



买入

12.6% ↑

目标价格: 人民币 50.00

600549.SS

原目标价格: 人民币 45.00

价格: 人民币 44.39

目标价格基础: 42倍 12年市盈率

板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 钨价维持高位或继续向上突破
- 公司硬质合金和刀具等深加工产品技术和产量获得进一步突破

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	51	17	57	(14)
相对新华富时A50指数	45	25	51	6

发行股数(百万)	681.98
流通股(%)	66.40
流通股市值(人民币 百万)	20,098.6
3个月日均交易额(人民币 百万)	319
净负债比率(%) (2012E)	66.6
主要股东(%)	
福建冶金控股有限责任公司	33.6

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 有色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

*李文宾为本报告重要贡献者

厦门钨业

业绩刷新历史记录

2011年全年共实现营收约119亿余元, 同比大幅攀升115.1%; 归属于上市公司净利润近10.2亿元, 同比显著增加约191.8%, 折合每股盈利1.497元, 基本符合我们的预测。公司营收和净利润显著攀升主要来源于钨精矿等原材料价格大幅攀升, 低价库存储备增厚钨和稀土冶炼业务以及厦门海峡二期项目确认收入。但第四季度由于稀土价格大幅下滑, 钨价也有所波动, 因而在剔除房地产业绩贡献后, 公司盈利环比也出现明显的下滑。2012年公司将继续逐步扩大APT、硬质合金、荧光粉和磁性材料等业务产能, 以进一步巩固深加工领先优势。我们相信随着深加工领域项目的陆续建成, 公司将成长为同时具备资源和深加工技术的龙头企业。我们下调公司2012-2013年每股收益预测至约1.19元(下调8.4%)和1.51元(下调2.4%), 并以约42倍的2012年市盈率给公司估值, 相应上调公司目标价近11%至50.00元, 同时重申对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 2012年磁性材料、荧光粉、硬质合金等深加工业务新产能有望逐步建成投产。
- 公司全力拓展钨和稀土资源。
- 我国或将持续控制钨和稀土等战略稀有矿产供给。

主要风险

- 全球经济如陷入衰退, 则将拖累公司主要产品价格。
- 钨和稀土产业综合治理效果低于预期。

估值

- 基于对我国将会持续控制钨和稀土等战略稀有资源的判断, 公司进一步整合钨和稀土资源的潜力以及对公司深加工技术水平的肯定, 我们将公司目标价由45.00元上调至50.00元(这是基于42倍的2012年市盈率估值), 并重申对公司的买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,538	11,910	10,980	12,536	14,029
变动(%)		115	(8)	14	12
净利润(人民币 百万)	350	1,021	813	1,032	1,189
全面摊薄每股收益(人民币)	0.513	1.497	1.192	1.513	1.743
变动(%)		191.8	(20.3)	26.9	15.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.302	1.551	-
变动(%)			(8.4)	(2.4)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	86.5	29.7	37.2	29.3	25.5
核心市盈率(倍)	86.5	29.7	37.2	29.3	25.5
每股现金流量(人民币)	0.98	(0.72)	(0.81)	4.97	4.27
价格/每股现金流量(倍)	45.1	(61.8)	(54.9)	8.9	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.8	13.1	18.3	15.1	13.1
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.417	0.530	0.610
股息率(%)	0.5	0.5	0.9	1.2	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

钨精矿和稀土产品价格暴涨推高 2011 年业绩

2011 年全年共实现营收约 119 亿余元（同比大幅攀升 115.1%），归属于上市公司净利润近 10.2 亿元（同比显著增加约 191.8%），折合每股盈利 1.497 元，基本符合我们的预测。同时公司宣布 2011 年将拟每 10 股派发现金股利 2.00 元含税。

2011 年公司营收和净利润纷纷创下历史最好水平，这主要是由于：

- 受钨精矿价格大幅上涨影响，下属两个钨矿山企业实现净利润比上年增长 27,821 万元；
- 由于钨精矿价格大幅上涨推动钨冶炼产品价格上涨，钨冶炼业务低价库存贡献较大利润，实现净利润比上年增长 12,456 万元；
- 由于稀土原料及稀土冶炼产品价格暴涨，稀土冶炼业务低价库存贡献较大利润，实现净利润比上年增长 39,843 万元；
- 厦门海峡国际社区项目二期交房，集中确认收入，房地产公司实现净利润比上年增长 21,735 万元。

