

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: 39.54元

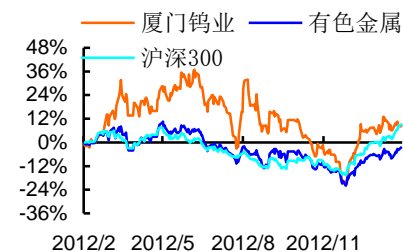
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2433.13
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	270
EPS	0.64
每股净资产(元)	5.53
资产负债率	57.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	1.25%	12.07%	3.89%
有色金属	3.84%	10.17%	6.43%
沪深300	9.80%	20.41%	17.76%



相关报告

《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》2013-1-16

《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》2012-12-5

《厦门钨业一五矿有色减持厦钨股份点评》2012-9-28

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

600549

强烈推荐

钨业龙头再添新储, 集团资源有望持续注入

厦门钨业董事会决议, 公司拟出资 36745 万元收购关联企业厦门三虹钨钼股份有限公司(厦钨控股股东福建稀有稀土集团实际控制的公司)所持有的江西都昌金鼎矿业有限公司 60%的股权, 该项关联交易尚需股东大会决议。

我们认为, 本次交易反应了公司控股股东福建稀有稀土集团对厦钨的支持、也是前期承诺在钨资源上优先支持厦钨的兑现; 本次收购使公司钨资源权益储量从 60 万吨增加至 66 万吨左右; 也将进一步提升公司的原料自给率, 增强公司的长期盈利能力。

投资要点:

- 金鼎矿业主要资产为阳储山钨钼矿采矿权。该采矿权矿区合计保有钨矿石含钨资源储量为三氧化钨金属量 96426 吨, 平均品位 0.207%, 伴生钼金属 7173 吨; 钼矿石含钼金属量 19866 吨, 平均品位 0.062%, 伴生三氧化钨 6576 吨。矿证载生产规模为 148.5 万吨/年。金鼎矿业 60%的股权是厦门三虹于 2011 年 3 月出资 31140 万元取得。
- 金鼎矿业日处理 4500 吨的采选生产线预计今年 3 月份投产、2015 年达产。公告显示, 根据矿山实际情况, 预测 2013-2015 年产能利用率分别为 60%、80%和 100%, 净利润分别为 220 万元、4355 万元, 8711 万元; 据此测算, 金鼎矿业 13-15 年可贡献厦钨 EPS 分别为 0.002、0.04 元和 0.08 元。
- 大股东在钨资源方面有继续支持的预期。根据公司前期公告, 厦门三虹还拥有国内最大钨矿大湖塘钨矿 30%的股权, 我们认为, 不排除该项股权后期以某种方式与厦钨再次接触。
- 本次交易短期对公司业绩提升力度较有限, 但作为全球稀缺资源以及国内优势资源, 公司拥有大量的资源、利于提升公司长期发展、且使公司能更直接、更大幅度受益资源价格的上升。
- 维持我们前期对公司基本的判断: 公司 2013 年有明显的业绩增量(稀土矿山、磁性材料和房地产结算), 我们预计公司年内还有获取新的稀土采矿权证的催化因素。
- 维持强烈推荐的投资评级。考虑到金鼎矿业的业绩贡献, 略调高 13-14 年 EPS 至 1.48 元和 2.09 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; 磁性材料量产进度低于预期。

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	1012	1428
净利润同比(%)	192%	-45%	79%	41%
毛利率(%)	31.8%	21.6%	26.5%	24.7%
ROE(%)	29.7%	14.6%	20.7%	22.6%
每股收益(元)	1.50	0.83	1.48	2.09
P/E	25.43	45.90	25.65	18.17
P/B	7.54	6.70	5.31	4.11
EV/EBITDA	11	22	11	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1 厦门钨业收购关联方股权关联交易基本情况

交易标的	关联方厦门三虹持有的都昌金鼎60%股权
交易对象	厦门三虹
交易金额	36745万元
支付方式	在本协议生效之日起 10 个工作日内, 本公司向厦门三虹支付第 1 期转让价款 18,372.50 万元。在都昌金鼎其他股东出具放弃优先购买权和中国银行都昌支行出具同意本协议项下的目标股权转让书面文件且目标股权按协议规定变更登记至本公司名下之日起 15 个工作日内, 本公司向厦门三虹支付第 2 期转让价款 18,372.50 万元。

