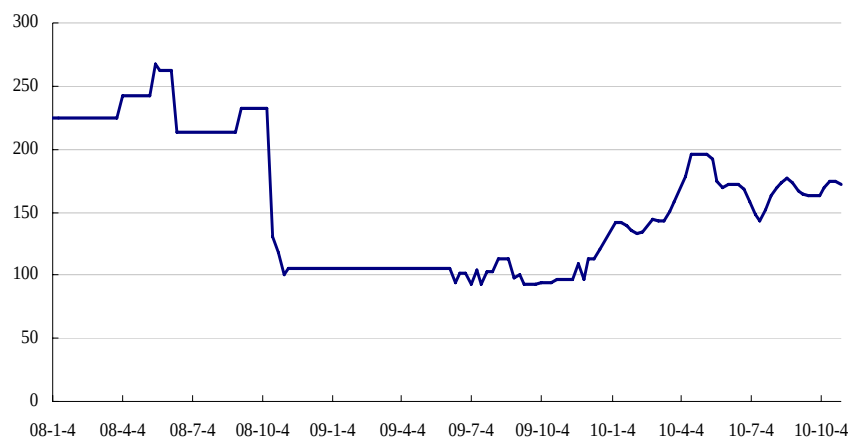
相关报告

- 《折价较明显，估值待提升》
2010.10.26
- 《主业稳健增长，业绩合乎预期》
2010.08.17
- 《主业稳步增长，价值低估明显》
2010.04.28
- 《广发借壳成功的最大受益者》
2010.01.10
- 《广发业绩符合预期，主业实现较快增长》
2009.10.23

表 1 塔东铁矿主要指标

主要指标	塔东铁矿情况
矿石储量	1.32 亿吨
开采年限	总开采年限为 33 年, 前 20 年为露天和地下联合开采, 之后为地下开采
达产年开采量	前 20 年 500 万吨 (露天 300 万吨、地下 200 万吨), 之后 200 万吨
开采成本/吨	约 500 元
铁精粉产量	67% 的铁精粉 102 万吨、副产品硫品位 36% 的硫精矿 28.5 万吨, 五氧化二磷品位 30% 的磷精矿 15.5 万吨
产品用途	大股东通钢矿业公司自用
项目投资	总 238,281 万元, 其中静态投资 223,01 万元, 铺底流动资金 1,839 万元, 建设期贷款利息 13,431 万元。静态投资(扣 3 亿矿权费用)的 60% 银行贷款, 70% 的流动资金采用短期

数据来源: 国泰君安证券研究

图 1 国内铁矿石价格在 1200 元/吨左右(图中纵轴为美元)


数据来源: 彭博, 国泰君安证券研究

表 2 塔东铁矿对吉林敖东 EPS 贡献的敏感性分析 (百万元)

		铁矿石价格(元/吨)					
		900	1000	1100	1200	1300	1400
综合成本(元/吨)	450	0.13	0.16	0.20	0.23	0.26	0.30
	500	0.11	0.14	0.18	0.21	0.24	0.28
	550	0.09	0.12	0.16	0.19	0.22	0.26
	600	0.07	0.10	0.14	0.17	0.20	0.24
	650	0.05	0.08	0.12	0.15	0.18	0.22

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3 吉林敖东相对于广发证券的折价率高达 40%

	悲观	中性	乐观
医药主业市值(亿元)	27	33	38
铁矿市值(亿元)	22	32	45
目前市值对应广发价值(亿元)	783	686	646
折价率	-46%	-53%	-56%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 4 吉林敖东分部业绩预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润(百万元)					
药	54	93	98	113	124
广发	0	0	1,064	1,293	1,492
铁矿	0	0	0	0	109
公路	6	6	6	6	6
其他		54	122		
EPS (元)					
药	0.09	0.16	0.17	0.20	0.22
广发	0.00	0.00	1.86	2.26	2.60
铁矿	0.00	0.00	0.00	0.00	0.19
公路	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
其他		0.09	0.21		
EPS	0.09	0.27	2.25	2.46	3.01

数据来源：国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		