

小金属

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6-12个月目标价: 50元

当前股价: 35.30元

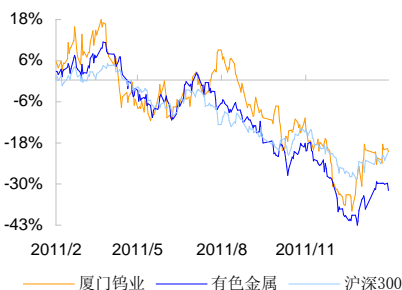
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2344.77
总股本(百万)	681
流通股本(百万)	681
流通市值(亿)	240
EPS	0.51
每股净资产(元)	3.75
资产负债率	65.73%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	7.39	1.19	-20.49
有色金属	10.10	-8.46	-21.97
沪深300指数	3.97	-6.05	-11.94



相关报告

厦门钨业-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 2011-10-26  
 厦门钨业-公司钨钼主业、新能源材料与房地产具有持续的业绩增长动力 2011-08-12  
 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 2011-07-15

厦门钨业

600549

强烈推荐

钨行业稳定且继续向好, 公司2012年超预期因素依然存在

我们近期对公司最新情况进行了跟踪以及2012年公司情况进行了分析和判断, 我们认为: ①钨行业是基本面非常稳定且继续向好的行业之一, 钨价格也非常稳定且在2011年上了一个台阶, 我们认为, 钨价在2012年有望继续稳步走高; ②公司钨业务在2012年预计仍保持较为平稳的状态, 也是公司一直以来和2012年最稳定的业绩来源; ③公司2012年最大的突破有望在南方稀土整合领域, 有望成为公司2012年业绩增长和估值水平提升的因素之一。

投资要点:

