

2013年03月03日

有色金属冶炼与加工

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 38.21

目标价(元):

厦门钨业(600549)

钨产品价格回升和产能释放助业绩回暖

投资评级: 未评级
大宗商品组
分析师: 李一为 (组长)

执业证书编号: S0290512070002

电话: 021-61681563

邮箱: liyw@zsyzq.com

研究助理: 汪凡

电话: 021-61681580

邮箱: wangf@zsyzq.com

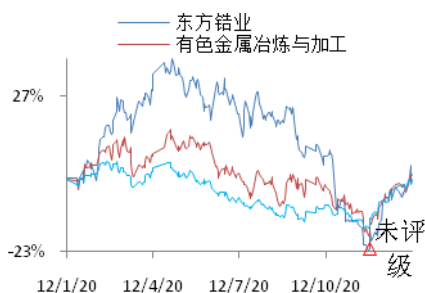
联系人: 姜烨

电话: 021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	68198.00
流通 A 股/B 股(万股)	68198.00/0.00
资产负债率(%)	57.34
每股净资产(元)	5.53
市净率(倍)	6.91
净资产收益率(加权)	12.08
12 个月内最高/最低价	51.27/32.52

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

我们近期赴厦门实地调研了厦门钨业,就公司生产经营情况以及未来发展思路,与公司相关高层领导进行了深入交流。

◎主要观点:

◆**钨精矿价格预计逐步回升。**受下游需求不振影响,有色金属价格走势较为疲软,以硬质合金为主要下游的钨精矿自 2012 年以来持续下跌,近期 65% 的黑钨矿主流成交价格稳定在 11.3 万元/吨。考虑到行业限制性开采政策不断强化,3 月份国内企业逐步开工带来备货需求增多,价格有望逐步回升。长期看,城镇化的继续推进也会对高端硬质合金需求构成支撑,作为钨行业龙头,公司未来资源价值提升空间巨大。

◆**硬质合金和磁材逐步投产。**公司高端钨铁硼磁性材料 2013 年新增产能 2000 吨,部分供应给下游新能源汽车电机客户,进入生产旺季,磁材下游企业订单会环比改善,短期利好公司盈利水平的提升。另外,九江金鹭硬质合金一期项目建设规模为年产 3000 吨钨粉和 2000 吨硬质合金,预计 2013 年底建成投产,利润来源主要依靠钨合金棒材,而高端产品数控刀片和 PCB 微钻业务对公司整体利润贡献不大。

◆**稀土整合预期提升管理层信心。**福建稀土集团于 2012 年 12 月以均价 28.13 元/股增持公司股份 119.47 万股,占总股本的 0.175%,同时计划在后续 12 个月内根据市场行情继续择机增持,占总股本比例在 0.5%到 2%之间。作为全球钨行业翘楚和国内中重稀土资源主要整合平台之一,大股东的增持表明对公司未来发展前景抱有信心。

◆**盈利预测。**预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.77、0.93 和 0.20 元,对应当前股价 PE 为 53、44 和 34 倍,估值高于行业平均水平,具体评级请关注后续跟踪报告。

◎风险提示:

◆产能释放低于预期,钨产品价大幅下跌。

	2010A	2011A	2012Q3	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	5538.32	11910.40	2026.83	8381.35	11044.94	14762.67
同比增速(%)	-12.62	115.05	-24.47	-29.63	31.78	33.66
净利润(百万)	349.86	1020.82	109.86	523.01	635.99	815.04
同比增速(%)	64.39	191.78	-49.55	-48.77	21.60	28.15
毛利率(%)	21.63	31.81	23.86	25.58	25.19	24.15
每股盈利(元)	0.51	1.50	0.16	0.77	0.93	1.20
ROE(%)	8.62	22.30	2.00	9.70	10.35	11.51
PE(倍)	52.74	28.19		53.49	43.99	34.32

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8392.51	12617.15	12527.43	15299.40
现金	506.88	4009.45	1084.61	1551.38
应收账款	1251.41	1035.36	1493.76	1790.44
其它应收款	242.67	640.94	479.98	832.13
预付账款	592.83	423.00	841.33	686.23
存货	5495.01	6335.56	8365.84	10095.66
其他	303.71	172.84	261.91	343.57
非流动资产	4263.29	2757.75	3591.54	4762.18
长期投资	178.28	236.38	309.02	381.59
固定资产	2678.48	1450.46	2184.70	3075.74
无形资产	248.16	125.42	199.42	291.35
其他	1158.37	945.49	898.41	1013.50
资产总计	12655.80	15374.90	16118.97	20061.59
流动负债	6714.11	9102.65	9089.67	12017.56
短期借款	1470.84	1103.09	2398.37	1292.79
应付账款	1206.86	695.96	1949.92	1356.15
其他	4036.41	7303.60	4741.37	9368.61
非流动负债	889.39	536.39	470.89	442.92
长期借款	689.88	374.25	304.32	266.85
其他	199.51	162.14	166.57	176.07
负债合计	7603.50	9639.05	9560.56	12460.48
少数股东权益	1611.63	1908.57	2220.17	2580.43
归属母公司股东权益	3440.67	3827.28	4338.24	5020.68
负债和股东权益	12655.80	15374.90	16118.97	20061.59

