

**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

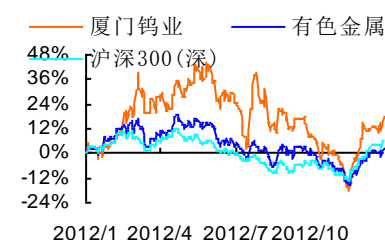
评级调整: 维持

**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”依然是对厦钨最基本的判断, 维持强烈推荐。
- 风险提示: 钨、稀土产品价格大幅波动; 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	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8393	10587	16296	16972
现金	507	1735	2846	3000
应收账款	1251	1096	1817	1852
其他应收款	243	466	713	693
预付账款	593	589	869	935
存货	5495	6502	9707	10133
其他流动资产	304	199	344	360
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	14634	20369	20913
流动负债	6714	8146	12305	10829
短期借款	1471	1541	3386	1904
应付账款	1207	1230	1848	1962
其他流动负债	4036	5375	7071	6963
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	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**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-490	1597	-354	1862
净利润	1493	788	1579	2019
折旧摊销	243	234	266	289
财务费用	158	66	78	71
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	-2415	410	-2405	-526
其他经营现金流	50	99	129	9
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	-194	1767	-1553
短期借款	131	70	1844	-1482
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	-264	-78	-71
现金净增加额	-229	1228	1111	154

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	8673	14230	14998
营业成本	8122	6796	10465	11318
营业税金及附加	749	134	711	232
营业费用	146	147	185	180
管理费用	521	520	598	540
财务费用	158	66	78	71
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	1010	2193	2657
营业外收入	54	0	0	0
营业外支出	62	0	0	0
利润总额	2147	1010	2193	2657
所得税	654	222	614	638
净利润	1493	788	1579	2019
少数股东损益	472	222	570	611
归属母公司净利润	1020.8	565.54	1008.7	1408.1
EBITDA	2556	1309	2536	3017
EPS（元）	1.50	0.83	1.48	2.06

**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	-27.2%	64.1%	5.4%
营业利润	243.4	-53.1%	117.2	21.2%
归属于母公司净利润	191.8	-44.6%	78.4%	39.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.8%	21.6%	26.5%	24.5%
净利率(%)	8.6%	6.5%	7.1%	9.4%
ROE(%)	29.7%	14.6%	20.7%	22.4%
ROIC(%)	25.6%	14.1%	19.8%	24.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	60.1%	61.0%	64.2%	55.5%
净负债比率(%)	29.04	24.99%	31.15	22.34%
流动比率	1.25	1.30	1.32	1.57
速动比率	0.42	0.50	0.53	0.62
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	0.64	0.81	0.73
应收账款周转率	10	7	9	8
应付账款周转率	7.52	5.58	6.80	5.94
<b>每股指标（元）</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-12-05	厦门钨业—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—五矿有色减持厦钨股份点评
2012-09-17	厦门钨业—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—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—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—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—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—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—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—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—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—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

## 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  $\pm 10\%$  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，旨在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