

小金属

杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 19.99 元

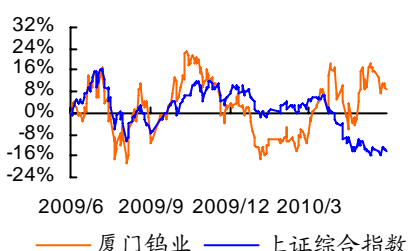
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2552.82
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	136
EPS (TTM)	0.41
每股净资产(元)	5.89
资产负债率	62.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	1.97	23.70	8.16
上证综合指数	-2.66	-15.45	-18.74



相关报告

《厦门钨业-钨钼业务明显好转 新能源材料业务将迅速成长》2010-3-29

《厦门钨业-钨钼业务有望持续好转 新能源业务将成为新的盈利增长点》2010-3-19

《厦门钨业-地产业务良好促业绩略超预期 10 年期待金属业务进一步好转》2010-2-3

厦门钨业

600549

推荐

钨产品结构迅速高端化 新能源材料业务将向两端突

我们近日调研了厦门钨业, 通过调研我们认, 未来两年公司钨业务继续稳步发展, 钨产业链进一步向下游延伸, 高端硬质合金深加工产品技术已经突破, 批量化生产可期, 产品结构逐步向高端化发展, 盈利能力有望进一步增强; 新能源材料业务有望突破资源瓶颈, 未来两年有望获取稀土资源, 同时产品结构也进一步向下游延伸; 钴酸锂、锰酸锂等产品方面也将受益行业高速发展。因此, 整体来看, 未来两年厦门钨业主要业务都将出现重大突破, 业绩有望快速增长。

投资要点:

