

**小金属**

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

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:** 60.00元

当前股价: 46.04元

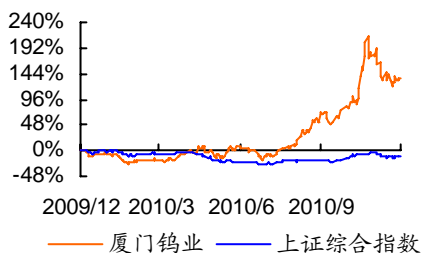
评级调整: 维持

**基本资料**

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2848.55 |
| 总股本(百万)   | 682     |
| 流通股本(百万)  | 682     |
| 流通市值(亿)   | 314     |
| EPS (TTM) | 0.73    |
| 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   | -17.31 | 34.15 | 114.1 |
| 上证综合指数 | -9.84  | 5.69  | 13.31 |



**相关报告**

《厦门钨业-3季度业绩符合预期 未来2年增长的确定性和超预期因素依然存在》  
2010-10-28

《厦门钨业-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》2010-8-13

《厦门钨业-业绩略超预期 未来两年各项

**厦门钨业**

**600549**

**强烈推荐**

**收购上海虹广股权对公司经营影响不大, 坚定看好公司未来发展**

厦门钨业今天公告, 公司将以 1176 万元收购上海广电电子股份有限公司持有的厦钨的控股子公司上海虹广钨钼科技有限公司 27%的股权, 收购完成后, 公司持有上海虹广股份由目前的 68%增加至 95%。我们认为, 本次收购对公司整体经营及业绩影响不大, 但是, 我们同时也坚持, 公司未来 3-5 年经营的亮点与业绩增长点持续出现, 我们依然非常看好公司未来的发展。