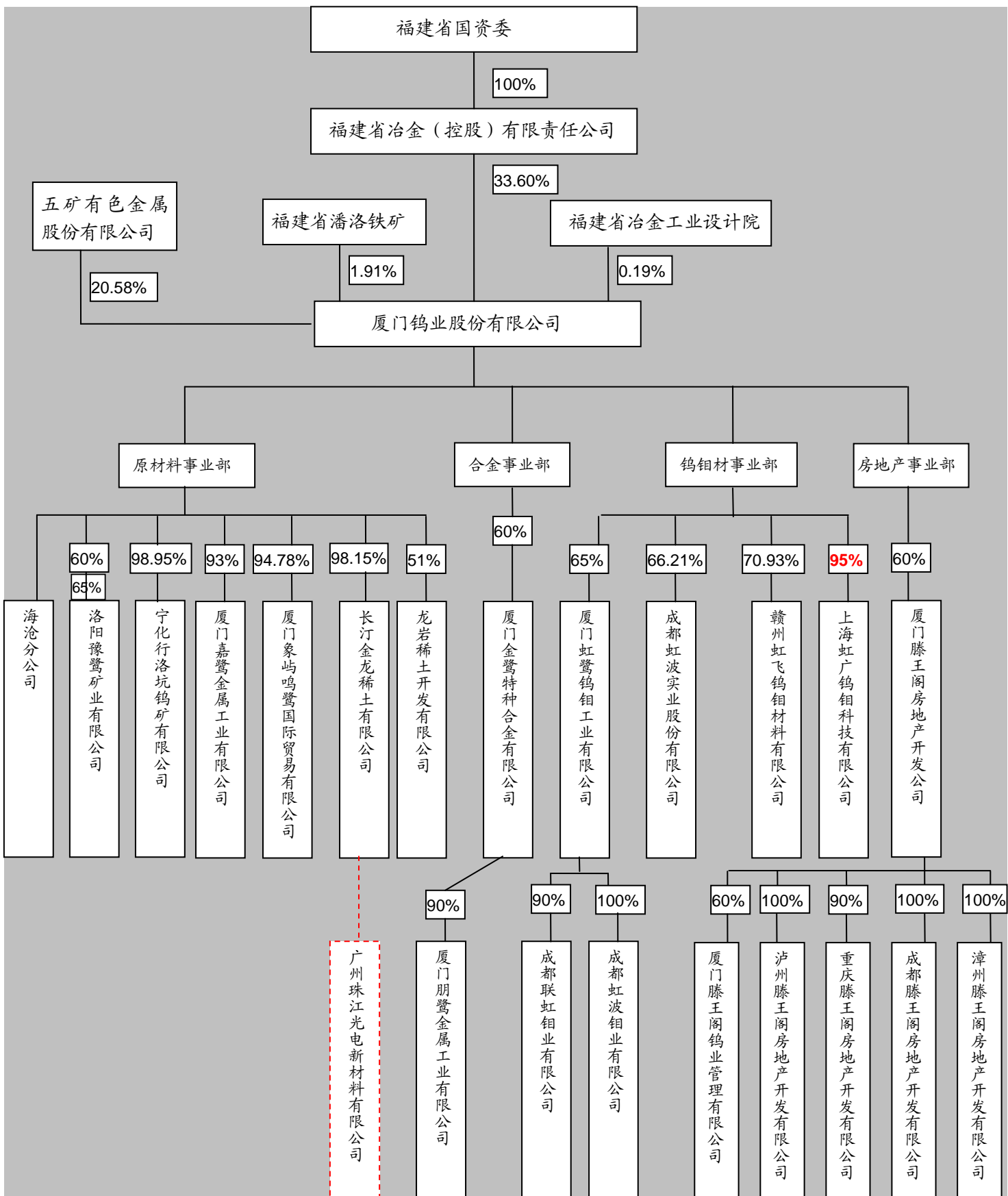
- **钨业务依旧是公司业绩最稳定的来源。**公司目前拥有APT和氧化钨17000吨、钨粉产能由此前的5000吨已经扩张至7500吨, 碳化钨粉从3000吨扩张至5000吨, 混合料和硬质合金产品也分别大幅扩张至4000吨和2000吨。目前公司整体产能利用状况没有发生大的变化, 依然保持良好的状态, 在钨行业基本面稳定且持续向好的判断下, 我们认为, 2012年钨价格仍有望继续上涨, 公司钨板块盈利能力有望进一步提升。根据我们前期分析, 公司2011年钨板块贡献EPS在0.75元左右, 预计2012年有一定程度的提升。
- **公司钨业务产业链也在不断的横向延伸。**钨资源开发方面, 公司与厦门三虹关于资源勘探和矿山开发方面的工作也在继续进展; 下游深加工与五矿在江西的合作项目也在稳步推进, 公司钨产业链未来也可以看到持续的纵向延伸, 公司在钨行业的低位、深加工领域的优势在未来可以看到在进一步增强。
- **硬质合金刀具方面。**该板块在2010年基本达到盈亏平衡, 目前依然在继续寻求市场开拓和技术进步方面的更大进步, 盈利能力在2012年有望进一步提升。
- **3000吨高端磁性材料将在2012年实现正常生产。**2010年, 公司引进磁性材料专家建立了磁性材料中试线, 按照其技术和专利生产的样品获得日本客户好评, 公司预计在年底完成3000吨高端磁性材料设备安装, 预计2012年进行大规模生产, 这有望成为公司2012年的主要业绩增长点。
- **电池材料盈利能力仍有望继续提升,**随着下游新能源汽车的发展, 公司该项业务也有望迎来良好的发展机遇, 盈利能力不强的状况有望得到改变。
- **房地产业务2012年预计不会有明显的结算,**海峡国际社区三期有望在2013年年底左右结算。
- **作为福建稀土产业整合主体,**随着国家2012年中期之前不发放新的采矿权证的政策时点的临近, 公司稀土资源领域有望出现实质性的突破。这将与公司稀土深加工形成良好的协同效应, 也有望成为2012年业绩增长和估值水平提升的重要因素。
- **维持强烈推荐的投资评级。**我们调整公司12-13年EPS为1.22和1.67元, 公司业绩具有稳定来源, 且有超预期的因素, 维持强烈推荐。
- **风险提示:**钨品价格大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5538	11856	8951	14736
收入同比(%)	-13%	114%	-25%	65%
归属母公司净利润	350	1025	833	1136
净利润同比(%)	64%	193%	-19%	36%
毛利率(%)	21.6%	30.1%	27.8%	27.7%
ROE(%)	13.7%	29.7%	19.5%	21.0%
每股收益(元)	0.51	1.50	1.22	1.67
P/E	83.57	28.52	35.11	25.74
P/B	11.43	8.48	6.83	5.40
EV/EBITDA	35	13	16	11

