

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务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

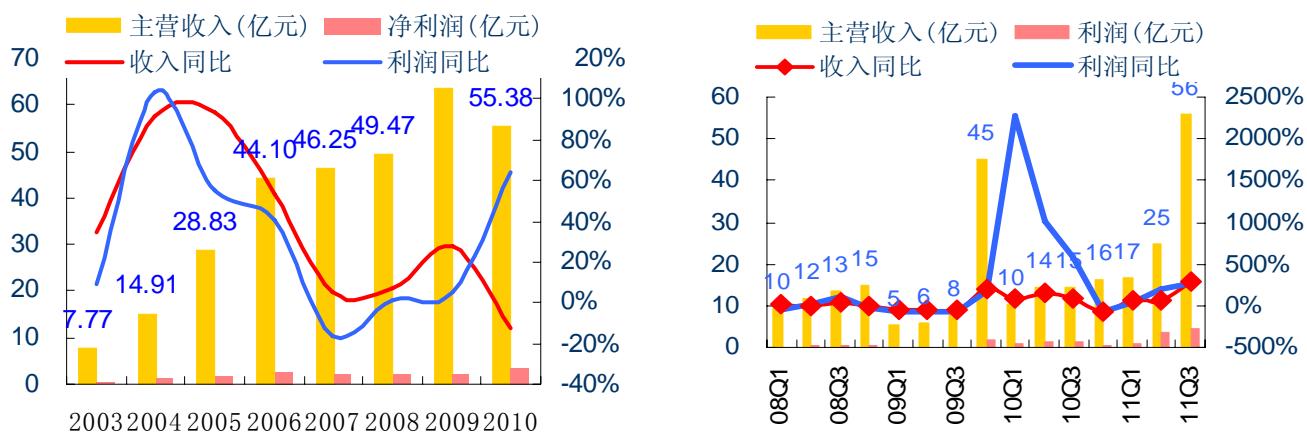
资料来源：中投证券研究所

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

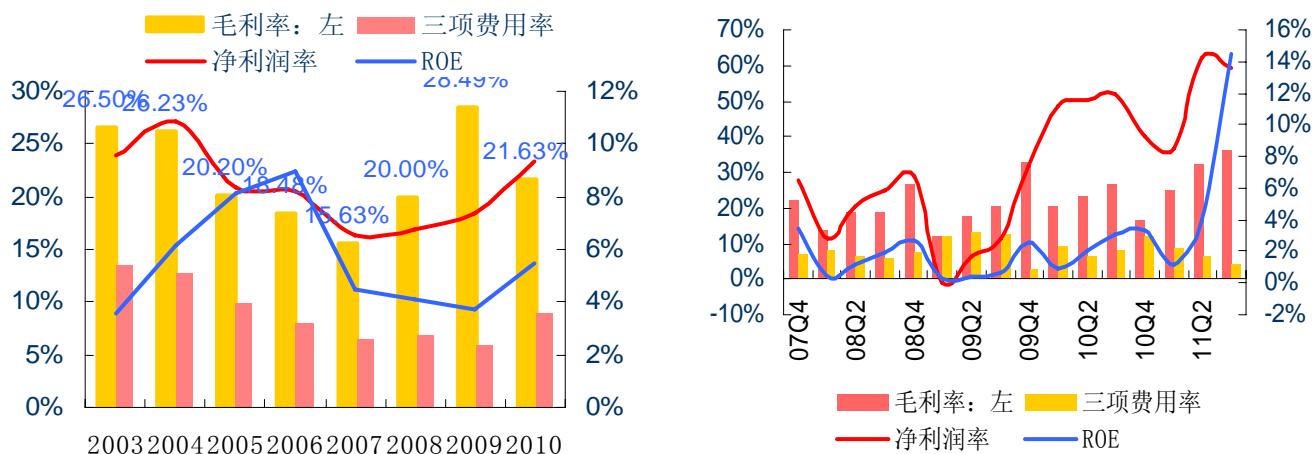
数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 厦门钨业收入、利润变动情况



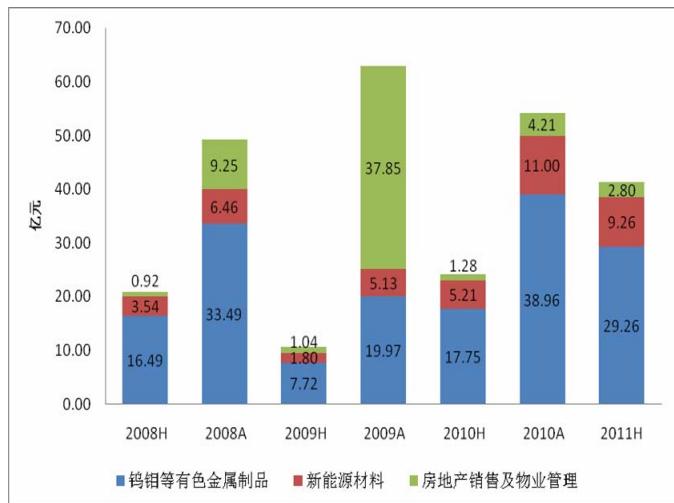
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2 厦门钨业综合毛利、净利率等变动情况



