

2010年10月26日

# 厦门钨业

## 房地产助力三季度业绩大放异彩

**A**
**买入**

600549.SS - 人民币 37.36

目标价格: 人民币 50.00 (▼60.00)

**乐宇坤\***

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

厦门钨业 2011 年前三季度营收同比大幅增长 150.1% 至 97.67 亿元, 净利润同比激增 184.1% 至 9.06 亿元, 折合每股收益 1.328 元, 基本和我们的预期相符。公司营收和利润大放异彩主要是由于房地产项目于第三季度集中确认收入和利润; 同时 2011 年以来钨和稀土产品价格大幅攀升。此外公司前期低价库存也是净利润向好的动力之一。放眼第四季度, 由于经济放缓已拖累钨和稀土需求和价格, 同时房地产业务大规模集中交付完成后盈利贡献会有所削弱, 此外公司低价库存也将消耗殆尽, 因此出于谨慎考虑, 我们维持对公司 2011-2013 年盈利预测。三季度 A 股有色板块估值大幅下调, 所以我们也随之下调公司目标价至 50.00 元, 并维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 钨精矿和钨制品价格基本位于历史高位。
- 房地产业务集中交付, 确认营收和利润。
- 极有可能成为福建钨和稀土资源整合平台。

### 评级面临的主要风险

- 经济放缓拖累钨和稀土下游需求, 价格大幅回落。
- 低价库存消耗殆尽后, 新采购原材料成本较高。

### 估值

- 我们维持公司 11 年-13 年每股盈利预测。但由于三季度有色板块估值大幅下调, 所以我们将公司目标价由 60.00 元下调近 17% 至 50.00 元, 并重申**买入**评级。

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	2	18	17	118
相对新华富时A50指数(%)	10	25	26	124

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	681.98
流通股(%)	66.4
流通股市值(人民币 百万)	16,918
3个月日均交易额(人民币 百万)	246
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
福建冶金控股有限公司	33.60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李文宾为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	6,338	5,538	10,477	13,045	14,530
变动(%)		(13)	89	25	11
净利润(人民币百万)	213	350	1,040	1,218	1,348
全面摊薄每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.525	1.786	1.976
变动(%)		64.4	197.2	17.1	10.7
核心每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.525	1.786	1.976
变动(%)		64.4	197.2	17.1	10.7
全面摊薄市盈率(倍)	119.7	72.8	24.5	20.9	18.9
核心市盈率(倍)	119.7	72.8	24.5	20.9	18.9
每股现金流量(人民币)	2.96	0.98	2.84	3.27	4.11
价格/每股现金流量(倍)	12.6	38.0	13.2	11.4	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.8	30.5	13.0	11.2	9.7
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.534	0.625	0.692
股息率(%)	0.4	0.5	1.4	1.7	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 房地产项目确认收入，三季度业绩大放异彩

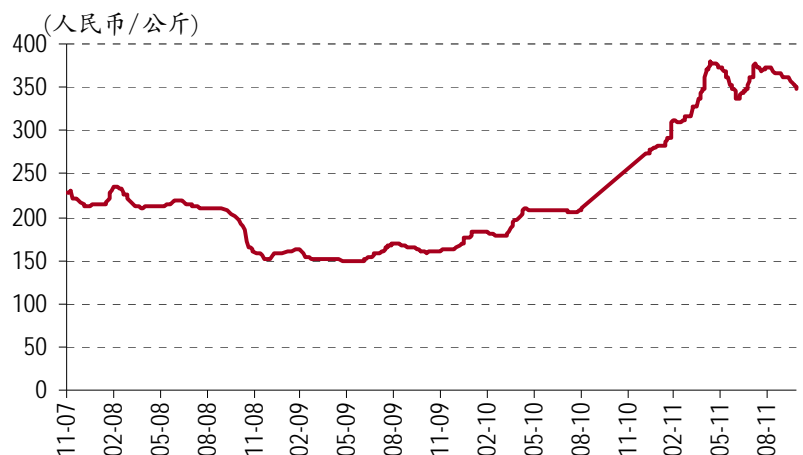
2011 年公司三季报公告：公司前三季度营收同比大幅增长 150.1%至 97.67 亿元，净利润同比激增 184.1%至 9.06 亿元，折合每股收益 1.328 元，基本和我们的预期相符。其中第三季度公司营收高达 56.13 亿元（同比增长 285.56%，环比上扬 124.62%），净利润上扬至 4.48 亿元（同比增长 265.52%，环比上扬 25.93%）。

