

小金属

杨国萍

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 60.00 元

当前股价: 37.36 元

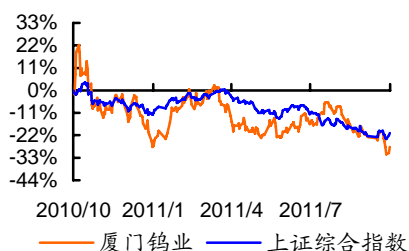
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	255
EPS (TTM)	0.90
每股净资产(元)	6.02
资产负债率	65.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	-10.77	-13.46	-16.77
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



相关报告

《厦门钨业-公司钨钼主业、新能源材料与房地产业具有持续的业绩增长动力》2011-8-12
《厦门钨业-上半年业绩大幅增长, 金属业务具有持续的增长动力》2011-7-15
《厦门钨业-进一步强化钨钼主业优势、增强可持续发展能力》2011-5-4

《厦门钨业-2011 年钨、稀土、新能源材料、房地产业务全面发展》2011-3-25

厦门钨业

600549

强烈推荐

公司前 3 季度业绩大幅增长, 金属主业仍具有持续的增长点

厦门钨业今日公告 2011 年 3 季报, 公司前 3 季度实现营业收入 97.67 亿元, 同比增长 150%; 实现利润总额 19.37 亿元, 同比增长 228%; 归属于上市公司股东的净利润 9.06 亿元, 同比增长 188%; 1-9 月全面摊薄 EPS1.33 元, 其中单 3 季度 EPS0.656 元, 高于我们之前的预期, 主要原因仍是稀土业务 3 季度盈利超我们预期所致。

投资要点:

- 公司收入大幅增长的主要原因在于地产结算, 钨业务整体仍比较稳定, 稀土冶炼业务盈利能力依然非常强劲。公司子公司长汀金龙稀土公司受稀土库存产品涨价, 前 3 季度实现营业收入 9.38 亿元, 为上市公司贡献净利润 3.73 亿元, 贡献 EPS0.55 元左右, 该公司上半年实现营业收入 5.26 亿元、净利润 1.61 亿元。受海峡国际社区 2 期进入结算, 公司下属房地产公司 1-9 月实现营业收入 36.44 亿元、净利润 2.37 亿元, 为上市公司贡献净利润 1.42 亿元, 贡献 EPS0.21 元左右, 该业务上半年结算 2.8 亿元, 毛利率为 40.74%。整体来看, 钨业务经营比较稳定, 钨钼业务前 3 季度贡献 EPS0.55 元左右。
- 我们预计短期内钨业务未来仍比较平, 从公司经营状况和钨价格整体走势来看, 预计公司钨业务在今年 4 季度贡献与公司前两个季度大概持平。房地产业务 3 季度为集中结算期, 预计 4 季度不会有大量结算金额和利润贡献; 稀土冶炼业务预计也受原来库存和稀土价格下降, 盈利能力估计不如前 2、3 季度。因此, 从目前来看, 我们预计公司 4 季度利润贡献主要来源于钨主业, 这也是公司最稳定的收入和利润贡献来源。
- 对于厦门钨业, 我们从短期、中期和长期都可看到公司持续的增长点, 公司硬质合金深加工产品预计逐步贡献明显的利润、电池新材料盈利能力也有望逐步增强; 今年年底左右公司 3000 吨高端磁性材料投产, 也有望在明后两年成为新的利润增长点, 更长时间来看, 公司九江项目则是进一步扩大生产规模、增强钨主业的盈利能力, 其中九江一期项目预计 2013 年下半年投产。同时, 公司也有望收益南方稀土整合, 进一步延伸稀土产业链和提升盈利能力。
- 维持强烈推荐的投资评级。我们调整 11-13 年 EPS 为 1.68 元、1.77 元和 1.98 的盈利预测, 考虑到公司短期、长期都有确定的增长点、也存在受益南方稀土整合带来的基本面较大变化的可能, 我们维持对公司强烈推荐的投资评级。
- 主要产品价格大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5538	12456	12951	14736
同比(%)	-13%	125%	4%	14%
归属母公司净利润(百万元)	350	1146	1209	1350
同比(%)	64%	228%	5%	12%
毛利率(%)	21.6%	29.8%	29.7%	28.7%
ROE(%)	13.7%	32.1%	25.3%	22.0%
每股收益(元)	0.51	1.68	1.77	1.98
P/E	83.57	25.51	24.18	21.66
P/B	11.43	8.20	6.12	4.77
EV/EBITDA	35	13	12	11