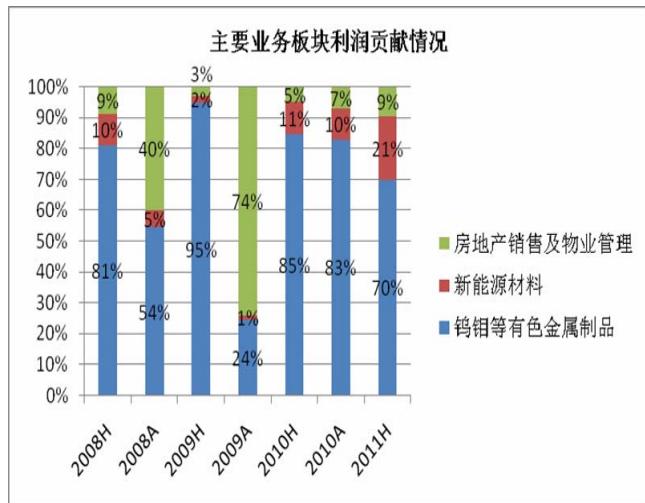
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3 厦门钨业主营业务分类收入



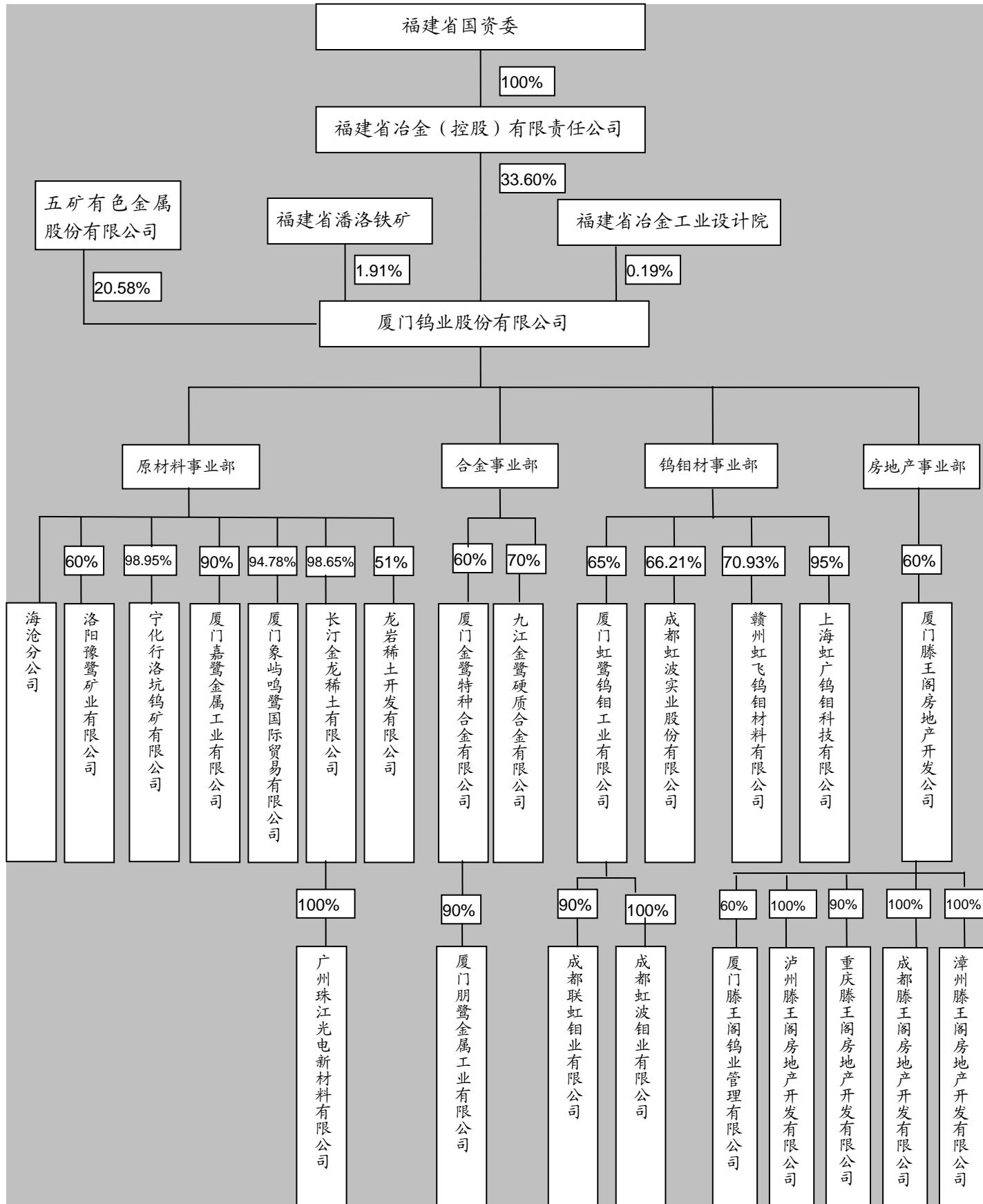
资料来源：公司公告，中投证券研究所

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

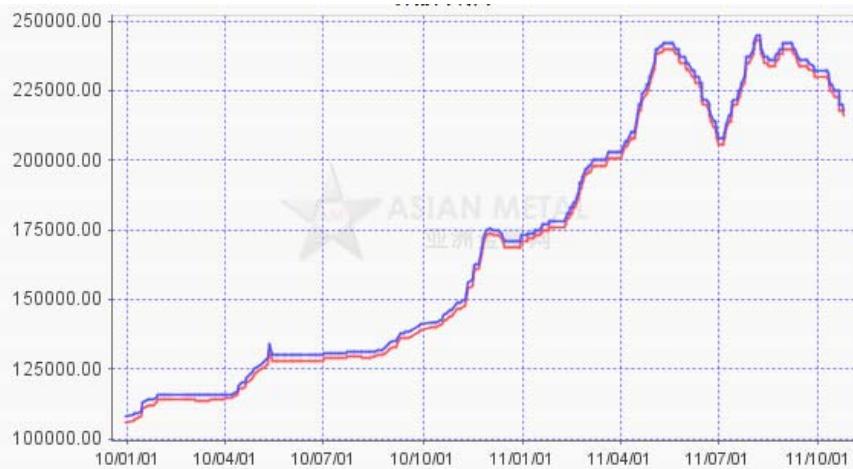
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	8677	17013	17911	20841
应收账款	736	2491	2590	2947
其他应收款	981	1720	1850	2166
预付账款	584	1061	1136	1323
存货	399	891	921	1050
其他流动资产	5839	10595	11149	13042
非流动资产				
长期投资	139	255	265	313
固定资产	3295	3217	3279	3197
无形资产	2322	2416	2471	2431
其他非流动资产	229	229	229	229
资产总计	643	504	504	460
流动负债	11972	20230	21189	24038
短期借款	7690	14326	13494	14300
应付账款	1339	3864	2217	1454
其他流动负债	953	1655	1832	2106
非流动负债	5397	8806	9445	10740
长期借款	180	208	174	177
其他非流动负债	42	42	42	42
负债合计	138	166	132	135
少数股东权益	7870	14533	13668	14478
股本	1546	2130	2745	3433
资本公积	682	682	682	682
留存收益	760	760	760	760
归属于母公司股东权益	1104	2114	3323	4673
负债和股东权益	2557	3567	4776	6126
现金流量表	11972	20230	21189	24038

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流				
净利润	671	65	2116	1300
折旧摊销	515	1730	1825	2038
财务费用	202	196	218	237
投资损失	77	84	81	27
营运资金变动	-7	0	0	0
其他经营活动现金流	-186	-2191	-34	-1044
投资活动现金流				
资本支出	-388	-241	-289	-153
长期投资	517	300	280	150
其他投资现金流	120	-43	9	3
筹资活动现金流				
短期借款	249	16	0	0
长期借款	-692	1931	-1728	-790
普通股增加	840	2525	-1648	-763
资本公积增加	-352	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	0	0
现金净增加额	-1178	-594	-81	-27
	-417	1755	99	357

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	5538	12456	12951	14736
营业成本	4341	8740	9100	10511
营业税金及附加	82	835	829	914
营业费用	109	224	233	251
管理费用	308	411	427	486
财务费用	77	84	81	27
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	0	0	0
营业利润	628	2162	2281	2547
营业外收入	31	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	652	2162	2281	2547
所得税	137	432	456	509
净利润	515	1730	1825	2038
少数股东损益	166	584	616	688
归属于母公司净利润	350	1146	1209	1350
EBITDA	907	2442	2580	2811
EPS (元)	0.51	1.68	1.77	1.98

主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	-12.6	124.9	4.0%	13.8
营业利润	-8.4%	244.5	5.5%	11.7
归属于母公司净利润	64.4	227.6	5.5%	11.7
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

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 镛，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。

免责条款

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，旨为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，但我们将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