

小金属

杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

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: 48.30 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2581.51
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	329
EPS (TTM)	0.56
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	13.78	11.51	18.97
上证综合指数	-7.89	-10.47	-8.69



相关报告

《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-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-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

公司钨钼主业、新能源材料与房地产具有持续的业绩增长动力

厦门钨业今日公告 2011 年半年报, 公司上半年实现营业收入 41.55 亿元, 同比增长 69.63%; 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:

- 钨钼、稀土等金属主业是公司业绩的主要来源与增长动力。从利润构成来看, 钨钼主业仍是公司的主要利润来源, 其中钨钼主业贡献利润 70%左右, 新能源材料贡献 20%左右, 其余 10%为地产贡献。公告显示, 钨钼主业及稀土盈利能力大幅提升的主要原因是钨精矿、钨粉末和稀土产品销售价格出现了大幅上涨所致。
- 公司钨钼、新能源与房地产业务全面发展。报告期内, 公司钨钼业务收入 29.25 亿元, 同比增长 65%, 毛利率同比提升 3.42 个百分点至 28.79%。新能源材料业务实现收入 9.26 亿元, 同比增长 77.37%, 毛利率提升 16.22 个百分点至 26.96%; 新能源材料板块中, 受益稀土价格大幅上涨, 长汀金龙稀土上半年实现营业收入 52595 万元, 同比增长 186.53%; 实现净利润 16146 万元, 同比增长 708%。房地产销售上半年结算 2.8 亿元, 毛利率为 40.74%。
- 公司九江项目一期进入实施阶段, 进一步增强公司未来持续盈利能力。按之前确定的比例, 公司与五矿有色共同出资 4 亿元设立九江金鹭硬质合金有限公司, 其中公司出资 2.8 亿元持股比例 70%, 五矿有色出资 1.2 亿元持股比例 30%, 首期双方按比例出资 8000 万元。由九江金鹭负责建设九江硬质合金项目一期, 建设规模为钨粉 3000 吨、硬质合金 2000 吨, 该项目预计总投资 8.04 亿元、建设期 2 年。
- 公司还计划增成都联合, 扩大公司生产销售规模。公司控股子公司成都洪波拟与成都联虹另一股东日本联合材料株式会社按原持股比例增资成都联虹, 其中, 其中成都虹波按 49%持股比例、拟以现金人民币 3915.14 万元出资; 联合材料持拟以持有厦门三虹钨钼股份有限公司 1474.54 万股 (持股比例 3.09%) 股份价值人民币 4074.94 万元出资。
- 对于公司经营情况, 我们依然认为公司未来有持续的业绩增长动力:
- 钨产业链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能力逐步提升。

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

- 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 期在今年 3 季度进入主要结算期，全年贡献 EPS0.30 元左右
- 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的提升。
- 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。
- 九江一期预计 13 年下半年开始投产贡献利润。
- 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。
- 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，同时我们认为，11 年公司新能源板块盈利仍存在超预期的可能、上半年价格调整滞后的硬质合金板块盈利能力有望在下半年得到提升，公司 11 年业绩超出我们预期的可能性很大，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。

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	341,038.38
营业成本	359,456.59	390,233.35	395,776.97	453,209.55	434,056.86	293,986.59
销售费用	6,071.21	7,540.23	10,702.27	10,825.27	10,861.43	5,540.89
管理费用	19,641.68	13,236.23	17,738.59	20,155.97	30,838.05	19,747.54
财务费用	9,288.07	8,978.65	5,540.13	6,702.66	7,740.88	5,417.00
资产减值损失	320.98	1,159.39	6,545.13	8,666.22	25.05	8,721.73
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	1,941.94
减: 营业外支出	150.02	170.89	992.26	1,914.69	651.62	494.68
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	17,840.17
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

