

2010-03-19

有色金属/钨冶炼业

公司研究 / 更新报告

厦门钨业 (600549)

中性/ 维持评级

股价: RMB16.78

分析师
叶洮

+755-82492171 yetao@lhqz.com

孙蕾

+21-68498607 sunlei@lhqz.com

张勇

+755-82125160 zhangyong@lhqz.com

相关研究

《2010 年度策略: 退一步, 海阔天空》
(2009/11/26)

《厦门钨业: 房地产业务挑大梁》
(2009/11/01)

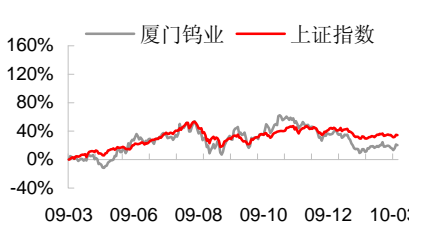
《厦门钨业: 虽在低点, 但在恢复》
(2009/04/30)

《厦门钨业: 力保主业份额, 布局新能源材料》
(2008/11/11)

基础数据

| | |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股) | 682 |
| 流通 A 股 (百万股) | 682 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0.00 |
| 可转债 (百万元) | N/A |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 11444 |

与上证指数对比走势图



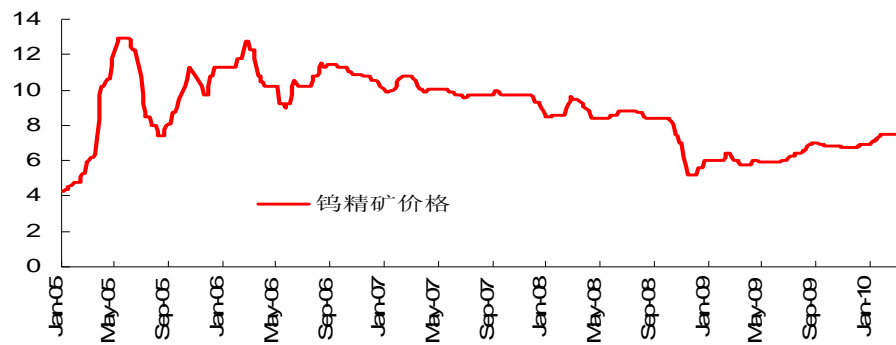
资料来源: 华泰联合证券

地产挑大梁, 期待金属业务复苏

—厦门钨业 2009 年年报点评

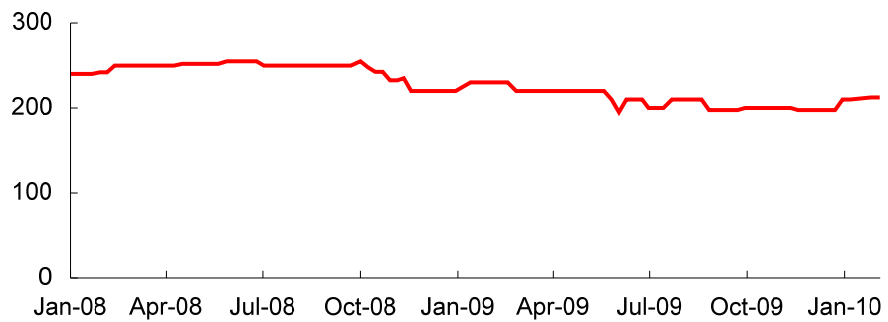
- 公司于 3 月 18 日发布年报, 2009 年实现营业收入 63.38 亿元, 同比增长 28.12%; 扣除非经常性损益的净利润约为 1.89 亿元, 同比增长 0.16%; 实现 EPS 0.2777 元/股, 同比增长 0.14%。公司业绩基本符合预期。
- 2009 年, 受金融危机影响, 钨, 钼等有色金属制品及新能源新材料产品销量及价格均有所下降, 致使公司金属业务收入下降 40.37%, 能源新材料业务收入下降 20.61%, 对整体业绩产生拖累。
- 公司实现利润增长主要得益于其房地产业务的发展。2009 年, 受益于地产业景气回升, 公司开发的厦门海峡国际社区一期项目及成都鹭岛社区三期项目销售超预期。报告期内, 公司地产项目共实现营业收入 37.85 亿元, 同比增长 309.1%, 成为公司收入, 利润双增长的最大功臣。
- 公司的发展思路是以钨为主业, 以钼系列产品和能源新材料为两翼, 以房地产为一个时期的利润增长点。钨业务方面, 洛阳豫鹭矿业和福建宁化行洛坑钨矿的建成投产, 将提升公司钨矿原料供应能力。产品方面, 开发了六氟化钨及深加工系列产品, 建成了完整生产线并已生产出产品。钨业务未来仍将是公司做强的核心业务。
- 能源新材料方面, 三元合金, 锰酸锂等能源新材料已进入客户测试阶段, 获得客户的初步认可。为解决能源新材料的原料来源, 公司正在整合福建省内的稀土资源。国家稀土保护措施的逐步实施, 将进一步凸显公司在稀土资源整合方面的优势。随着未来低碳经济的发展, 公司能源新材料产业链的形成和产销量的增长将是公司未来做大的关键。
- 房地产业务在未来一段时期内仍然是公司的重要支柱。厦门海峡国际社区后续项目未来将陆续进入结算期, 房地产业务在 2010 年仍将贡献盈利, 但相比 2009 年, 由于可结算项目的减少, 房地产业务对利润的贡献将有所下降。
- 随着世界经济的逐渐复苏, 加上我国对钨、稀土等稀有资源开发的进一步控制, 2010 年公司主要金属原料 (钨、钼、钴、镍、稀土) 及产品的需求将逐步恢复, 其价格也将有所回升。但我们同时也看到, 经济复苏之路并不平坦, 政策退出和经济复苏间的博弈在 2010 年将尤其明显, 向上的趋势虽已明确, 但波折难免, 这将对公司的金属业务的恢复产生一定的压力。
- 我们预计公司 2010-2011 年每股收益为 0.51 元/股、0.61 元/股, 当前股价对应 PE 为: 32 和 27.5 倍。鉴于公司金属业务恢复仍存在不确定性, 而房地产业务收入在 2010 年将有所下降, 维持公司“中性”评级。

