

**小金属**  
署名人: 杨国萍  
0755-82026714  
yangguoping@cjis.cn  
yangguoping@cjis.cn  
署名人: 张镭  
执业证书编号: S0960209060260  
0755-82026705  
zhanglei@cjis.cn

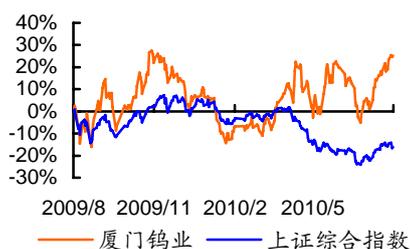
**6-12个月目标价:** 28.00元  
当前股价: 22.26元  
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2575.48
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	152
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	18.34	29.78	35.42
上证综合指数	3.40	-3.02	-14.67



**相关报告**

《厦门钨业-业绩略超预期 未来两年各项业务有望出现全面突破》 2010-7-21

《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》 2010-6-28

《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 600549 强烈推荐**

**中期业绩超预期; 钨价向好、订单饱满以及钨下游高端产品和新能源领域上游资源均有望出现突破是公司未来业绩持续增长的有力保障**

**投资要点:**

- 厦门钨业上半年业绩同比大幅增长、超我们以及市场普遍预期, 且基本全部为钨业务贡献。公司上半年实现营业收入 24.49 亿元, 同比增长 125.70%; 实现归属于上市公司股东的合并净利润 1.916 亿元, 比上年同期增长 12.76 倍。剔除房地产业务, 公司合并实现营业收入 23.13 亿元, 比上年同期增长 137.24%, 实现归属于上市公司股东的合并净利润 1.855 亿元, 比上年同期增长 622.02%。报告期内, 公司实现基本 EPS0.28 元, 扣除非经常性损益后基本 EPS0.12 元, 高于我们此前的预期。公司上半年业绩同比出现大幅好转, 主要原因是公司主营业务——钨业务相关产品销量和价格同比大幅上升。
- 公司未来两年有以下几个亮点: 1、具有中国资源优势钨产品价格向上趋势明显; 2、同时也有望受益另一具有中国资源优势的品种——稀土行业整合带来的超额收益; 3、公司硬质合金前端产品产销、产销量有望继续增长; 4、硬质合金高端深加工产品突破盈亏平衡点在即; 5、地产业务未来 3-5 年有望持续贡献利润; 6、业绩超预期的地方: 高端硬质合金产品贡献盈利和中间产品产能扩张。
- 上半年公司中间产品充分分享了产品价格上涨带来的收益, 同时下游需求复苏明显带来产能满负荷运转、销量增长明显。对于中间产品, 我们认为, 1、具有中国资源优势的钨系类产品价格继续上涨或者维持在较高位置的可能性非常大; 2、上半年以及从目前的情况来看, 在全球经济复苏趋势不明显的环境下, 公司下游需求及订单依然非常饱满, 我们判断, 随着未来全球经济复苏趋势更明显、宏观环境更加良好的情况下, 不排除公司在拥有现有资源、技术、市场、客户等优势条件下, 扩张中间产品产能。
- 盈利能力很强的硬质合金产品产能、产销量有望提升、产品结构也将持续向高端延伸。今年上半年, 公司硬质合金产能利用也很充分。此前因受金融危机影响建设速度放缓的产能也在加紧建设; 另外, 公司高端硬质合金产品也突破在即。我们认为, 公司硬质合金系列产品尤其是高端产品在突破技术瓶颈后, 将拥有非常大的进口替代的需求空间, 因此, 我们同样认为, 具有很强盈利能力、很大市场需求空间以及成本优势的公司硬质合金产品未来利润贡献将呈现大幅度的增长。
- 11-12 年公司地产业务贡献收益明显, 且地产业务储备项目至少能后续 3-5 年的开发。预计 11 年厦门海峡国际社区 2 期进入结算, 12 年 3 期进入结算。从目前 2 期销售情况来看, 价格不低于 1 期、销售状况也比较好。我们预计 2 期在 11 年结算 30 亿左右的收入, 贡献 EPS0.30 元左右。
- 上调盈利预测和投资评级。我们上调公司 10-12 年盈利预测至 0.60 元、1.04 元和 1.22 元, 同时认为公司业绩还存在超预期的可能, 6-12 个月目标价 28.00 元, 上调投资评级至强烈推荐。
- 风险提示: 钨产品价格大幅下滑、经济增长明显放缓。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	5545	9117	10194
同比(%)	28%	-13%	64%	12%
归属母公司净利润(百万元)	213	411	711	831
同比(%)	7%	93%	73%	17%
毛利率(%)	28.5%	22.0%	26.0%	26.6%
ROE(%)	9.2%	15.7%	21.4%	20.0%
每股收益(元)	0.31	0.60	1.04	1.22
P/E	71.33	36.92	21.34	18.26
P/B	6.57	5.79	4.56	3.65
EV/EBITDA	18	17	9	8