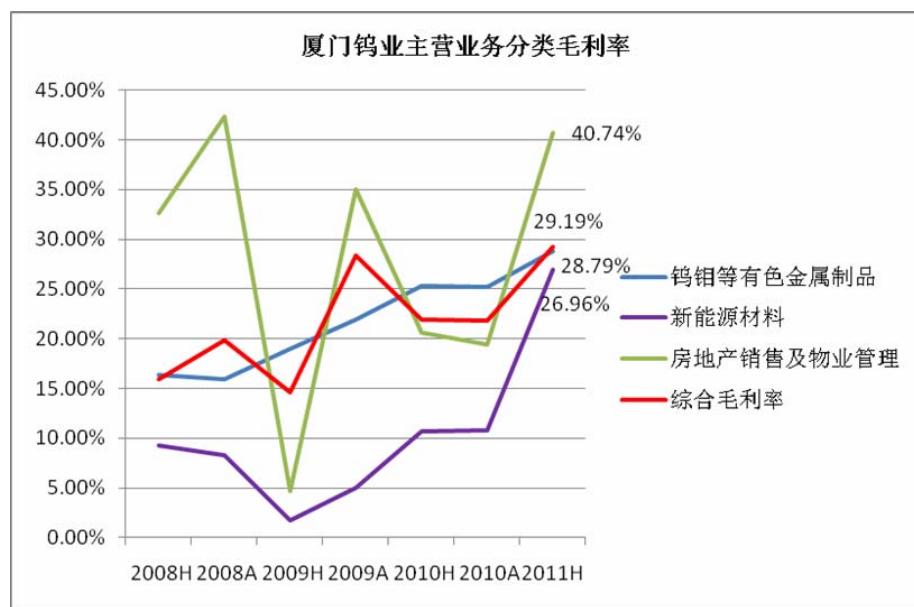
数据来源: 公司公告、中投证券研究所

图 1 厦门钨业主营业务分类收入



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 2 主营业务分类毛利率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3 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 4 厦门钨业组织结构