**投资要点:**

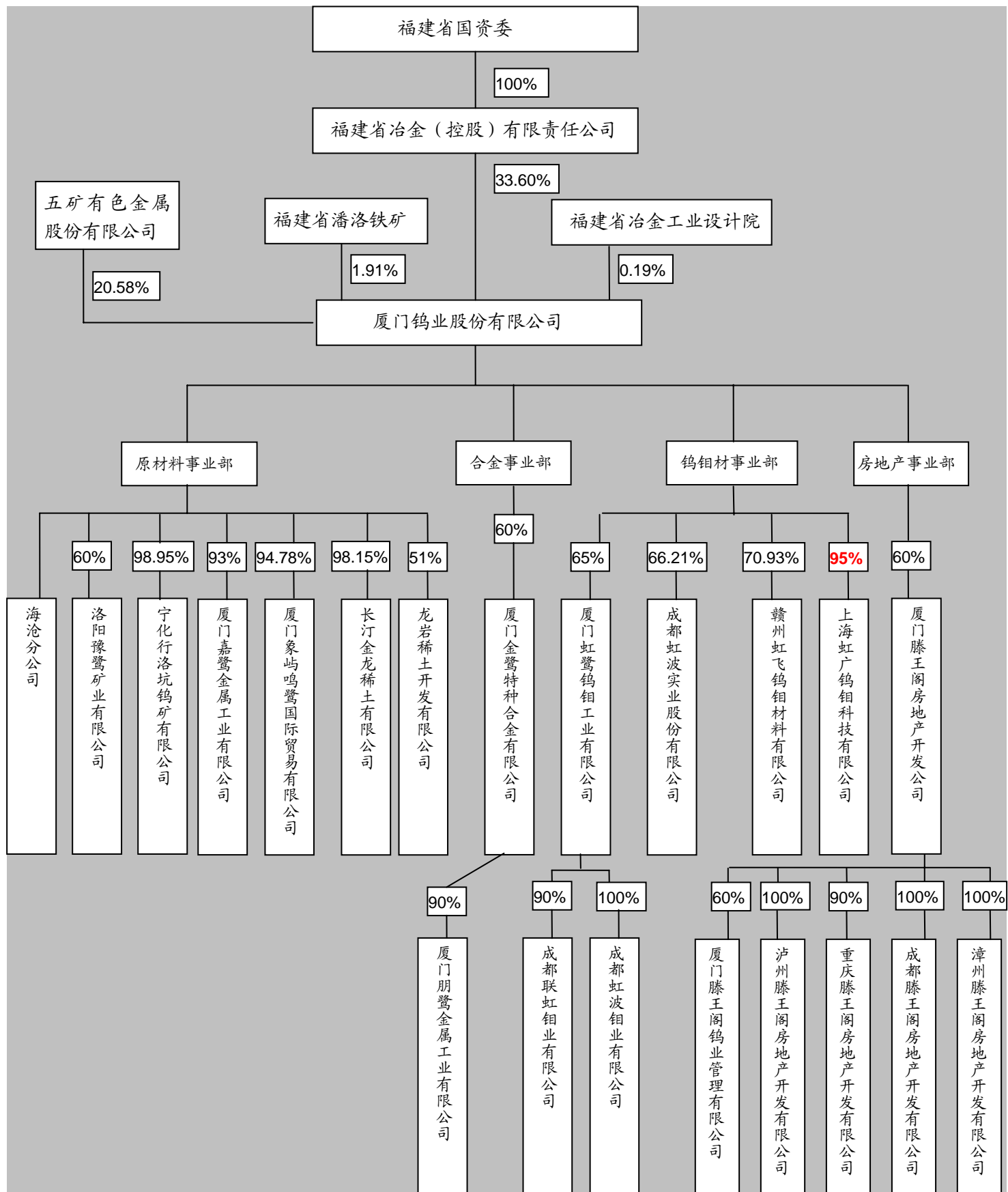
- 本次收购对厦门钨业整体经营和业绩影响不大。收购完成后, 公司持有上海虹广股权比例为 95%, 其余 5%仍由上海广电电子持有。上海虹广主要从事钨钼丝、钨钼杆、钨钼电极等钨钼制品的生产和经营, 2010年10月30日, 公司总资产 5883 万元, 净资产 2775 万元, 2010年前 10个月实现营业收入 2412 万元、净利润 46 万元。
- 我们依然认为公司未来两年有明显的不断出现新的投资亮点: 1、公司同时拥有具有绝对中国资源优势的品种——钨和稀土, 且两条产业链布局完美; 2、高端硬质合金即将贡献盈利, 是 11 年业绩增长点之一; 3、电池材料、锂离子产品将成业绩增长点之二; 4、高端磁性材料在未来 2-3 年内将成业绩增长点之三; 5、硬质合金前端产品产销、产销量有望继续增长; 6、地产业务未来 3-5 年有望持续贡献利润;
- 在我们之前判断的基础上, 我们认为, 公司的公开资料已显示在 11 年有两个超出我们之前预期、有望贡献明显业绩的板块: 1、高端的硬质合金; 以及 2、电池新材料板块。从公开数据显示, 这两个板块市场销售情况明显好转、盈利能力也得到了显著的提升。
- 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。
- 维持强烈推荐的投资评级。考虑到本次收购对公司整体经营影响不大, 我们维持公司 10-12 年盈利预测 0.65 元、1.29 元和 1.47 元, 坚持认为公司业绩还存在继续超预期的可能, 维持强烈推荐的投资评级。
- 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   | 5585  | 9402  | 10478 |
| 同比(%)         | 28%    | -12%  | 68%   | 11%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 213    | 445   | 878   | 1004  |
| 同比(%)         | 7%     | 109%  | 97%   | 14%   |
| 毛利率(%)        | 28.5%  | 23.0% | 29.2% | 29.5% |
| ROE(%)        | 9.2%   | 16.8% | 24.9% | 22.1% |
| 每股收益(元)       | 0.31   | 0.65  | 1.29  | 1.47  |
| P/E           | 147.54 | 70.58 | 35.76 | 31.26 |
| P/B           | 13.59  | 11.83 | 8.89  | 6.92  |
| EV/EBITDA     | 37     | 32    | 15    | 13    |

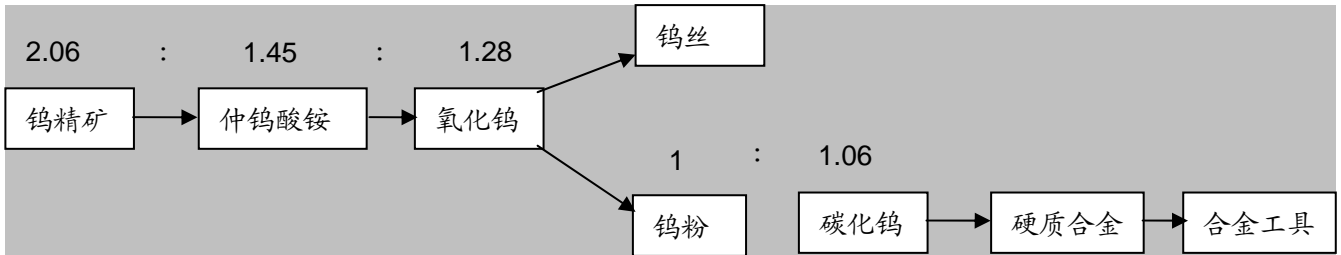
资料来源: 中投证券研究所

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（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   |
| 钼丝        | 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) | 2000  | 2500  | 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     | 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 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