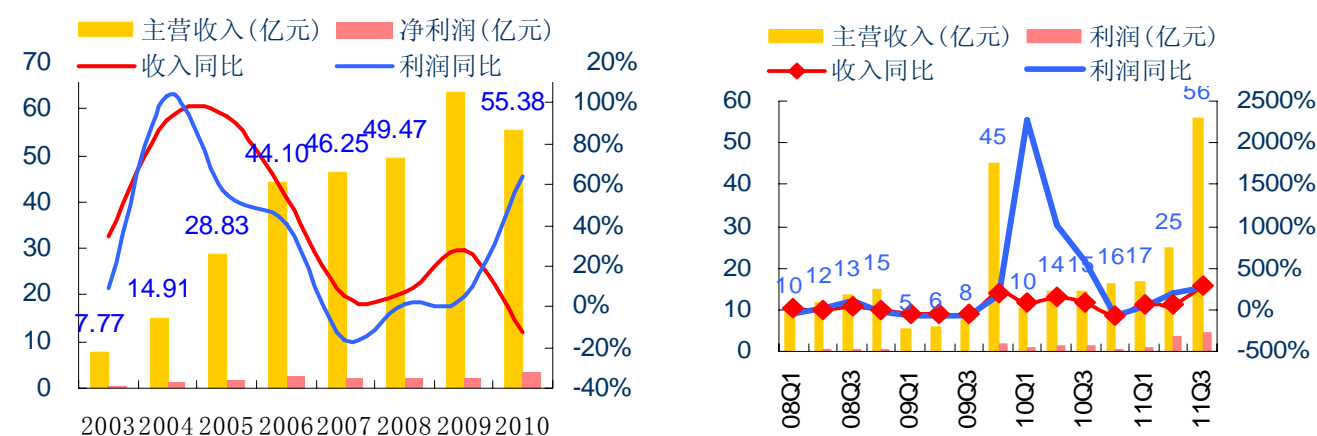
资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司 2010 年以来利润表主要经营数据 (万元)

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
一、营业总收入	102,266.31	142,662.83	145,572.72	163,329.64	165,595.03	249,880.82	561,273.39
营业收入	102,266.31	142,662.83	145,572.72	163,329.64	165,595.03	249,880.82	561,273.39
二、营业总成本	87,627.85	122,952.94	122,774.80	158,373.45	147,009.26	194,029.13	443,619.75
营业成本	81,260.49	109,188.58	106,880.53	136,727.26	124,430.42	169,556.17	357,969.48
综合毛利率	20.54%	23.46%	26.58%	16.29%	24.86%	32.15%	36.22%
营业税金及附加	1,269.75	2,203.41	3,777.14	956.47	3,389.32	4,235.31	66,003.14
比例	1.24%	1.54%	2.59%	0.59%	2.05%	1.69%	11.76%
销售费用	2,011.34	2,182.39	2,734.26	3,933.44	2,551.62	2,989.27	5,681.52
管理费用	5,702.64	4,772.70	7,883.29	12,479.42	8,911.86	10,835.68	13,641.65
财务费用	1,537.26	2,021.21	1,404.28	2,778.12	2,712.34	2,704.66	5,131.23
三项费用率	9.05%	6.29%	8.26%	11.75%	8.56%	6.61%	4.36%
资产减值损失	-4153.64	2584.64	95.30	1498.74	5013.69	3708.04	-4807.28
三、其他经营收益							
投资净收益	121.08	165.56	178.72	192.96	161.28	664.67	1,108.12
四、营业利润	14,759.55	19,875.45	22,976.64	5,149.15	18,747.06	56,516.36	118,761.76
加：营业外收入	212.57	780.84	793.07	1,340.15	418.85	1,523.09	629.99
减：营业外支出	65.88	88.47	234.84	262.42	80.64	414.04	2,381.87
其中：非流动资产							
处置净损失	31.24	11.55	175.40	143.35	70.41	161.81	327.56
五、利润总额	14,906.24	20,567.83	23,534.87	6,226.88	19,085.27	57,625.41	117,009.87
减：所得税	3,422.77	3,838.93	4,990.42	1,437.12	4,896.65	12,943.52	43,372.28
六、净利润	11,483.47	16,728.89	18,544.44	4,789.76	14,188.63	44,681.89	73,637.60
减：少数股东损益	4,494.71	4,555.97	6,296.50	1,213.62	3,935.84	9,130.51	28,869.41
少数股东损益比例	39.14%	27.23%	33.95%	25.34%	27.74%	20.43%	39.20%
归母净利润	6,988.75	12,172.92	12,247.95	3,576.15	10,252.78	35,551.38	44,768.19
稀释每股收益(元)	0.10	0.18	0.18	0.05	0.15	0.521	0.656

