

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: 80.00 元

当前股价: 42.872 元

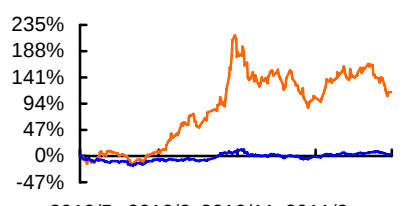
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2810.44
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	291
EPS (TTM)	0.51
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	-2.52	-11.88	138.09
上证综合指数	4.08	-7.87	-11.42



2010/5 2010/8 2010/11 2011/2

— 厦门钨业 — 上证综合指数

相关报告

《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-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》2011-4-24

《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》2011-4-18

《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

上半年业绩大幅增长, 金属业务具有持续的增长动力

厦门钨业今日公告上半年业绩预告, 2011 年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.58 亿元, 同比增长 139%; 实现 EPS0.67 元。

投资要点:

- 公司上半年业绩同比大幅增长, 超出市场普遍预期。公司上半年实现营业收入 41.54 亿元, 同比增长 69.63%; 实现营业利润 75263 万元, 同比增长 117%; 实现利润总额 7.67 亿元, 同比增长 116%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.58 亿元, 同比增长 139%; 上半年实现摊薄 EPS0.67 元, 略高于我们之前的预期。
- 钨钼、稀土等金属主业是公司业绩的主要来源与增长动力。公告显示, 公司经营业绩同比大幅增长的主要原因: 一是钨精矿及钨粉末产品销售价格同比大幅上涨, 钨粉末产品及下属矿山公司盈利大幅增加; 二是期间稀土产品销售价格暴涨, 公司稀土冶炼产品盈利大幅增加。
- 我们依然认为, 公司具有持续的业绩增长点和业绩超预期因素:
- 钨产业链上前端产品仍是公司业绩的重要保障, 硬质合金深加工产品将是公司业绩增长点之一。公司硬质合金刀片在前期已经进行了全面的技术突破和市场积累, 已经拥有良好的发展能力, 预计该领域在未来两年将盈利贡献能力逐步提升。
- 电池材料盈利能力有望提升并成为业绩增长点。公司目前拥有 5000 吨镍氢电池用贮氢合金粉和 1000 吨锂离子材料的生产能力, 随着行业整体状况好转, 该业务盈利能力将得到持续提升。
- 3000 吨高端磁性材料将有望在 2012 年实现大规模生产。今年年底完成 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。
- 作为福建稀土产业整合主体, 公司稀土上游领域也有望出现突破, 这将与稀土深加工形成较好的协同效应。
- 地产业务至少能持续开发 3-5 年。11 年厦门海峡国际社区 2 期进入结算, 12 年 3 期进入结算, 预计 2 期在 11 年结算 30 亿左右的收入, 贡献 EPS0.30 元左右。
- 维持强烈推荐的投资评级。我们维持 11-13 年 EPS 为 1.30 元、1.81 元和 2.31 的盈利预测, 维持强烈推荐的投资评级。
- 风险提示: 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	10385	12430	14525
同比(%)	-13%	88%	20%	17%
归属母公司净利润(百万元)	350	888	1235	1575
同比(%)	64%	154%	39%	28%
毛利率(%)	21.6%	28.6%	30.8%	31.8%
ROE(%)	13.7%	26.8%	27.2%	25.7%
每股收益(元)	0.51	1.30	1.81	2.31
P/E	83.57	32.94	23.68	18.56
P/B	11.43	8.84	6.43	4.78
EV/EBITDA	35	16	12	10

