

小金属

署名人: 杨国萍
 S0960511020011
 0755-82026714
 yangguoping@china-invs.cn
 参与人: 王博
 S0960112100026
 0755-82026754
 wangbo3@china-invs.cn

6-12个月目标价: 45.00元

当前股价: 41.02元
 评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2325.68 |
| 总股本(百万) | 681 |
| 流通股本(百万) | 681 |
| 流通市值(亿) | 279 |
| 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 | 24.15 | 5.86 | -8.09 |
| 有色金属 | 9.86 | 1.23 | -3.09 |
| 沪深300指数 | 10.19 | 12.64 | 5.93 |


相关报告

厦门钨业一大股东增持股份,短期显著提升市场信心、长期显示公司持续向好发展趋势 2012-12-05
 厦门钨业一五矿有色减持厦钨股份点评 2012-09-28
 厦门钨业一注销外商投资企业资格,为稀有金属业务全面发展清除最后的障碍 2012-09-17
 厦门钨业一短期业绩波动不改公司持续向好趋势;未来稀土产业链业绩释放更加显著和可持续 2012-08-29
 厦门钨业一福建稀土产业集团将成为公司大股东,厦钨主导福建稀土产业的地位进一步确认 2012-08-28

厦门钨业
600549
强烈推荐

2012年业绩略低预期,2013年稀土产业链将成为主要业绩新增点

厦门钨业今日发布了2012年业绩快报,公司2012年实现营业收入88.35亿元,同比减少25.8%;实现营业利润10.16亿元,同比减少52.8%;利润总额10.69亿元,同比减少50%;实现归属于母公司股东净利润5.24亿元,同比减少48.7%。2012年摊薄EPS为0.77元,略低于我们之前0.83元的盈利预测。

投资要点:

- 公司业绩同比下滑主要是受宏观经济增长放缓影响,钨钼、稀土以及房地产等业务都受到了一定的影响。其中,钨产品需求整体依旧比较疲软、钼产品价格跌幅较大;稀土产品经历了2011年的大涨快跌之后,2012年稀土产品价格继续下跌、市场需求较弱,盈利能力大幅下降;房地产销售也受到了宏观调控的影响。但是,公司电池材料受益于原料价格下跌,需求出现了一定的增长。
- 从公司分块业务来看,钨钼依然是公司最稳定的业绩基础。相比2011年稀土冶炼贡献超过0.5元的EPS来看,从公司2012年中报数据和行业下半年运营情况来看,我们估计2012年稀土冶炼业务可能呈现略亏的局面;房地产业务方面,2011年贡献EPS接近0.3元,2012年贡献可能在0.12元左右。公司钨钼主业盈利贡献依然维持在较好、并且也较为稳定在0.65元左右的水平。
- 2013年公司业绩有重要的新增力量:第一,我们预计稀土上游矿山有望在2013年开始出量,我们以福建省2012年2000吨的配额为假设、大幅调整之后的稀土产品价格测算,预计2013年稀土矿山业务能贡献业绩0.20元左右。
- 更需要重点关注的业绩新增点依然是磁性材料。公司在进入磁性材料产业之时,已将公司磁性材料定位在高端位置,从磁性材料的产品技术、设备、销售(包括与爱知电机合资公司)、以及更有利的出口环节来看,我们认为,公司2013年磁性材料运营情况是最需要重点关注的,也是公司业绩超预期的重要方面。我们目前维持2013年保守的磁性材料0.2元的EPS贡献。
- 海峡国际社区3期2013年下半年结算将贡献明显的业绩。与2期相比,预计3期收入和利润贡献将更加明显,预计3期贡献EPS超过0.30元。
- 维持强烈推荐的投资评级。维持公司13-14年EPS至1.48元和2.06元的盈利预测,“拥有钨和南方稀土两大中国优势稀有金属资源、产业链完整且注重深加工产品的高品质、公司业绩增长确定并且有持续超预期因素”依然对厦钨最基本的判断,维持强烈推荐。
- 风险提示:钨、稀土产品等价格大幅波动;磁性材料认证进展缓慢。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 11910 | 8673 | 14230 | 14998 |
| 收入同比(%) | 115% | -27% | 64% | 5% |
| 归属母公司净利润 | 1021 | 566 | 1009 | 1408 |
| 净利润同比(%) | 192% | -45% | 78% | 40% |
| 毛利率(%) | 31.8% | 21.6% | 26.5% | 24.5% |
| ROE(%) | 29.7% | 14.6% | 20.7% | 22.4% |
| 每股收益(元) | 1.50 | 0.83 | 1.48 | 2.06 |
| P/E | 25.43 | 45.90 | 25.73 | 18.43 |
| P/B | 7.54 | 6.70 | 5.32 | 4.13 |
| EV/EBITDA | 11 | 22 | 11 | 10 |