资料来源: 中投证券研究所

表 1 厦门钨业近几个季度单季度利润表数据 (百万元)

	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010H1
营业收入	563.95	754.99	4497.91	1,022.66	1426.63	2,449.29
营业成本	464.41	600.27	3009.87	812.6	1091.89	1,904.49
销售毛利	99.54	154.72	1488.04	210.06	334.74	544.8
销售毛利率(%)	17.65%	20.49%	33.08%	20.54%	23.46%	22.24%
营业税金及附加	8.9482	10.20	625.37	12.7	22.03	34.73
/营业收入(%)	1.59%	1.35%	13.90%	1.24%	1.54%	1.42%
营业费用	23.11	28.64	38.96	20.11	21.82	41.94
/营业收入(%)	4.10%	3.79%	0.87%	1.97%	1.53%	1.71%
管理费用	39.27	50.13	76.61	57.03	47.73	104.75
/营业收入(%)	6.96%	6.64%	1.70%	5.58%	3.35%	4.28%
财务费用	12.72	17.21	26.61	15.37	20.21	35.58
/营业收入(%)	2.25%	2.28%	0.59%	1.50%	1.42%	1.45%
三项费用率合计	13.32%	12.71%	3.16%	9.05%	6.30%	7.44%
资产减值损失	-2.83	8.94	87.85	-41.54	25.85	-15.69
投资净收益	-0.85	0.86	-0.85	1.21	1.66	2.87
营业利润	17.47	40.47	631.80	147.6	198.75	346.35
/营业收入(%)	3.10%	5.36%	14.05%	14.43%	13.93%	14.14%
利润总额	27.61	43.39	651.55	149.06	205.68	354.74
所得税	9.5289	9.2135	238.36	34.23	38.39	72.62
净利润	18.08	34.18	413.19	114.83	167.29	282.12
/营业收入(%)	3.21%	4.53%	9.19%	11.23%	11.73%	11.52%
归属母公司净利润	10.97	17.66	181.23	69.89	121.73	191.62
EPS(摊薄)	0.016	0.026	0.266	0.102	0.18	0.281

