

公司研究

公司点评

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

## 产业布局不断完善, 未来业绩值得期待

——厦门钨业(600549)公司点评

### 核心观点

**四季度增速放缓, 全年业绩低于预期。**近日公司公布了2011年年报, 2011年公司实现营业收入394.10亿元, 同比增长115.05%; 实现利润总额21.47亿元, 同比增长229.12%; 实现归属母公司净利润10.21亿元, 同比增长191.78%, 实现EPS 1.50元。由于四季度钨精矿价格由高点回调, 公司单季营业收入和净利润分别环比下滑61.82%和74.29%, 毛利率也相对三季度下降接近11个百分点, 导致公司全年业绩低于预期。公司2011年的利润分配预案为每10股派现2元。

**钨精矿价格上涨, 毛利率有所提升。**报告期内钨精矿价格由年初的16.9万元/吨上涨至三季度末的23.5万元/吨, 累计涨幅接近40%。钨精矿价格上涨推升公司下属两个钨矿山企业和钨冶炼业务净利润的增加, 并使得钨钼制品毛利率比上年提升3.06个百分点至28.24%; 稀土冶炼业务的低价库存使得公司在稀土原料及稀土冶炼产品价格暴涨的背景下获得较大利润提升, 也使得公司新能源材料业务毛利率增加20.93个百分点至31.75%; 另外, 公司厦门海峡国际社区项目二期集中确认收入, 房地产业务实现净利润比上年增加2.17亿元, 增厚公司EPS 0.32元。

**加快新材料项目建设, 进一步完善产业布局。**公司今年在建项目较多, 其中钨制品业务方面, 公司九江金鹭硬质合金生产基地建设, 年底完成厂房主体建设, 并将着手进行设备自制和采购, 预计2013年底一期项目投入试生产, 将分别提升公司钨粉产能3000吨, 硬质合金产能2000吨。稀土制品业务方面, 长汀金龙稀土年产6000吨稀土特种金属及合金项目将于2013年投产; 广州珠江光电400吨PDP荧光粉、CCFL蓝绿粉荧光粉生产线技改项目, 将于下半年投产, 并将同时启动新增1000吨高性能发光材料项目建设; 3000吨磁性材料生产项目、1000吨三基色荧光粉生产线项目也将于今年投产。房地产业务方面, 海峡国际社区三期有望在2013年底结算。公司在建项目的稳步推进, 将进一步完善公司产业布局, 为业绩快速增长提供持续动力。

**盈利预测及投资评级。**预计公司2012-2014年营收、净利润CAGR各为16.81%、26.22%, 对应EPS分别为1.42元、1.88元和2.26元, 动态PE分别为31倍、24倍和20倍; 尽管由于去年房地产业务集中确认收入导致公司今年收入将有所下调, 但鉴于公司未来业绩增长动力十足、钨行业长期向好, 我们仍然维持公司短期\_推荐, 长期\_A评级。

**风险提示。**钨精矿价格大幅下跌, 在建项目进度慢于预期。

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	11910.40	10516.61	14512.2	16900.99
同比增速(%)	115.05%	-11.70%	37.99%	16.46%
净利润(百万)	1020.82	970.73	1281.29	1541.74
同比增速(%)	191.78%	-4.91%	31.99%	20.33%
EPS(元)	1.50	1.42	1.88	2.26
P/E	19.82	31.19	23.63	19.64

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	68198.00
流通A股(万股)	68198.00
52周内股价区间(元)	27.45-53.99
总市值(亿元)	302.73
总资产(亿元)	126.56
每股净资产(元)	5.05
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-厦门钨业(600549): 钨价持续走强, 业绩保持快速增长》 2011-04-25

