

小金属

厦门钨业

600549

推荐

分析师: 杨国萍, 张 镭

0755-82026714, 0755-82026705

yangguoping@cjis.cn; zhanglei@cjis.cn

地产业务良好促业绩略超预期 10年期金属业务进一步好转

2月3日, 厦门钨业公布了09年业绩快报, 公司09年未经审计的营业收入63.39亿元, 同比增长28.13%; 归属上市公司股东的净利润2.14亿元, 同比增加7.42%; 基本每股收益0.31元, 略高于我们的预期。公司09年实现收入和净利润同比增加并超出我们的预期主要是地产业务结算收入和贡献的利润同比增幅较大。我们认为, 2010年, 公司地产业务预计增长稳定, 金属业务有望得到进一步的恢复。

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 15.43元

评级调整: 维持

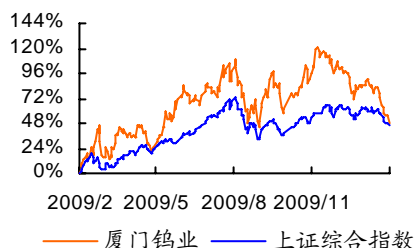
投资要点:

基本资料

上证综合指数	2934.71
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	673
流通市值(亿)	104
EPS (TTM)	0.14
每股净资产(元)	4.99
资产负债率	61.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	-18.96	-23.46	-24.51
上证综合指数	-9.53	-4.61	-13.99



相关报告

- 厦门钨业--08-10年公司将迎来新一轮快速增长长期 20070803
- 厦门钨业-克服外部困难、勤抓内部业务、努力步入新的利润增长长期 20080815
- 厦门钨业-钨钼、新能源业务稳步发展 地产业务未来三年收益明显 20090720
- 三季度业绩低于预期 看好金属业务的恢复和地产业务的增长 20091102

