

**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: 48.07元

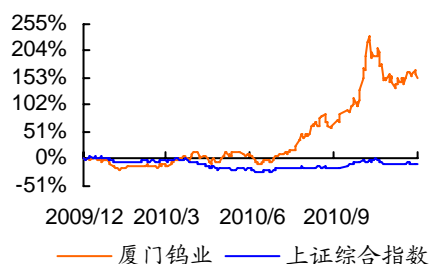
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2855.22
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	328
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	3.07	0.00	134.5
上证综合指数	0.95	0.00	11.10



**相关报告**

《厦门钨业-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》

2010-12-10

《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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**厦门钨业**

**600549**

**强烈推荐**

**收购广州珠江光电新材料公司, 进一步完善稀土板块产业链**

厦门钨业控股子公司长汀金龙稀土有限将出资387万美元收购日本三菱化学株式会社持有的广州珠江光电新材料有限公司100%的股权。

**投资要点:**

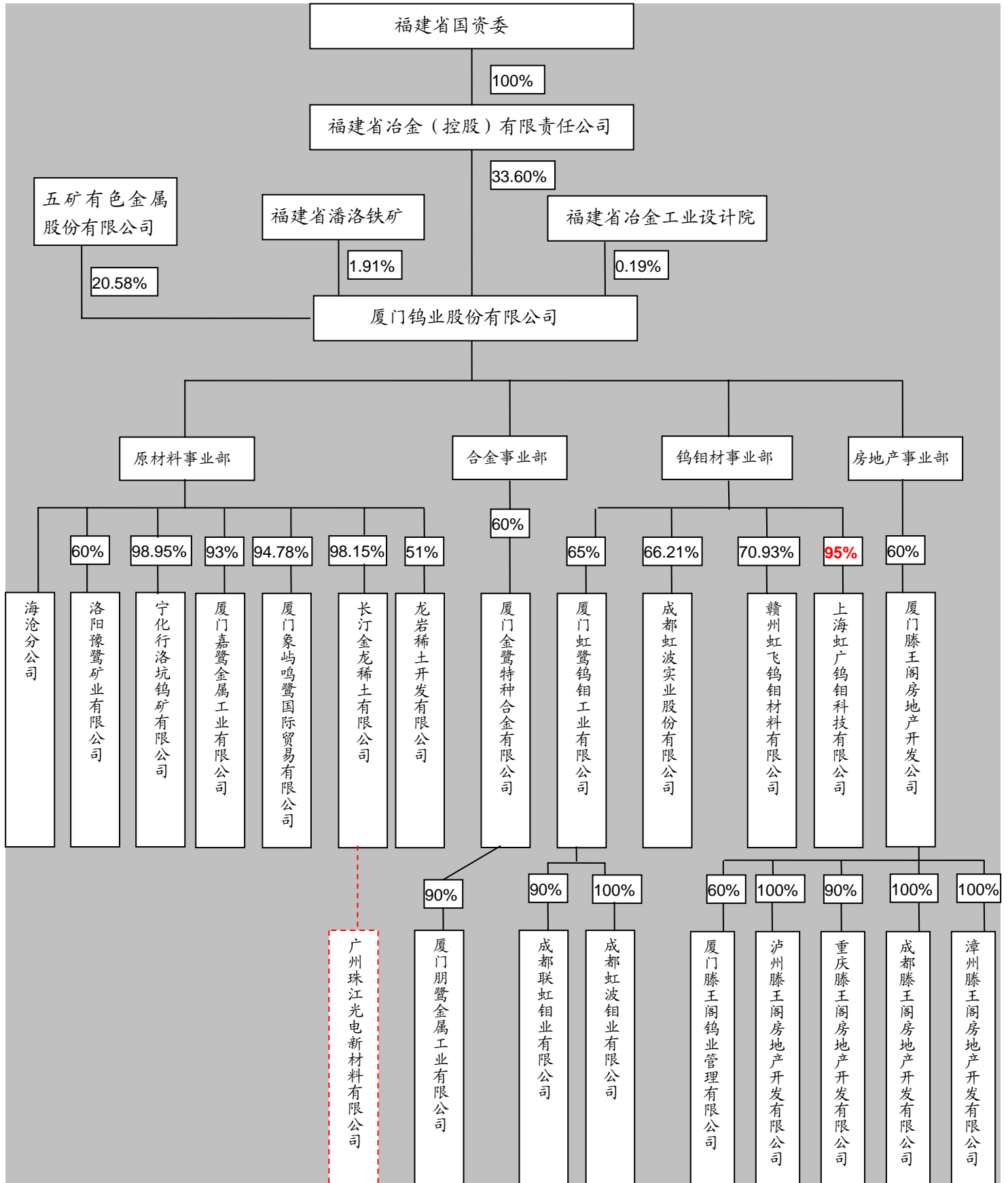
- 本次收购进一步完善了公司稀土板块的下游产业链, 有利于长汀金龙稀土有限公司荧光粉业务的发展。广州珠江光电新材料有限公司注册资本4700万元, 主要从事各种显示器用荧光粉、半成品以及其他各种荧光粉生产、加工和销售。截止2010年7月31日, 该工资总资产5663万元, 净资产3464万元; 2010年1-7月实现营业收入996万元、净利润-119万元。本次收购尚需报请相关政府主管部门批准。
- 我们依然认为公司未来两年有明显的不断出现新的投资亮点: 1、公司同时拥有具有绝对中国资源优势的品种——钨和稀土, 且两条产业链布局完美; 2、高端硬质合金即将贡献盈利, 是11年业绩增长点之一; 3、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、产销量有望持续增长; 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、销售状况也比较良好。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。考虑到本次收购事项短期对公司经营和业绩影响不大, 暂时维持公司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

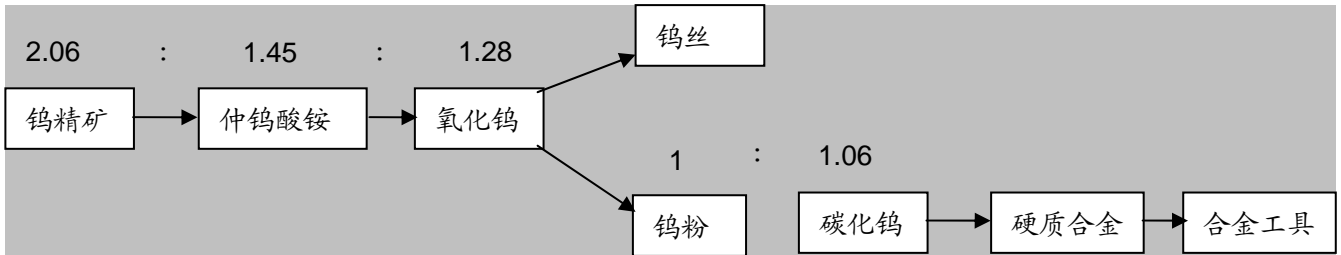
资料来源: 中投证券研究所

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
<b>投资净收益</b>	-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  $\pm 10\%$  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