随着公司营收和净利润纷纷刷新历史记录，公司管理费用和销售费用也纷纷增加 2.12 亿余元（同比增加 68.82%）和 0.37 亿余元（同比增加 34.14%）。管理费用的大幅增长是由于 11 年公司研发费用和员工工资费用增加；而销售费用的增长主要源自于房地产业务板块销售费用的上涨。

其次需要指出的是，2011 年全年来看稀土价格跌宕起伏，钨精矿等价格也有一定波动，因此剔除房地产业务后，公司也基本在 2 季度达到全年业绩高点，随后逐步回落，基本呈现了先扬后抑的走势。其中，4 季度公司实现营收 21.43 亿元，虽然同比攀升 31.20%，但环比大幅下滑 61.82%；净利润 1.15 亿元，同比攀升 221.64%，但环比减少 74.29%。因而 2011 年全年各项业务毛利率数据也较 2011 中报有所减少。

图表 1. 碳化钨粉价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 2. APT 88.5%



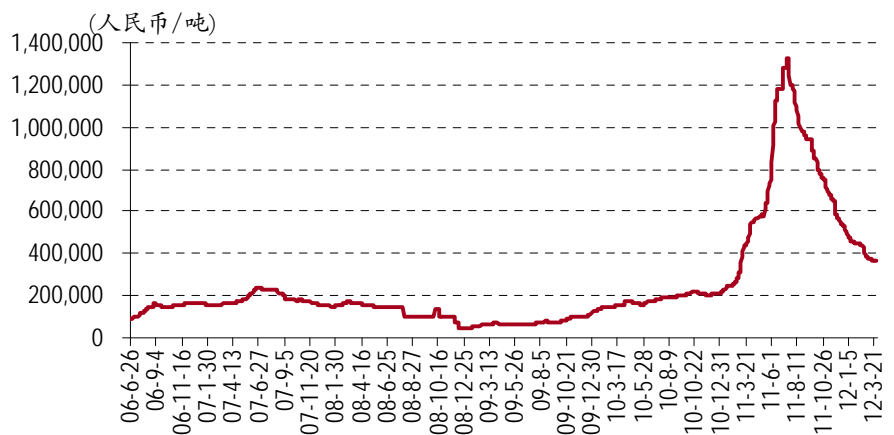
资料来源: 亚洲金属网, 中银国际研究

图表 3. 钨精矿 65%



资料来源: 亚洲金属网, 中银国际研究

图表 4. 氧化镨钕



资料来源: 亚洲金属网, 中银国际研究

图表 5. 公司主要产品毛利率

(%)	2011 年报	2011 中报	2010 年报	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报	2007 年报	2007 中报	2006 年报	2006 中报
钨钼等有色金属制品	28.24	28.79	25.18	25.37	21.91	19.01	15.9	16.38	14.14	14.44	16.85	17.69
新能源材料	31.75	26.96	10.83	10.73	5.01	1.7	8.27	9.23	4.47	6.23	7.47	8.18
房地产销售及物业管理	37.37	40.74	19.47	20.62	35.01	4.73	42.29	32.61	38.53	9.97	32.96	35.7

资料来源：公司公告，中银国际研究

打造钨和稀土资源和深加工明日之星

2011 年公司在资源和深加工领域开始了深远布局，公司也将逐步建立有色资源和深加工双重竞争优势。

钨业：

2011 年 5 月，公司与五矿有色（公司第二大股东，控有 20.58%的股权）、厦门三虹以及江西九江市修水县政府签订《硬质合金项目合作协议》。公司将在九江建设钨粉和硬质合金项目。2012 年 3 月上旬，该项目一期工程正式开工建设，预计 2013 年年中可建成投产。

同年 6 月，公司在云南设立了海隅钨业有限公司，租赁已建成的 5,000 吨 APT 生产线进行技术改造，以合约保证钨矿供应形式获得一块资源保障，该生产线将于 2012 年一季度投产。

