

小金属

署名人: 杨国萍
S0960511020011
0755-82026714
yangguoping@cjis.cn

6-12个月目标价: 50.00元

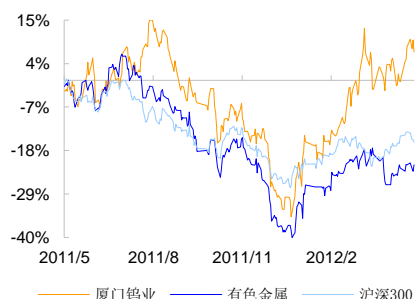
当前股价: 45.23元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2394.98
总股本(百万)	681
流通股本(百万)	681
流通市值(亿)	308
EPS	1.50
每股净资产(元)	5.05
资产负债率	60.08%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	6.05	30.58	31.11
有色金属	7.99	8.53	-0.69
沪深300指数	4.65	4.08	-2.32



厦门钨业

600549

强烈推荐

高端钨铁硼磁性材料有望成为未来两年新的利润增长点

我们近日调研了厦门钨业, 通过调研我们了解到, 公司继续实施“通过硬质合金把公司做强、通过新能源材料把公司做大”的发展方针, 进一步完善公司钨与新能源产业链。钨板块产业链布局更趋成熟, 公司根据资源来源进行了生产布局调整, 并在进一步扩大数控刀片、整体刀具等硬质合金的产能; 新能源板块上游仍有望获取福建地区稀土资源, 下游3000吨高端钨铁硼磁性材料有望成为未来两年新的业绩增长点。

投资要点:

- **公司钨业务进一步发展与更趋成熟。**公司目前拥钨资源权益产量4000吨左右、APT和氧化钨1.7万吨、钨粉7500吨、碳化钨粉5000吨, 4000吨混合料、2000吨硬质合金、2000吨粗钨丝、200亿米细钨丝、1000吨粗钼丝、30亿米细钼丝等钨钼产品生产能力。随着公司对优势钨业生产布局的进一步积极调整, 钨产业链将更趋成熟, 公司在扩大生产规模的同时, 调整了生产的地区布局以及产业链更趋于高端发展。首先, 公司在云南租赁的已建成的5000吨APT生产线技改完成并已于1季度投产; 另外, 公司与五矿有色合作的九江项目一期已经启动, 该期项目建设规模为钨粉3000吨、硬质合金2000吨, 且公司在云南和九江的项目均有原料保障, 随着这两个地区项目的陆续投产, 公司拥有优势的钨产业进一步发展壮大和成熟, 有望进一步提升公司的规模效应和盈利能力。
- **新能源产业链方面, 产能进一步扩张, 上游仍有望获取稀土资源, 钨铁硼磁性材料将成为2012年业绩增长点。**公司新能源产业链目前主要包括5000吨储氢合金粉、5000吨锂离子产品、1500吨荧光粉以及今年投产的3000吨高端钨铁硼磁性材料的产能。这些产品中间, 我们认为, 今年投产、年中可能达产的高端钨铁硼将成为今年业绩增长点, 公司该产品有望拥有上游原料保障与下游市场保障, ①公司继续整合龙岩地区稀土资源, 磁性材料包括电池材料都有望获取有力的原料保障; ②公司于日本爱知等合资成立苏州爱知高斯电机公司(厦钨参股25%), 一定程度上保障了公司钨铁硼材料的下游市场销量, 同时进一步提升公司磁性技术。同时我们认为, 在这种情况下, 不排除公司高端钨铁硼产量未来进一步提升, 该产品也有望成为公司2012年及今后两年业绩明显增长点。
- **房地产业务:** 波动性较大, 预计海峡国际社区3期在2013年集中结算, 3期建筑面积约20万平米, 平均销售价格有望过3万, 预计13年贡献EPS超过0.3元。
- **维持强烈推荐的投资评级, 并认为厦钨是值得长期关注的标的。**我们预测公司12-14年EPS为1.22元、1.83元和2.13元, 12年业绩主要来源于钨与磁材、13年增量主要来源于磁材生产成熟与地产结算、14年增量主要来源于九江项目、海峡3期剩余结算以及磁材可能扩展。我们认为, 厦钨是有色板块中基本面持续向好、业绩增长有保障且有持续超预期因素的公司之一, 是一个值得长期关注的标的。
- **风险提示:** 钨、稀土产品价格大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11910	8955	15207	14819
收入同比(%)	115%	-25%	70%	-3%
归属母公司净利润	1021	833	1250	1450
净利润同比(%)	192%	-18%	50%	16%
毛利率(%)	31.8%	23.3%	28.7%	25.0%
ROE(%)	29.7%	19.5%	22.6%	20.8%
每股收益(元)	1.50	1.22	1.83	2.13
P/E	31.12	38.11	25.41	21.91
P/B	9.23	7.43	5.75	4.55
EV/EBITDA	14	19	11	11

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

- 厦门钨业 - 业绩符合预期, 钨钼、新能源产业链持续延伸 2012-03-29
- 厦门钨业 - 钨行业稳定且继续向好, 公司2012年起超预期因素依然存在 2012-02-15
- 厦门钨业 - 公司前三季度业绩大幅增长, 金属主业仍具有持续的增长点 2011-10-26
- 厦门钨业 - 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 2011-08-12

表 1 厦门钨业钨资源产量 (钨精矿、吨)

	2011E	2012E	2013E	2014E
行洛坑矿	2600	2700	2800	2800
豫鹭矿业 (持股 60%)	2500	2500	2500	2500
钨精矿合计供应量	4100	4200	4300	4300

