

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

厦门钨业 600549 推荐

业绩略超预期 未来两年各项业务有望出现全面突破

厦门钨业今日公告业绩快报, 公司上半年实现营业收入 24.49 亿元, 同比增长 125%; 实现营业利润 3.46 亿元, 利润总额 3.55 亿元, 净利润 2.82 万元, 归属上市公司股东的净利润 1.92 亿元, 基本 EPS0.28 元, 略高于我们此前的预期。对公司未来经营状况, 我们依然认为, 未来两年各项业务都有明显突破, 业绩将持续增长。

6-12 个月目标价: 25.00 元
当前股价: 19.73 元
评级调整: 维持

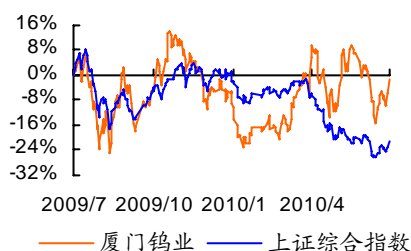
投资要点:

基本资料

上证综合指数	2535.39
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	135
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	-3.62	-5.44	11.29
上证综合指数	-1.96	-16.41	-19.74



- 厦门钨业业绩超预期主要由经营状况持续好转所致。公司 2010 年 2 季度实现营业收入 14.26 亿元, 环比增长 39.50%; 实现营业利润 1.99 亿元, 环比增长 34.66%; 实现净利润 1.67 亿元, 同比增长 45.68%; 2 季度归属上市公司股东的净利润 1.22 亿元, 同比增长 74.18%。我们可以看出, 公司 2 季度经营状况明显好于 1 季度, 主要由经营状况好转所致, 另一方面, 由于钨精矿价格的持续上涨, 预计公司控股比例更高的矿山板块盈利能力得到了更大的提升, 表现为公司少数股东权益比例在 2 季度有所下降。
- 公司钨业务下游将出现突破。公司钨矿山板块预计增量比较稳定; 中间产品慢负荷运转, 预计短期扩产可能性也不大; 硬质合金刀具的突破是钨板块盈利能力提升的关键。
- 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, 细钼丝产能在 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。
- 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; 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 年以后再次进入结算高峰, 10 年主要结算为尾盘, 预计贡献收入及利润有限; 11-12 年厦门海峡国际社区二、三期分别进入结算, 另外, 公司漳州地块也进入建设准备期。
- 维持推荐的投资评级。我们暂时维持 10-11 年盈利预测至 0.38 元、0.80 和 0.94 元, 维持推荐的投资评级, 6-12 个月目标价为 25 元。

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-钨产品结构迅速高端化 新能源材料业务将向两端突破》2010-6-28

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	63.23	51.67	24.72	20.99
P/B	5.82	5.45	4.47	3.68
EV/EBITDA	16	18	9	8

资料来源: 中投证券研究所

表 1 厦门钨业 2010 年上半年主要财务数据 (万元)

	2010 年 (1-6 月)	2009 年 (1-6 月)	增减幅度(%)
营业收入	244,929.14	108,521.71	125.70
营业利润	34,635.00	1,252.28	2,665.76
利润总额	35,474.07	2,940.77	1,106.29
净利润	28,212.36	1,845.14	1,429.01
归属于上市公司股东的净利润	19,161.68	1,392.23	1,276.33
	2010 年 6 月末	2009 年末	增减幅度(%)
总资产	1,132,514.71	1,070,563.75	5.79
所有者权益 (或股东权益)	240,053.72	231,081.28	3.88

资料来源: 公司公告

表 2 厦门钨业 2010 年上半年主要财务指标

	2010 年 (1-6 月)	2009 年 (1-6 月)	增减幅度(%)
基本每股收益 (元 / 股)	0.2810	0.0204	1,277.45
全面摊薄净资产收益率 (%)	7.98	0.74	增加 7.24 个百分点
	2010 年 6 月末	2009 年末	增减幅度(%)
归属于上市公司股东的每股净资产 (元 / 股)	3.52	3.39	3.83