同时厦门金鹭公司整体刀具、数控刀片等硬质合金深加工项目扩产建设有序推进，并逐步形成新的产能。

稀土领域：

目前公司已确立为福建省稀土整合平台，2011 年根据国家和福建省稀土产业发展规划，公司继续整合龙岩地区稀土资源，取得一定成效。

其次为稳定磁性材料销量和提升磁性材料技术水平，公司与日本爱知等合资成立苏州爱知高斯电机公司（公司参股 25%），生产新能源汽车电机，研发样机已开始测试。

2011 年公司顺利接收广州珠江光电荧光粉工厂，消化吸收引进荧光粉设备和技术，形成年产 1,500 吨稀土三基色荧光粉生产能力。

此外，2012 年子公司金龙稀土 3,000 吨磁性材料项目将于 1 季度开始试生产。

其他有色金属领域：

2011 年，公司也加快 5,000 吨/年多元复合电池材料生产线的扩建步伐和其它锂电池材料的市场开拓及生产规模扩大。虹波公司完成 4,500 吨/年钨酸铵扩建项目，成功开发大尺寸钨板，推动合资公司联虹钨业钨深加工的发展。

下调盈利预测，上调目标价，并重申买入评级

从福建省公布的 2012 年第一批钨精矿和稀土矿的开采指标折算，全年公司宁化行洛坑钨矿和稀土精矿开采量较 2011 年基本持平。

就深加工领域来看，海隅钨业 APT 生产线，金鹭公司扩产项目，三基色荧光粉，以及金龙稀土 3,000 吨磁性材料将成为 2012 年公司盈利增长点。

同时考虑到目前国内外经济放缓对硬质合金，钨粉，稀土永磁价格和销量的打压，因此我们小幅下调公司 2012-2013 年每股收益预测至约 1.19 元（下调 8.4%）和 1.51 元（下调 2.43%）。

考虑到公司拥有的钨矿资源价值的抬升，钨和稀土深加工领域的长足发展，我们相信公司依然可以获得较好的估值溢价。我们以约 42 倍的 2012 年市盈率给公司估值，相应上调公司目标价近 11% 至 50.00 元，并重申对公司的**买入**评级。

图表 6.2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变化(%)
销售收入	5,538.3	11,910.4	115.1
销售成本	4,340.6	8,121.7	87.1
营业税	82.1	749.3	813.0
毛利润	1,115.7	3,039.4	172.4
其他营业收入	0.0	0.0	n.a.
分销费用	108.6	145.7	34.1
管理费用	308.4	520.6	68.8
资产减值损失	0.3	79.2	31,510.2
经营利润	698.4	2,293.9	228.4
财务费用	77.4	158.3	104.5
投资收入	6.6	19.5	n.a.
其它非经营性收入	24.8	(8.0)	n.a.
税前利润	652.4	2,147.0	229.1
税金	136.9	654.0	377.7
少数股东权益	165.6	472.2	185.2
净利润	349.9	1,020.8	191.8
全面摊薄每股收益(元)	0.513	1.497	191.8
盈利能力 (%)			
毛利率	20.1	25.5	
经营利润率	12.6	19.3	
净利率	6.3	8.6	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,538	11,910	10,980	12,536	14,029
销售成本	(4,341)	(8,122)	(7,895)	(8,967)	(10,037)
经营费用	(291)	(1,232)	(1,091)	(1,230)	(1,384)
息税折旧前利润	907	2,556	1,995	2,339	2,608
折旧及摊销	(202)	(243)	(220)	(271)	(328)
经营利润(息税前利润)	705	2,313	1,774	2,068	2,280
净利息收入/(费用)	(77)	(158)	(174)	(222)	(173)
其他收益/(损失)	25	(8)	19	12	8
税前利润	652	2,147	1,619	1,858	2,115
所得税	(137)	(654)	(405)	(464)	(529)
少数股东权益	(166)	(472)	(401)	(361)	(397)
净利润	350	1,021	813	1,032	1,189
核心净利润	350	1,021	813	1,032	1,189
每股收益(人民币)	0.513	1.497	1.192	1.513	1.743
核心每股收益(人民币)	0.513	1.497	1.192	1.513	1.743
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.417	0.530	0.610
收入增长(%)	n.a.	115	(8)	14	12
息税前利润增长(%)	n.a.	228	(23)	17	10
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	182	(22)	17	12
每股收益增长(%)	n.a.	192	(20)	27	15
核心每股收益增长(%)	n.a.	192	(20)	27	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	705	507	1,867	2,382	2,806
应收帐款	981	1,251	1,757	2,006	2,104
库存	5,839	5,495	9,474	10,312	12,045
其他流动资产	1,152	1,139	1,563	1,779	2,091
流动资产总计	8,677	8,393	14,660	16,478	19,045
固定资产	2,322	2,670	3,440	4,222	5,137
无形资产	245	264	251	239	227
其他长期资产	728	1,329	1,861	2,044	1,872
长期资产总计	3,295	4,263	5,552	6,505	7,236
总资产	11,972	12,656	20,212	22,983	26,281
应付帐款	953	1,207	1,737	1,973	2,208
短期债务	1,339	1,471	5,095	3,706	2,578
其他流动负债	5,397	4,036	6,264	8,840	11,577
流动负债总计	7,690	6,714	13,096	14,518	16,363
长期借款	42	690	991	1,235	1,446
其他长期负债	138	200	143	216	288
股本	682	682	682	682	682
储备	1,875	2,759	3,287	3,958	4,731
股东权益	2,557	3,441	3,969	4,640	5,413
少数股东权益	1,546	1,612	2,013	2,374	2,772
总负债及权益	11,972	12,656	20,212	22,983	26,281
每股帐面价值(人民币)	3.75	5.05	5.82	6.80	7.94
每股有形资产(人民币)	3.39	4.66	5.45	6.45	7.60
每股净负债/(现金)(人民币)	0.99	2.43	6.19	3.75	1.79

