

短期盈利面临放缓

下调评级至“中性-A”

报告关键点:

- 随着3季度以来稀土和钨精矿价格的回落, 预计4季度公司盈利将会大幅下降;
- 短期稀土价格再度暴涨的可能性较小, 公司盈利面临放缓;
- 下调评级至“中性-A”。

报告内容:

- 作为全球最大的钨冶炼产品加工企业, 厦门钨业拥有从钨矿山到深加工的全流程。近年来, 为应对照明行业的发展变化, 公司正快速从世界第一的钨丝生产企业向硬质合金等粉冶制品的优势企业过渡。公司还计划和五矿有色共同在九江市建设硬质合金项目, 发展钨深加工产业, 和厦门三虹合作在九江市进行钨资源勘探和矿山开发。同时, 为在新能源材料领域占有一席之地, 公司很早就开始贮氢合金和钴酸锂等的生产, 并从2007年开始加速向稀土矿山和稀土深加工产业延伸。经过多年的积累, 与国内同行相比, 厦门钨业在钨钼产品深加工和稀土产品深加工等领域均具有明显的竞争优势。
- 2011年以来, 受益于钨精矿和稀土价格的大幅上涨, 厦门钨业的盈利能力也快速提高。加上房地产业务的贡献, 公司前3季度净利润同比上升188%。其中, 前3季度单每股收益分别为0.15元、0.52元和0.66元。
- 值得注意的是, 稀土价格的暴涨也在短期内对需求形成抑制。加上全球经济持续放缓, 3季度以来稀土价格明显回落, 与高点时相比部分品种回落幅度已达40%。另一方面, 钨精矿价格也从历史高点回落超过10%。考虑到库存调整的滞后, 我们预计4季度厦门钨业盈利将比3季度大幅回落, 我们对4季度每股收益的预测为0.31元。
- 我们预计, 受全球经济放缓的影响, 汽车、玻璃、新能源等稀土下游行业需求也难以大幅增加, 稀土价格再度暴涨的可能性较小。因此, 2012年公司盈利面临下降。我们下调公司评级至“中性-A”。长期来看, 厦门钨业将会受益于钨行业集中度的提升以及稀土新材料产业的发展。
- 风险提示: 1) 如果全球经济增长继续放缓, 则包括钨产品在内的有色金属消费将继续低迷; 2) 钨精矿和稀土价格的波动, 这将对公司的盈利带来影响; 3) 随着硬质合金等下游深加工产品产能的持续扩张, 公司的持续技术创新能力和市场开拓能力将面临考验。

评级:

中性-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

29.60元

期限: 6个月 上次预测: 29.60元

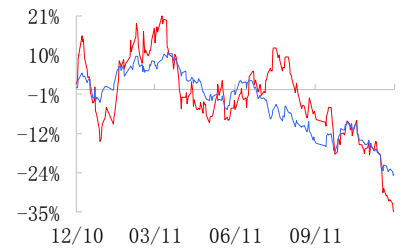
现价(2011年12月30日): 29.67元

报告日期:

2012-1-3

总市值(百万元)	19,320.49
流通市值(百万元)	19,320.49
总股本(百万股)	681.98
流通股本(百万股)	681.98
12个月最低/最高	27.50/53.99元
十大流通股东(%)	70.44%
股东户数	69,842

12个月股价表现



— 厦门钨业 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.65)	(19.03)	(10.62)
绝对收益	(21.96)	(30.62)	(34.82)

衡昆

010-66581658
执业证书编号

叶鑫

021-68765363
执业证书编号

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

行业分析师

yexin@essence.com.cn
S1450511090002

报告联系人

齐丁

010-66581768

qiding@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,338	5,538	11,524	7,912	9,696
Growth(%)	28.1%	-12.6%	108.1%	-31.3%	22.6%
净利润	213	350	1,114	773	824
Growth(%)	5.0%	64.4%	218.4%	-30.6%	6.6%
毛利率(%)	28.5%	21.6%	33.3%	30.6%	32.8%
净利率(%)	3.4%	6.3%	9.7%	9.8%	8.5%
每股收益(元)	0.31	0.51	1.63	1.13	1.21
每股净资产(元)	3.39	3.75	5.60	6.12	6.71
市盈率	90.8	55.2	17.3	25.0	23.5
市净率	8.4	7.6	5.1	4.6	4.2
净资产收益率(%)	11.6%	12.6%	71.6%	41.7%	44.8%
ROIC(%)	11.5%	19.1%	36.0%	31.5%	35.0%
EV/EBITDA	22.3	24.2	9.4	12.8	10.7
股息收益率	0.5%	0.5%	2.1%	1.8%	1.8%