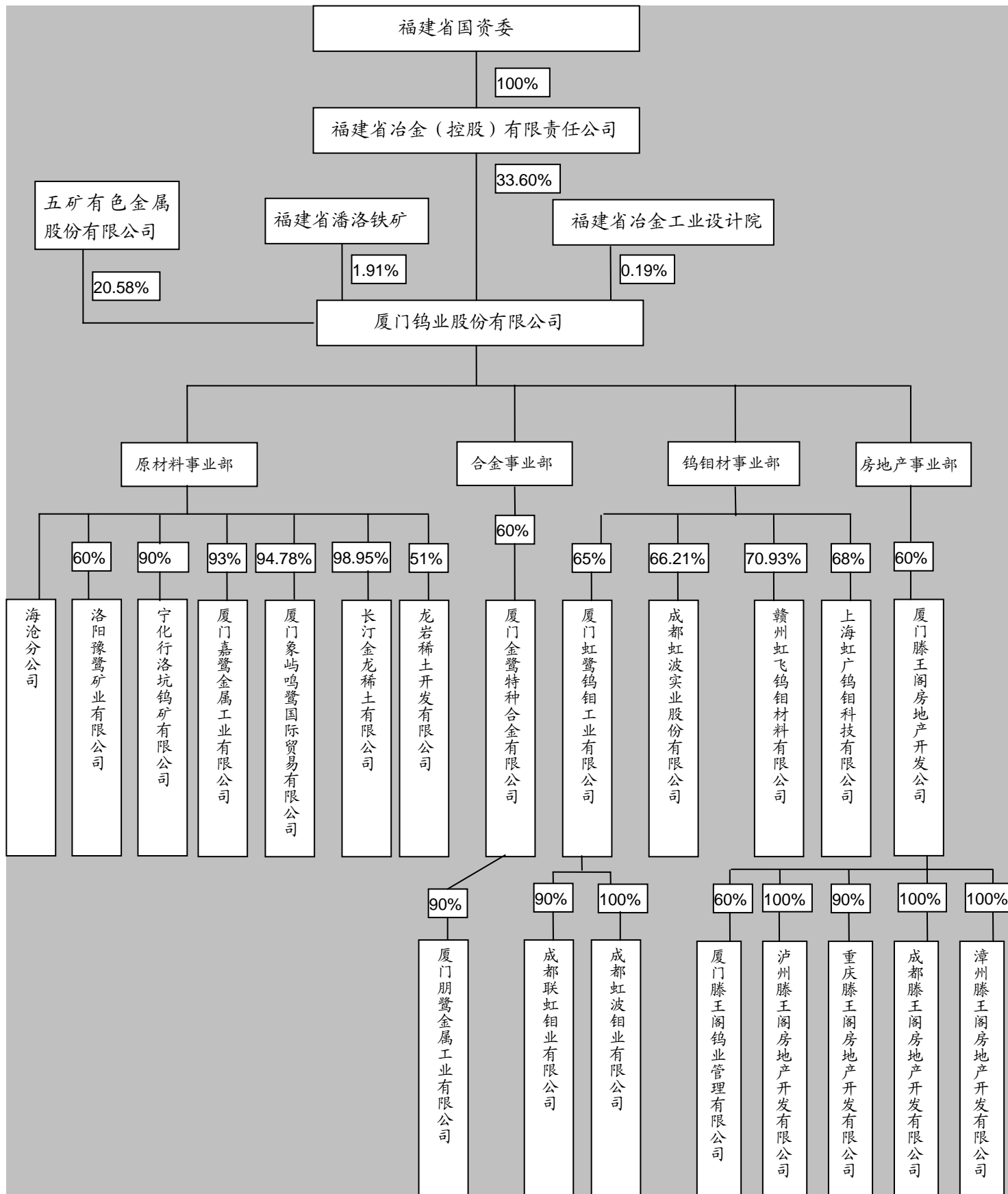
资料来源: 公司公告

表 3 厦门钨业 2010 年 Q1、Q2 主要财务数据比较

	2010 年 1-6 月	2010 年 Q1	2010 年 Q2	Q2 环比
营业收入	244,929.14	102266.31	142662.83	39.50%
营业利润	34,635.00	14759.55	19875.45	34.66%
利润总额	35,474.07	14906.24	20567.83	37.98%
净利润	28,212.36	11483.47	16728.89	45.68%
归属于上市公司股东的净利润	19,161.68	6988.75	12172.93	74.18%
EPS	0.28	0.10	0.18	-