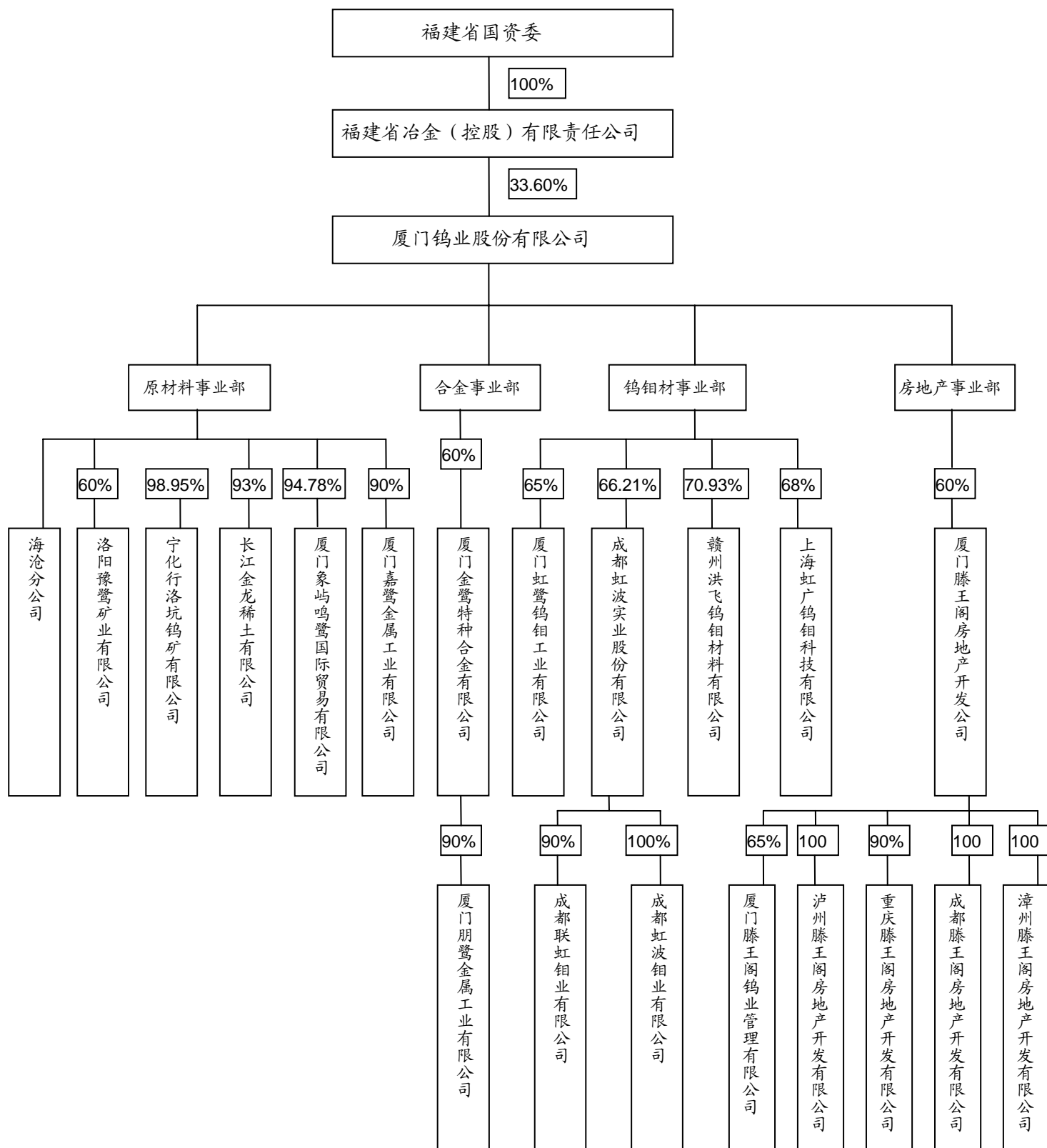
- **厦门钨业09年未经审计归属上市公司股东的净利润同比增加7.42%。**公司09年未经审计的营业收入63.39亿元, 同比增长28.13%; 归属上市公司股东的净利润2.14亿元, 同比增加7.42%; 基本每股收益0.31元, 略高于我们此前的预期。公司业绩同比增长并高于我们预期的主要原因是地产业务贡献利润较大, 地产业务贡献09年主要利润的状况与我们此前的判断一致。
- **公司钨相关业务在2010年有望进一步好转, 并贡献较好的收入和利润。**受金融危机影响, 公司钨相关业务09年上半年受到国内外市场需求急剧萎缩影响较大, 下半年虽逐步恢复, 但全年实现营业收入及净利润同比仍有所回落。在2010年, 我们认为随着全球经济的进一步回暖, 公司钨相关业务将进一步恢复, 预计2010年能贡献较好的收入和利润。
- **房地产业务在未来三年稳定增长。**2010年公司“厦门海峡国际社区”二、三期有望进入结算期。另外公司在福建漳州还拥有652亩的土地储备, 随着厦门与漳州之间交通的改善, 该地块有非常大的潜力。
- **新能源材料产业链更趋完整。**公司目前拥有稀土分离产能5000吨/年, 贮氢合金粉产能3000吨/年, 钴锂酸产能1000吨/年。公司贮氢合金粉、钴酸锂等电池材料将受益于新型动力汽车的推广; 长江稀土项目的实施和磁性材料及三基色荧光粉的项目将使公司拥有完整的节能灯领域的产业链。
- **维持推荐的投资评级,**我们维持公司10-11年的EPS为0.54和0.71元的预测, 考虑到公司未来两年钨相关业务市场需求好转和公司产品结构优化, 维持公司推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4947	6339	6689	7038
同比(%)	7%	28%	6%	5%
归属母公司净利润(百万元)	203	213	370	483
同比(%)	1%	5%	74%	31%
毛利率(%)	20.0%	20.5%	22.6%	23.8%
ROE(%)	10.3%	10.2%	15.1%	16.4%
每股收益(元)	0.30	0.31	0.54	0.71
P/E	51.94	49.43	28.43	21.77
P/B	5.33	5.05	4.28	3.58
EV/EBITDA	23	20	13	11

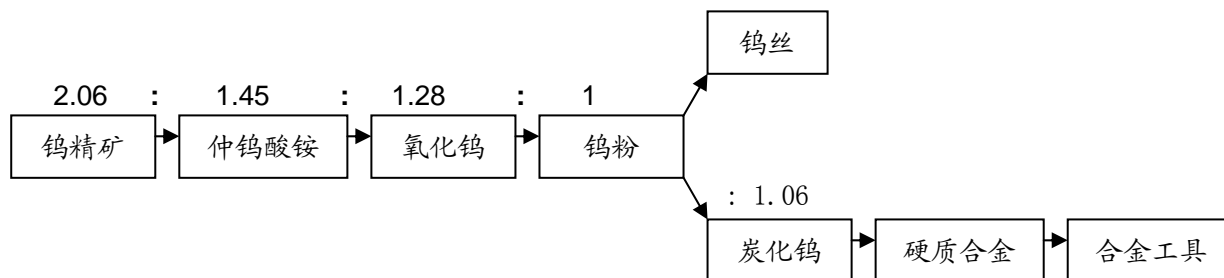
资料来源: 中投证券研究所

图 1 厦门钨业组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 钨产业链及转换比例



资料来源：中投证券研究所

表 1 厦门钨业钨精矿产量及自给率（吨）

	2009E	2010E	2011E
行洛坑矿(持股 98.95%)	2300	2800	3500
豫鹭矿业(持股 60%)	2500	3500	4000
废钨回收	1200	1500	2000
钨精矿合计供应量	6000	7800	9500
APT 产量	12000	12000	12000
钨精矿需求量 (1: 1.42)	17000	17000	17000
钨精矿自给率(%)	35.29%	45.88%	55.88%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 厦门钨业钨中间产品生产情况（吨）