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-489.74	3046.73	-2870.60	3341.74
净利润	1493.05	819.95	947.59	1175.30
折旧摊销	243.06	208.57	248.97	333.50
财务费用	158.31	64.61	94.97	154.36
投资损失	-19.46	-8.05	-9.34	-9.20
营运资金变动	-748.83	1943.54	-4160.40	1698.89
其它	-1615.86	18.11	7.61	-11.11
投资活动现金流	-1180.83	1285.80	-1080.87	-1483.57
资本支出	677.98	-1582.88	844.75	1048.75
长期投资	175.77	48.59	46.25	93.34
其他	-327.08	-248.49	-189.87	-341.48
筹资活动现金流	1441.60	-829.95	-67.30	-297.48
短期借款	131.41	-367.75	201.37	-11.66
长期借款	647.88	-315.62	-69.93	-37.47
其他	662.31	-146.58	-198.73	-248.34
现金净增加额	-228.97	3502.58	-4018.76	1560.69

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11910.40	8381.35	11044.94	14762.67
营业成本	8121.69	6237.40	8262.72	11197.49
营业税金及附加	749.30	402.30	552.25	738.13
营业费用	145.69	108.96	165.10	197.72
管理费用	520.61	366.52	526.93	665.05
财务费用	158.31	64.61	94.97	154.36
资产减值损失	79.19	56.99	110.45	147.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.46	8.05	9.34	9.20
营业利润	2155.08	1152.61	1341.87	1671.49
营业外收入	53.88	47.95	44.37	48.73
营业外支出	61.92	29.20	32.55	41.22
利润总额	2147.04	1171.36	1353.69	1679.00
所得税	653.99	351.41	406.11	503.70
净利润	1493.05	819.95	947.59	1175.30
少数股东损益	472.23	296.95	311.60	360.26
归属母公司净利润	1020.82	523.01	635.99	815.04
EBITDA	2508.33	1406.83	1642.41	2093.05
EPS (元)	1.50	0.77	0.93	1.20

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	115.05%	-29.63%	31.78%	33.66%
营业利润	243.38%	-46.52%	16.42%	24.56%
归属母公司净利润	191.78%	-48.77%	21.60%	28.15%
获利能力				
毛利率	31.81%	25.58%	25.19%	24.15%
净利率	12.54%	9.78%	8.58%	7.96%
ROE	22.30%	9.70%	10.35%	11.51%
ROIC	27.06%	15.07%	13.30%	17.82%
偿债能力				
资产负债率	60.08%	62.69%	59.31%	62.11%
净负债比率	43.70%	28.16%	43.57%	22.94%
流动比率	1.25	1.39	1.38	1.27
速动比率	0.43	0.69	0.46	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.60	0.70	0.82
应收帐款周转率	0.11	0.12	0.14	0.12
应付帐款周转率	7.52	6.56	6.25	6.77
每股指标(元)				
每股收益	1.50	0.77	0.93	1.20
每股经营现金	-0.72	4.47	-4.21	4.90
每股净资产	7.41	8.41	9.62	11.15
估值比率				
P/E	28.19	53.49	43.99	34.32
P/B	8.36	7.31	6.45	5.57
EV/EBITDA	12.86	19.63	19.55	14.76

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

李一为：有色行业资深研究员，分析师（大宗商品组组长），钢铁冶金专业博士毕业，高级工程师，复旦大学经济学院兼职授课教授。曾任职于安徽工业大学、宝钢股份不锈钢事业部，具有 20 多年的教学科研、生产技术、采购和企业管理、券商行业研究等工作经历，承担过国家自然科学基金以及宝钢集团重点科研项目，熟悉钢铁冶金、热能工程、耐火材料、有色金属等多个专业领域。

研究助理介绍

汪凡：有色金属行业研究员，工学硕士，两年证券从业经历，2010 年 8 月加入中山证券研究所。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后 3 个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证 800 指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在 5% 以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在 -5% ~ 5% 之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在 -5% 以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后 3 个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数 15% 以上；

持有：强于行业指数 5% ~ 15%；

中性：相对于行业指数表现在 -5% ~ 5% 之间；

卖出：弱于行业指数 5% 以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理

上海
姜焱

021-61681566

北京

深圳

风险提示及免责声明:

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。