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	652	2,147	1,619	1,858	2,115
折旧与摊销	202	243	220	271	328
净利息费用	77	158	174	222	173
运营资本变动	(987)	(1,678)	(1,564)	(1,960)	(2,682)
税金	(137)	(654)	(405)	(464)	(529)
其他经营现金流	864	(706)	(596)	3,461	3,505
经营活动产生的现金流	671	(490)	(551)	3,387	2,909
购买固定资产净值	(517)	(1,093)	(1,505)	(1,220)	(1,055)
投资减少/增加	129	(69)	0	0	0
其他投资现金流	0	(19)	4	4	4
投资活动产生的现金流	(388)	(1,181)	(1,501)	(1,216)	(1,051)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2)	345	3,925	(1,145)	(916)
支付股息	(136)	(136)	(285)	(361)	(416)
其他融资现金流	(553)	1,233	(229)	(149)	(101)
融资活动产生的现金流	(692)	1,442	3,412	(1,656)	(1,434)
现金变动	(409)	(229)	1,360	515	424
期初现金	1,122	714	507	1,867	2,382
公司自由现金流	283	(1,667)	(2,052)	2,172	1,858
权益自由现金流	204	(1,481)	1,854	1,009	926

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.4	21.5	18.2	18.7	18.6
息税前利润率(%)	12.7	19.4	16.2	16.5	16.3
税前利润率(%)	11.8	18.0	14.7	14.8	15.1
净利率(%)	6.3	8.6	7.4	8.2	8.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	9.1	14.6	10.2	9.3	13.2
净权益负债率(%)	16.5	32.7	70.5	36.5	14.9
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	86.5	29.7	37.2	29.3	25.5
心业务市盈率(倍)	86.5	29.7	37.2	29.3	25.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	97.5	33.4	41.9	33.0	28.7
市净率(倍)	11.8	8.8	7.6	6.5	5.6
价格/现金流(倍)	45.1	(61.8)	(54.9)	8.9	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.8	13.1	18.3	15.1	13.1
周转率					
存货周转天数	491.0	254.7	346.0	402.7	406.5
应收帐款周转天数	64.7	38.4	50.0	54.8	53.5
应付帐款周转天数	62.8	37.0	48.9	54.0	54.4
回报率					
股息支付率(%)	39.0	13.4	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	13.7	29.7	21.9	24.0	23.7
资产收益率(%)	4.7	12.7	8.1	7.2	6.9
已运用资本收益率(%)	12.9	32.1	18.4	17.3	19.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371