	2009E	2010E	2011E
APT	12000	12000	12000
钨粉	3000	5000	5000
碳化钨	2000	3000	3000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 厦门钨业钨丝产品生产情况

	2009E	2010E	2011E
粗钨丝产量（吨）	500	650	700
细钨丝产量（亿米）	100	120	150
钨丝	10	15	20

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 厦门钨业硬质合金产品生产情况（吨）

	2009E	2010E	2010E
硬质合金(吨)	800	1200	1500
PCB 工具(万件)	150	300	400
立铣刀(万件)	20	30	100

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 电池材料产量预测 (吨)

	2009E	2010E	2011E
贮氢合金粉	2000	5000	8000
钴酸锂	1000	1000	1000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 6 房地产业务收入预测

	2009E	2010E	2011E
收入(亿元)	32	28	30
贡献 EPS(元)	0.23	0.20	0.21

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 7 未来三年主要产品产量预测

	2009E	2010E	2011E
钨精矿产量(吨)	6000	7800	9500
APT 产量(吨)	12000	12000	12000
钨粉(吨)	3000	5000	5000
碳化钨(吨)	2000	3000	3000
粗钨丝产量(吨)	500	650	700
细钨丝产量(亿米)	100	120	150
钼丝(亿米)	10	15	20
硬质合金(吨)	800	1200	1500
PCB 工具(万件)	150	300	400
立铣刀(万件)	20	30	100
贮氢合金粉(吨)	2000	5000	8000
钴酸锂(吨)	1000	1000	1000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 8 主要产品价格预测 (万元/吨)

	2009E	2010E	2011E
钨精矿的价格	6.00	8.00	10.00
APT	9.00	12.00	15.00
钨粉	13.70	15.20	16.80
硬质合金	30.00	35.00	40.00

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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	6469	9023	9661	10045	营业收入	4947	6339	6689	7038
现金	271	1902	2007	2111	营业成本	3958	5039	5177	5364
应收账款	594	740	786	828	营业税金及附加	194	127	120	120
其它应收款	361	303	348	381	营业费用	107	235	227	211
预付账款	401	460	479	502	管理费用	177	425	308	282
存货	4715	5477	5883	6057	财务费用	55	104	140	122
其他	126	143	159	166	资产减值损失	65	0	0	0
非流动资产	2363	2584	2611	2587	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	24	199	113	127	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1502	1709	1842	1863	营业利润	390	410	717	939
无形资产	234	234	234	234	营业外收入	25	0	0	0
其他	604	442	422	363	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	8832	11607	12272	12632	利润总额	405	410	717	939
流动负债	4011	6584	6637	6235	所得税	69	74	129	169
短期借款	279	3221	3038	2441	净利润	336	336	589	772
应付账款	301	398	406	420	少数股东损益	134	123	219	289
其他	3430	2965	3193	3374	归属母公司净利润	203	213	370	483
非流动负债	1415	1383	1405	1394	EBITDA	570	655	1025	1251
长期借款	902	902	902	902	EPS (元)	0.30	0.31	0.54	0.71
其他	513	481	503	492					
负债合计	5426	7967	8042	7628	主要财务比率				
少数股东权益	1432	1555	1773	2062	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	682	682	682	682	成长能力				
资本公积	543	543	543	543	营业收入	7.0%	28.1%	5.5%	5.2%
留存收益	750	860	1230	1714	营业利润	15.2%	5.1%	74.9%	31.0%
归属母公司股东权益	1975	2085	2456	2942	归属于母公司净利润	1.1%	5.1%	73.9%	30.6%
负债和股东权益	8832	11607	12272	12632	获利能力				
					毛利率	20.0%	20.5%	22.6%	23.8%
					净利率	4.1%	3.4%	5.5%	6.9%
					ROE	10.3%	10.2%	15.1%	16.4%
					ROIC	7.9%	7.5%	11.6%	14.3%
					偿债能力				
					资产负债率	61.4%	68.6%	65.5%	60.4%
					净负债比率	31.16%	51.75%	48.99%	43.82%
					流动比率	1.61	1.37	1.46	1.61
					速动比率	0.43	0.53	0.56	0.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.62	0.56	0.57
					应收账款周转率	8	9	8	8
					应付账款周转率	12.79	14.41	12.88	12.99
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.31	0.54	0.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	-0.27	0.93	1.45
					每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.06	3.60	4.31
					估值比率				
					P/E	51.94	49.43	28.43	21.77
					P/B	5.33	5.05	4.28	3.58
					EV/EBITDA	23	20	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

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