

**小金属**

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 60.00元

当前股价: 41.83元

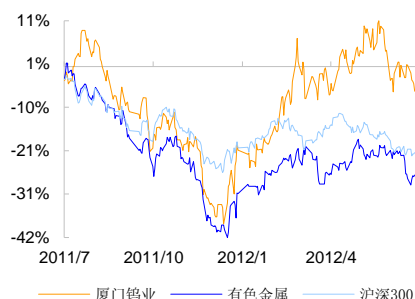
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2168.64
总股本(百万)	681
流通股本(百万)	681
流通市值(亿)	285
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	-13.73	-5.21	25.59
有色金属	0.12	2.74	9.93
沪深300指数	-6.26	-7.61	-2.83



**相关报告**

厦门钨业-中期业绩略超预期;公司依旧具有持续增长动力和超预期因素 2012-07-17

厦门钨业-钨业务更趋成熟、稀土业务突破在即 2012-06-28

厦门钨业-加强稀土加工研发力量、为稀土产业链全面发展进一步增加筹码 2012-06-19

厦门钨业-大湖塘钨矿再次澄清点评——公司未来钨资源储量进一步提升明确受大股东支持 2012-06-12

厦门钨业-大湖塘钨矿澄清公告点评 2012-06-07

**厦门钨业**

**600549**

**强烈推荐**

**拟参与组建包头稀土产品交易所、将成稀土产业链最为完整的公司**

厦门钨业今日公告,公司拟与国储物资调节中心、中色股份(000758)、四川江铜稀土有限公司、包钢稀土(600111)、甘肃稀土新材料股份有限公司、内蒙古高新控股有限公司等六家单位共同出资成立稀土交易所,其中厦门钨业以现金方式出资1000万元,投资完成后占稀土交易所注册资本的14.29%。

**投资要点:**

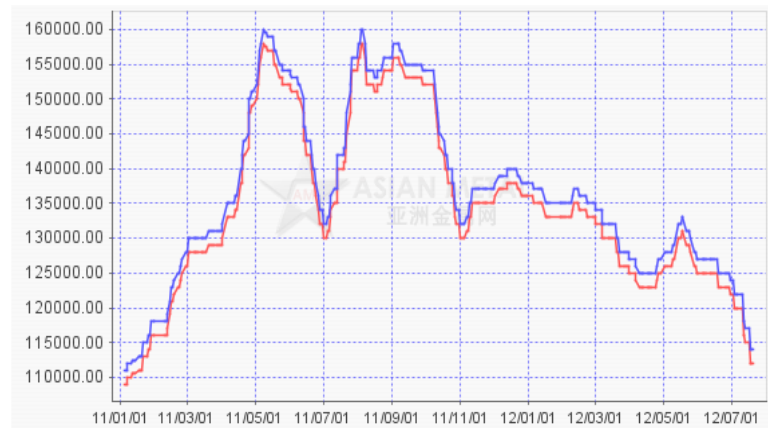
- 厦门钨业有望成为稀土产业链布局最为完整的标的。本次我们认为,厦门钨业本次参与稀土流通领域的投资完成后,公司在稀土产业链上各个环节都布局完善,全面参与从稀土上游资源、稀土冶炼、稀土各种新材料深加工、到稀土流通等各个领域,将成为稀土产业链上布局最为完整的公司。
- 厦钨有望成为南方稀土整合中最直接的受益者。公司在近两年抓住南方稀土整合的机遇,以自身在小金属深加工的技术积累、稀土冶炼产能的提前布局、以及拥有央企与国有企业双重强大的股东背景等各方优势下,积极在福建龙岩、三明等福建区域内稀土主要分布地区都完成布局,我们认为,厦钨钨业有望成为南方稀土整合中最直接的受益者。
- 除了稀土资源的获取外,我们还认为,公司未来钨资源储量也有望进一步提升。公司日前关于大湖塘澄清公告显示,未来大股东将在钨资源获取方面优先支持厦门钨业,还明确了厦钨在三虹之前直接接触过大湖塘钨矿,我们判断,不排除未来大湖塘钨矿与厦钨再次直接接触、也不排除未来继续在其他地区的钨勘探方面有进一步的进展。
- 公司长期以来重视技术和产品定位高端的理念,在未来的行业发展趋势中更具优势;也看好公司钨和稀土产业链持续完整与高端化发展的思路。钨业务是公司的传统成熟业务,稀土产业链是公司近年来的发展重点。对于这两条线的发展,公司历来都非常重视深加工产品的技术研发和高端化发展,并成功的以高端技术提升了公司的资源保障能力。我们认为,这种以下游优势带动上游资源获取、增强原料保障的模式在未来更集约化的发展中更具上风。
- 钨价下半年有望上涨,公司今年业绩增长更有保障。受需求下滑影响,钨品价格今年持续下滑,目前价格处于近两年的底部位置,我们认为,下半年钨产品需求有望恢复,价格也有望逐步回升,公司年内业绩增长更添保障。
- 维持强烈推荐的投资评级。我们维持公司12-14年EPS为1.22元、1.83元和2.13元,维持厦钨是长期关注标的的判断和强烈推荐的投资评级。
- 风险提示:钨、稀土产品价格大幅波动;磁性材料需求恢复缓慢。

