

小金属

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: 80.00元

当前股价: 50.97元

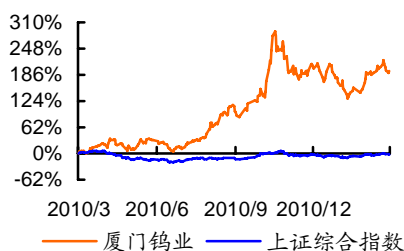
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2896.26
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	325
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	6.12	-4.41	47.91
上证综合指数	-0.10	-0.52	9.19



厦门钨业

600549

强烈推荐

钨品价格上涨与钨业务产能扩张使公司业绩大幅增长确定; 稀土板块产业链向上延伸的可能有望显著提升估值水平

投资要点:

- 钨行业持续看好, 我们对价格比较乐观。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, 对下游高端机床行业发展乐观, 看好行业未来的发展, 更看好产业链完整、高端产品开始贡献盈利的厦门钨业。
- 公司盈利能力强的中后端产品产能、如我们此前判断一致、得到了大幅提升, 尤其盈利能力强的钨粉、碳化物、硬质合金混合料与硬质合金产品产能得到了明显的扩张, 目前公司拥有 APT 和氧化钨 17000 吨、钨粉产能由此前的 5000 吨已经扩张至 7500 吨, 碳化钨粉从 3000 吨扩张至 5000 吨, 混合料和硬质合金产品也分别大幅扩张至 4000 吨和 2000 吨。
- 同样的, 我们之前判断导致公司 2010 年 4 季度业绩低于预期的因素不可持续得到证实, 公司目前产品出口状况较为正常, 并且受日本地震影响不大, 主要产品价格也得到上调, 我们依旧认为, 公司后端产品价格上涨滞后是正常现象, 一旦上调, 盈利空间将会得到明显提升。
- 拥有巨大进口替代空间的高端硬质合金刀具预计今年可以贡献盈利, 我们假设今年刀具产量 100 吨, 以低于市场的保守价格 200 万/吨计算, 公司硬质合金刀具在 11 年贡献 EPS0.12 元左右。
- 钨钼丝仍保持很强的盈利能力, 市场空间 3-5 年不会被其他种类的照明灯具明显压缩。
- 作为福建稀土产业整合主体, 公司有望受益南方稀土整合带来的超额收益, 同时, 公司 3000 吨高端磁性材料也将成为未来的盈利增长点。
- 电池材料目前整体盈利能力偏弱, 但不排除在下游行业如新能源汽车出现突破时, 盈利能力得到大幅提升, 目前公司拥有 5000 吨的贮氢合金粉和 1000 吨锂离子产品生产能力。
- 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, 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。考虑到公司产能扩张的释放, 我们上调公司 11-13 年盈利预测分别为 1.42 元、1.81 元和 2.31 元, 钨价上涨贡献、新建产能的释放、高端硬质合金刀片贡献、以及有可能另一优势资源——稀土也有望贡献盈利, 公司业绩还存在较大超预期的可能, 维持强烈推荐的投资评级, 参考目前二级市场板块估值水平, 6-12 个月目标价为 80 元。
- 风险提示: 钨产品价格大幅波动、经济增速大幅下降。