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 厦门钨业钨中间产品生产情况 (吨)

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
APT	17000+5000	17000+3000	22000	22000	22000
钨粉	7500+3000+3000	6000	7500	7500	9000
炭化钨	5000+2000+2000	4500	5000	5000	6000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 厦门钨业钨丝产品销售情况 (吨)

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
粗钨丝产量 (吨)	2000	800	800	800	800
细钨丝产量 (亿米)	200	200	200	200	200
细钨丝 (亿米)	30	30	30	30	30

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4 厦门钨业混合料与硬质合金产品生产情况 (吨)

	2011E	2012E	2013E	2014E
硬质合金(包括刀具吨)	2200	2300	2500	2500

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5 新能源材料产量预测 (吨)

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
贮氢合金粉	5000	4000	5000	6000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	5000	1500	3500	5000	5000
荧光粉	1500	300	800	1500	1500
磁性材料	3000	1500	3000	3000	4000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 6 房地产业务收入预测

	2012E	2013E	2014E
收入(亿元)	0	35	10
贡献 EPS(元)	0	0.30	0.05

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8393	10777	17064	16709
现金	507	1791	3041	2964
应收账款	1251	1131	1942	1830
其他应收款	243	481	762	684
预付账款	593	596	900	918
存货	5495	6572	10051	9958
其他流动资产	304	206	367	355
非流动资产	4263	4048	4073	3942
长期投资	178	130	142	144
固定资产	2670	2902	2988	2935
无形资产	248	248	248	248
其他非流动资产	1167	767	695	614
资产总计	12656	14824	21138	20651
流动负债	6714	7826	12186	9620
短期借款	1471	1107	2876	786
应付账款	1207	1243	1914	1928
其他流动负债	4036	5476	7396	6906
非流动负债	889	782	779	780
长期借款	690	690	690	690
其他非流动负债	200	92	89	90
负债合计	7603	8609	12965	10400
少数股东权益	1612	1939	2646	3275
股本	682	682	682	682
资本公积	756	756	756	756
留存收益	1989	2822	4072	5522
归属母公司股东权益	3441	4277	5527	6977
负债和股东权益	12656	14824	21138	20651

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-490	1941	-161	2205
净利润	1493	1161	1957	2079
折旧摊销	243	234	266	289
财务费用	158	56	56	36
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	-2415	385	-2583	-184
其他经营现金流	50	105	143	-15
投资活动现金流	-1181	-175	-301	-156
资本支出	1093	292	280	150
长期投资	-71	-101	21	6
其他投资现金流	-158	16	0	0
筹资活动现金流	1442	-482	1713	-2126
短期借款	131	-364	1769	-2090
长期借款	648	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0
其他筹资现金流	666	-118	-56	-36
现金净增加额	-229	1284	1250	-78

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

会计年度				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11910	8955	15207	14819
营业成本	8122	6869	10837	11122
营业税金及附加	749	138	760	230
营业费用	146	116	198	178
管理费用	521	287	639	519
财务费用	158	56	56	36
资产减值损失	79	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	0	0	0
营业利润	2155	1488	2718	2735
营业外收入	54	0	0	0
营业外支出	62	0	0	0
利润总额	2147	1488	2718	2735
所得税	654	327	761	656
净利润	1493	1161	1957	2079
少数股东损益	472	327	707	629
归属母公司净利润	1020.8	833.49	1250.2	1449.5
EBITDA	2556	1778	3040	3061
EPS (元)	1.50	1.22	1.83	2.13

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	115.1	-24.8%	69.8%	-2.6%
营业利润	243.4	-30.9%	82.6%	0.6%
归属于母公司净利润	191.8	-18.4%	50.0%	15.9%
获利能力				
毛利率(%)	31.8%	23.3%	28.7%	25.0%
净利率(%)	8.6%	9.3%	8.2%	9.8%
ROE(%)	29.7%	19.5%	22.6%	20.8%
ROIC(%)	25.6%	20.1%	23.6%	24.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.1%	58.1%	61.3%	50.4%
净负债比率(%)	29.04	20.88%	27.50	14.20%
流动比率	1.25	1.38	1.40	1.74
速动比率	0.42	0.53	0.57	0.69
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.65	0.85	0.71
应收账款周转率	10	7	9	7
应付账款周转率	7.52	5.61	6.87	5.79
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.22	1.83	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	2.85	-0.24	3.23
每股净资产(最新摊薄)	5.05	6.27	8.10	10.23
估值比率				
P/E	31.12	38.11	25.41	21.91
P/B	9.23	7.43	5.75	4.55
EV/EBITDA	14	19	11	11

相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-29	厦门钨业 - 业绩符合预期, 钨钼、新能源产业链持续延伸
2012-02-15	厦门钨业 - 钨行业稳定且继续向好, 公司 2012 年超预期因素依然存在
2011-10-26	厦门钨业-公司前 3 季度业绩大幅增长, 金属主业仍具有持续的增长点
2011-08-12	厦门钨业-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
2011-07-15	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
2011-05-04	厦门钨业-进一步强化钨钼主业优势、增强可持续发展能力
2011-04-24	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
2011-04-18	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
2011-03-25	厦门钨业-2011 年钨、稀土、新能源材料、房地产业务全面发展
2011-03-16	厦门钨业-钨品价格上涨与钨业务产能扩张使公司业绩大幅增长确定; 稀土板块产业链向上延伸的可能有望显著提升估值水平
2011-02-28	厦门钨业-钨价前期高点将成未来底部, 更看好公司深加工领域的优势和持续的业绩增长点

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

研究团队简介

杨国萍, 中投证券有色金属行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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