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 交易标的都昌金鼎基本情况

法定代表人	郭天煌
注册资本	16000万元
成立时间	2007.1.15
目前股权结构	厦门三虹60%股权, 出资额9600万元 中信信托40%股权, 出资额6400万元
主营业务	钨钼采选(凭采矿许可证)加工、销售
备注	矿产开采的生产条件已基本具备, 预计于 2013 年 3 月试生产, 4 月正式生产, 预期生产规模 148.50 万吨/年, 预计 2015 年达产。

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 交易标的都昌金鼎采矿证基本情况

采矿权人	江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司
地址	江西省九江市都昌县
矿山名称	江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司阳储山钨钼矿
开采矿种	钨矿、钼
开采方式	露天/地下开采
生产规模	148.50 万吨/年
矿区面积	3.3751 平方公里
采矿范围	小岩体矿区(0.1806 平方千米)及外围大岩体II、III矿段、李公岭矿区
有效期限	17年7个月,自2011年1月11日至2028年8月11日

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4 都昌金鼎矿区资源储量基本情况

矿区范围	储量类别	矿石量(万吨)	钨矿体		钼矿体		
			WO ₃ 金属量(吨)	Mo金属量(吨)	矿石量(万吨)	Mo金属量(吨)	WO ₃ 金属量(吨)
采矿权证范围	(333)	2581.70	49012	7173	1425.10	8221	6576
	(334)	2077.60	47414		1798.70	11645	
合计	(333)+ (334)	4659.30	96426	7173	3223.10	19866	6576

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5 都昌金鼎产品产量及销量预测

项目	计量单位	2013E	2014E	2015E
设计矿石处理量	万吨	148.50	148.50	148.50
产能利用率		60%	80%	100%
原矿石处理量	万吨	89.10	118.80	148.50
矿石贫化率		5%	5%	5%
原矿石品位-钨		0.00153	0.00190	0.00190
原矿石品位-钼		0.00028	0.00028	0.00028
设计回收率-钨		71.25%	75.00%	75.00%
设计回收率-钼		76.00%	80.00%	80.00%
钨产品(65%WO ₃)	吨	1419.59	2474.24	3092.80
钼产品(100%Mo)	吨	180.12	252.81	316.01
期初库存	钨产品(65%WO ₃)	吨	0.00	23.66
	钼产品(100%Mo)	吨	0.00	3.00
本期销售	钨产品(65%WO ₃)	吨	1395.93	2456.66
	钼产品(100%Mo)	吨	177.12	251.60
期末库存	钨产品(65%WO ₃)	吨	23.66	41.24
	钼产品(100%Mo)	吨	3.00	4.21

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 都昌金鼎产品销售单价预测

项目	2013E	2014E	2015E
钨精矿(65%WO ₃)	96,612.89	101,443.53	106,515.71
钼精矿(100%Mo)	164,670.09	172,903.59	181,548.77

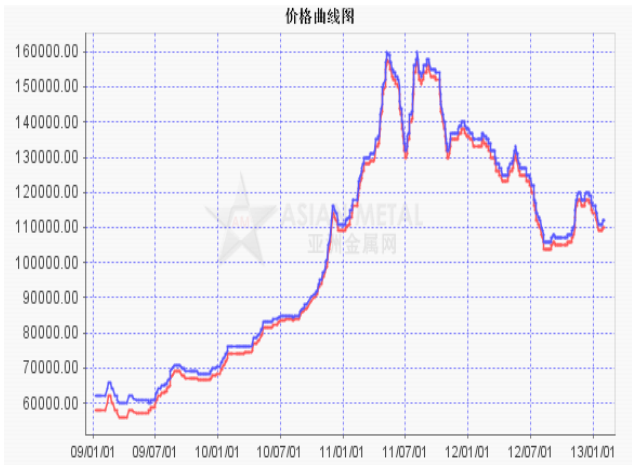
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 都昌金鼎 2013-2015 年盈利预测 (元)