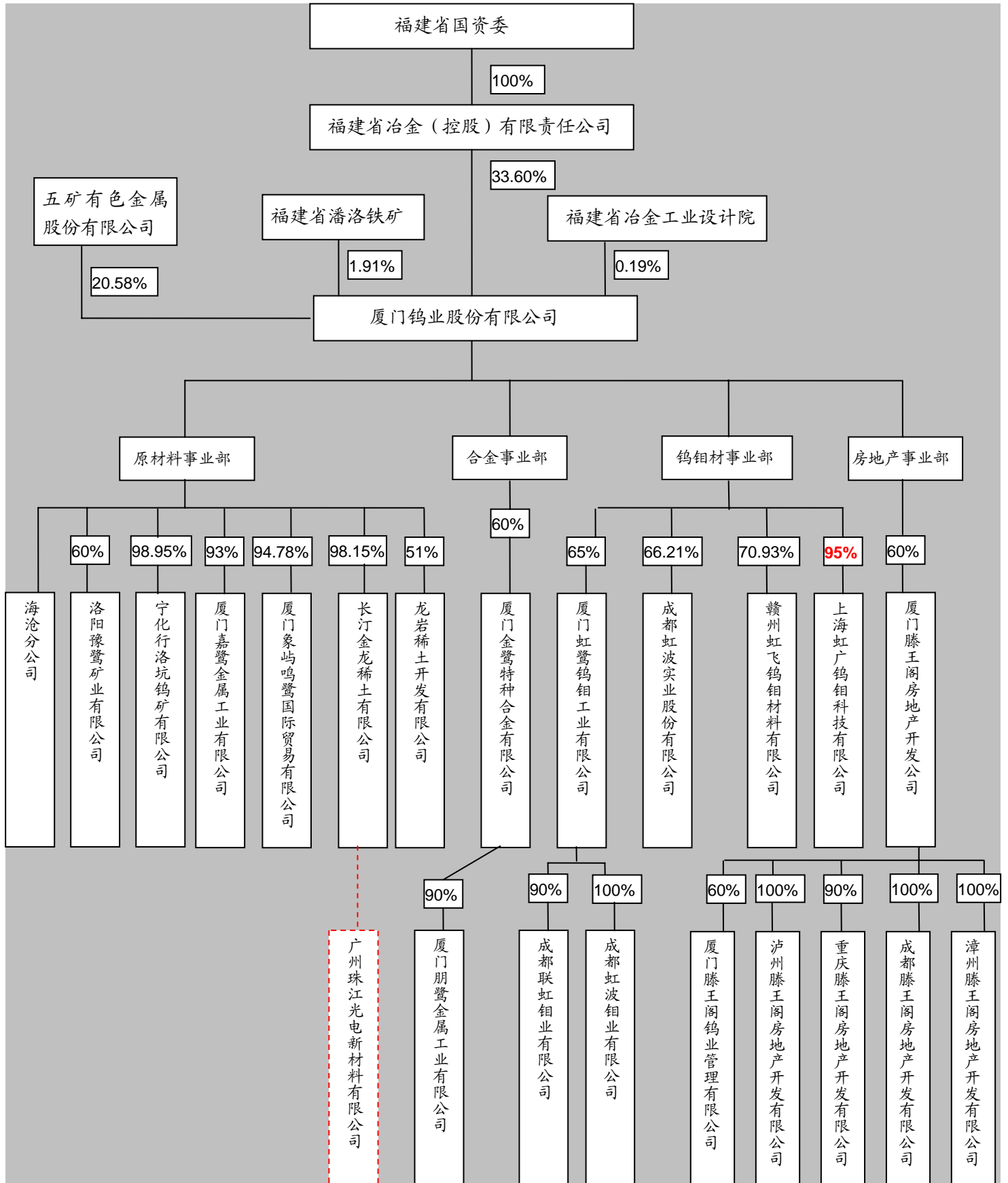
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6338	4592	8976	10655	12028
同比(%)	28%	-28%	95%	19%	13%
归属母公司净利润(百万元)	213	356	967	1237	1578
同比(%)	7%	67%	172%	28%	28%
毛利率(%)	28.5%	25.9%	29.8%	31.4%	34.5%
ROE(%)	9.2%	13.9%	27.4%	25.9%	24.9%
每股收益(元)	0.31	0.52	1.42	1.81	2.31
P/E	54.83	32.80	12.07	9.43	7.39
P/B	5.05	4.55	3.30	2.45	1.84
EV/EBITDA	14	13	6	5	4

相关报告

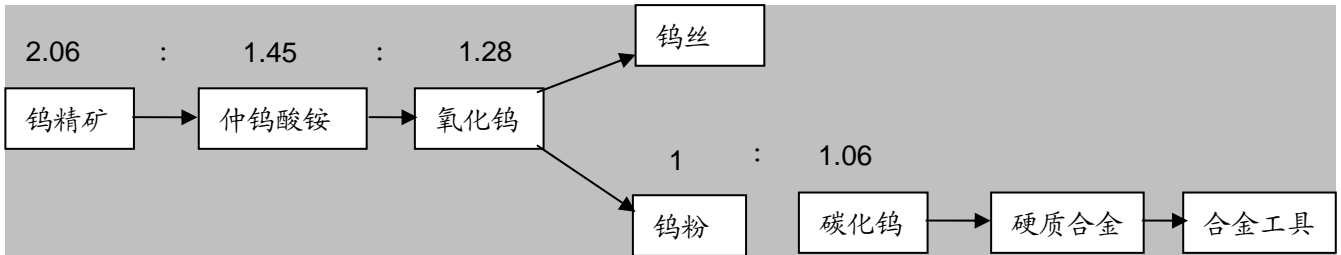
- 《厦门钨业-钨价前期高点将成未来底部, 更看好公司深加工领域的优势和持续的业绩增长点》2011-2-28
- 《厦门钨业-2010 年业绩低于预期的因素不可持续, 依然看好公司未来发展》2011-1-24
- 《厦门钨业-收购广州珠江光电新材料公司, 进一步完善稀土板块产业链》2010-12-24
- 《厦门钨业收购上海虹广股权对公司经营影响不大, 坚定看好公司未来发展》2010-12-10