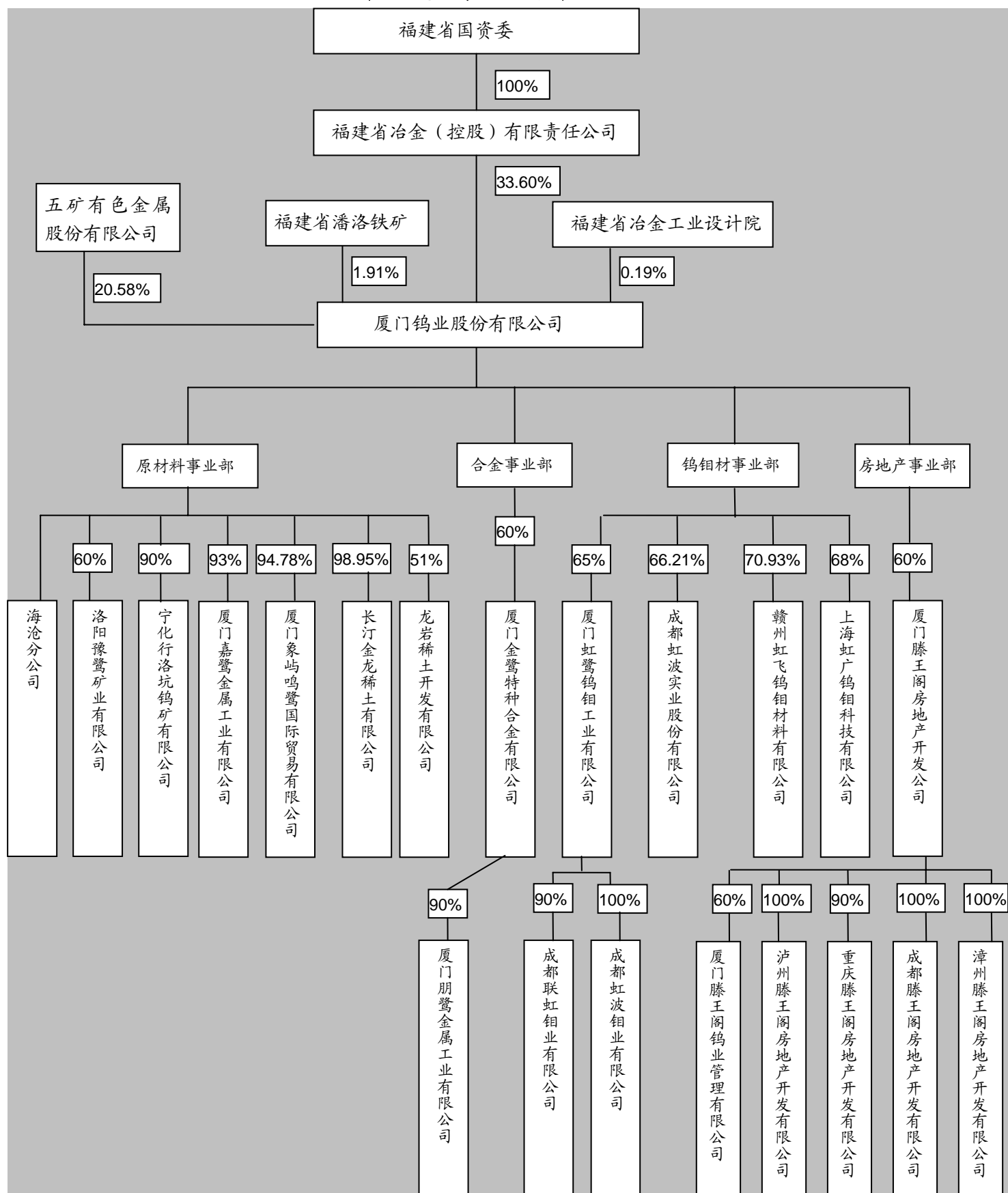
- 钨矿山板块: 公司宁化行洛坑矿与豫鹭矿业随着开采深度增加、钨品位也将逐渐提升, 钨精矿产量也有望逐年增加。预计行洛坑钨矿 10-12 年钨精矿产量预计为 2800、3200、3500 吨; 洛阳豫鹭矿业预计 10-12 年钨精矿产量为 2800、3300、3600 吨。嘉鹭公司预计 10-12 年产量为 1300、1500、1600 吨。
- 钨中间产品产能均满负荷运转。公司目前拥有 APT 产能 17000 吨/年, 钨粉和碳化钨产能分别为 5000 吨/年和 3500 吨/年, 中间产品产能上半年充分利用。
- 钨钼丝板块继续维持高的盈利能力: 公司拥有粗钨丝产能 1500 吨/年, 细钨丝产能 150 亿米/年, 细钨丝产能在 15 亿米左右。公司钨丝具有很强的市场竞争力和盈利能力, 我们认为, LED 灯长远来看对传统照明市场造成一定的压力, 但随着节能灯的高速发展, 公司钨钼丝未来 3-5 年仍有广阔的市场空间。
- 硬质合金和精密刀具: 公司目前拥有硬质合金产能 2000 吨的产能, 目前产能利用率较高, 其中公司 PCB、立铣刀等刀具技术已经解决, 预计产能很快充分利用产量将迅速扩张。硬质合金深加工工具将大幅提升公司钨产品的盈利能力。
- 新能源材料将成公司新的利润增长点: 公司稀土业务将进一步向上游资源和下游深加工延伸, 公司目前贮氢合金粉产能已达到 5000 吨/年, 未来将达到 8000 吨/年; 1000 吨三基色荧光粉已经进入小规模的生产; 3000 吨的磁性材料也将分期进入建设与生产期; 公司还拥有 2000 吨/年的钴酸锂、锰酸锂等电池材料产能。公司贮氢合金粉、钴酸锂等电池材料将受益于新能源产业的快速发展。
- 房地产板块: 10 年主要结算为尾盘, 预计贡献收入及利润有限; 11 年厦门海峡国际社区二期进入结算, 三期目前处于建设阶段, 四期目前尚处于规划阶段; 另外, 公司漳州地块也进入建设准备期。我们认为, 10 年地产结算收入可能下降, 11、12 年地产收入预计仍较为可观。
- 维持推荐的投资评级。考虑到公司地产业务低于预期和金属业务好于我们之前的预期, 我们微调公司 10-11 年盈利预测至 0.38 元、0.80 和 0.94 元, 考虑到公司金属业务产业链两端都将有重大突破, 维持对公司推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标价为 25 元。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	4545	9126	10107
同比(%)	28%	-28%	101%	11%
归属母公司净利润(百万元)	213	260	544	641
同比(%)	7%	22%	109%	18%
毛利率(%)	28.5%	24.0%	29.0%	30.0%
ROE(%)	9.2%	10.5%	18.1%	17.5%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.80	0.94
P/E	53.77	43.94	21.03	17.85
P/B	4.95	4.64	3.80	3.13
EV/EBITDA	14	15	8	7