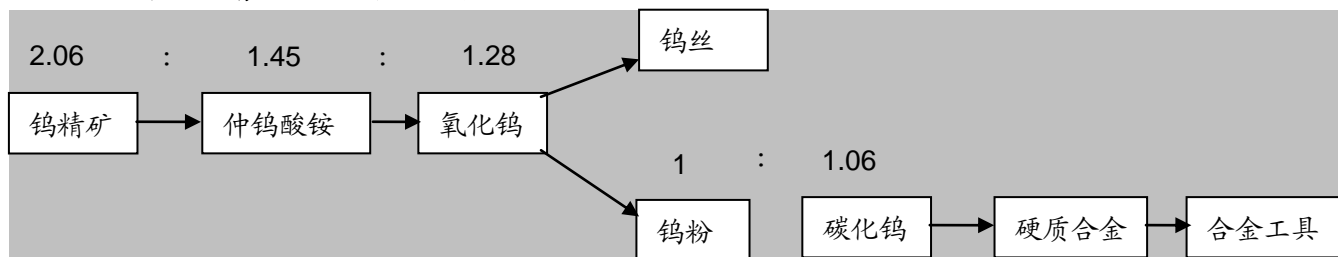
资料来源: 中投证券研究所

图 21 厦门钨业组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 钨产业链及转换比例



资料来源：中投证券研究所

表 1 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 2 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 3 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 4 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 5 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 6 房地产业务收入预测**

	2010 年	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)	4.21	40	0	35
贡献 EPS(元)	0.02	0.32	0	0.30

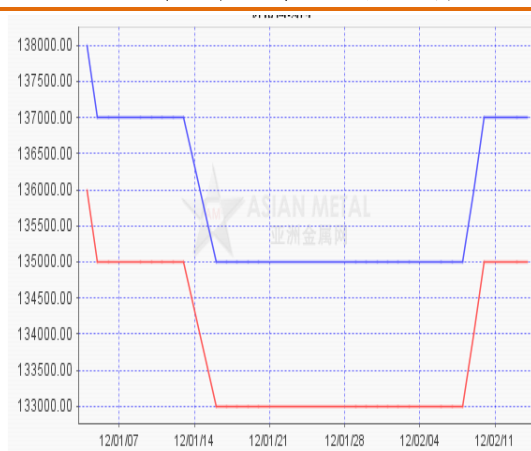
资料来源：公司公告、中投证券研究所

**表 7 主要产品价格预测 (万元/吨)**

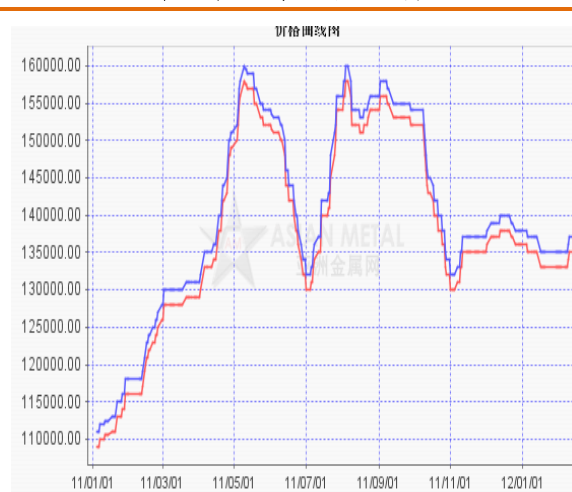
	2010 年	2011E	2012E	2013E
钨精矿的价格	8.00	13.00	14.00	15.00
APT	12.00	20.00	22	24