表 1 厦门钨业单季度财务数据 (万元)

| | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011Q3 | 2011Q4 | 2012Q1 | 2012Q2 | 2012Q3 | 2012Q4 |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 一、营业总收入 | 165,595.03 | 249,880.82 | 561,273.39 | 214,291.16 | 184,568.37 | 268,345.18 | 202,683.17 | 227,906.68 |
| 营业收入 | 165,595.03 | 249,880.82 | 561,273.39 | 214,291.16 | 184,568.37 | 268,345.18 | 202,683.17 | 227,906.68 |
| 二、营业总成本 | 147,009.26 | 194,029.13 | 443,619.75 | 192,820.73 | 162,233.83 | 229,758.68 | 183,718.13 | - |
| 营业成本 | 124,430.42 | 169,556.17 | 357,969.48 | 160,213.20 | 139,691.06 | 195,480.70 | 154,315.84 | - |
| 营业税金及附加 | 3,389.32 | 4,235.31 | 66,003.14 | 1,302.08 | 2,802.30 | 8,582.06 | 3,299.98 | - |
| 销售费用 | 2,551.62 | 2,989.27 | 5,681.52 | 3,346.25 | 3,018.34 | 3,734.95 | 4,101.87 | - |
| 管理费用 | 8,911.86 | 10,835.68 | 13,641.65 | 18,671.67 | 11,042.69 | 12,666.83 | 14,864.60 | - |
| 财务费用 | 2,712.34 | 2,704.66 | 5,131.23 | 5,283.08 | 5,047.26 | 8,520.25 | 5,697.51 | - |
| 资产减值损失 | 5,013.69 | 3,708.04 | -4,807.28 | 4,004.44 | 632.18 | 773.89 | 1,438.33 | - |
| 三、其他经营收益 | | | | | | | | |
| 四、营业利润 | 18,747.06 | 56,516.36 | 118,761.76 | 21,482.72 | 22,218.86 | 37,681.42 | 20,922.29 | 20,759.04 |
| 收入利润率 | 11.3% | 22.6% | 21.2% | 10.0% | 12.0% | 14.0% | 10.3% | 9.1% |
| 加：营业外收入 | 418.85 | 1,523.09 | 629.99 | 2,816.54 | 806.34 | 907.68 | 589.86 | - |
| 减：营业外支出 | 80.64 | 414.04 | 2,381.87 | 3,315.79 | 97.08 | 185.91 | 139.99 | - |
| 五、利润总额 | 19,085.27 | 57,625.41 | 117,009.87 | 20,983.46 | 22,928.11 | 38,403.19 | 21,372.16 | 24,217.75 |
| 减：所得税 | 4,896.65 | 12,943.52 | 43,372.28 | 4,186.52 | 6,088.18 | 3,478.40 | 3,898.52 | - |
| 六、净利润 | 14,188.63 | 44,681.89 | 73,637.60 | 16,796.94 | 16,839.93 | 34,924.79 | 17,473.63 | - |
| 减：少数股东损益 | 3,935.84 | 9,130.51 | 28,869.41 | 5,287.46 | 6,006.90 | 13,147.74 | 6,487.15 | - |
| 归母净利润 | 10,252.78 | 35,551.38 | 44,768.19 | 11,509.48 | 10,833.03 | 21,777.05 | 10,986.49 | 8,758.43 |
| 收入净利率 | 6.2% | 14.2% | 8.0% | 5.4% | 5.9% | 8.1% | 5.4% | 3.8% |
| 七、每股收益： | | | | | | | | |
| 稀释每股收益(元) | 0.15 | 0.52 | 0.66 | 0.17 | 0.16 | 0.32 | 0.16 | 0.13 |