图 1、钨精矿价格



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究

图 2、钨酸盐 (APT) 价格



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究

盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 7360 | 7204 | 7290 | 7885 | 营业收入 | 6338 | 6100 | 6690 | 7337 |
| 现金 | 1153 | 789 | 886 | 1563 | 营业成本 | 4532 | 4804 | 5149 | 5518 |
| 应收账款 | 560 | 630 | 677 | 732 | 营业税金及附加 | 656 | 244 | 268 | 293 |
| 其他应收款 | 395 | 364 | 420 | 452 | 营业费用 | 108 | 113 | 124 | 134 |
| 预付账款 | 532 | 507 | 560 | 602 | 管理费用 | 202 | 199 | 220 | 239 |
| 存货 | 4648 | 4804 | 4634 | 4414 | 财务费用 | 67 | 16 | 22 | -1 |
| 其他流动资产 | 72 | 111 | 115 | 121 | 资产减值损失 | 87 | 67 | 73 | 73 |
| 非流动资产 | 3346 | 3152 | 3292 | 3385 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 36 | 36 | 36 | 36 | 投资净收益 | -2 | -1 | -1 | -1 |
| 固定资产 | 2018 | 2081 | 2114 | 2123 | 营业利润 | 685 | 657 | 834 | 1078 |
| 无形资产 | 225 | 243 | 254 | 263 | 营业外收入 | 59 | 37 | 39 | 41 |
| 其他非流动资产 | 1066 | 792 | 888 | 963 | 营业外支出 | 19 | 13 | 15 | 15 |
| 资产总计 | 10706 | 10357 | 10583 | 11269 | 利润总额 | 724 | 681 | 858 | 1104 |
| 流动负债 | 6145 | 4994 | 4519 | 4290 | 所得税 | 259 | 115 | 155 | 199 |
| 短期借款 | 499 | 705 | 338 | 200 | 净利润 | 466 | 565 | 704 | 905 |
| 应付账款 | 909 | 669 | 768 | 852 | 少数股东损益 | 253 | 216 | 286 | 368 |
| 其他流动负债 | 4737 | 3620 | 3412 | 3238 | 归属母公司净利润 | 213 | 349 | 418 | 537 |
| 非流动负债 | 543 | 780 | 845 | 930 | EBITDA | 876 | 837 | 1036 | 1274 |
| 长期借款 | 394 | 444 | 544 | 644 | EPS (元) | 0.31 | 0.51 | 0.61 | 0.79 |
| 其他非流动负债 | 149 | 336 | 301 | 286 | | | | | |
| 负债合计 | 6688 | 5774 | 5363 | 5221 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 1707 | 1923 | 2209 | 2577 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 682 | 682 | 682 | 682 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 763 | 763 | 763 | 763 | 营业收入 | 28.1% | -3.8% | 9.7% | 9.7% |
| 留存收益 | 857 | 1216 | 1566 | 2027 | 营业利润 | 77.7% | -4.0% | 26.9% | 29.3% |
| 归属母公司股东权益 | 2311 | 2660 | 3011 | 3472 | 归属于母公司净利润 | 6.9% | 64.2% | 19.6% | 28.6% |
| 负债和股东权益 | 10706 | 10357 | 10583 | 11269 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 28.5% | 21.3% | 23.0% | 24.8% |
| | | | | | 净利率(%) | 3.4% | 5.7% | 6.2% | 7.3% |
| | | | | | ROE(%) | 9.2% | 13.1% | 13.9% | 15.5% |
| | | | | | ROIC(%) | 15.6% | 11.6% | 13.8% | 17.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 62.5% | 55.7% | 50.7% | 46.3% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 13.35% | 23.41% | 19.92% | 19.25% |
| | | | | | 流动比率 | 1.20 | 1.44 | 1.61 | 1.84 |
| | | | | | 速动比率 | 0.44 | 0.48 | 0.59 | 0.81 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.65 | 0.58 | 0.64 | 0.67 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 7.49 | 6.09 | 7.17 | 6.81 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.31 | 0.51 | 0.61 | 0.79 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.96 | -1.00 | 1.04 | 1.53 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 3.39 | 3.90 | 4.41 | 5.09 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 53.77 | 32.76 | 27.39 | 21.29 |
| | | | | | P/B | 4.95 | 4.30 | 3.80 | 3.30 |
| | | | | | EV/EBITDA | 14 | 15 | 12 | 10 |

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com