前期研究成果

厦门钨业: 传统和新材料行业并举, 焕发新活力

2010-08-13

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-12-28		
财务报表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	6,338	5,538	11,524	7,912	9,696	营业收入增长率	28.1%	-12.6%	108.1%	-31.3%	22.6%	
减: 营业成本	4,532	4,341	7,683	5,491	6,513	营业利润增长率	75.6%	-8.4%	228.1%	-32.7%	23.8%	
营业税费	656	82	888	288	587	净利润增长率	5.0%	64.4%	218.4%	-30.6%	6.6%	
销售费用	108	109	173	119	145	EBITDA 增长率	61.4%	-1.0%	167.9%	-26.8%	20.1%	
管理费用	202	308	519	475	582	EBIT 增长率	68.8%	-6.2%	213.7%	-30.4%	21.4%	
财务费用	67	77	153	153	153	NOPLAT 增长率	36.1%	11.3%	193.7%	-30.5%	21.5%	
资产减值损失	87	-	50	-	-	投资资本增长率	-33.2%	56.4%	-20.6%	9.2%	9.5%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.9%	2.1%	-44.6%	15.6%	15.3%	
投资和汇兑收益	-2	7	-	-	-							
营业利润	685	628	2,059	1,387	1,716	利润率						
加: 营业外净收支	40	25	-	-	-	毛利率	28.5%	21.6%	33.3%	30.6%	32.8%	
利润总额	724	652	2,059	1,387	1,716	营业利润率	10.8%	11.3%	17.9%	17.5%	17.7%	
减: 所得税	259	137	432	291	360	净利润率	3.4%	6.3%	9.7%	9.8%	8.5%	
净利润	213	350	1,114	773	824	EBITDA/营业收入	14.2%	16.1%	20.8%	22.2%	21.7%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	11.9%	12.7%	19.2%	19.5%	19.3%	
货币资金	1,153	736	602	787	840	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	100	141	74	114	100	
应收帐款	955	1,565	1,152	791	970	流动营业资本周转天数	100	81	193	427	318	
应收票据	71	139	100	100	100	流动资产周转天数	393	521	274	359	263	
预付帐款	532	399	768	549	651	应收帐款周转天数	33	50	33	44	33	
存货	4,648	5,839	5,573	4,196	4,105	存货周转天数	268	343	178	222	154	
其他流动资产	1	-	691	475	582	总资产周转天数	555	737	382	531	415	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	220	258	136	183	163	
持有至到期投资	180	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	36	101	38	38	38	ROE	11.6%	12.6%	71.6%	41.7%	44.8%	
投资性房地产	162	174	165	165	165	ROA	4.4%	4.3%	13.1%	10.1%	11.8%	
固定资产	2,018	2,322	2,418	2,586	2,825	ROIC	11.5%	19.1%	36.0%	31.5%	35.0%	
在建工程	164	172	300	500	500	费用率						
无形资产	225	229	222	215	208	销售费用率	1.7%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	
其他非流动资产	560	297	426	476	476	管理费用率	3.2%	5.6%	4.5%	6.0%	6.0%	
资产总额	10,706	11,972	12,456	10,879	11,459	财务费用率	1.1%	1.4%	1.3%	1.9%	1.6%	
短期债务	499	1,339	1,500	1,500	1,500	三费/营业收入	5.9%	8.9%	7.3%	9.4%	9.1%	
应付帐款	1,138	1,185	1,583	1,024	1,177	偿债能力						
应付票据	302	411	350	350	350	资产负债率	62.5%	65.7%	69.3%	61.6%	60.1%	
其他流动负债	3,394	4,381	3,123	2,019	2,045	负债权益比	166.5%	191.8%	380.2%	255.3%	227.5%	
长期借款	394	42	500	500	500	流动比率	1.20	1.13				
其他非流动负债	149	138	120	120	120	速动比率	0.43	0.37				
负债总额	6,688	7,870	8,635	6,703	6,883	利息保障倍数	11.22	9.11	14.48	10.08	12.23	
少数股东权益	1,707	1,546	1,550	1,550	1,550	分红指标						
股本	682	682	682	682	682	DPS(元)	0.15	0.15	0.60	0.50	0.50	
留存收益	1,619	1,864	1,589	1,944	2,344	分红比率	48.1%	29.2%	36.7%	44.1%	41.4%	
股东权益	4,018	4,103	2,271	2,626	3,026	股息收益率	0.5%	0.5%	2.1%	1.8%	1.8%	
现金流量表	2,009	2,010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	466	515	1,114	773	824	EPS(元)	0.31	0.51	1.63	1.13	1.21	
加: 折旧和摊销	124	202	184	215	239	BVPS(元)	3.39	3.75	5.60	6.12	6.71	
资产减值准备	87	-	50	-	-	PE(X)	90.8	55.2	17.3	25.0	23.5	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	7.6	5.1	4.6	4.2	
财务费用	55	65	77	153	153	P/FCF	20.3	-34.6	-2.7	8.2	79.4	
投资收益	2	-7	-	-	-	P/S	3.0	3.5	1.7	2.4	2.0	
少数股东损益	253	166	513	323	532	EV/EBITDA	22.3	24.2	9.4	12.8	10.7	
营运资金的变动	932	-682	-443	310	-117	CAGR(%)	33.0%	38.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	2,019	671	1,570	1,773	1,630	PEG	2.8	1.5	-0.2	-0.3	-0.2	
投资活动产生现金流量	-493	-388	-472	-413	-652	ROIC/WACC	1.2	2.0	3.8	3.3	3.7	
融资活动产生现金流量	-643	-692	-293	-494	-494	REP	5.3	2.2	1.5	1.6	1.3	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

叶鑫，安信证券有色金属行业分析师，经济学硕士。2年证券行业研究经验；曾就职于湘财证券研究所。2011年3月加入安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆、叶鑫分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034