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 | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 8393 | 10587 | 16296 | 16972 | 营业收入 | 11910 | 8673 | 14230 | 14998 |
| 现金 | 507 | 1735 | 2846 | 3000 | 营业成本 | 8122 | 6796 | 10465 | 11318 |
| 应收账款 | 1251 | 1096 | 1817 | 1852 | 营业税金及附加 | 749 | 134 | 711 | 232 |
| 其他应收款 | 243 | 466 | 713 | 693 | 营业费用 | 146 | 147 | 185 | 180 |
| 预付账款 | 593 | 589 | 869 | 935 | 管理费用 | 521 | 520 | 598 | 540 |
| 存货 | 5495 | 6502 | 9707 | 10133 | 财务费用 | 158 | 66 | 78 | 71 |
| 其他流动资产 | 304 | 199 | 344 | 360 | 资产减值损失 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 4263 | 4048 | 4073 | 3942 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 178 | 130 | 142 | 144 | 投资净收益 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2670 | 2902 | 2988 | 2935 | 营业利润 | 2155 | 1010 | 2193 | 2657 |
| 无形资产 | 248 | 248 | 248 | 248 | 营业外收入 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1167 | 767 | 695 | 614 | 营业外支出 | 62 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 12656 | 14634 | 20369 | 20913 | 利润总额 | 2147 | 1010 | 2193 | 2657 |
| 流动负债 | 6714 | 8146 | 12305 | 10829 | 所得税 | 654 | 222 | 614 | 638 |
| 短期借款 | 1471 | 1541 | 3386 | 1904 | 净利润 | 1493 | 788 | 1579 | 2019 |
| 应付账款 | 1207 | 1230 | 1848 | 1962 | 少数股东损益 | 472 | 222 | 570 | 611 |
| 其他流动负债 | 4036 | 5375 | 7071 | 6963 | 归属母公司净利润 | 1020.8 | 565.54 | 1008.7 | 1408.1 |
| 非流动负债 | 889 | 782 | 779 | 780 | EBITDA | 2556 | 1309 | 2536 | 3017 |
| 长期借款 | 690 | 690 | 690 | 690 | EPS (元) | 1.50 | 0.83 | 1.48 | 2.06 |
| 其他非流动负债 | 200 | 92 | 89 | 90 | | | | | |
| 负债合计 | 7603 | 8928 | 13084 | 11609 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1612 | 1834 | 2404 | 3015 | | | | | |
| 股本 | 682 | 682 | 682 | 682 | | | | | |
| 资本公积 | 756 | 756 | 756 | 756 | | | | | |
| 留存收益 | 1989 | 2418 | 3427 | 4835 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3441 | 3872 | 4881 | 6289 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 12656 | 14634 | 20369 | 20913 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 成长能力 | | | | |
| 经营活动现金流 | -490 | 1597 | -354 | 1862 | 营业收入 | 115.1 | -27.2% | 64.1% | 5.4% |
| 净利润 | 1493 | 788 | 1579 | 2019 | 营业利润 | 243.4 | -53.1% | 117.2 | 21.2% |
| 折旧摊销 | 243 | 234 | 266 | 289 | 归属于母公司净利润 | 191.8 | -44.6% | 78.4% | 39.6% |
| 财务费用 | 158 | 66 | 78 | 71 | 盈利能力 | | | | |
| 投资损失 | -19 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 31.8% | 21.6% | 26.5% | 24.5% |
| 营运资金变动 | -2415 | 410 | -2405 | -526 | 净利率(%) | 8.6% | 6.5% | 7.1% | 9.4% |
