

# 中信泰富 的 合理价值



## One 外汇合约

### 实际外币需求

- A** 公司预计铁矿项目至 2010 年的资本开支对澳元的需求为 16 澳元。此外，该项目（预计项目为期 25 年）的每年度营运开支估计最少需要 10 澳元。
- B** 预计铁矿项目的资本开支对欧元的需求为 8500 万欧元。
- C** 对人民币的需求约为 100 亿人民币。

（数据来源：中信泰富 2008 年 10 月 20 日盈利警告）

## 约务更替完成后中信泰富手中的杠杆式外汇合约

衍生产品	最高金额	加权平均履约价
每日累计澳元远期合约	30 亿澳元	澳元兑美元 0.8319
澳元累计目标可赎回远期合约		
双货币累计目标可赎回远期合约	2.843 亿澳元 / 1.568 亿欧元	澳元兑美元 0.8686 欧元兑美元 1.4412
人民币累计目标可赎回远期合约	60 亿人民币	美元兑人民币 6.52

数据来源：中信泰富 2008 年 12 月 11 日复牌公告



**中信集团** 向中信泰富提供 15 亿美元 (约 116.25 亿港元) 的备用信贷, 但中信泰富表示不拟动用这笔信贷。另外, 中信集团将认购中信泰富总值约 116.25 亿港元的可换股债券, 数额与备用信贷相同。换股价为每股 8 元, 比中信泰富停牌前价格溢价约 32%, 票面息率为每年两厘。

**可转债完成转换后, 中信泰富的股权比例将发生如下变化:**

股东姓名	于最后实际可行日期		假设可换股债券按每股股份港币 8 元全数转换	
	股份数目	占中信泰富已发行股本的大约百分比	股份数目	占中信泰富扩大后已发行股本的大约百分比
中国中信集团公司一致行动人士				
中国中信集团公司 (透过中信香港或其指定代理人)	645,611,285	29.438%	2,098,736,285	57.558%
荣智健	418,418,000	19.078%	418,418,000	11.475%
范鸿龄	50,640,000	2.309%	50,640,000	1.389%
刘基辅	840,000	0.038%	840,000	0.023%
蔡星海	280,000	0.013%	280,000	0.008%
庄寿仓	200,000	0.009%	200,000	0.005%
中国中信集团公司一致行动人士合计	1,115,989,285	50.885%	2,569,114,285	70.458%
其他董事	...	...	...	...
总计	2,193,149,160	100%	3,646,274,160	100%

数据来源: 中信泰富 2008 年 12 月 11 日复牌公告

(在股东特别大会上通过相关决议案后，中信泰富法定股本已由 12 亿港元分为 30 亿股股份，增加至 24 亿港元分为 60 亿股股份。)

新公布的协议也透露，透过约务更替方式，中信泰富将向中信集团转让澳元累计目标可赎回远期合约项下的负债及利息。在这一方式下，中信集团协助中信泰富重组澳元杠杆外汇合同分为两种情况：

第一种情况，对于约 30 亿澳元的累计目标可赎回远期合约，由于约定的结算价格相对较低，平均履约价为澳元兑美元 1 比 0.8319，将由中信泰富继续持有用作对冲澳元需求。

第二种情况则是对于价值约 57 亿澳元的合约，由于潜在损失较大，被一次性剥离到中信集团手中。

因此，设定 11 月 11 日澳元兑美元汇率为 0.6730，中信泰富所持有的外汇合约在约务更替合约项下，相应公平价定值亏损将为 104 亿港元。根据协议，当澳元兑美元汇率低于 0.7000 时，中信泰富与中信集团以 0.7000 美元的汇率进行计算，所以用这个汇率进行转让，中信泰富实际应向中信集团支付 93 亿港元。

中信泰富方面表示，“中信泰富在约务更替合约项下相应公平价定值亏损 104 亿港元，与实际向中信集团支付 93 亿港元之间的 11 亿差额，将计入中信泰富的股东应得利益中。也就是说余下可能出现的风险，将由中信集团承担。”

根据协议，在当时的汇率 (AUDUSD 0.6730) 下，中信泰富的总亏损高达 177 亿港元，近期的澳元兑美元汇率也在 0.67 左右，减去中信集团承担的 104 亿港元，也就意味着中信泰富现在手中保留的外汇合约亏损仍然高达约 73 亿港元。





## Two 三大业务

中信泰富的三大业务包括了特钢、铁矿开采、物业。2008年上半年公司实现净溢利约 43.77 亿港元，同比下降 11.9%；其中特钢的溢利贡献同比增长 63.77%，占总溢利的比率从 07 年的 22.6% 上升至 42.02%。其次是基础建设，占总溢利的比率却从 07 年的 17.8% 下降至 08 年的 15.74%（航空和发电业务 08 年燃油和煤炭成本大幅上涨所致）。公司的物业集中于上海及周边城市，以及度假胜地海南岛，08 年占总溢利的比率为 10.35%。

