

## 厦门钨业 (600549)

增持/维持评级

股价: RMB44.33

## 分析师

刘晓

SAC 执业证书编号:S1000511070001

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.hthsc.com.cn

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.hthsc.com.cn

## 相关研究

《有望再振资源之翼》 (2012/02/22)

《厦门钨业 2011 年中报点评: 万木成林》  
(2011/10/26)《钨 VS 金刚石-硬碰硬中各自精彩》  
(2011/10/10)《厦门钨业 2011 年中报点评: 进军九江  
再添新翼》 (2011/08/13)

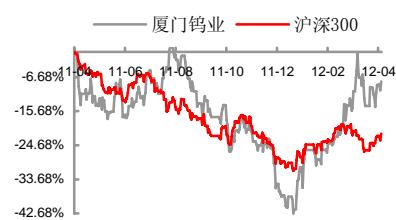
《钨价: 涨声再次响起》 (2011/08/03)

《钨: 被低估的中国优势》  
(2011/04/07)

## 基础数据

总股本 (百万股)	682
流通 A 股 (百万股)	682
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	30,232

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 步入新一轮扩张期

## — 2012 年 1 季报点评

- 公司 1 季度业绩难言绚丽, 在制造业整体低迷, 终端需求疲弱环境下, 公司也难以脱离环境制约。1 季度归属于上市公司股东的净利润同比增长 5.7%, 对应每股收益 0.16 元,。简言之公司业绩基本符合预期。
- 但在盈利周期性受压之外, 我们需注意公司已悄然步入一个新的成长阶段。公司预计 2012 年资本性支出将高达 15 亿元, 主要为深加工及新项目投资。我们统计公司 2006-2010 年的资本支出大致保持在 5 亿元附近, 2011 年资本支出上升至 10.9 亿元, 2012 年资本支出 15 亿元创历史新高。
- 我们曾实证总结历史上取得大幅超额收益的有色个股, 均在当期实现产量同步大幅增长。量增一方面提升公司利润, 另一方面使市场对公司成长前景转为乐观, 大幅提升公司估值水平。厦钨或将在未来重演这一规律。
- 产量推动公司盈利增长, 进而抬升估值的一个必要条件是保证合意的投资回报率。厦钨布局在稀土与钨两条产业链自资源至下游深加工的主要环节, 这两种资源是少数中国控制全球供应量与定价权, 且终端消费市场成长性良好的资源品种, 因而我们相信公司拟建、在建项目都将在未来赢取理想的投资收益率。
- 我们已在前期报告中描绘了公司产业链的布局蓝图, 市场判断公司布局的最大不确定处仍在于是否可获得稀土资源增量, 进而主导福建省内的稀土资源整合。近期重要的动态进展是福建省正式出台战略性新兴产业发展的实施方案, 在稀土产业方面提出“组建大型稀土企业(集团), 支持以厦门钨业为龙头整合全省稀土资源, 发展稀土精深加工。加快长汀和三明稀土工业园区建设。”明确了厦钨的整合平台地位。
- 虽然公司在 2012 年的经营仍将面对需求不振的挑战, 但我们认为, 厦门钨业对中国独有的中重稀土资源和钨资源的吸收合并的进程, 及公司在钨与稀土下游深加工领域的持续大幅扩张已为公司打开长期增值空间, 在经历 2012 年的暂时困难后, 资源自给率的提高及深加工产能的释放将公司带入新的增长阶段。我们维持公司 12-14 年 EPS 分别为 1.39、1.78、2.34 元, 维持“增持”评级。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	11910.4	8967	10306	12209
(+/-%)	115.1	-24.7	14.9	18.5
归属母公司净利润(百万元)	1020.8	948	1212	1599
(+/-%)	191.8	-7.1	27.8	32.0
EPS(元)	1.50	1.39	1.78	2.34
P/E(倍)	29.6	31.87	24.95	18.91