| 其他经营现金流 | 50 | 99 | 129 | 9 | ROE(%) | 29.7% | 14.6% | 20.7% | 22.4% |
| 投资活动现金流 | -1181 | -175 | -301 | -156 | ROIC(%) | 25.6% | 14.1% | 19.8% | 24.0% |
| 资本支出 | 1093 | 292 | 280 | 150 | 偿债能力 | | | | |
| 长期投资 | -71 | -101 | 21 | 6 | 资产负债率(%) | 60.1% | 61.0% | 64.2% | 55.5% |
| 其他投资现金流 | -158 | 16 | 0 | 0 | 净负债比率(%) | 29.04 | 24.99% | 31.15 | 22.34% |
| 筹资活动现金流 | 1442 | -194 | 1767 | -1553 | 流动比率 | 1.25 | 1.30 | 1.32 | 1.57 |
| 短期借款 | 131 | 70 | 1844 | -1482 | 速动比率 | 0.42 | 0.50 | 0.53 | 0.62 |
| 长期借款 | 648 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.97 | 0.64 | 0.81 | 0.73 |
| 资本公积增加 | -4 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 10 | 7 | 9 | 8 |
| 其他筹资现金流 | 666 | -264 | -78 | -71 | 应付账款周转率 | 7.52 | 5.58 | 6.80 | 5.94 |
| 现金净增加额 | -229 | 1228 | 1111 | 154 | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 1.50 | 0.83 | 1.48 | 2.06 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.72 | 2.34 | -0.52 | 2.73 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 5.05 | 5.68 | 7.16 | 9.22 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 25.43 | 45.90 | 25.73 | 18.43 |
| | | | | | P/B | 7.54 | 6.70 | 5.32 | 4.13 |
| | | | | | EV/EBITDA | 11 | 22 | 11 | 10 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|--|
| 2012-12-05 | 厦门钨业一大股东增持股份，短期显著提升市场信心、长期显示公司持续向好发展趋势 |
| 2012-09-28 | 厦门钨业一五矿有色减持厦钨股份点评 |
| 2012-09-17 | 厦门钨业一注销外商投资企业资格，为稀有金属业务全面发展清除最后的障碍 |
| 2012-08-29 | 厦门钨业一短期业绩波动不改公司持续向好趋势；未来稀土产业链业绩释放更加显著和可持续 |
| 2012-08-28 | 厦门钨业一福建稀土产业集团将成为公司大股东，厦钨主导福建稀土产业的地位进一步确认 |
| 2012-08-09 | 厦门钨业一稀土行业近期动作密集、重磅政策有望出台、确定性强的厦钨或将受益最大 |
| 2012-08-08 | 厦门钨业一内容和形式上进一步落实公司在福建稀土产业发展中的龙头地位 |
| 2012-08-07 | 厦门钨业一强者更强、将直接受益《稀土行业准入条件》规定 |
| 2012-08-06 | 厦门钨业一明确成为福建稀土整合主体；两年内有望发展为稀土产业产值超过200亿元、具有完整产业链的稀土行业龙头企业 |
| 2012-07-23 | 厦门钨业一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 |
| 2012-07-17 | 厦门钨业一中期业绩略超预期；公司依旧具有持续增长动力和超预期因素 |
| 2012-06-28 | 厦门钨业一钨业务更趋成熟、稀土业务突破在即 |
| 2012-06-19 | 厦门钨业一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 | 厦门钨业一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 | 厦门钨业一大湖塘钨矿澄清公告点评 |
| 2012-06-06 | 厦门钨业一大湖塘钨矿报道点评 |
| 2012-05-14 | 厦门钨业一高端钕铁硼磁性材料有望成为未来两年新的利润增长点 |
| 2012-03-29 | 厦门钨业一业绩符合预期，钨钼、新能源产业链持续延伸 |
| 2012-02-15 | 厦门钨业一钨行业稳定且继续向好，公司2012年超预期因素依然存在 |

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。

王博，中投证券研究总部有色金属行业研究员，中国科学院材料学硕士

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，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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 |