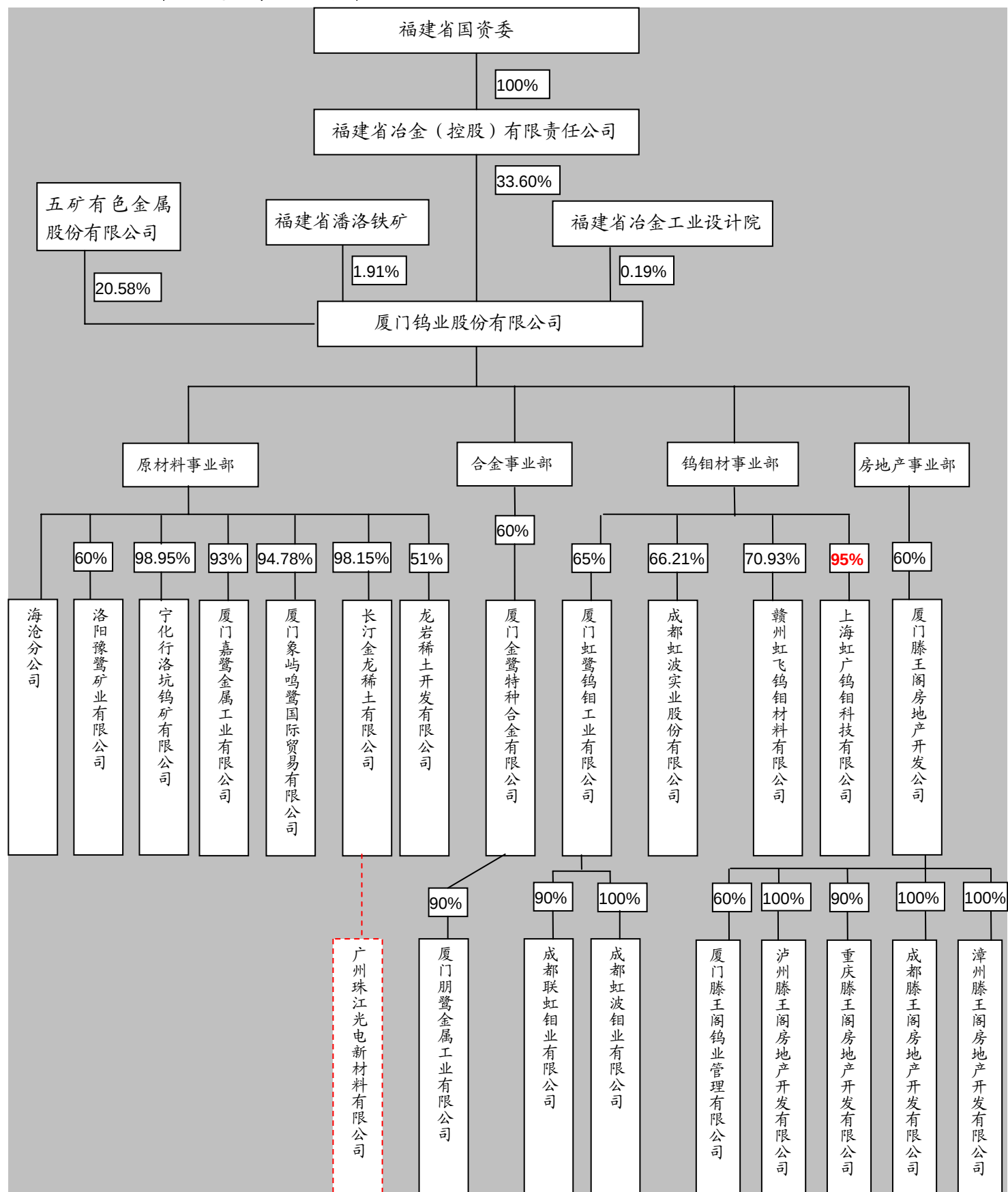
资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司今年来利润表主要经营数据 (万元)

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011H1
一、营业总收入	440,957.15	462,509.00	494,712.95	633,812.20	553,831.50	415,475.85
二、营业总成本	399,734.54	428,699.19	455,746.29	565,147.93	491,729.04	
营业成本	359,456.59	390,233.35	395,776.97	453,209.55	434,056.86	
销售费用	6,071.21	7,540.23	10,702.27	10,825.27	10,861.43	
管理费用	19,641.68	13,236.23	17,738.59	20,155.97	30,838.05	
财务费用	9,288.07	8,978.65	5,540.13	6,702.66	7,740.88	
资产减值损失	320.98	1,159.39	6,545.13	8,666.22	25.05	
三、其他经营收益						
四、营业利润	41,952.73	33,868.30	39,003.40	68,479.38	62,760.79	75,263.42
加：营业外收入	1,384.32	4,197.74	2,504.66	5,869.90	3,126.63	
减：营业外支出	150.02	170.89	992.26	1,914.69	651.62	
五、利润总额	43,187.03	37,895.15	40,515.80	72,434.59	65,235.81	76,710.68
减：所得税	7,114.25	7,659.64	6,903.78	25,852.72	13,689.25	
六、净利润	36,072.78	30,235.51	33,612.01	46,581.87	51,546.56	58,870.51
减：少数股东损益	10,937.11	10,191.83	13,351.36	25,300.12	16,560.79	13,066.35
少数股东权益比例	30.32%	33.71%	39.72%	54.31%	32.13%	22.20%
归属于母公司所有者 的净利润	24,105.38	20,043.68	20,260.65	21,281.75	34,985.77	45,804.16
七、每股收益：						
稀释每股收益(元)	0.50	0.38	0.30	0.31	0.51	0.67