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）

	产能	2010E	2011E	2012E	2013E
APT	17000	15000	17000	17000	17000
钨粉	7500	4900	6000	7500	7500
碳化钨	5000	3500	4500	5000	5000

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）

	产能	2010E	2011E	2012E	2013E
粗钨丝产量（吨）	2000	700	800	800	800
细钨丝产量（亿米）	200	150	150	150	150
细钨丝（亿米）	30	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）

	产能	2010E	2011E	2012E	2013E
硬质合金(吨)	2000	2000	2200	2500	2600

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 新能源材料产量预测（吨）

	产能	2010E	2011E	2012E	2013E
贮氢合金粉	5000	4000	5000	6000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	1000	1500	1800	2000	2000
荧光粉	1000 吨中的 300 吨已经形成				
磁性材料	预计 12 年年底前可形成 3000 吨				

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	18.00	19.50	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				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7360	6115	10986	13161
现金	1153	1166	1795	2530
应收账款	560	475	908	1063
其他应收款	395	274	563	657
预付账款	532	359	684	797
存货	4648	3759	6881	7938
其他流动资产	72	83	153	175
非流动资产	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
资产总计	10706	8941	13890	16001
流动负债	6145	3688	7122	7269
短期借款	499	0	838	0
应付账款	909	474	939	1129
其他流动负债	4737	3215	5345	6140
非流动负债	543	705	672	657
长期借款	394	394	394	394
其他非流动负债	149	311	278	263
负债合计	6688	4393	7795	7926
少数股东权益	1707	1984	2564	3306
股本	682	682	682	682
资本公积	763	763	763	763
留存收益	857	1110	2077	3314
归属母公司股东权益	2311	2564	3531	4769
负债和股东权益	10706	8941	13890	16001

现金流量表				
单位:百万				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2019	697	77	1708
净利润	466	633	1547	1980
折旧摊销	124	175	198	217
财务费用	67	0	-0	-16
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	1385	-449	-1782	-507
其他经营现金流	-24	338	114	34
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	838	-823
短期借款	220	-499	838	-838
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	0	16
现金净增加额	882	13	629	735

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
营业收入	6338	4592	8976	10655
营业成本	4532	3401	6297	7312
营业税金及附加	656	165	269	320
营业费用	108	83	162	192
管理费用	202	152	314	373
财务费用	67	0	-0	-16
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
营业利润	685	791	1934	2475
营业外收入	59	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	724	791	1934	2475
所得税	259	158	387	495
净利润	466	633	1547	1980
少数股东损益	253	277	580	742
归属母公司净利润	213	356	967	1237
EBITDA	876	966	2132	2676
EPS (元)	0.31	0.52	1.42	1.81

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	28.1	-27.6	95.5	18.7
营业利润	77.7	15.5	144.6	27.9
归属于母公司净利润	6.9%	67.2	171.8	27.9
获利能力				
毛利率(%)	28.5	25.9	29.8	31.4
净利率(%)	3.4%	7.7%	10.8	11.6
ROE(%)	9.2%	13.9	27.4	25.9
ROIC(%)	15.7	17.0	28.3	33.5
偿债能力				
资产负债率(%)	62.5	49.1	56.1	49.5
净负债比率(%)	13.35	8.97	15.81	4.97
流动比率	1.20	1.66	1.54	1.81
速动比率	0.43	0.63	0.57	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.47	0.79	0.71
应收账款周转率	10	8	12	10
应付账款周转率	7.49	4.92	8.91	7.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.52	1.42	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	1.02	0.11	2.50
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.76	5.18	6.99
估值比率				
P/E	54.83	32.80	12.07	9.43
P/B	5.05	4.55	3.30	2.45
EV/EBITDA	14	13	6	5

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。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