

**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:** 52.00元

当前股价: 40.52元

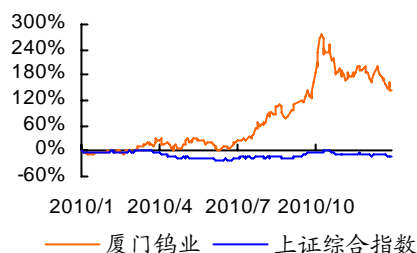
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2715.29
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	276
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	-20.02	1.43	105.3
上证综合指数	-6.50	-8.99	7.10



**相关报告**

《厦门钨业-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》  
2010-12-24  
《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**

**600549**

**强烈推荐**

**2010年业绩低于预期的因素不可持续, 依然看好公司未来发展**

厦门钨业公告了公司2010年业绩快报, 公司2010年实现营业收入55亿元, 同比下降13.21%; 营业利润6.4亿元, 同比下降6.49%; 净利润5.32亿元, 同比增加14.26%; 归属于上市公司股东的净利润3.52亿元, 同比增长65.58%; 2010年实现基本每股收益0.52元, 低于我们的预期。但是, 我们认为, 导致公司业绩低于预期的因素是不可持续的, 我们依然看好公司未来的发展。

**投资要点:**

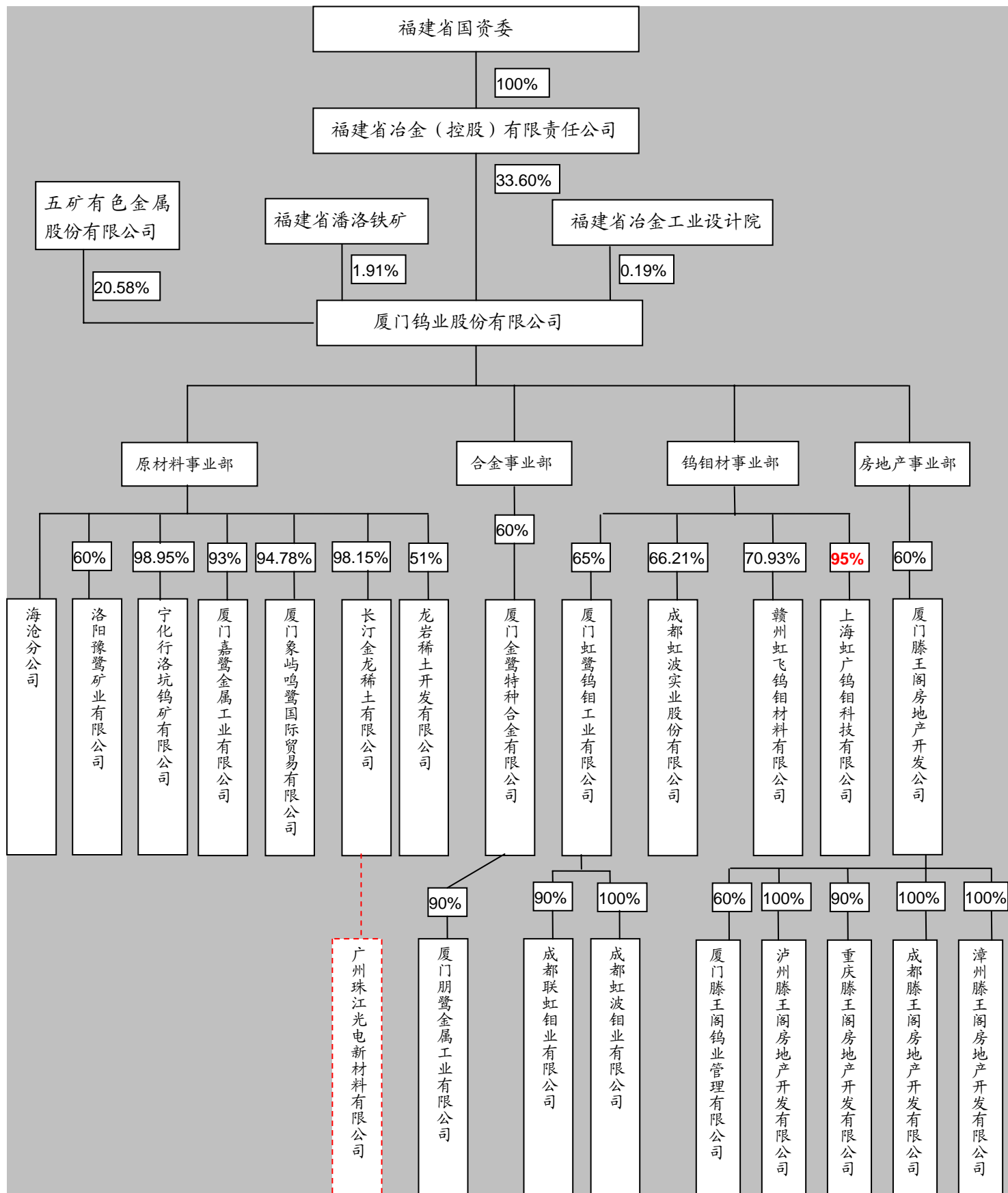
- 从公司公告的数据来看, 公司10年整体业绩尤其第4季度业绩低于我们预期的主要原因在于营业利润率的下降, 我们估计, 根本原因有两个: 一是出口为主的中间产品销量可能出现了下滑, 我们推断, 这个可能受到出口政策的影响; 二是盈利空间本身较大的深加工产品在原材料价格大幅、快速上涨的时候, 其提价幅度和速度一般难以赶上原料价格上涨的幅度和速度, 导致盈利空间暂时受到挤压。
- 虽然公司2010年业绩低于我们的预期, 但是我们依然认为公司未来的发展, 我们认为在2011年以及2012年确定性较强的利好: 1、高端硬质合金即将贡献盈利, 是11年业绩增长点之一; 2、电池材料、锂离子产品将成业绩增长点之二; 3、高端磁性材料在未来2-3年内将成业绩增长点; 4、地产业务预计在11和12年有较好的利润贡献。
- 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。我们认为, 导致公司2010年4季度业绩出现下滑的因素不可持续, 且公司还将收益高端装备制造业的发展: 首先, 从商务部公布的11年第一批钨品出口配额来看, 并没有出现下降; 其次, 钨精矿在4季度超常迅速的上涨, 我们认为可持续性也不强, 但是我们依然认为, 钨价向上的趋势没有改变; 最后, 公司目前的主要业务——钨业务还将收益高端装备制造业发展的带动。我们维持公司11-12年1.29元和1.47元的盈利预测, 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: 钨产品价格大幅波动、经济增速大幅下降。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	5507	9402	10478
同比(%)	28%	-13%	71%	11%
归属母公司净利润(百万元)	213	352	877	1000
同比(%)	7%	65%	150%	14%
毛利率(%)	28.5%	20.2%	27.3%	27.5%
ROE(%)	9.2%	13.7%	25.5%	22.5%
每股收益(元)	0.31	0.52	1.29	1.47
P/E	54.83	33.19	13.30	11.67
P/B	5.05	4.56	3.39	2.63
EV/EBITDA	14	15	6	6