公司前三季度（尤其是第三季度）营收大幅增长主要是因为：

1. 公司下属房地产公司厦门海峡国际社区二期项目第三季度集中实现交房确认收入和利润。房地产公司 1-9 月实现营业收入 364,455 万元、净利润 23,677 万元，为上市公司贡献净利润 14,206 万元，占归属于上市公司股东净利润的 15.68%。
2. 2011 年以来，由于钨精矿、钨粉末产品和稀土冶炼产品销售价格同比大幅上涨，公司下属矿山公司、钨粉末产品及稀土冶炼产品盈利大幅增加。其中控股子公司长汀金龙稀土有限公司受益于库存产品涨价，2011 年 1-9 月实现营业收入 93,849 万元，实现净利润 37,875 万元，为上市公司贡献净利润 37,363 万元，占归属于上市公司股东净利润的 41.25%。

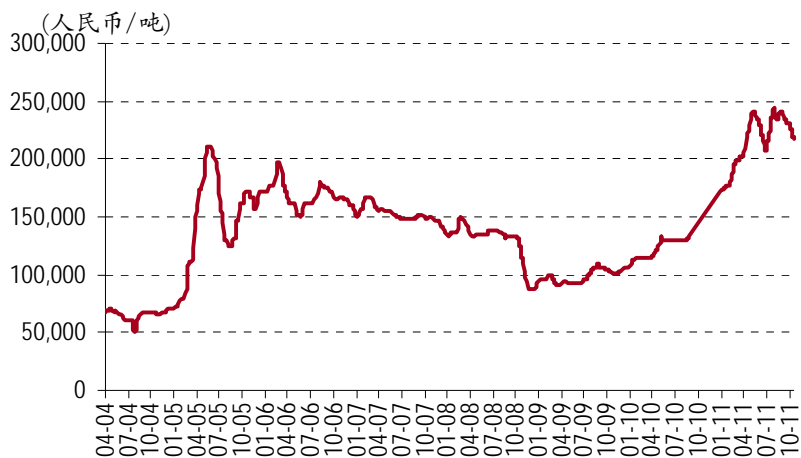
而公司前三季度净利润大放异彩的主要原因除钨精矿、钨粉末产品和稀土冶炼产品销售价格同比大幅上涨，及房地产业务确认利润外，公司低价库存的作用也较为显著。

图表 2. 碳化钨粉价格走势



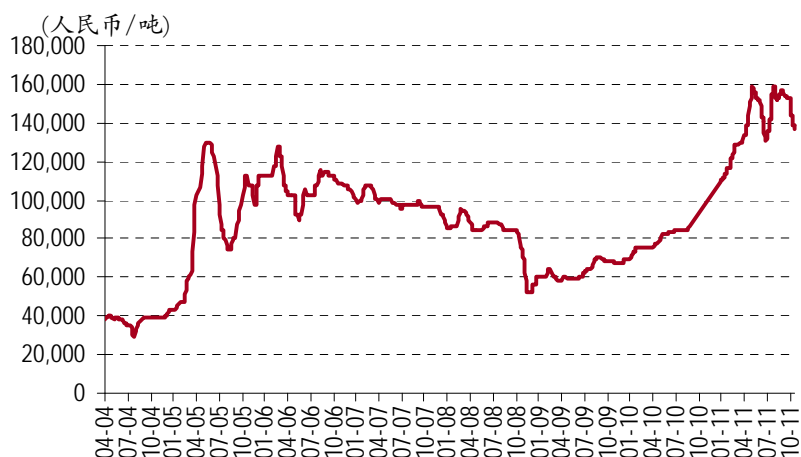
资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 3.APT(88.5%)价格走势