而从现金流状况来看，特钢和铁矿石开采的现金贡献处于较低水平，主因他们的资本开支较大，08 年上半年这两项业务的资本开支就超过了 76 亿港币。而物业方面，虽然资本开支也达到了 27.8 亿港币，但经常性的租务收益和物业销售仍能提供较为稳定的现金流。

截止 2008 年 6 月 30 日中信泰富的现金及银行存款约为 107 亿元，负债总额 419 亿元，净负债 312 亿元，net gearing ratio 为 34%，而到了 2008 年 10 月，其现金及银行存款下降至 80 亿元，根据国泰君安的报告，net gearing ratio 将在 08 年底达到 91%。

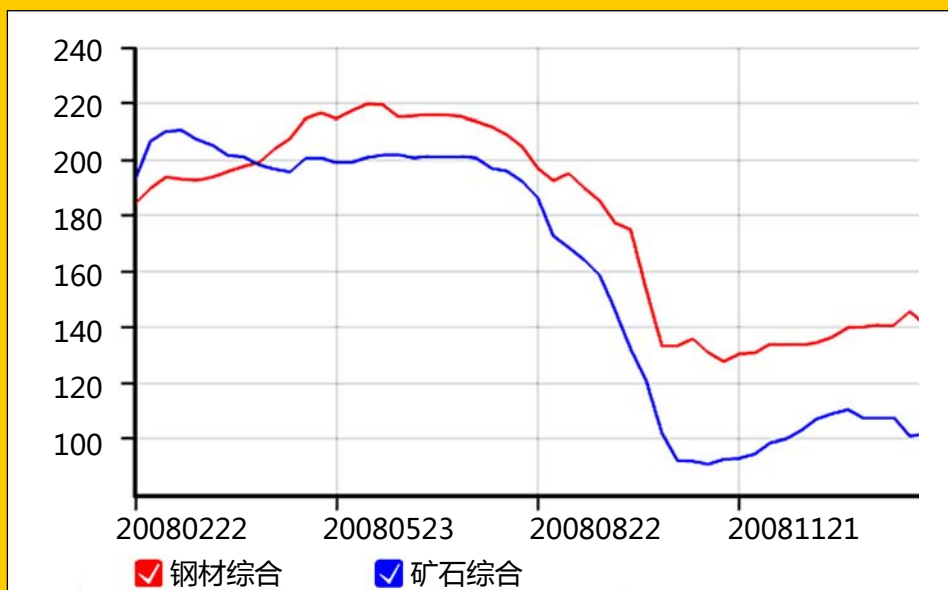
	1H 2008	1H 2007	YOY
股东应占溢利	4,377	4,968	-11.90%
主要业务的溢利贡献			
特钢	1,839	1,123	63.76%
物业	453	446	1.57%
基础建设	689	844	-18.36%

再来看特钢和铁矿石，由于公司的铁矿石可为旗下的特钢厂提供稳定的铁矿砂来源，所以铁矿石价格的变动对其影响不大。据我的钢铁网提供的数据，2008年上半年 Myspic 综合指数同比上涨了 56.6%，而同期特钢业务的营业额增长了 74%，溢利增长了 64%，可见钢材价格的变动对其影响颇大。2008 年底该指数已经从 6、7 月的高峰下降了 30-40%，相信不利于该业务 08 年下半年的表现。国泰君安预计 2008-2010 年来源于特钢的溢利贡献将分别为 28 亿，23 亿及 24 亿港币，同比增长率分别为 24.9%，-16.4%，3.7%。



公司的特钢主要用于房地产和汽车制造，因此国内房地产和汽车市场的走向将影响到公司的业绩，而这些行业的运营环境具有周期性，而在目前的经济展望下，其前景仍不明朗，且可能会继续疲弱。