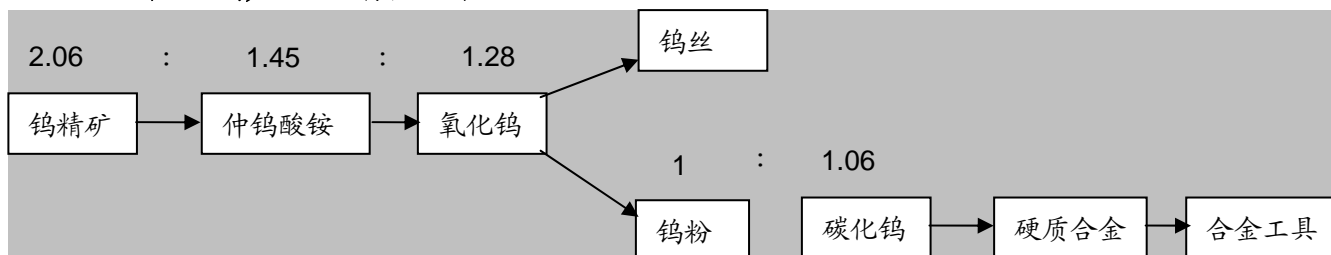
资料来源: 中投证券研究所

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）

	2010E	2011E	2012E
行洛坑矿（持股 98.95%）	2800	3200	3500
豫鹭矿业（持股 60%）	2800	3300	3600
废钨回收	1300	1500	1600
钨精矿合计供应量	6900	8000	8700

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）

	2010E	2011E	2012E
APT	17000	17000	17000
钨粉	5000	5000	5000
碳化钨	3500	3500	3500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 厦门钨业钨丝产品销售情况

	2010E	2011E	2012E
粗钨丝产量（吨）	700	700	700
细钨丝产量（亿米）	150	150	150
钨丝	15	15	15

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）

	2010E	2011E	2012E
硬质合金(吨)	1800	2000	3000

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）

	2010E	2011E	2012E
贮氢合金粉	4000	5000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	1500	1800	2000

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

	2010E	2011E	2012E
收入(亿元)	5	40	40
贡献 EPS(元)	0.02	0.40	0.40

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 主要产品价格预测 (万元/吨)

	2010E	2011E	2012E
钨精矿的价格	8.00	10.00	12.00
APT	12.00	14.50	16.00

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	7360	5940	11261	12274	营业收入	6338	4545	9126	10107
现金	1153	936	1825	2021	营业成本	4532	3453	6479	7076
应收账款	560	470	923	1008	营业税金及附加	656	227	730	809
其他应收款	395	271	573	623	营业费用	108	91	183	202
预付账款	532	364	704	772	管理费用	202	150	319	354
存货	4648	3817	7080	7683	财务费用	67	3	19	23
其他流动资产	72	82	156	166	资产减值损失	87	0	0	0
非流动资产	3346	2826	2904	2840	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	36	32	32	33	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	2018	2128	2202	2180	营业利润	685	621	1396	1644
无形资产	225	225	225	225	营业外收入	59	0	0	0
其他非流动资产	1066	440	445	401	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	10706	8765	14165	15114	利润总额	724	621	1396	1644
流动负债	6145	3680	8065	7796	所得税	259	155	349	411
短期借款	499	0	1681	804	净利润	466	466	1047	1233
应付账款	909	481	966	1093	少数股东损益	253	205	502	592
其他流动负债	4737	3199	5418	5899	归属母公司净利润	213	260	544	641
非流动负债	543	705	672	657	EBITDA	876	799	1612	1883
长期借款	394	394	394	394	EPS (元)	0.31	0.38	0.80	0.94
其他非流动负债	149	311	278	263					
负债合计	6688	4384	8738	8453	主要财务比率				
少数股东权益	1707	1912	2415	3006	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	682	682	682	682	成长能力				
资本公积	763	763	763	763	营业收入	28.1	-28.3	100.8	10.8
留存收益	857	1015	1559	2200	营业利润	77.7	-9.3%	124.8	17.8
归属母公司股东权益	2311	2469	3013	3654	归属于母公司净利润	6.9%	22.4	109.0	17.8
负债和股东权益	10706	8765	14165	15114	获利能力				
					毛利率(%)	28.5	24.0	29.0	30.0
					净利率(%)	3.4%	5.7%	6.0%	6.3%
					ROE(%)	9.2%	10.5	18.1	17.5
					ROIC(%)	15.7	12.4	18.9	21.6
					偿债能力				
					资产负债率(%)	62.5	50.0	61.7	55.9
					净负债比率(%)	13.35	8.99	23.75	14.17
					流动比率	1.20	1.61	1.40	1.57
					速动比率	0.43	0.57	0.51	0.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.47	0.80	0.69
					应收账款周转率	10	8	12	10
					应付账款周转率	7.49	4.97	8.95	6.87
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.38	0.80	0.94
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	0.69	-0.71	1.83
					每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.62	4.42	5.36
					估值比率				
					P/E	53.77	43.94	21.03	17.85
					P/B	4.95	4.64	3.80	3.13
					EV/EBITDA	14	15	8	7

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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434