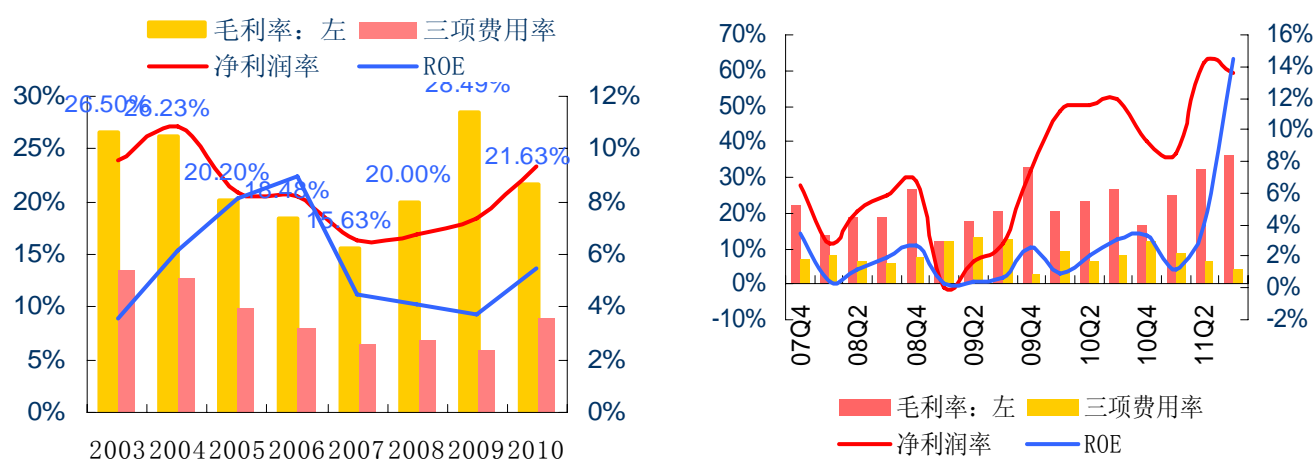
数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 厦门钨业收入、利润变动情况



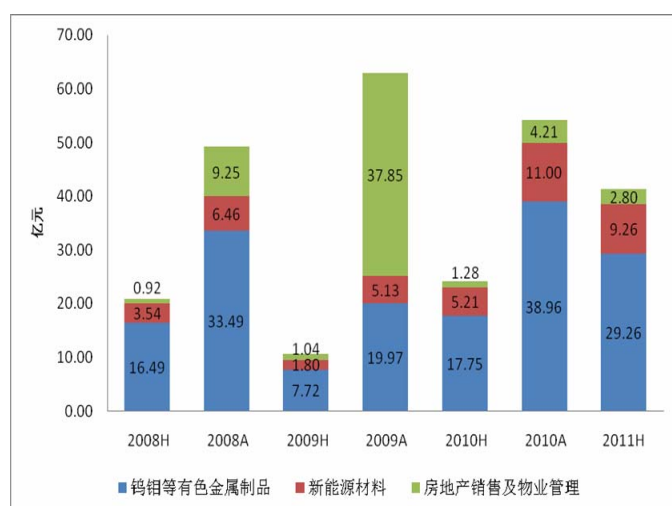
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2 厦门钨业综合毛利、净利率等变动情况