### Myspic/MyIpiC 指数走势图



Myspic 指数选择 2000 年 7 月份为 100 点，自此开始形成周指数。为便于人们了解钢材价格发展历史，月度价格指数可追溯到 1997 年 1 月份。

## MyspiC 综合指数月指数

时间	本月度	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期比
200701	131.0	126.0	4.0%	110.0	19.1%
200702	133.0	131.0	1.5%	114.0	16.7%
200703	133.3	133.0	0.2%	123.0	8.4%
200704	138.1	133.3	3.6%	126.0	9.6%
200705	141.3	138.1	2.3%	134.0	5.4%
200706	137.6	141.3	-2.6%	135.0	1.2%
200707	140.3	137.6	2.0%	122.0	15.0%
200708	150.6	140.3	7.3%	124.0	21.5%
200709	151.9	150.6	0.9%	126.0	20.6%
200710	153.9	151.9	1.3%	124.0	24.1%
200711	166.3	153.9	8.1%	123.0	35.2%
200712	168.9	166.3	1.6%	126.0	34.0%
200801	169.9	168.9	0.6%	131.0	29.7%
200802	189.7	169.9	11.7%	133.0	42.6%
200803	193.7	189.7	2.1%	133.3	45.3%
200804	203.9	193.7	5.3%	138.1	47.6%
200805	217.4	203.9	6.6%	141.3	53.9%
200806	215.5	217.4	-0.9%	137.6	56.6%
200807	213.7	215.5	-0.8%	140.3	52.3%
200808	192.5	213.7	-9.9%	150.6	27.8%
200809	177.2	192.5	-7.9%	151.9	16.7%
200810	135.9	177.2	-23.3%	153.9	-11.7%
200811	130.8	135.9	-3.8%	166.3	-21.3%
200812	134.4	130.8	2.8%	168.9	-20.4%
200901	140.9	134.4	4.8%	169.9	-17.1%
200902	141.0	140.9	0.1%	189.7	-25.7%

备注：2000年7月为100点

## THREE 估值问题



穆迪最近的一份评级报告预期中信泰富的利润和现金流将会比前几年疲弱，而债务水平会上升，导致财务状况转坏，其中未来12个月的估计运营资金（FFO）/债务比率为低于10%，运营资金（FFO）利息覆盖率为大约3倍。由于中信泰富的杠杆比率上升和流动性转弱的趋势，原因是该公司会在未来12-18个月进入投资高峰期。



根据国泰君安的和sum of parts估值方法，即把中信泰富所有业务加在一起，减掉负债，除以股份数，得出来NAV的值，在转股之前应该是18港元左右，摊薄之后应该是15.6港元，所以用8块钱入股的话，相当于折价近50%。此外，中信泰富财务成本将从2008年的5亿港币上升至2009年的16亿及2010年的12亿。

### Citic Pacific's NAV Calculation (Sum of parts valuation)

2008NAV					
Business Segments	Holding interests(%)	Valuation methods	NAV(HK\$m)	NAVshare (HK\$m)	%NAV
<b>Aviation</b>					
Cathay Pacific(00293.HK)	17.5	10% discount to market value	6,879	3.13	17.3
HACTL	10	10x2008e earning	532	0.24	1.3
Subtotal of aviation			7,411	3.37	18.6
<b>Civil infrastructure</b>					
Eastern & Western Harbour Crossing Environment	31-71 20-50	12x2008e earning	6,890	3.13	17.3
Power Generation	12.5-65	DCF@11%	3,881	1.76	9.8
Subtotal of Civil Infrastructure			10,771	4.90	27.1
<b>Communications</b>					
Telecom 1616	50.1	Market value	754	0.34	1.9
CPCNet	100	1.0*Book value	150	0.07	0.4
Guoan Information (000839.SZ)	50	Market value	2,176	0.99	5.5
Macau Telephone(20%)	20	12x2008F	1,200	0.55	3.0
Subtotal of Communications			4,279	1.95	10.8
<b>Marketing &amp; Distribution</b>					
DCH Holdings (01828.HK)	56.6	Market value	1,314	0.60	3.3
Other distribution business	35	1.0x2008BV	30	0.01	0.1
Subtotal of Marketing & Distribution			1,344	0.61	3.4
<b>Property</b>					
Investment properties		Various yields	19,610	2.97	16.4
Development properties		20% discount to sum of NAV	11,029	5.01	27.7
Subtotal of Property			30,639	13.93	77.0
<b>Steel and Iron Ore</b>					
Iron ore		1.0x2008BV	15,000	6.82	37.7
Twelve DWT Ships for Iron Ore		0.7x2008BV	2,850	1.30	7.2
Special steel	65-95	5x2008e earning	13,997	6.36	35.2
Subtotal of steel and Iron Ore			31,847	14.48	80.0
<b>Other business</b>					
CITIC Capital Market	51	1x2008BV	1,020	0.46	2.6
Pharmacy		1.0x2008BV	244	0.11	0.6
Subtotal of other business			1,264	0.57	3.2
Net debt @ 12/31/2008			(47,771)	(21.72)	(120.1)
<b>Total NAV</b>			<b>39,784</b>	<b>18.08</b>	<b>100</b>

Source: GTJA(HK)research

瑞象免责声明：本版文章内容纯属作者个人观点，仅供投资者参考，并不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。