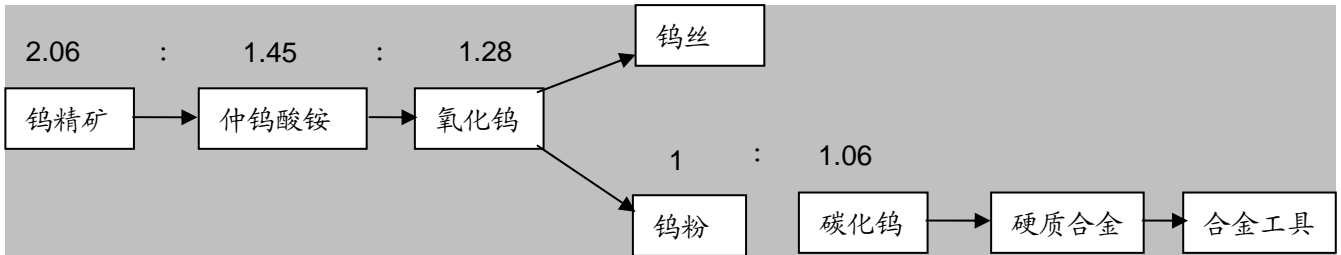
资料来源: 中投证券研究所

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	16000	17000	17000
钨粉	4900	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（吨）

	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	7423	11793	13032
现金	1153	1101	1880	2096
应收账款	560	569	951	1045
其他应收款	395	328	590	646
预付账款	532	464	743	828
存货	4648	4860	7468	8245
其他流动资产	72	100	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	10248	14697	15872
<b>流动负债</b>	6145	5107	8185	7775
短期借款	499	856	1612	519
应付账款	909	612	1019	1173
其他流动负债	4737	3639	5553	6083
<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	5812	8857	8432
少数股东权益	1707	1876	2403	3002
股本	682	682	682	682
资本公积	763	763	763	763
留存收益	857	1106	1983	2983
归属母公司股东权益	2311	2560	3437	4437
<b>负债和股东权益</b>	10706	10248	14697	15872

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	-206	341	1473
净利润	466	521	1404	1600
折旧摊销	124	175	198	217
财务费用	67	18	32	14
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	1385	-1280	-1396	-379
其他经营现金流	-24	360	103	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	235	724	-1108
短期借款	220	357	756	-1093
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	-122	-32	-14
<b>现金净增加额</b>	882	-52	779	215

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
<b>营业收入</b>	6338	5507	9402	10478
<b>营业成本</b>	4532	4398	6835	7594
<b>营业税金及附加</b>	656	165	282	314
<b>营业费用</b>	108	94	169	189
<b>管理费用</b>	202	182	329	367
<b>财务费用</b>	67	18	32	14
<b>资产减值损失</b>	87	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	685	651	1755	2000
<b>营业外收入</b>	59	0	0	0
<b>营业外支出</b>	19	0	0	0
<b>利润总额</b>	724	651	1755	2000
<b>所得税</b>	259	130	351	400
<b>净利润</b>	466	521	1404	1600
<b>少数股东损益</b>	253	169	526	600
<b>归属母公司净利润</b>	213	352	877	1000
<b>EBITDA</b>	876	845	1985	2231
<b>EPS (元)</b>	0.31	0.52	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	-13.1	70.7	11.4
营业利润	77.7	-4.9%	169.5	14.0
归属于母公司净利润	6.9%	65.2	149.5	14.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	28.5	20.2	27.3	27.5
净利率(%)	3.4%	6.4%	9.3%	9.5%
ROE(%)	9.2%	13.7	25.5	22.5
ROIC(%)	15.7	11.8	24.2	26.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	62.5	56.7	60.3	53.1
净负债比率(%)	13.35	21.51	22.65	10.83
流动比率	1.20	1.45	1.44	1.68
速动比率	0.43	0.49	0.52	0.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.53	0.75	0.69
应收账款周转率	10	9	12	10
应付账款周转率	7.49	5.78	8.38	6.93
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.52	1.29	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	-0.30	0.50	2.16
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.75	5.04	6.51
<b>估值比率</b>				
P/E	54.83	33.19	13.30	11.67
P/B	5.05	4.56	3.39	2.63
EV/EBITDA	14	15	6	6



## 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

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