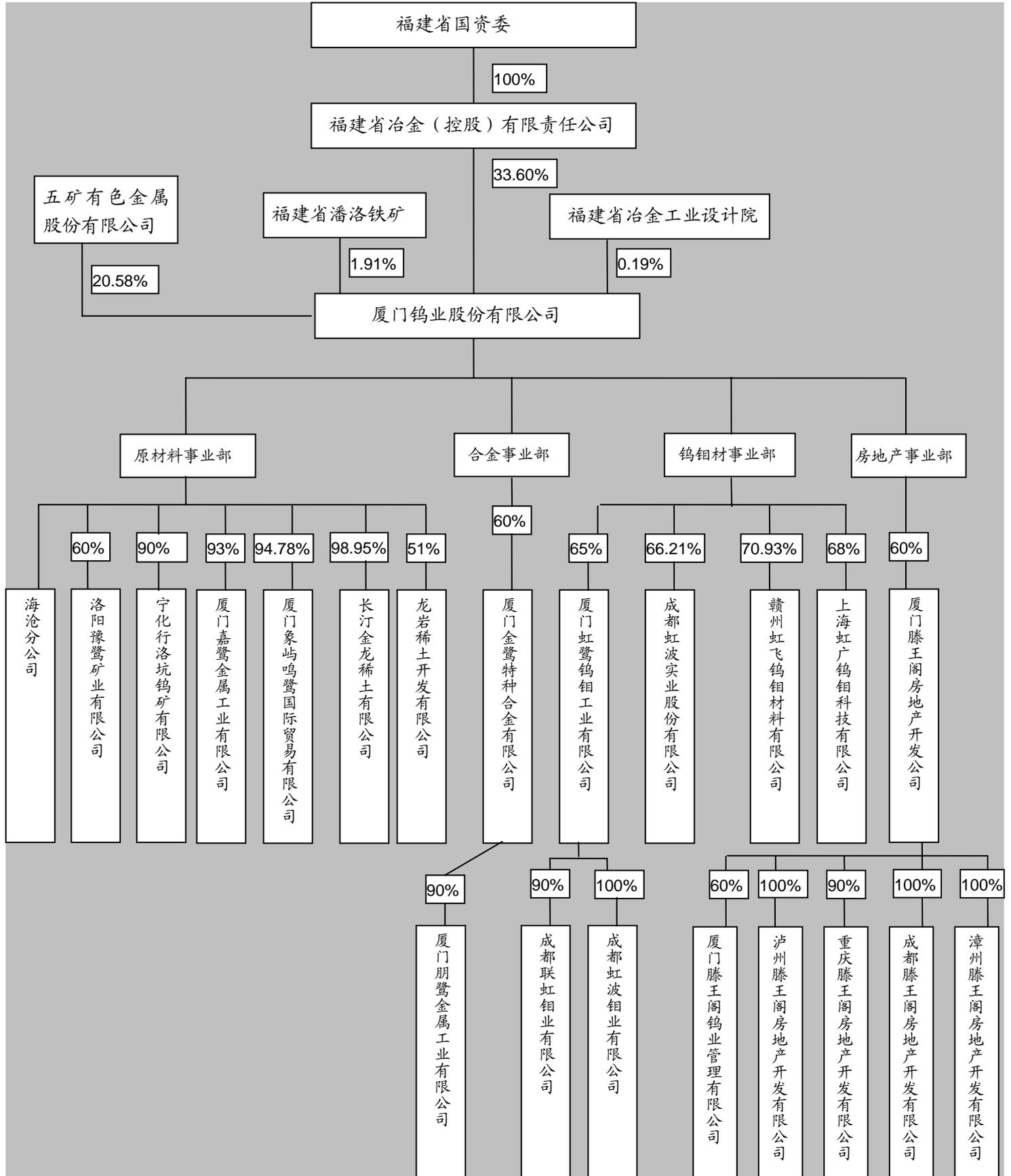
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 截止 6 月 30 日厦门钨业前 10 大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股总数
福建省冶金(控股)有限责任公司	国家	33.60	229,176,948
五矿有色金属股份有限公司	国有法人	20.58	140,374,710
日本联合材料株式会社	境外法人	9.40	64,132,692
福建省潘洛铁矿有限责任公司	国有法人	1.91	13,019,237
全国社保基金一一零组合	其他	1.19	8,133,052
广发稳健增长证券投资基金	其他	0.73	5,000,000
易方达价值成长混合型证券投资基金	其他	0.73	4,999,305
上海健特生命科技有限公司	未知	0.67	4,586,438
日本三菱商事株式会社	境外法人	0.62	4,227,600
上投摩根成长先锋股票型证券投资基金	其他	0.62	4,221,873