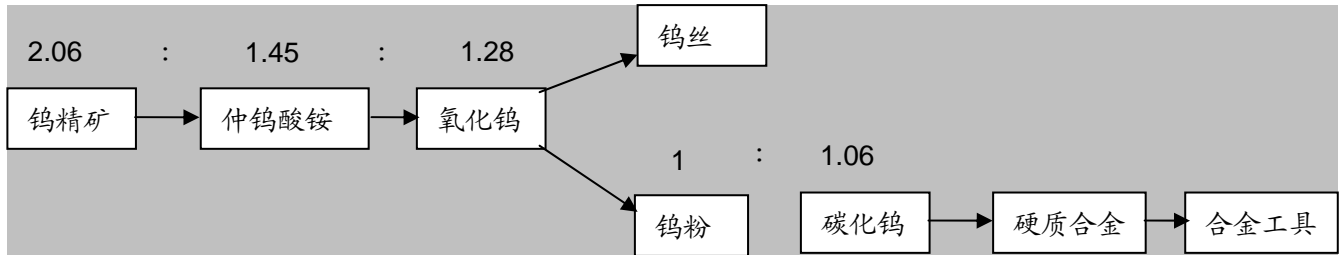
资料来源: 公司公告、中投证券

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 4 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 5 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 6 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 7 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 8 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 9 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 10 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				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7360	5940	11261	12274
现金	1153	936	1825	2021
应收账款	560	470	923	1008
其他应收款	395	271	573	623
预付账款	532	364	704	772
存货	4648	3817	7080	7683
其他流动资产	72	82	156	166
非流动资产	3346	2826	2904	2840
长期投资	36	32	32	33
固定资产	2018	2128	2202	2180
无形资产	225	225	225	225
其他非流动资产	1066	440	445	401
资产总计	10706	8765	14165	15114
流动负债	6145	3680	8065	7796
短期借款	499	0	1681	804
应付账款	909	481	966	1093
其他流动负债	4737	3199	5418	5899
非流动负债	543	705	672	657
长期借款	394	394	394	394
其他非流动负债	149	311	278	263
负债合计	6688	4384	8738	8453
少数股东权益	1707	1912	2415	3006
股本	682	682	682	682
资本公积	763	763	763	763
留存收益	857	1015	1559	2200
归属母公司股东权益	2311	2469	3013	3654
负债和股东权益	10706	8765	14165	15114

现金流量表				
单位:百万				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2019	470	-487	1247
净利润	466	466	1047	1233
折旧摊销	124	175	198	217
财务费用	67	3	19	23
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	1385	-512	-1869	-244
其他经营现金流	-24	337	118	19
投资活动现金流	-493	-81	-286	-151
资本支出	330	300	280	150
长期投资	-181	-202	6	1
其他投资现金流	-344	17	0	0
筹资活动现金流	-643	-606	1662	-900
短期借款	220	-499	1681	-877
长期借款	-508	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	219	0	0	0
其他筹资现金流	-575	-107	-19	-23
现金净增加额	882	-217	889	196

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	6338	4545	9126	10107
营业成本	4532	3453	6479	7076
营业税金及附加	656	227	730	809
营业费用	108	91	183	202
管理费用	202	150	319	354
财务费用	67	3	19	23
资产减值损失	87	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	685	621	1396	1644
营业外收入	59	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	724	621	1396	1644
所得税	259	155	349	411
净利润	466	466	1047	1233
少数股东损益	253	205	502	592
归属母公司净利润	213	260	544	641
EBITDA	876	799	1612	1883
EPS (元)	0.31	0.38	0.80	0.94

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	28.1	-28.3	100.8	10.8
营业利润	77.7	-9.3%	124.8	17.8
归属于母公司净利润	6.9%	22.4	109.0	17.8
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	63.23	51.67	24.72	20.99
P/B	5.82	5.45	4.47	3.68
EV/EBITDA	16	18	9	8

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 ±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