

2012-01-20

原材料/有色金属

证券研究报告

公司研究 / 公告点评

厦门钨业 (600549)

增持/维持评级

股价: RMB36.28

分析师

刘晓

SAC 执业证书编号:S1000511070001

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《厦门钨业 2011 年中报点评: 万木成林》
(2011/10/26)

《钨 VS 金刚石-硬碰硬中各自精彩》
(2011/10/10)

《厦门钨业 2011 年中报点评: 进军九江再添新翼》(2011/08/13)

《钨行业电话会议纪要》(2011/08/08)

《钨价: 涨声再次响起》(2011/08/03)

《钨: 被低估的中国优势》

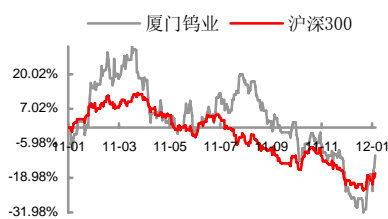
(2011/04/07)

《厦门钨业: 集小金属和新材料之大成》
(2011/03/25)

基础数据

| | |
|---------------|--------|
| 总股本(百万股) | 682 |
| 流通 A 股(百万股) | 682 |
| 流通 B 股(百万股) | 0 |
| 可转债(百万元) | |
| 流通 A 股市值(百万元) | 24,742 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

短期困顿中的希翼

— 2011 年业绩预告点评

- 公司发布 2011 年业绩预告, 预计归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 191.71%, 对应 2012 年每股收益 1.50 元, 4 季度单季每股收益 0.17 元。业绩略低于市场之前预期, 但 4 季度钨价与稀土价格的滑落亦已为市场所认知。
- 具体而言, 公司 2011 年 4 季度业绩下滑主要有 3 个原因: 1、公司钨产品线中下游订单出现明显萎缩, 其背后是行业自 10 月后终端需求明显不振; 稀土分离加工产线也同样遭遇订单下滑影响; 2、受钨价与稀土价格滑落的影响, 公司于 4 季度计提一定数额的存货减值; 3、3 季度抬升公司业绩的地产一次性盈利确认在 4 季度基本归零。
- 市场会随之惯性下调公司 2012 年的业绩预期, 我们也认同公司于 2012 年将会遭遇更大挑战: 受欧洲经济收缩影响, 钨与稀土两条产品线会遭遇持续经营压力; 公司于江西九江的新项目在 2012 年建设期对公司业绩更多是负面影响。
- 但首先于长期着眼, 我们认同公司的整体战略布局: 在钨产品线上, 公司成功进入钨资源丰富的江西省, 未来公司的资源自给率将有望显著攀升, 终端硬质合金产品随公司的技术提升, 在西飞、成飞、上汽、哈汽等大型制造公司开始替代进口高档刀具; 在稀土产品线上, 随 2000 吨钨铁硼磁性材料与 1500 吨荧光粉产线逐步达产, 稀土深加工产品有望进入收获季节; 同时南方稀土资源整合渐行渐近, 随公司参股 30% 的福建龙岩稀土工业园规模迅速扩张, 列入福建省十二五规划的重点项目, 与之相配套的福建龙岩稀土的统一开发或将将以厦钨为平台不日展开。
- 展望 2012 年内, 主要受益于供给面的政策治理与收缩, 我们仍然维持钨精矿价格同比上涨 15%, 公司钨产品线盈利同比扩张的判断; 稀土产品线随深加工产线的逐步投产, 将在一定程度上对冲业绩的滑落幅度; 稀土资源的可能放量将是公司业绩的弹性所在。

| 经营预测与估值 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|--------|---------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5538.3 | 11918.0 | 8260 | 9698 |
| (+/-%) | -12.6 | 115.2 | -29.3 | 17.4 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 349.9 | 349.9 | 951 | 1164 |
| (+/-%) | 64.4 | 191.7 | -16.2 | 22.4 |
| EPS(元) | 0.51 | 1.50 | 1.39 | 1.71 |
| P/E(倍) | 70.76 | 24.20 | 26.03 | 21.27 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **维持“增持”评级：**我们小幅下调对公司的盈利预测，预计 11-13 年 EPS 分别是 1.50、1.39、1.71 元，对应 PE 分别为 24.2X、26.0X 和 21.3X（1、2012、2013 年盈利预测暂未包含地产业务，因其收入确认的不确定性；2、由于缺乏可参考的预测依据，未考虑公司可能在稀土原矿开采上放量对公司业绩的拉动，考虑到稀土单吨盈利依旧可观，业绩具备充分向上弹性），但同时强调对公司长期前景的依然乐观，维持“增持”评级。
- **风险提示：**盈利预测的上行风险主要是公司对福建省内稀土资产的整合与开采放量；下行风险在于终端订单下滑的持续性超出预期，我们目前判断春节后订单有望回暖；进一步计提存货跌价损失的风险。

盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012 | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 8677 | 9854 | 9364 | 11067 | 营业收入 | 5538 | 11918 | 8260 | 9698 |
| 现金 | 736 | 1365 | 956 | 1259 | 营业成本 | 4341 | 7864 | 5969 | 6940 |
| 应收账款 | 981 | 1634 | 1187 | 1435 | 营业税金及附加 | 82 | 818 | 165 | 194 |
| 其他应收款 | 584 | 319 | 490 | 547 | 营业费用 | 109 | 175 | 139 | 162 |
| 预付账款 | 399 | 802 | 604 | 693 | 管理费用 | 308 | 468 | 330 | 388 |
| 存货 | 5839 | 5494 | 5958 | 6926 | 财务费用 | 77 | 51 | 43 | 36 |
| 其他流动资产 | 139 | 240 | 169 | 206 | 资产减值损失 | 0 | 60 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 3295 | 3686 | 3939 | 3979 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 101 | 99 | 99 | 100 | 投资净收益 | 7 | 20 | 12 | 14 |
| 固定资产 | 2322 | 2556 | 2834 | 2870 | 营业利润 | 628 | 2273 | 1625 | 1992 |
| 无形资产 | 229 | 230 | 226 | 224 | 营业外收入 | 31 | 25 | 20 | 20 |
| 其他非流动资产 | 643 | 802 | 779 | 785 | 营业外支出 | 7 | 28 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 11972 | 13540 | 13303 | 15046 | 利润总额 | 652 | 2270 | 1640 | 2007 |
| 流动负债 | 7690 | 7643 | 6525 | 6968 | 所得税 | 137 | 636 | 328 | 401 |
| 短期借款 | 1339 | 1400 | 1000 | 800 | 净利润 | 515 | 1635 | 1312 | 1605 |
| 应付账款 | 953 | 1489 | 1202 | 1391 | 少数股东损益 | 166 | 499 | 361 | 441 |
| 其他流动负债 | 5397 | 4753 | 4324 | 4777 | 归属母公司净利 | 350 | 1135 | 951 | 1164 |
| 非流动负债 | 180 | 296 | 365 | 470 | EBITDA | 907 | 2525 | 1906 | 2301 |
| 长期借款 | 42 | 92 | 192 | 292 | EPS (元) | 0.51 | 1.50 | 1.39 | 1.71 |
| 其他非流动负 | 138 | 204 | 173 | 178 | | | | | |
| 负债合计 | 7870 | 7939 | 6890 | 7437 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 1546 | 2045 | 2406 | 2847 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本 | 682 | 682 | 682 | 682 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 760 | 760 | 760 | 760 | 营业收入 | -12.6% | 111.1% | -29.3% | 17.4% |
| 留存收益 | 1104 | 2103 | 2554 | 3308 | 营业利润 | -8.4% | 262.2 | -28.5% | 22.6% |
| 归属母公司股 | 2557 | 3556 | 4007 | 4761 | 归属母公司净利 | 64.4% | 224.5 | -16.2% | 22.4% |
| 负债和股东 | 11972 | 13540 | 13303 | 15046 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 21.6% | 32.7% | 27.7% | 28.4% |
| | | | | | 净利率(%) | 6.3% | 6.9% | 7.4% | 6.3% |
| | | | | | ROE(%) | 13.7% | 31.9% | 23.7% | 24.4% |
| | | | | | ROIC(%) | 11.4% | 29.8% | 20.3% | 21.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 65.7% | 58.6% | 51.8% | 49.4% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 22.00 | 22.07 | 20.88 | 18.29 |
| | | | | | 流动比率 | 1.13 | 1.29 | 1.44 | 1.59 |
| | | | | | 速动比率 | 0.37 | 0.57 | 0.52 | 0.59 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.49 | 0.92 | 0.62 | 0.68 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 7 | 8 | 6 | 7 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 4.66 | 6.44 | 4.44 | 5.35 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新) | 0.51 | 1.50 | 1.39 | 1.71 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.98 | 1.86 | 1.31 | 1.65 |
| | | | | | 每股净资产(最 | 3.75 | 5.21 | 5.88 | 6.98 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 70.76 | 24.20 | 26.03 | 21.27 |
| | | | | | P/B | 9.68 | 6.96 | 6.18 | 5.20 |
| | | | | | EV/EBITDA | 30 | 11 | 14 | 12 |

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。