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **风险提示:** 资源的收购进展与资源的实际储量具有不确定性, 我们将依据公司的信息披露相应调整我们的资源估值, 及预测对公司盈利的实际影响。

**盈利预测**

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8393	8968	11028	13875	营业收入	11910	8967	10306	12209
现金	507	269	1115	2521	营业成本	8122	6558	7347	8471
应收账款	1251	1117	1313	1500	营业税金及附加	749	179	206	244
其他应收款	243	245	399	390	营业费用	146	135	153	177
预付账款	593	569	610	699	管理费用	521	359	412	488
存货	5495	6544	7333	8457	财务费用	158	88	56	7
其他流动资产	304	224	259	307	资产减值损失	79	0	0	0
非流动资产	4263	4540	4746	4754	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	178	178	178	178	投资净收益	19	20	18	19
固定资产	2670	2980	3225	3370	营业利润	2155	1669	2149	2841
无形资产	248	250	254	259	营业外收入	54	30	20	20
其他非流动资	1167	1132	1089	947	营业外支出	62	5	5	5
资产总计	12656	13508	15775	18629	利润总额	2147	1694	2164	2856
流动负债	6714	6189	6820	7493	所得税	654	339	433	571
短期借款	1471	820	500	500	净利润	1493	1355	1731	2285
应付账款	1207	984	1184	1316	少数股东损益	472	406	519	685
其他流动负债	4036	4386	5136	5677	归属母公司净利	1021	948	1212	1599
非流动负债	889	910	1015	1117	EBITDA	2556	1998	2492	3174
长期借款	690	740	840	940	EPS (元)	1.50	1.39	1.78	2.34
其他非流动负	200	171	175	178					
<b>负债合计</b>	<b>7603</b>	<b>7100</b>	<b>7835</b>	<b>8610</b>					
少数股东权益	1612	2018	2537	3223					
股本	682	682	682	682					
资本公积	756	756	756	756					
留存收益	1989	2954	3966	5359					
归属母公司股	3441	4390	5402	6796					
<b>负债和股东</b>	<b>12656</b>	<b>13508</b>	<b>15775</b>	<b>18629</b>					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现	-490	825	1814	1845	<b>成长能力</b>				
净利润	1493	1355	1731	2285	营业收入	115.1%	-24.7%	14.9%	18.5%
折旧摊销	243	241	287	326	营业利润	243.4	-22.6%	28.8%	32.2%
财务费用	158	88	56	7	归属母公司净利	191.8	-7.1%	27.8%	32.0%
投资损失	-19	-20	-18	-19	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-2415	-898	-260	-751	毛利率(%)	31.8%	26.9%	28.7%	30.6%
其他经营现金	50	59	17	-2	净利率(%)	0.0%	7.4%	7.4%	8.6%
<b>投资活动现</b>	<b>-1181</b>	<b>-468</b>	<b>-498</b>	<b>-308</b>	ROE(%)	29.7%	21.6%	22.4%	23.5%
资本支出	1093	501	507	306	ROIC(%)	25.5%	19.0%	22.3%	26.4%
长期投资	-71	-22	-5	6	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金	-158	11	3	5	资产负债率(%)	60.1%	52.6%	49.7%	46.2%
<b>筹资活动现</b>	<b>1442</b>	<b>-596</b>	<b>-470</b>	<b>-131</b>	净负债比率(%)	29.04	23.94	18.94	18.19
短期借款	131	-651	-320	0	流动比率	1.25	1.45	1.62	1.85
长期借款	648	50	100	100	速动比率	0.43	0.39	0.54	0.72
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-4	0	0	0	总资产周转率	0.97	0.69	0.70	0.71
其他筹资现金	666	5	-250	-231	应收账款周转率	10	7	8	8
现金净增加额	-229	-238	846	1406	应付账款周转率	7.52	5.99	6.78	6.78

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准 20% 以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在 ±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20% 以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

**免责申明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。