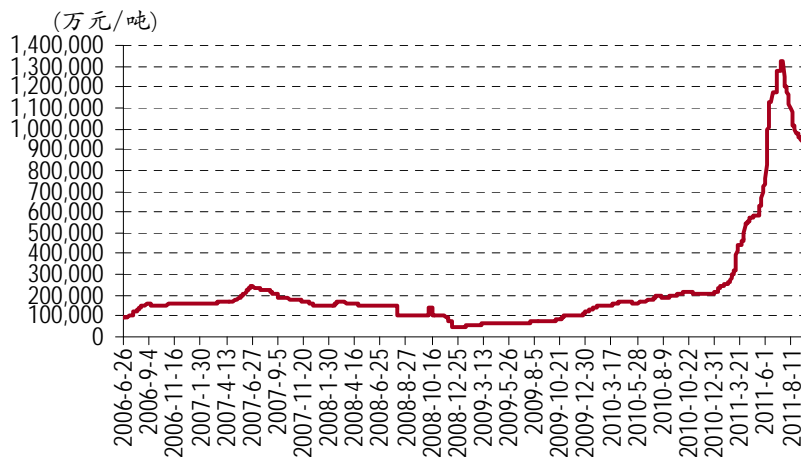
资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 4.钨精矿(65%)价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 5.氧化镨钕价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

## 维持盈利预测，下调目标价

目前钨和稀土等产品价格虽然仍维持在历史高位，但9月以来受全球经济放缓影响，国内外需求持续疲软。目前众多下游厂商纷纷采取推迟甚至暂停采购的策略，因此我们对今年四季度钨和稀土产品预测较为谨慎。目前虽然APT等公司主要产品现货价格略高于我们之前的预测，但我们仍暂时维持价格预测不变。

图表 6.APT 价格假设

(万元/吨)	2010	2011E	2012E	2013E
APT 预测	13.40	20.10	22.11	23.22
同比增长率(%)		50	10	5

资料来源：中银国际研究

同时公司房地产业务在三季度集中确认收入和利润后，我们预计四季度房地产业务贡献将会有所下滑。

此外公司公告中也指出，随着前期低价库存的消耗，以及近期原材料采购成本的上涨，未来低价库存对盈利的贡献将越来越小。

综合这些因素考虑，我们维持对公司 2011-2013 年盈利预测（1.53 元、1.79 元和 1.98 元）。

由于三季度以来，A 股有色板块估值大幅调整，我们也随之下调公司目标价至 50.00 元（下调 17%），对应约 28 倍 2012 年市盈率。我们维持对公司的**买入**评级。

图表 7.11 年三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10年三季度	11年三季度	同比变化(%)
销售收入	3,905	9,767	150.1
销售成本	2,973	6,520	119.3
营业税	73	736	915.5
<b>毛利润</b>	<b>859</b>	<b>2,512</b>	<b>192.3</b>
其他营业收入	5	19	315.6
分销费用	69	112	62.0
管理费用	184	334	81.9
资产减值损失	(15)	39	n.a.
<b>经营利润</b>	<b>626</b>	<b>2,046</b>	<b>226.9</b>
财务费用	50	105	112.5
投资收入	5	0	n.a.
其它非经营性收入	14	(3)	(121.8)
<b>税前利润</b>	<b>595</b>	<b>1,937</b>	<b>225.7</b>
税金	123	612	399.6
少数股东权益	153	419	173.2
<b>净利润</b>	<b>319</b>	<b>906</b>	<b>184.1</b>
<b>全面摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.467</b>	<b>1.328</b>	<b>184.1</b>
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	22.0	25.7	
经营利润率	16.0	20.9	
净利率	8.2	9.3	

