

小金属

署名人: 杨国萍

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 47.13元

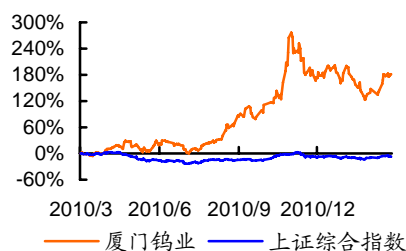
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2878.57
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	321
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	26.35	-3.18	68.50
上证综合指数	7.51	-0.68	10.86



厦门钨业

600549

强烈推荐

钨价前期高点将成未来底部, 更看好公司深加工领域的优势和持续的业绩增长点

近期钨精矿价格在接近历史高点前稍作盘整后继续走高, 目前钨精矿价格(65%WO₃)已经到达12.5万/吨, 我们认为, 钨价突破历史高点(2005年5月左右的12.95万)指日可待, 在上游资源高度集中、供给控制力度加大的情况下, 我们认为, 钨价前期历史高点有望是未来的底部, 基于此, 我们对厦门钨业业绩进行了重新测算, 公司业绩增长除了享受产品价格上涨带来的好处之外, 自身业务的发展更是公司的长期看点。

投资要点:

- 公司2010年导致业绩低于预期的因素不可持续, 2010年尤其是4季度业绩低于预期的主要原因是: 产品出口受到政策影响与深加工产品价格上涨还没能跟上原料价格上涨。对于出口政策, 我们认为, 优势资源出口控制变得严格是趋势, 但是从已公开的配额来看, 2011年钨品出口配额并没有出现明显下降; 深加工产品价格上涨滞后原料价格上涨是正常的, 但是一旦深加工产品价格上涨, 其空间是远远大于原料价格上涨的, 高端产品盈利空间将进一步加大。
- 未来3-5年有确定性较强的利好: 1、钨价上涨; 2、高端硬质合金即将贡献盈利; 3、电池材料、锂离子产品盈利能力提升; 4、高端磁性材料在未来2-3年内将成业绩增长点; 5、地产业务预计在11和12年有较好的利润贡献。
- 地产业务至少能持续开发3-5年。11-12年公司地产业务贡献收益明显, 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2期2010年的销售情况来看, 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。公司11年的业绩增长非常确定, 钨价上涨贡献、深加工产品盈利空间提升、硬质合金刀片贡献、地产业务11年业绩贡献显著, 以及有可能另一优势资源——稀土也有望贡献盈利, 基于确定的业绩贡献, 我们上调公司11-12年并预测13年盈利预测分别为1.33元、1.71元和2.21元, 而且公司还具有充分享受两种优势资源带来的超额收益、硬质合金刀片巨大的进口替代空间、高端磁性材料的建设等深加工领域的先入优势, 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	2013E
营业收入(百万元)	6338	4592	8734	9820	10951
同比(%)	28%	-28%	90%	12%	12%
归属母公司净利润(百万元)	213	356	905	1164	1504
同比(%)	7%	67%	154%	29%	29%
毛利率(%)	28.5%	25.9%	29.0%	31.8%	35.6%
ROE(%)	9.2%	13.9%	26.1%	25.1%	24.5%
每股收益(元)	0.31	0.52	1.33	1.71	2.21
P/E	54.83	32.80	12.89	10.02	7.76
P/B	5.05	4.55	3.36	2.52	1.90
EV/EBITDA	14	13	6	5	4