**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	832	1248	1446
净利润同比(%)	192%	-19%	50%	16%
毛利率(%)	31.8%	23.3%	28.7%	25.0%
ROE(%)	29.7%	20.1%	23.2%	21.2%
每股收益(元)	1.50	1.22	1.83	2.12
P/E	27.95	34.29	22.86	19.72
P/B	8.29	6.89	5.30	4.17
EV/EBITDA	12	18	10	10

资料来源:中投证券研究所

图 1 2011 年以来钨精矿价格走势 (元/吨, 65%WO<sub>3</sub>)



资料来源: 安泰科、中投证券研究所

表 1 公司主要控股子公司近两年经营状况 (万元)

公司名称	注册资本	2011 年底 资产规模	2011 年 营业收入	2011 年 净利润	2010 年 营业收入	2010 年 净利润
宁化行洛坑钨矿	38,047	49,766	43,854	16,997	22,669	4,660
洛阳豫鹭矿业	5,000	37,093	44,266	23,555	19,640	8,070
厦门金鹭	61,000	214,424	246,733	18,880	155,900	18,194
厦门虹鹭	20,900	70,816	72,810	10,521	62,989	13,008
长汀金龙稀土	37,170	155,088	104,225	38,651	38,842	3,781
厦门嘉鹭	4,750	36,260	94,553	11,068	51,538	2,336
滕王阁房地产	4,000	445,155	377,163	24,580	44,740	2,845

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 公司拥有的两个钨矿山企业基本情况

	持股比例	钨资源储量	品味	年产钨精矿
行洛坑矿业	98.23%	29.5万吨	0.228%	2600吨
豫鹭矿业	60%	51万吨	0.145%	2500吨

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 公司拥有的两个钨矿山企业经营状况

	2011 年底 资产规模	2011 年 营业收入	2011 年 净利润	2010 年 营业收入	2010 年 净利润
行洛坑矿	49,766	43,854	16,997	22,669	4,660
豫鹭矿业	37,093	44,266	23,555	19,640	8,070

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 4 厦门金鹭拥有的主要产品产能状况 (吨)**

	产能	2008 年产量	2009 年	2010 年	2011 年估计数
钨粉和碳化钨粉	5000 吨	3208 吨,	2300	4210	4500
混合料	4000	1000	2000	2000	3000
硬质合金	2000	1,039	888	1,810	2000
刀具	100 万支硬质合金整体刀具、 500 万支 PCB 微型刀具和 400 万片切削用数控刀片的产能				

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 5 九江硬质合金预计形成的产能 (吨)**

	持股比例	预计 2014 年形成的产能	目前计划的最终产能
钨粉和碳化钨粉	70%	3000 吨	6000 吨
硬质合金	70%	2000 吨	4000 吨

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 6 厦门钨业钨丝产品销售情况 (吨)**

	产能	2008 年产量	2009 年	2010 年	2011.1-3
粗钨丝产量 (吨)	2000	712	703	1030	
细钨丝产量 (亿米)	200	110	106	162	
粗钼丝	90	224	262	340	90
细钼丝 (亿米)	30	13	11	17	4