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	6,338	5,538	10,477	13,045	14,530
销售成本	(4,532)	(4,341)	(7,634)	(9,719)	(10,878)
经营费用	(930)	(291)	(782)	(992)	(1,113)
息税折旧前利润	876	907	2,061	2,334	2,539
折旧及摊销	(124)	(202)	(180)	(204)	(235)
经营利润(息税前利润)	752	705	1,881	2,130	2,304
净利息收入(费用)	(67)	(77)	(44)	(13)	13
其他收益/(损失)	40	25	26	30	27
税前利润	724	652	1,863	2,147	2,345
所得税	(259)	(137)	(466)	(537)	(586)
少数股东权益	(253)	(166)	(358)	(393)	(411)
净利润	213	350	1,040	1,218	1,348
核心净利润	213	350	1,040	1,218	1,348
每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.525	1.786	1.976
核心每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.525	1.786	1.976
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.534	0.625	0.692
收入增长(%)	n.a.	(13)	89	25	11
息税前利润增长(%)	n.a.	(6)	167	13	8
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	4	127	13	9
每股收益增长(%)	n.a.	64	197	17	11
核心每股收益增长(%)	n.a.	64	197	17	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	724	652	1,863	2,147	2,345
折旧与摊销	124	202	180	204	235
净利息费用	65	77	44	13	(13)
运营资本变动	(1,215)	(987)	(1,979)	(2,798)	(3,989)
税金	(259)	(137)	(466)	(537)	(586)
其他经营现金流	2,579	864	2,293	3,200	4,814
经营活动产生的现金流	2,019	671	1,936	2,230	2,805
购买固定资产净值	(330)	(517)	(578)	(865)	(503)
投资减少/增加	(164)	127	0	0	0
其他投资现金流	0	2	2	3	2
投资活动产生的现金流	(493)	(388)	(575)	(862)	(501)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,018)	(2)	(146)	(354)	(451)
支付股息	(102)	136	(364)	(426)	(472)
其他融资现金流	477	(826)	194	110	85
融资活动产生的现金流	(643)	(692)	(316)	(670)	(838)
现金变动	883	(409)	1,045	698	1,466
期初现金	240	1,122	736	1,781	2,479
公司自由现金流	1,526	286	1,361	1,368	2,304
权益自由现金流	441	207	1,196	997	1,839

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,122	736	1,781	2,479	3,945
应收帐款	560	981	1,676	2,087	2,180
库存	4,648	5,839	9,161	11,177	13,054
其他流动资产	1,029	1,121	1,970	2,358	2,687
流动资产总计	7,360	8,677	14,588	18,101	21,865
固定资产	2,018	2,322	2,523	2,932	3,333
无形资产	241	245	234	222	211
其他长期资产	1,086	728	935	1,198	1,077
长期资产总计	3,346	3,295	3,692	4,353	4,621
总资产	10,706	11,972	18,280	22,453	26,485
应付帐款	909	953	1,680	2,138	2,393
短期债务	499	1,339	1,078	551	0
其他流动负债	4,737	5,397	9,852	12,613	15,483
流动负债总计	6,145	7,690	12,609	15,303	17,876
长期借款	394	42	158	331	431
其他长期负债	149	138	377	500	571
股本	682	682	682	682	682
储备	1,629	1,875	2,551	3,343	4,219
股东权益	2,311	2,557	3,233	4,025	4,901
少数股东权益	1,707	1,546	1,903	2,296	2,706
总负债及权益	10,706	11,972	18,280	22,453	26,485
每股帐面价值(人民币)	3.39	3.75	4.74	5.90	7.19
每股有形资产(人民币)	3.03	3.39	4.40	5.58	6.88
每股净负债(现金)(人民币)	(0.34)	0.95	(0.80)	(2.34)	(5.15)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力 (%)</b>					
息税折旧前利润率	13.8	16.4	19.7	17.9	17.5
息税前利润率	11.9	12.7	18.0	16.3	15.9
税前利润率	11.4	11.8	17.8	16.5	16.1
净利率	3.4	6.3	9.9	9.3	9.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	11.2	9.1	42.6	161.0	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	15.7	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	119.7	72.8	24.5	20.9	18.9
核心业务市盈率	119.7	72.8	24.5	20.9	18.9
目标价对应核心业务市盈率	160.2	97.5	32.8	28.0	25.3
市净率	11.0	10.0	7.9	6.3	5.2
价格/现金流	12.6	38.0	13.2	11.4	9.1
企业价值/息税折旧前利润	30.8	30.5	13.0	11.2	9.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	374.3	440.9	358.6	381.9	406.5
应收帐款周转天数	32.3	64.7	46.3	52.7	53.6
应付帐款周转天数	52.4	62.8	45.9	53.4	56.9
<b>回报率 (%)</b>					
股息支付率	48.1	39.0	35.0	35.0	35.0
净资产收益率	9.2	13.7	35.9	33.6	30.2
资产收益率	4.5	4.7	9.3	7.8	7.1
已运用资本收益率	15.3	12.9	31.8	31.5	30.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371