长城证券
GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

主业景气下行，业绩略低于预期
——厦门钨业（600549）三季报点评

分析师
耿　诺 010-88366060-8786
执业证书编号 S1070512040001

联系人
王建虎 010-88366060-8787
从业证书编号 1070111080057

投资评级：推荐（维持）

市场数据

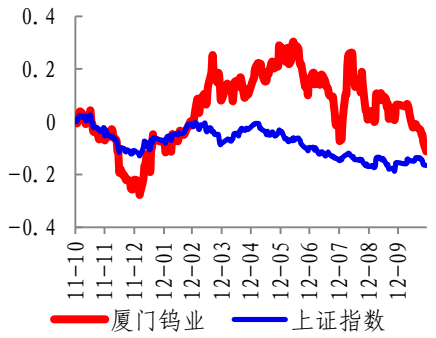
当前股价	33.67
总市值（亿元）	229.62
流通市值（亿元）	229.62
总股本（亿股）	6.82
流通股本（亿股）	6.82
12 个月最高/最低	51.5/27.4

公司盈利预测

	2012E	2013E	2014E
营业收入	103.07	131.28	140.02
(+/-%)	-13.46%	27.37%	6.66%
净利润	5.61	7.81	9.20
(+/-%)	-45.09%	39.31%	17.84%
EPS	0.82	1.15	1.35
PE	41.0	29.4	25.0

注：营业收入、净利润单位为亿元，EPS 为元

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

鉴于钨钼稀土行业景气度仍处于相对低位，我们下调公司盈利预测，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.82、1.15 和 1.35 元，对应动态 PE 分别为 41.1X、29.3X 和 25X，短期估值偏高。但我们认为公司作为钨业龙头及福建省稀土产业发展的唯一平台，未来成长潜力巨大，维持**“推荐”**评级。

事件：

公司前三季度实现营业收入 65.56 亿元，同比降 32.88%；实现归属上市公司股东净利润 4.36 亿元，同比降 51.87%；第三季度单季度实现营业收入 20.27 亿元，同比降 63.89%；三季度单季度实现归属上市公司股东净利润 1.1 亿元，同比降 75.46%；前三季度实现基本每股收益 0.64 元。

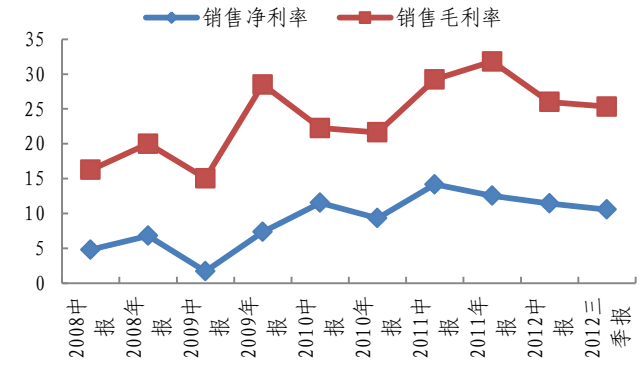
要点：

- **公司业绩略低于我们预期：**公司前三季度实现营业收入 65.56 亿元，同比降 32.88%；营业利润 8.08 亿元，同比降 58.38%。公司业绩下滑主要是主导产品价格和需求持续下滑的影响。其中，APT 前三季度均价为 19.2 万元/吨，同比降 10.9%；稀土代表性产品氧化镨钕前三季度均价 39.58 万元/吨，同比降 47.75%。
- **盈利能力处于相对低位：**公司三季度单季营业收入为 20.27 亿元，环比降 24.47%；三季度单季营业利润为 2.09 亿元，环比降 44.48%；三季度综合毛利率 23.86%，环比下降 3.29 个百分点。进入四季度以来，钨市止跌迹象较为明显，但稀土市场景气继续下滑，当前国内外经济依旧较为低迷，加之供应压力较大，产品价格依旧低位徘徊，目前尚难看到产品价格回升迹象。主要产品价格低位徘徊仍是影响公司全年业绩的主要因素。
- **偿债能力良好：**公司负债总额 73.83 亿元，较年初减少 2.2 亿，其中短期借款余额 18.83 亿元，较期初增加 28%。总体来看，公司资产负债率为 57.34%，较年初水平小幅下降 2.74 个百分点，流动比例和速动比例分别为 1.18 和 0.41，较历史平均水平变化不大，公司长短期偿债能力良好。
- **三项费用率有所增加：**公司前三季度销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.66%、5.88%和 2.94%，较去年同期分别上升了 0.51、2.46 和 1.86 个百分点。销售费用增加主要是上半年下属房地产公司工资性费用以及物业管理费用增加所致；管理费用增加主要来自于研发费用和工资性费用的增加；财务费用增加主要是负债规模和负债成本有所增加所致。
- **看好公司长远发展前景：**1.公司作为福建省稀土整合的唯一平台，3000 吨