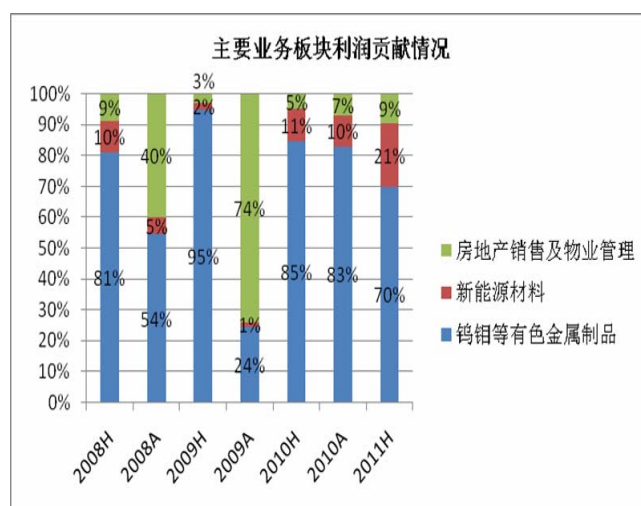
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3 厦门钨业主营业务分类收入



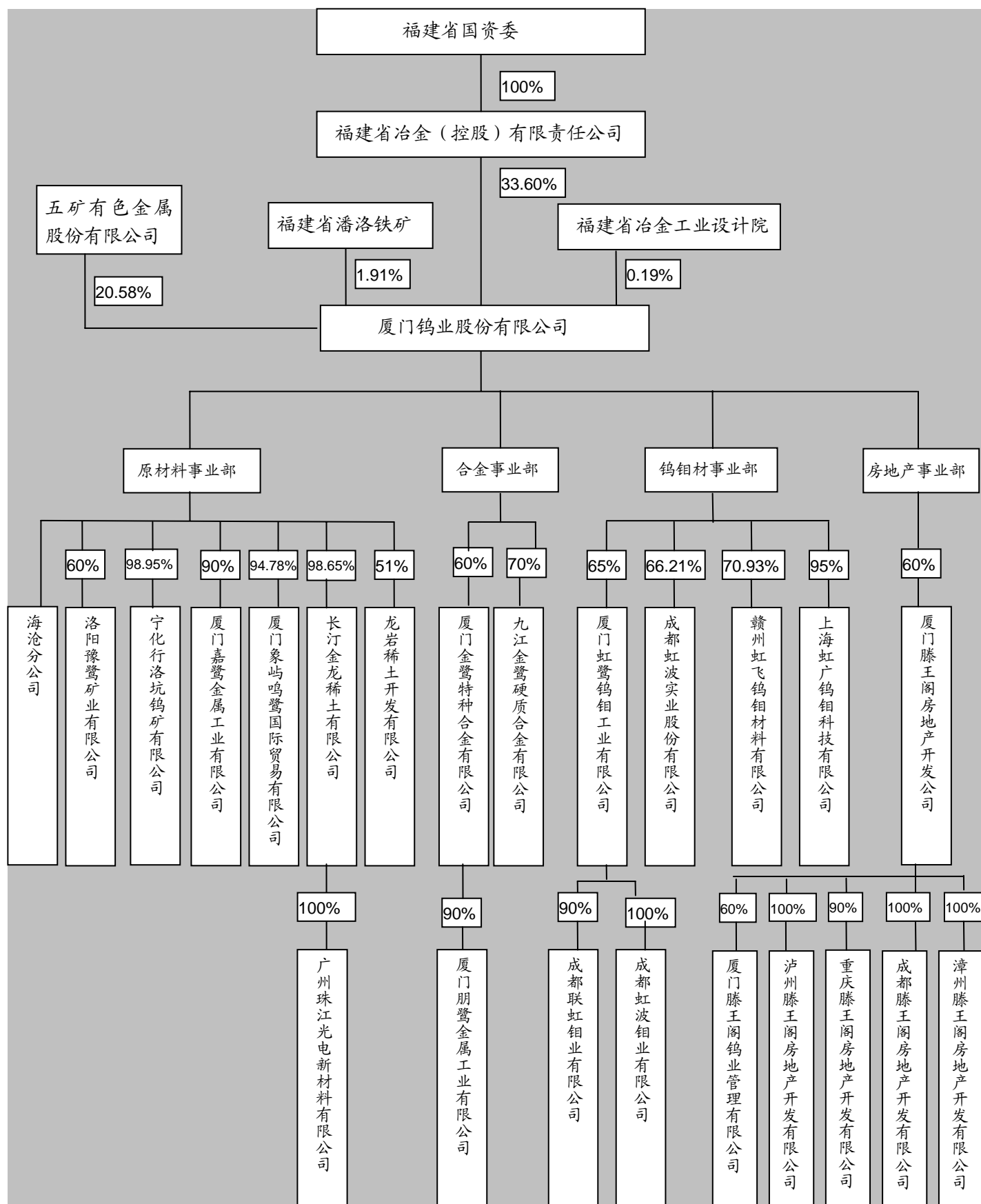
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 4 公司主要业务板块利润贡献情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 1 厦门钨业组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 厦门钨业钨精矿产量 (吨)