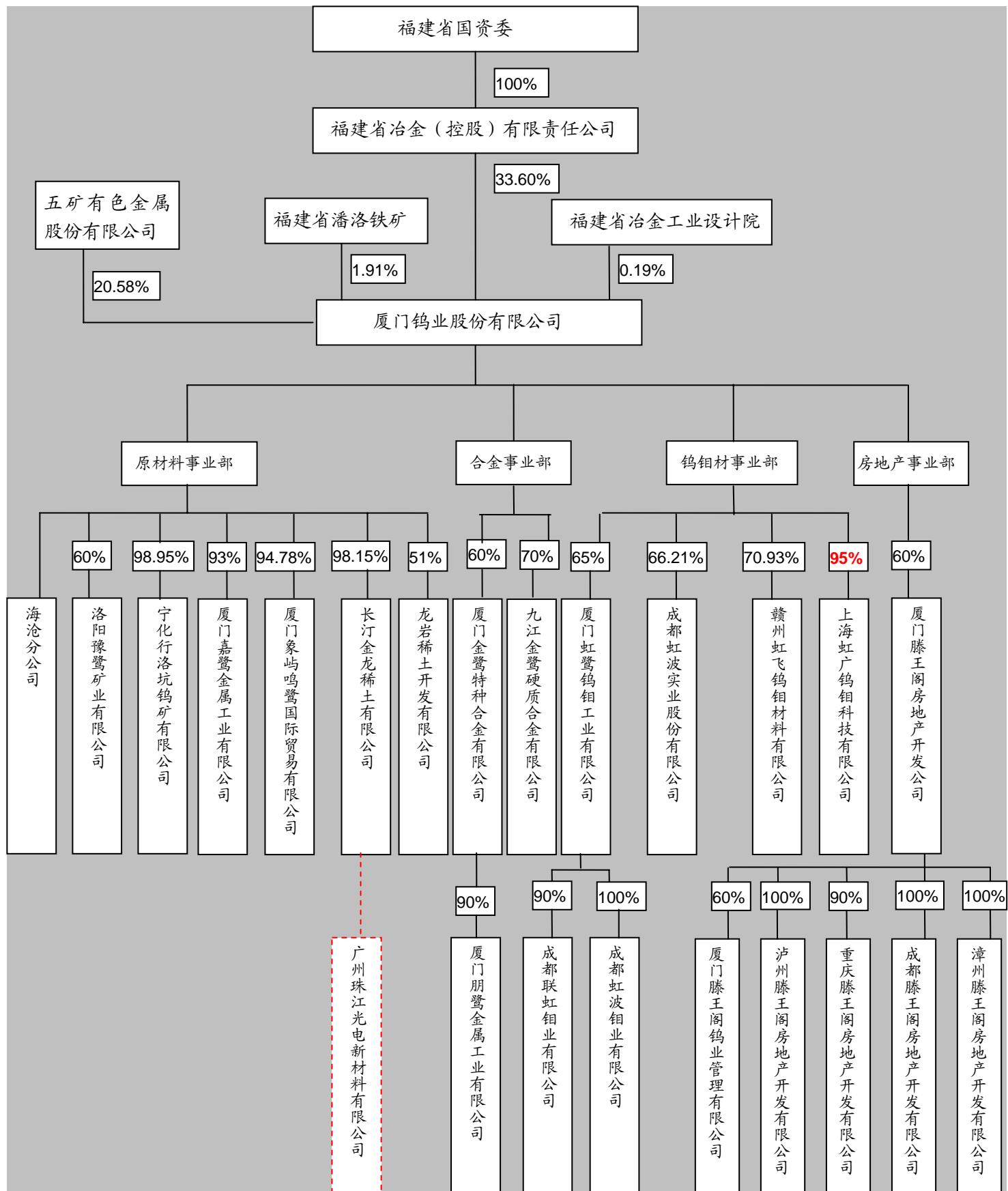


表 2 厦门钨业钨精矿产量 (吨)

	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 5 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 6 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	14348	17013	19940
应收账款	736	2077	2486	2905
其他应收款	981	1434	1775	2135
预付账款	584	884	1090	1304
存货	399	756	870	990
其他流动资产	5839	8984	10537	12298
非流动资产				
长期投资	139	213	254	308
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	17565	20292	23136
短期借款	7690	12051	12948	13411
应付账款	1339	3120	2121	862
其他流动负债	953	1403	1731	1986
非流动负债	5397	7528	9095	10563
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	12259	13121	13588
股本	1546	1998	2627	3429
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	1855	3090	4665
负债和股东权益	2557	3309	4544	6119
现金流量表	11972	17565	20292	23136

现金流量表

单位:百万

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	671	385	1766	1846
净利润	515	1340	1864	2378
折旧摊销	202	196	218	237
财务费用	77	74	70	15
投资损失	-7	0	0	0
营运资金变动	-186	-1419	-449	-832
其他经营现金流	69	195	64	48
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-692	1197	-1069	-1274
短期借款	840	1780	-999	-1259
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	-584	-70	-15
现金净增加额	-417	1341	409	419

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	10385	12430	14525
营业成本	4341	7411	8601	9911
营业税金及附加	82	696	795	901
营业费用	109	187	224	247
管理费用	308	343	410	479
财务费用	77	74	70	15
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	1675	2330	2972
营业外收入	31	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	652	1675	2330	2972
所得税	137	335	466	594
净利润	515	1340	1864	2378
少数股东损益	166	452	629	802
归属于母公司净利润	350	888	1235	1575
EBITDA	907	1944	2617	3224
EPS (元)	0.51	1.30	1.81	2.31

主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	-12.6	87.5	19.7	16.9
营业利润	-8.4%	166.8	39.1	27.6
归属于母公司净利润	64.4	153.7	39.1	27.6
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

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