磁性材料项目和 5000 吨三元材料项目有望今年部分投产，1000 吨三基色荧光粉项目也预计于今年年底投产，受益政策支持和在稀土领域积极布局，公司成长潜力依旧巨大；2.公司兄弟单位进军钨资源丰富的江西省，未来公司资源保证能力无忧，且自给率有望进一步提升，增强钨钼业务盈利能力；3.看好公司在硬质合金领域的发展潜力，硬质合金 2000 吨项目有望于明年投产，公司在硬质合金领域技术实力不断提升，市场占有率提升空间较大。

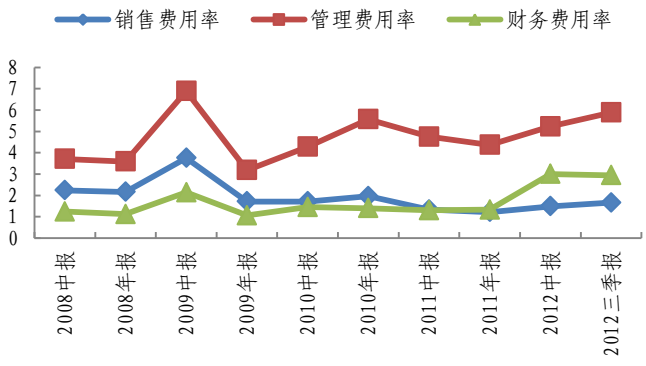
- **风险提示：**订单不足，产品需求疲弱。

图 1：2008-2012Q3 整体毛利率与净利率变化水平



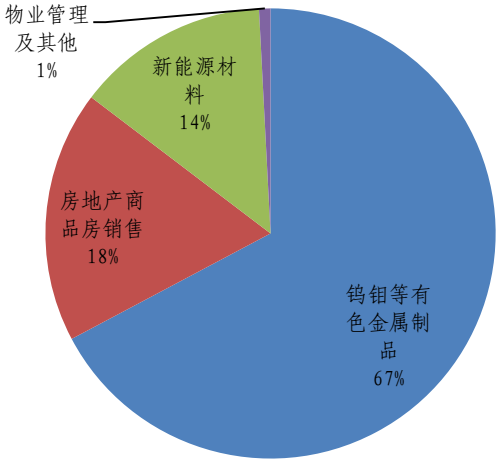
资料来源：wind、长城证券研究所整理

图 2：2008-2012Q3 费用率变化



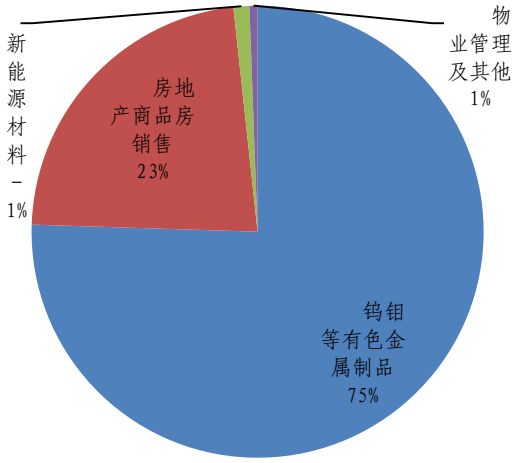
资料来源：wind、长城证券研究所整理

图 3：2012 上半年主营业务构成



资料来源：wind、长城证券研究所整理

图 4：2012 上半年分产品的利润构成

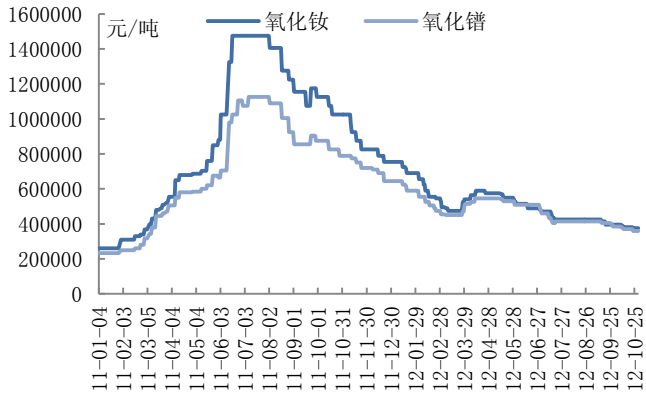


资料来源：wind、长城证券研究所整理

图 5：2006 年至今 APT(元/吨)价格变动情况

资料来源：wind、长城证券研究所整理

图 6：氧化镨钕（元/吨）价格走势



资料来源：wind、长城证券研究所整理

附表：盈利预测表

利润表（百万）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5538	11910	10307	13128	14002
营业成本	4341	8122	7766	9647	10098
销售费用	109	146	168	211	208
管理费用	308	521	451	626	631
财务费用	77	158	181	295	390
投资净收益	7	19	0	0	0
营业利润	628	2155	1093	1523	1794
营业外收支	25	-8	0	0	0
利润总额	652	2147	1093	1523	1794
所得税	137	654	273	381	449
少数股东损益	166	472	259	361	426
归属于母公司净利润	350	1021	561	781	920
资产负债表					（百万）
流动资产	8677	8393	11987	15087	14343
货币资金	736	507	1237	1575	1680
应收账款	981	1251	1273	1775	1698
应收票据	139	304	212	311	326
存货	5839	5495	7888	9767	9105
非流动资产	3295	4263	6833	8763	11147
固定资产	2565	3288	5856	7785	10168
资产总计	11972	12656	18820	23850	25490
流动负债	7690	6714	12194	16157	16556
短期借款	1339	1471	1471	1471	1471
应付款项	1364	1207	1890	2271	2112
非流动负债	180	889	889	889	889
长期借款	42	690	690	690	690
负债合计	7870	7603	13084	17047	17445
股东权益	4091	5036	5720	6787	8029
股本	682	682	682	682	682
留存收益	1864	2742	3167	3873	4689
少数股东权益	1546	1612	1871	2232	2658
负债和权益总计	11961	12639	18803	23834	25474
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	671	-490	1789	939	2229
其中营运资本减少	-1031	-1052	560	-849	-14
投资活动现金流	-388	-1181	-2978	-2577	-3282
其中资本支出	-517	-1093	-2978	-2577	-3282
融资活动现金流	-692	1442	-136	-75	-104
净现金总变化	-417	-229	-1325	-1712	-1157

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长	-12.6%	115.1%	-13.5%	27.4%	6.7%
营业成本增长	-4.2%	87.1%	-4.4%	24.2%	4.7%
营业利润增长	-8.4%	243.4%	-49.3%	39.3%	17.8%