表 8 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 9 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          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>流动资产</b>    | 7360  | 7336  | 11575 | 12949 |
| 现金             | 1153  | 1117  | 1880  | 2264  |
| 应收账款           | 560   | 577   | 951   | 1045  |
| 其他应收款          | 395   | 333   | 590   | 646   |
| 预付账款           | 532   | 454   | 723   | 805   |
| 存货             | 4648  | 4754  | 7270  | 8016  |
| 其他流动资产         | 72    | 101   | 160   | 172   |
| <b>非流动资产</b>   | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 10706 | 10161 | 14479 | 15789 |
| <b>流动负债</b>    | 6145  | 4882  | 7671  | 7211  |
| 短期借款           | 499   | 618   | 1137  | 0     |
| 应付账款           | 909   | 599   | 992   | 1140  |
| 其他流动负债         | 4737  | 3665  | 5542  | 6070  |
| <b>非流动负债</b>   | 543   | 705   | 672   | 657   |
| 长期借款           | 394   | 394   | 394   | 394   |
| 其他非流动负债        | 149   | 311   | 278   | 263   |
| <b>负债合计</b>    | 6688  | 5587  | 8344  | 7868  |
| 少数股东权益         | 1707  | 1921  | 2604  | 3385  |
| 股本             | 682   | 682   | 682   | 682   |
| 资本公积           | 763   | 763   | 763   | 763   |
| 留存收益           | 857   | 1199  | 2077  | 3081  |
| 归属母公司股东权益      | 2311  | 2653  | 3531  | 4536  |
| <b>负债和股东权益</b> | 10706 | 10161 | 14479 | 15789 |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万          |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>经营活动现金流</b> | 2019 | 43    | 549   | 1663  |
| 净利润            | 466  | 659   | 1561  | 1785  |
| 折旧摊销           | 124  | 175   | 198   | 217   |
| 财务费用           | 67   | 13    | 18    | -8    |
| 投资损失           | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 1385 | -1165 | -1329 | -353  |
| 其他经营现金流        | -24  | 361   | 101   | 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 | 2     | 501   | -1129 |
| 短期借款           | 220  | 119   | 518   | -1137 |
| 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 | -117  | -18   | 8     |
| <b>现金净增加额</b>  | 882  | -36   | 763   | 383   |

| 利润表             |      |      |      |       |
|-----------------|------|------|------|-------|
| 会计年度            | 2009 | 2010 | 2011 | 2012  |
| <b>营业收入</b>     | 6338 | 5585 | 9402 | 10478 |
| <b>营业成本</b>     | 4532 | 4301 | 6653 | 7384  |
| 营业税金及附加         | 656  | 168  | 282  | 314   |
| 营业费用            | 108  | 95   | 169  | 189   |
| 管理费用            | 202  | 184  | 329  | 367   |
| 财务费用            | 67   | 13   | 18   | -8    |
| 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     |
| <b>营业利润</b>     | 685  | 824  | 1951 | 2232  |
| 营业外收入           | 59   | 0    | 0    | 0     |
| 营业外支出           | 19   | 0    | 0    | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 724  | 824  | 1951 | 2232  |
| 所得税             | 259  | 165  | 390  | 446   |
| <b>净利润</b>      | 466  | 659  | 1561 | 1785  |
| 少数股东损益          | 253  | 214  | 683  | 781   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 213  | 445  | 878  | 1004  |
| <b>EBITDA</b>   | 876  | 1012 | 2167 | 2441  |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.31 | 0.65 | 1.29 | 1.47  |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入           | 28.1  | -11.9 | 68.3  | 11.4  |
| 营业利润           | 77.7  | 20.3  | 136.8 | 14.4  |
| 归属于母公司净利润      | 6.9%  | 109.0 | 97.3  | 14.4  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 28.5  | 23.0  | 29.2  | 29.5  |
| 净利率(%)         | 3.4%  | 8.0%  | 9.3%  | 9.6%  |
| ROE(%)         | 9.2%  | 16.8  | 24.9  | 22.1  |
| ROIC(%)        | 15.7  | 15.2  | 27.5  | 29.7  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 62.5  | 55.0  | 57.6  | 49.8  |
| 净负债比率(%)       | 13.35 | 18.12 | 18.35 | 5.01  |
| 流动比率           | 1.20  | 1.50  | 1.51  | 1.80  |
| 速动比率           | 0.43  | 0.52  | 0.55  | 0.67  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.65  | 0.54  | 0.76  | 0.69  |
| 应收账款周转率        | 10    | 9     | 12    | 10    |
| 应付账款周转率        | 7.49  | 5.70  | 8.36  | 6.92  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.31  | 0.65  | 1.29  | 1.47  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 2.96  | 0.06  | 0.80  | 2.44  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.39  | 3.89  | 5.18  | 6.65  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 147.5 | 70.58 | 35.76 | 31.26 |
| P/B            | 13.59 | 11.83 | 8.89  | 6.92  |
| EV/EBITDA      | 37    | 32    | 15    | 13    |

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