相关报告

《厦门钨业-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》

2011-1-24

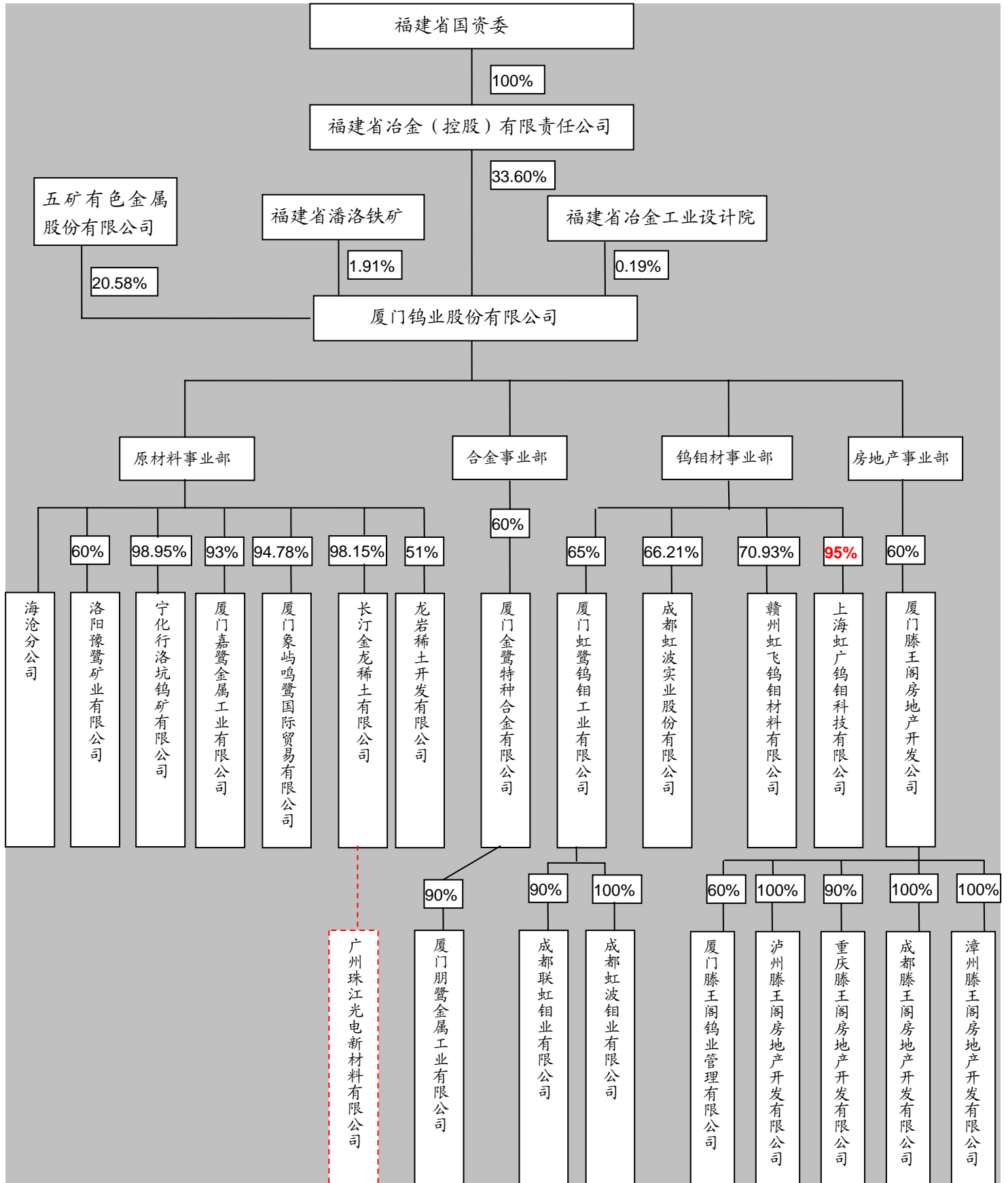
《厦门钨业-收购广州珠江光电新材料公司, 进一步完善稀土板块产业链》

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》

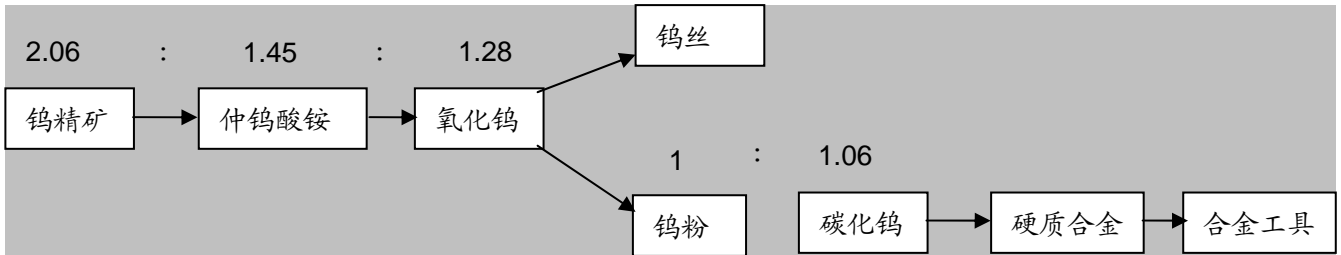
2010-12-10

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	2013E
行洛坑矿	2500	2600	2700	2800
豫鹭矿业（持股 60%）	2800	3000	3500	3500
废钨回收	1300	1500	1600	2000
钨精矿合计供应量	6600	7100	7800	8300