数据来源：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

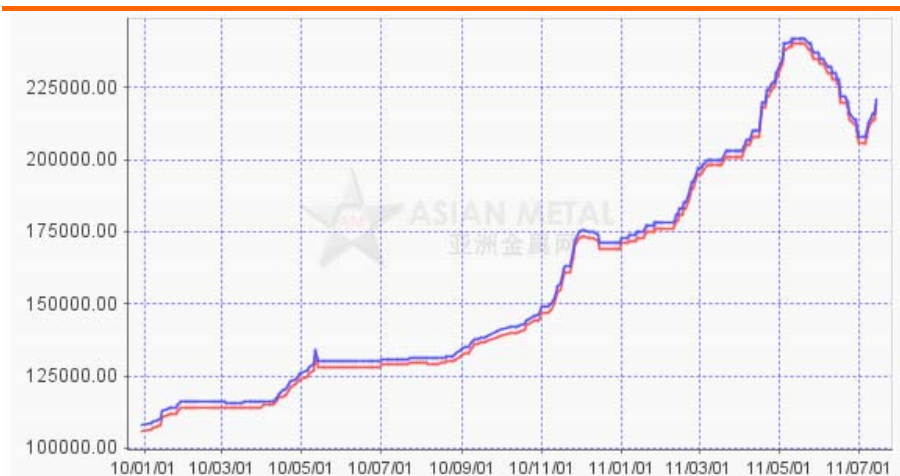
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 国内钨精矿（65%WO₃）价格走势（元/吨）



数据来源：亚洲金属网

表 10 国内 APT 价格走势（元/吨）



数据来源：亚洲金属网

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	14348	17013	19940	营业收入	5538	10385	12430	14525
现金	736	2077	2486	2905	营业成本	4341	7411	8601	9911
应收账款	981	1434	1775	2135	营业税金及附加	82	696	795	901
其他应收款	584	884	1090	1304	营业费用	109	187	224	247
预付账款	399	756	870	990	管理费用	308	343	410	479
存货	5839	8984	10537	12298	财务费用	77	74	70	15
其他流动资产	139	213	254	308	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	1675	2330	2972
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	17565	20292	23136	利润总额	652	1675	2330	2972
流动负债	7690	12051	12948	13411	所得税	137	335	466	594
短期借款	1339	3120	2121	862	净利润	515	1340	1864	2378
应付账款	953	1403	1731	1986	少数股东损益	166	452	629	802
其他流动负债	5397	7528	9095	10563	归属母公司净利润	350	888	1235	1575
非流动负债	180	208	174	177	EBITDA	907	1944	2617	3224
长期借款	42	42	42	42	EPS (元)	0.51	1.30	1.81	2.31
其他非流动负债	138	166	132	135					
负债合计	7870	12259	13121	13588	主要财务比率				
少数股东权益	1546	1998	2627	3429	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	87.5	19.7	16.9
留存收益	1104	1855	3090	4665	营业利润	-8.4%	166.8	39.1	27.6
归属母公司股东权益	2557	3309	4544	6119	归属于母公司净利润	64.4	153.7	39.1	27.6
负债和股东权益	11972	17565	20292	23136	获利能力				
					毛利率(%)	21.6	28.6	30.8	31.8
					净利率(%)	6.3%	8.5%	9.9%	10.8
					ROE(%)	13.7	26.8	27.2	25.7
					ROIC(%)	11.4	22.3	28.5	32.2
					偿债能力				
					资产负债率(%)	65.7	69.8	64.7	58.7
					净负债比率(%)	22.00	25.79	16.48	6.66
					流动比率	1.13	1.19	1.31	1.49
					速动比率	0.37	0.44	0.50	0.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.70	0.66	0.67
					应收账款周转率	7	8	7	7
					应付账款周转率	4.66	6.29	5.49	5.33
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	1.30	1.81	2.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.56	2.59	2.71
					每股净资产(最新摊薄)	3.75	4.85	6.66	8.97
					估值比率				
					P/E	83.57	32.94	23.68	18.56
					P/B	11.43	8.84	6.43	4.78
					EV/EBITDA	35	16	12	10

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 $\pm 10\%$ 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