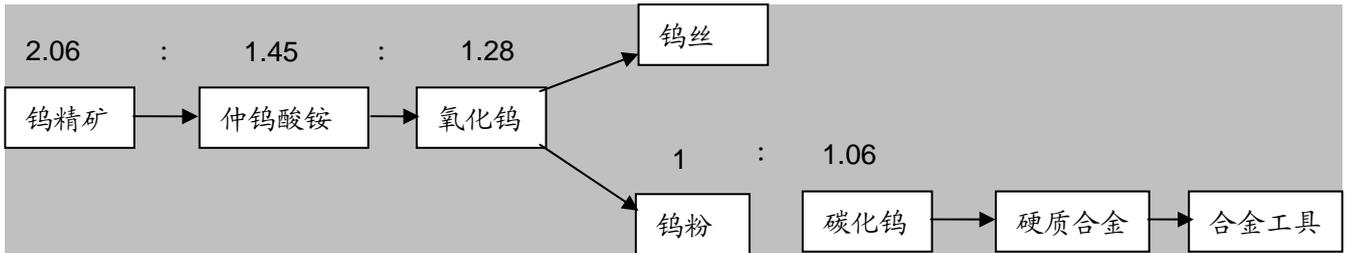
资料来源：公司公告

图 2 厦门钨业组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 钨产业链及转换比例



资料来源：中投证券研究所

表 2 厦门钨业钨精矿产量（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 3 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 4 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
钼丝	15	15	15

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 厦门钨业硬质合金产品生产情况（吨）

	2010E	2011E	2012E
硬质合金(吨)	1600	2000	3000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 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 7 房地产业务收入预测

	2010E	2011E	2012E
收入(亿元)	5	30	35
贡献 EPS(元)	0.02	0.25	0.30

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)

	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

表 9 2008 年以来国内钨精矿 (65%WO<sub>3</sub>) 价格走势 (元/吨)



数据来源：亚洲金属网

表 10 2008 年以来国内 APT 价格走势 (元/吨)



数据来源：亚洲金属网

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
<b>流动资产</b>	7360	7350	11583	12793	<b>营业收入</b>	6338	5545	9117	10194
现金	1153	1109	1823	2039	营业成本	4532	4326	6750	7483
应收账款	560	573	922	1017	营业税金及附加	656	166	274	306
其他应收款	395	331	572	629	营业费用	108	94	164	183
预付账款	532	456	734	816	管理费用	202	183	319	357
存货	4648	4781	7376	8125	财务费用	67	15	29	17
其他流动资产	72	101	155	168	资产减值损失	87	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	685	761	1581	1848
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
<b>资产总计</b>	10706	10175	14488	15632	<b>利润总额</b>	724	761	1581	1848
<b>流动负债</b>	6145	4946	8026	7708	所得税	259	152	316	370
短期借款	499	694	1589	593	<b>净利润</b>	466	609	1265	1478
应付账款	909	602	1007	1156	少数股东损益	253	198	553	647
其他流动负债	4737	3650	5430	5959	<b>归属母公司净利润</b>	213	411	711	831
<b>非流动负债</b>	543	705	672	657	EBITDA	876	952	1808	2081
长期借款	394	394	394	394	EPS (元)	0.31	0.60	1.04	1.22
其他非流动负债	149	311	278	263					
<b>负债合计</b>	6688	5651	8699	8365	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1707	1905	2458	3105	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	682	682	682	682	<b>成长能力</b>				
资本公积	763	763	763	763	营业收入	28.1	-12.5	64.4	11.8
留存收益	857	1165	1877	2708	营业利润	77.7	11.2	107.6	16.9
归属母公司股东权益	2311	2620	3331	4162	归属于母公司净利润	6.9%	93.2	73.0	16.9
<b>负债和股东权益</b>	10706	10175	14488	15632	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	28.5	22.0	26.0	26.6
					净利率(%)	3.4%	7.4%	7.8%	8.2%
					ROE(%)	9.2%	15.7	21.4	20.0
					ROIC(%)	15.7	14.0	21.9	24.2
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	62.5	55.5	60.0	53.5
					净负债比率(%)	13.35	19.25	22.80	11.80
					流动比率	1.20	1.49	1.44	1.66
					速动比率	0.43	0.51	0.52	0.60
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.65	0.53	0.74	0.68
					应收账款周转率	10	9	11	10
					应付账款周转率	7.49	5.72	8.39	6.92
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.60	1.04	1.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	-0.06	0.20	2.02
					每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.84	4.88	6.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	71.33	36.92	21.34	18.26
					P/B	6.57	5.79	4.56	3.65
					EV/EBITDA	18	17	9	8

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	2019	-39	134	1378
净利润	466	609	1265	1478
折旧摊销	124	175	198	217
财务费用	67	15	29	17
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	1385	-1199	-1455	-355
其他经营现金流	-24	360	98	22
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-643	76	866	-1012
短期借款	220	195	895	-996
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	-119	-29	-17
<b>现金净增加额</b>	882	-44	714	215

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