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**图 1 2012 年以来钨精矿钛价格走势**



**图 2 2011 年以来钨精矿价格走势**



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		2010	2011E	2012E	2013E
<b>会计年度</b>	8677	16155	12613	21024	<b>营业收入</b>	5538	11856	8951	14736
<b>流动资产</b>	736	2371	1790	2947	营业成本	4341	8290	6466	10648
现金	981	1637	1278	2166	营业税金及附加	82	711	269	914
应收账款	584	1010	785	1323	营业费用	109	130	134	177
其他应收款	399	845	654	1064	管理费用	308	415	358	442
预付账款	5839	10049	7922	13212	财务费用	77	81	59	32
存货	139	243	183	313	资产减值损失	0	0	0	0
其他流动资产	3295	3217	3279	3197	公允价值变动收益	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	101	68	74	77	投资净收益	7	0	0	0
长期投资	2322	2416	2471	2431	<b>营业利润</b>	628	2228	1665	2524
固定资产	229	229	229	229	营业外收入	31	0	0	0
无形资产	643	504	504	460	营业外支出	7	0	0	0
其他非流动资产	11972	19373	15892	24221	<b>利润总额</b>	652	2228	1665	2524
<b>资产总计</b>	7690	13660	8965	15523	所得税	137	691	416	757
<b>流动负债</b>	1339	3660	802	2638	<b>净利润</b>	515	1537	1249	1767
短期借款	953	1570	1302	2134	少数股东损益	166	512	416	631
应付账款	5397	8431	6861	10752	<b>归属母公司净利润</b>	350	1025	833	1136
其他流动负债	180	208	174	177	EBITDA	907	2505	1942	2792
<b>非流动负债</b>	42	42	42	42	EPS (元)	0.51	1.50	1.22	1.67
长期借款	138	166	132	135					
其他非流动负债	7870	13868	9138	15700					
<b>负债合计</b>	1546	2058	2475	3106	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	682	682	682	682	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	760	760	760	760	<b>成长能力</b>				
资本公积	1104	1993	2825	3961	营业收入	-12.6%	114.1%	-24.5%	64.6%
留存收益	2557	3446	4279	5415	营业利润	-8.4%	255.0%	-25.3%	51.6%
归属母公司股东权益	11972	19373	15892	24221	归属于母公司净利润	64.4%	193.0%	-18.8%	36.4%
<b>负债和股东权益</b>					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	21.6%	30.1%	27.8%	27.7%
					净利率(%)	6.3%	8.6%	9.3%	7.7%
					ROE(%)	13.7%	29.7%	19.5%	21.0%
					ROIC(%)	11.4%	23.7%	22.7%	22.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	65.7%	71.6%	57.5%	64.8%
					净负债比率(%)	22.00	26.70%	9.23%	17.07%
					流动比率	1.13	1.18	1.41	1.35
					速动比率	0.37	0.44	0.52	0.50
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.76	0.51	0.73
					应收账款周转率	7	9	6	8
					应付账款周转率	4.66	6.57	4.50	6.20
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	1.50	1.22	1.67
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.21	3.85	-0.72
					每股净资产(最新摊薄)	3.75	5.05	6.27	7.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	83.57	28.52	35.11	25.74
					P/B	11.43	8.48	6.83	5.40
					EV/EBITDA	35	13	16	11

单位:百万元

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	671	146	2625	-494
净利润	515	1537	1249	1767
折旧摊销	202	196	218	237
财务费用	77	81	59	32
投资损失	-7	0	0	0
营运资金变动	-186	-1899	1158	-2674
其他经营现金流	69	231	-59	144
<b>投资活动现金流</b>	-388	-241	-289	-153
资本支出	517	300	280	150
长期投资	120	-43	9	3
其他投资现金流	249	16	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-692	1730	-2917	1804
短期借款	840	2321	-2858	1836
长期借款	-352	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-1178	-591	-59	-32
<b>现金净增加额</b>	-417	1635	-581	1157

资料来源:中投证券研究所,公司报表,单位:百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-26	厦门钨业-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
2011-08-12	厦门钨业-公司钨钼主业、新能源材料与房地产具有持续的业绩增长动力
2011-07-15	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
2011-05-04	厦门钨业-进一步强化钨钼主业优势、增强可持续发展能力
2011-04-24	厦门钨业-硬质合金深加工产品与新能源材料有望成今年业绩新的增长点
2011-04-18	厦门钨业-钨业更强、新能源与稀土业务进一步做大, 公司具有持续的增长点和超预期因素
2011-03-25	厦门钨业-2011年钨、稀土、新能源材料、房地产业务全面发展
2011-03-16	厦门钨业-钨品价格上涨与钨业务产能扩张使公司业绩大幅增长确定; 稀土板块产业链向上延伸的可能有望显著提升估值水平
2011-02-28	厦门钨业-钨价前期高点将成未来底部, 更看好公司深加工领域的优势和持续的业绩增长点

## 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

## 研究团队简介

杨国萍, 中投证券有色金属行业研究员。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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