	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	164,032,033.18	292,714,066.99	385,513,110.38
减：营业成本	100,279,419.03	163,234,258.97	196,127,875.66
营业税金及附加	6,712,746.15	10,637,954.89	13,491,245.23
销售费用	1,622,003.94	2,304,843.60	2,430,206.23
管理费用	28,057,622.95	31,784,191.99	34,093,016.69
财务费用	24,417,037.04	26,685,547.00	23,221,535.00
二、营业利润	2,943,204.06	58,067,270.53	116,149,231.57
三、利润总额	2,943,204.06	58,067,270.53	116,149,231.57
减：所得税费用	735,801.02	14,516,817.63	29,037,307.80
四、净利润	2,207,403.05	43,550,452.90	87,111,923.68

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1: 国内钨精矿价格 65%WO₃ (元/吨)



数据来源: 亚洲金属网、中投证券研究所

图 2: 国内 APT 价格 (元/吨)



数据来源: 亚洲金属网、中投证券研究所

表 8 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					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8393	10587	16289	16943	营业收入	11910	8673	14230	14998
现金	507	1735	2846	3000	营业成本	8122	6796	10458	11289
应收账款	1251	1096	1817	1852	营业税金及附加	749	134	711	225
其它应收款	243	466	713	693	营业费用	146	147	185	180
预付账款	593	589	868	932	管理费用	521	520	598	540
存货	5495	6502	9700	10107	财务费用	158	66	77	69
其他	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	2200	2695
无形资产	248	248	248	248	营业外收入	54	0	0	0
其他	1167	767	695	614	营业外支出	62	0	0	0
资产总计	12656	14634	20362	20885	利润总额	2147	1010	2200	2695
流动负债	6714	8146	12293	10767	所得税	654	222	616	647
短期借款	1471	1541	3375	1847	净利润	1493	788	1584	2048
应付账款	1207	1230	1847	1957	少数股东损益	472	222	572	620
其他	4036	5375	7071	6962	归属母公司净利润	1020.8	565.54	1012.0	1428.2
非流动负债	889	782	779	780	EBITDA	2556	1309	2543	3053
长期借款	690	690	690	690	EPS (元)	1.50	0.83	1.48	2.09
其他	200	92	89	90					
负债合计	7603	8928	13072	11547					
少数股东权益	1612	1834	2406	3026	主要财务比率				
股本	682	682	682	682	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	756	756	756	756	成长能力				
留存收益	1989	2418	3430	4858	营业收入	115.1	-27.2%	64.1%	5.4%
归属母公司股东权益	3441	3872	4884	6313	营业利润	243.4	-53.1%	117.8	22.5%
负债和股东权益	12656	14634	20362	20885	归属于母公司净利润	191.8	-44.6%	78.9%	41.1%
					获利能力				
					毛利率(%)	31.8%	21.6%	26.5%	24.7%
					净利率(%)	8.6%	6.5%	7.1%	9.5%
					ROE(%)	29.7%	14.6%	20.7%	22.6%
					ROIC(%)	25.6%	14.1%	19.8%	24.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.1%	61.0%	64.2%	55.3%
					净负债比率(%)	29.04	24.99%	31.10	21.97%
					流动比率	1.25	1.30	1.33	1.57
					速动比率	0.42	0.50	0.53	0.63
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.50	0.83	1.48	2.09
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	2.34	-0.50	2.80
					每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.68	7.16	9.26
					估值比率				
					P/E	25.43	45.90	25.65	18.17
					P/B	7.54	6.70	5.31	4.11
					EV/EBITDA	11	22	11	9

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-490	1597	-344	1907
净利润	1493	788	1584	2048
折旧摊销	243	234	266	289
财务费用	158	66	77	69
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	-2415	410	-2400	-509
其它	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	-158	16	0	0
筹资活动现金流	1442	-194	1757	-1597
短期借款	131	70	1834	-1528
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	666	-264	-77	-69
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

相关报告

报告日期	报告标题
2013-1-16	《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》
2012-12-5	《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》
2012-9-28	《厦门钨业一五矿有色减持厦钨股份点评》
2012-9-17	《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》
2012-8-29	《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》
2012-8-28	《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》
2012-8-9	《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》
2012-8-8	《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》
2012-8-7	《厦门钨业一强者更强、将直接受益《稀土行业准入条件》规定》
2012-8-6	《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》
2012-7-23	《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》
2012-7-17	《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》
2012-6-28	《厦门钨业一钨业务更趋成熟、稀土业务突破在即》
2012-6-19	《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》

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,中投证券有色金属行业研究员。

免责声明

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