利润总额增长	-9.9%	229.1%	-49.1%	39.3%	17.8%
净利润增长	64.4%	191.8%	-45.1%	39.3%	17.8%
盈利能力					
毛利率	21.6%	31.8%	24.7%	26.5%	27.9%
销售净利率	6.3%	8.6%	5.4%	5.9%	6.6%
ROE	8.6%	20.3%	9.8%	11.5%	11.5%
ROIC	11.0%	24.3%	10.6%	11.8%	11.4%
营运效率					
销售费用/营业收入	2.0%	1.2%	1.6%	1.6%	1.5%
管理费用/营业收入	5.6%	4.4%	4.4%	4.8%	4.5%
财务费用/营业收入	1.4%	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%
投资收益/营业利润	1.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	21.0%	30.5%	25.0%	25.0%	25.0%
应收账款周转率	4.96	9.44	6.76	7.56	7.67
存货周转率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
流动资产周转率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
总资产周转率	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
偿债能力					
资产负债率	65.7%	60.1%	69.5%	71.5%	68.4%
流动比率	1.13	1.25	0.98	0.93	0.87
速动比率	0.37	0.43	0.34	0.33	0.32
每股指标（元）					
EPS	0.513	1.497	0.822	1.145	1.349
每股净资产	6.00	7.38	8.39	9.95	11.77
每股经营现金流	0.98	-0.72	2.62	1.38	3.27
每股经营现金/EPS	1.9	-0.5	3.2	1.2	2.4
估值	**2010A**	**2011A**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
PE	65.6	22.5	41.0	29.4	25.0
PEG	0.34	-0.50	1.04	1.65	-
PB	5.6	4.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	1.94	0.99	2.76	2.72	2.58
EV/SALES	31.58	21.74	45.07	51.00	56.83
EV/IC	0.32	0.32	0.47	0.51	0.51
ROIC/WACC	0.99	2.19	0.95	1.07	1.03
REP	0.33	0.15	0.49	0.48	0.50

资料来源：wind、长城证券研究所

研究员介绍及承诺:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008年加入长城证券，任有色金属行业分析师。

王建虎: 金融学硕士，2011年7月进入长城证券研究所。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人
刘　璇：0755-83516231，13760273833，liux@cgws.com
王　涛：0755-83516217，13808859088，wangt@cgws.com
陈方园：0755-83516287，18607195599，chenfy@cgws.com
陈尚峰：0755-83515203，13826520778，chensf@cgws.com
北京联系人
赵　东：010-88366060-8730，13701166983，zhaodong@cgws.com
杨　洁：010-88366060-8865，13911393598，yangj@cgws.com
王　媛：010-88366060-8807，18600345118，wyuan@cgws.com
李彦仪：010-88366060-8750，18611670060，lyany@cgws.com
上海联系人
谢彦蔚：021-61680314，18602109861，xieyw@cgws.com
陈　韵：021-61680389，15821566166，chenyun@cgws.com

长城证券研究所
深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135　传真：021-61680357

长城证券 GREAT WALL SECURITIES