	2010 年	2011E	2012E	2013E
行洛坑矿	2500	2600	2700	2800
豫鹭矿业 (持股 60%)	2800	3000	3500	3500
废钨回收	1300	1500	1600	2000
钨精矿合计供应量	6600	7100	7800	8300

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 厦门钨业钨中间产品生产情况 (吨)

	产能	2010 年	2011E	2012E	2013E
APT	17000	15000	17000	17000	17000
钨粉	7500	4900	6000	7500	7500
炭化钨	5000	3500	4500	5000	5000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4 厦门钨业钨丝产品销售情况 (吨)

	产能	2010 年	2011E	2012E	2013E
粗钨丝产量 (吨)	2000	700	800	800	800
细钨丝产量 (亿米)	200	150	200	200	200
细钼丝 (亿米)	30	30	30	30	30

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5 厦门钨业混合料与硬质合金产品生产情况 (吨)

	2011E	2012E	2013E
硬质合金(包括刀具吨)	2200	2500	2700

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 6 新能源材料产量预测 (吨)

	产能	2010E	2011E	2012E	2013E
贮氢合金粉	5000	4000	5000	6000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	1000	1500	1800	2000	2000
荧光粉	1000 吨中的 300 吨已经形成				
磁性材料	预计 11 年年底完成设备安装, 12 年 3000 吨高端磁性材料规模化生产				

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 7 房地产业务收入预测

	2010 年	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)	4.21	35	35	30
贡献 EPS(元)	0.02	0.30	0.30	0.25

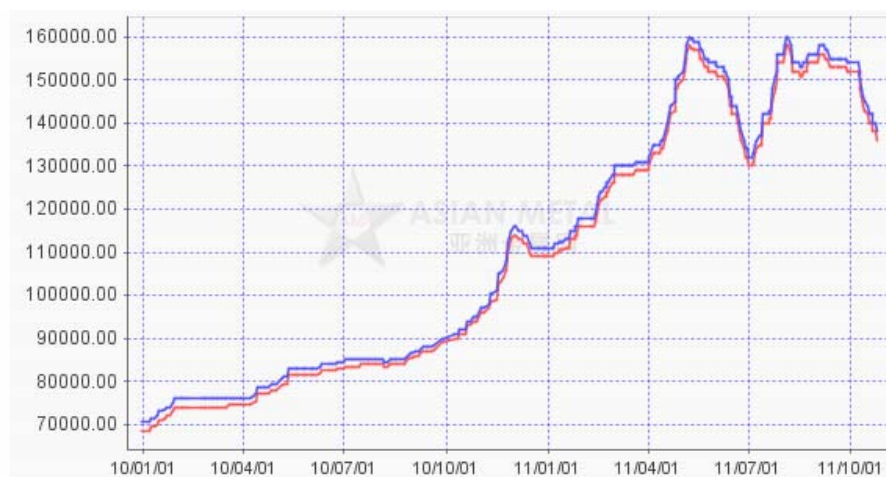
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 主要产品价格预测（万元/吨）