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 7 新能源材料产量预测 (吨)**

	产能	2012E	2013E	2014E
磁性材料	3000	1500	3000	3000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 8 新能源材料产量预测 (吨)**

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
锂离子产品	5000	1500	3500	5000	5000

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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	12656	14824	21138	20651
<b>流动负债</b>	6714	7965	12328	9767
短期借款	1471	1246	3019	933
应付账款	1207	1243	1914	1928
其他流动负债	4036	5476	7396	6906
<b>非流动负债</b>	889	782	779	780
长期借款	690	690	690	690
其他非流动负债	200	92	89	90
<b>负债合计</b>	7603	8747	13107	10547
<b>少数股东权益</b>	1612	1938	2644	3271
<b>股本</b>	682	682	682	682
<b>资本公积</b>	756	756	756	756
<b>留存收益</b>	1989	2684	3932	5378
<b>归属母公司股东权益</b>	3441	4139	5386	6833
<b>负债和股东权益</b>	12656	14824	21138	20651

**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>	-490	1942	-160	2206
净利润	1493	1159	1953	2074
折旧摊销	243	234	266	289
财务费用	158	59	62	42
投资损失	-19	0	0	0
<b>营运资金变动</b>	-2415	385	-2583	-184
其他经营现金流	50	105	143	-15
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	1442	-483	1711	-2127
短期借款	131	-225	1773	-2085
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	-258	-62	-42
<b>现金净增加额</b>	-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
<b>营业收入</b>	11910	8955	15207	14819
<b>营业成本</b>	8122	6869	10837	11122
<b>营业税金及附加</b>	749	138	760	230
<b>营业费用</b>	146	116	198	178
<b>管理费用</b>	521	287	639	519
<b>财务费用</b>	158	59	62	42
<b>资产减值损失</b>	79	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	19	0	0	0
<b>营业利润</b>	2155	1486	2712	2729
<b>营业外收入</b>	54	0	0	0
<b>营业外支出</b>	62	0	0	0
<b>利润总额</b>	2147	1486	2712	2729
<b>所得税</b>	654	327	759	655
<b>净利润</b>	1493	1159	1953	2074
<b>少数股东损益</b>	472	327	705	628
<b>归属母公司净利润</b>	1020.8	831.94	1247.6	1446.4
<b>EBITDA</b>	2556	1778	3040	3061
<b>EPS (元)</b>	1.50	1.22	1.83	2.12

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	115.1	-24.8%	69.8%	-2.6%
营业利润	243.4	-31.1%	82.6%	0.6%
归属于母公司净利润	191.8	-18.5%	50.0%	15.9%
<b>获利能力</b>				
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%	20.1%	23.2%	21.2%
ROIC(%)	25.6%	20.1%	23.6%	24.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	60.1%	59.0%	62.0%	51.1%
净负债比率(%)	29.04	22.13%	28.29	15.39%
流动比率	1.25	1.35	1.38	1.71
速动比率	0.42	0.52	0.56	0.68
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.22	1.83	2.12
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	2.85	-0.23	3.23
每股净资产(最新摊薄)	5.05	6.07	7.90	10.02
<b>估值比率</b>				
P/E	27.95	34.29	22.86	19.72
P/B	8.29	6.89	5.30	4.17
EV/EBITDA	12	18	10	10

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-07-17	厦门钨业 - 中期业绩略超预期; 公司依旧具有持续增长动力和超预期因素
2012-06-28	厦门钨业 - 钨业务更趋成熟、稀土业务突破在即
2012-06-19	厦门钨业 - 加强稀土加工研发力量、为稀土产业链全面发展进一步增加筹码
2012-06-12	厦门钨业 - 大湖塘钨矿再次澄清点评——公司未来钨资源储量进一步提升明确受大股东支持
2012-06-07	厦门钨业 - 大湖塘钨矿澄清公告点评
2012-06-06	厦门钨业 - 大湖塘钨矿报道点评
2012-05-14	厦门钨业 - 高端钨铁硼磁性材料有望成为未来两年新的利润增长点
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

## 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