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	2013E
APT	15000	17000	17000	17000
钨粉	4900	5000	5000	5000
碳化钨	3500	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	2013E
粗钨丝产量（吨）	700	700	700	700
细钨丝产量（亿米）	150	150	150	150
钼丝	15	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	2013E
硬质合金(吨)	2000	2200	2500	2600

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	2013E
贮氢合金粉	4000	5000	6000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	1500	1800	2000	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	2013E
收入(亿元)	5	30	35	30
贡献 EPS(元)	0.02	0.25	0.30	0.25

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	2013E
钨精矿的价格	8.00	12.00	13.00	14.00
APT	12.00	17.50	19.00	21.00

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%WO₃) 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
流动资产	7360	6115	10775	12467	营业收入	6338	4592	8734	9820
现金	1153	1166	1747	2723	营业成本	4532	3401	6199	6693
应收账款	560	475	884	980	营业税金及附加	656	165	262	295
其他应收款	395	274	548	606	营业费用	108	83	157	177
预付账款	532	359	674	730	管理费用	202	152	306	344
存货	4648	3759	6774	7267	财务费用	67	0	1	-17
其他流动资产	72	83	149	161	资产减值损失	87	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	685	791	1810	2328
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
资产总计	10706	8941	13679	15307	利润总额	724	791	1810	2328
流动负债	6145	3688	7011	6791	所得税	259	158	362	466
短期借款	499	0	848	0	净利润	466	633	1448	1863
应付账款	909	474	925	1034	少数股东损益	253	277	543	699
其他流动负债	4737	3215	5239	5757	归属母公司净利润	213	356	905	1164
非流动负债	543	705	672	657	EBITDA	876	966	2008	2528
长期借款	394	394	394	394	EPS (元)	0.31	0.52	1.33	1.71
其他非流动负债	149	311	278	263					
负债合计	6688	4393	7684	7448					
少数股东权益	1707	1984	2527	3225	主要财务比率				
股本	682	682	682	682	会计年度	2009	2010	2011	2012
资本公积	763	763	763	763	成长能力				
留存收益	857	1110	2015	3179	营业收入	28.1	-27.6	90.2	12.4
归属母公司股东权益	2311	2564	3469	4633	营业利润	77.7	15.5	128.9	28.6
负债和股东权益	10706	8941	13679	15307	归属于母公司净利润	6.9%	67.2	154.3	28.6
					获利能力				
					毛利率(%)	28.5	25.9	29.0	31.8
					净利率(%)	3.4%	7.7%	10.4	11.9
					ROE(%)	9.2%	13.9	26.1	25.1
					ROIC(%)	15.7	17.0	26.7	33.8
					偿债能力				
					资产负债率(%)	62.5	49.1	56.2	48.7
					净负债比率(%)	13.35	8.97	16.16	5.29
					流动比率	1.20	1.66	1.54	1.84
					速动比率	0.43	0.63	0.56	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.47	0.77	0.68
					应收账款周转率	10	8	12	10
					应付账款周转率	7.49	4.92	8.87	6.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.52	1.33	1.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	1.02	0.03	2.87
					每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.76	5.09	6.79
					估值比率				
					P/E	54.83	32.80	12.89	10.02
					P/B	5.05	4.55	3.36	2.52
					EV/EBITDA	14	13	6	5

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2019	697	20	1958
净利润	466	633	1448	1863
折旧摊销	124	175	198	217
财务费用	67	0	1	-17
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	1385	-449	-1736	-124
其他经营现金流	-24	338	109	20
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	-604	847	-831
短期借款	220	-499	848	-848
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	-105	-1	17
现金净增加额	882	13	581	977

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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