	2010 年	2011E	2012E	2013E
钨精矿的价格	8.00	13.00	14.00	15.00
APT	12.00	20.00	22	24

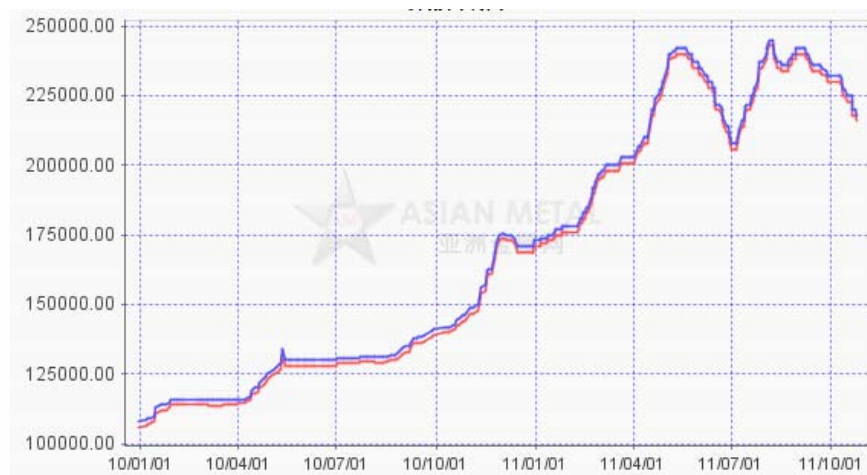
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 国内钨精矿（65%WO₃）价格走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，中投证券研究所

图 3 国内 APT 88.5%价格走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	8677	17013	17911	20841	营业收入	5538	12456	12951	14736
现金	736	2491	2590	2947	营业成本	4341	8740	9100	10511
应收账款	981	1720	1850	2166	营业税金及附加	82	835	829	914
其他应收款	584	1061	1136	1323	营业费用	109	224	233	251
预付账款	399	891	921	1050	管理费用	308	411	427	486
存货	5839	10595	11149	13042	财务费用	77	84	81	27
其他流动资产	139	255	265	313	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3295	3217	3279	3197	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	101	68	74	77	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	2322	2416	2471	2431	营业利润	628	2162	2281	2547
无形资产	229	229	229	229	营业外收入	31	0	0	0
其他非流动资产	643	504	504	460	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	11972	20230	21189	24038	利润总额	652	2162	2281	2547
流动负债	7690	14326	13494	14300	所得税	137	432	456	509
短期借款	1339	3864	2217	1454	净利润	515	1730	1825	2038
应付账款	953	1655	1832	2106	少数股东损益	166	584	616	688
其他流动负债	5397	8806	9445	10740	归属母公司净利润	350	1146	1209	1350
非流动负债	180	208	174	177	EBITDA	907	2442	2580	2811
长期借款	42	42	42	42	EPS (元)	0.51	1.68	1.77	1.98
其他非流动负债	138	166	132	135					
负债合计	7870	14533	13668	14478	主要财务比率				
少数股东权益	1546	2130	2745	3433	会计年度	2010	2011	2012	2013
股本	682	682	682	682	成长能力				
资本公积	760	760	760	760	营业收入	-12.6	124.9	4.0%	13.8
留存收益	1104	2114	3323	4673	营业利润	-8.4%	244.5	5.5%	11.7
归属母公司股东权益	2557	3567	4776	6126	归属于母公司净利润	64.4	227.6	5.5%	11.7
负债和股东权益	11972	20230	21189	24038	获利能力				
					毛利率(%)	21.6	29.8	29.7	28.7
					净利率(%)	6.3%	9.2%	9.3%	9.2%
					ROE(%)	13.7	32.1	25.3	22.0
					ROIC(%)	11.4	25.7	26.7	25.8
					偿债能力				
					资产负债率(%)	65.7	71.8	64.5	60.2
					净负债比率(%)	22.00	26.88	16.53	10.33
					流动比率	1.13	1.19	1.33	1.46
					速动比率	0.37	0.44	0.50	0.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.77	0.63	0.65
					应收账款周转率	7	9	7	7
					应付账款周转率	4.66	6.70	5.22	5.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	1.68	1.77	1.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.09	3.10	1.91
					每股净资产(最新摊薄)	3.75	5.23	7.00	8.98
					估值比率				
					P/E	83.57	25.51	24.18	21.66
					P/B	11.43	8.20	6.12	4.77
					EV/EBITDA	35	13	12	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434