### 研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

### 联系人: 袁放

电话: 010-84183136

Email: yuanfang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：厦门钨业财务预测表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	8392.51	10549.24	14941.85	12042.19	<b>营业收入</b>	11910.40	10516.61	14512.22	16900.99
现金	506.88	508.20	567.20	123.87	营业成本	8121.69	7105.74	10028.56	11627.41
应收账款	1251.41	719.77	2000.33	1167.51	营业税金及附加	749.30	408.73	738.50	758.45
其它应收款	242.67	866.05	606.75	895.41	营业费用	145.69	171.50	232.93	251.20
预付账款	592.83	681.79	979.43	769.38	管理费用	520.61	459.90	692.34	761.38
存货	5495.01	7707.66	10321.35	8939.38	财务费用	158.31	111.53	107.53	117.79
其他	303.71	65.76	466.80	146.64	资产减值损失	79.19	35.20	72.53	70.52
<b>非流动资产</b>	4263.29	3699.00	4567.17	4985.88	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	178.28	190.02	205.22	218.69	投资净收益	19.46	13.19	16.54	14.67
固定资产	2678.48	2352.26	3156.52	3520.29	<b>营业利润</b>	2155.08	2237.20	2656.38	3328.90
无形资产	248.16	193.93	307.05	359.15	营业外收入	53.88	47.95	44.37	48.73
其他	1158.37	962.78	898.38	887.75	营业外支出	61.92	29.20	32.55	41.22
<b>资产总计</b>	12655.80	14248.23	19509.01	17028.07	<b>利润总额</b>	2147.04	2255.96	2668.20	3336.41
<b>流动负债</b>	6714.11	6568.87	9171.93	9827.45	所得税	653.99	655.25	715.87	960.16
短期借款	1470.84	1103.09	1304.45	1292.79	<b>净利润</b>	1493.05	1600.71	1952.33	2376.25
应付账款	1206.86	960.86	2250.48	1182.54	少数股东损益	472.23	629.99	671.03	834.51
其他	4036.41	4504.92	5617.00	7352.12	<b>归属母公司净利润</b>	1020.82	970.73	1281.29	1541.74
<b>非流动负债</b>	889.39	578.33	376.45	144.17	EBITDA	2274.42	2563.61	3053.34	3785.09
长期借款	689.88	416.19	209.88	-31.90	EPS (摊薄)	1.50	1.42	1.88	2.26
其他	199.51	162.14	166.57	176.07					
<b>负债合计</b>	7603.50	7147.20	9548.38	9971.62					
少数股东权益	1611.63	2241.61	2912.65	3747.16					
归属母公司股东权益	3440.67	4464.76	5616.35	6986.89					
<b>负债和股东权益</b>	12655.80	13853.58	18077.37	20705.66					

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	821.45	873.96	1458.13	854.97
净利润	1493.05	1600.71	1952.33	2376.25
折旧摊销	0.00	221.50	313.96	372.45
财务费用	158.31	111.53	107.53	117.79
投资损失	-19.46	-13.19	-16.54	-14.67
营运资金变动	-748.83	-1064.70	-906.76	-1985.73
其它	-61.61	18.11	7.61	-11.11
<b>投资活动现金流</b>	-887.62	-319.45	-1173.03	-765.12
资本支出	677.98	-595.27	936.57	355.93
长期投资	-77.59	-11.74	-15.20	-13.47
其他	-287.23	-926.46	-251.66	-422.66
<b>筹资活动现金流</b>	240.79	-553.19	-226.10	-533.18
短期借款	131.41	-367.75	201.37	-11.66
长期借款	647.88	-273.68	-206.31	-241.78
其他	-538.50	88.25	-221.16	-279.74
<b>现金净增加额</b>	174.62	1.33	58.99	-443.33

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11910.40	10516.61	14512.22	16900.99
同比(%)	115.05%	-11.70%	37.99%	16.46%
归属母公司净利润	1020.82	970.73	1281.29	1541.74
同比(%)	191.78%	-4.91%	31.99%	20.33%
毛利率(%)	31.81%	32.43%	30.90%	31.20%
ROE(%)	29.55%	23.87%	22.89%	22.14%
每股收益(元)	1.50	1.42	1.88	2.26
P/E	19.82	31.19	23.63	19.64
P/B	5.88	6.78	5.39	4.33
EV/EBITDA	10.43	13.22	11.30	9.39

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	115.05%	-11.70%	37.99%	16.46%
营业利润增长率	243.38%	3.81%	18.74%	25.32%
归属于母公司净利润增长率	191.78%	-4.91%	31.99%	20.33%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.81%	32.43%	30.90%	31.20%
净利率	12.54%	15.22%	13.45%	14.06%
ROE	29.55%	23.87%	22.89%	22.14%
ROIC	27.16%	26.22%	26.69%	28.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.08%	50.16%	48.94%	58.56%
净负债比率	43.70%	26.08%	20.59%	14.00%
流动比率	1.25	1.61	1.63	1.23
速动比率	0.43	0.43	0.50	0.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	0.78	0.86	0.93
应收账款周转率	10.67	10.67	10.67	10.67
应付账款周转率	7.52	6.56	6.25	6.77
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.42	1.88	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.28	2.14	1.25
每股净资产(最新摊薄)	7.41	9.83	12.51	15.74
<b>估值比率</b>				
P/E	19.82	31.19	23.63	19.64
P/B	5.88	6.78	5.39	4.33
EV/EBITDA	10.43	13.22	11.30	9.39
永续增长率	3.00%		WACC	8.47%
终值	27484.68		Ke	10.60%
企业价值	36017.47		Kd	4.80%
非核心资产价值	1047.06		t	29.05%
债务价值	1874.07		Rf	4.00%
股权价值	32948.84		Rm	10.00%
股本	681.98		Rm-Rf	6.00%
每股价值	48.31		Beta	1.10

资料来源:公司报表、国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com