

厦门钨业 (600549)

增持/维持评级

股价: RMB47.95

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘晓

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《厦门钨业: 钨业龙头, 稀土新贵》

(2010/10/27)

《厦门钨业: 钨主业回归, 新材料添彩》

(2010/08/13)

《厦门钨业: 钨主业开始发力》

(2010/07/21)

《厦门钨业: 钨与新材料交映成辉》

(2010/05/25)

《厦门钨业: 地产挑大梁, 期待金属业务恢复》 (2010/03/19)

《厦门钨业: 房地产业务挑大梁》

(2009/11/01)

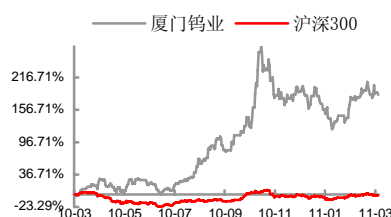
《厦门钨业: 虽在低点, 但在恢复》

(2009/04/30)

基础数据

总股本 (百万股)	682
流通 A 股 (百万股)	682
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	33,144

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

集小金属和新材料之大成

— 2010 年年报点评

- **自 2010 年业绩的优越。**公司 2010 年实现营业收入 55.0 亿元, 同比降低 13.21% (主要受非主营地产业务收入下滑影响); 归属于上市公司股东净利润 3.52 亿元, 对应基本每股收益 0.52 元/股, 同比增长 65.58%, 表现优越。公司 4 季度在实现收入环比增长 9.61% 的同时, 营业利润环比下滑 72.03%, 我们判断是在 4 季度钨矿原料成本急速攀升环境下, 公司深加工钨制品价格受制长单合同未能及时调整而导致的下滑。因下游需求持续向好, 公司钨产品线有望在 2011 年实现成本的顺利转移, 短期的业绩波动瑕不掩瑜。
- **至未来业绩的卓越。**基于公司各条业务主线未来有望持续超越预期的判断, 我们上调公司 2011-2013 年业绩至 1.00 元、1.23 元、1.39 元。
- **我们上调 2011 年钨精矿年均价预测至 11 万元/吨, 同比增长 27%。**因 (1)、供给面在政府整顿、行业集中度提升两方面推动下呈现愈发有序状态, 供给逐渐趋紧; (2)、需求面因国内产业升级促进高级硬质合金工具需求, 海外经济复苏拉动出口需求逐步回暖叠加推动。我们预计未来硬质合金需求年复合增速将达到 25% 以上, 而供给面受制于愈发严格的配额约束增速降至 10% 左右, 2011 年及以后钨矿供需平衡进一步改善 (表 1)。
- **并随之上调公司钨产品线 2011 年盈利预测。**

公司钨事业部历史业绩与钨矿价格同步波动 (图 8);

我们认为, 本轮钨价提升背后是因终端需求向好支撑, 业内重点企业硬质合金产品当前呈现产销两旺局面, 在这种景气阶段钨加工产品通常可顺利实现成本转移并扩大利润率;

公司致力于开发高附加值硬质合金成品的进程持续推进, 业界反馈公司目前刀具成品质量已接近行业领先者山特维克 (Sandvik), 受益于自身产品结构升级与外部需求高速增长共振, 我们判断公司利润率有望持续改善。

我们估算公司钨事业部 2009-2011 年剔除少数股东损益后业绩贡献分别为每股 0.10、0.36、0.51 元/股, 呈现显著的上升趋势。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5538.3	9928.4	11328.8	12818.7
(+/-%)	-12.6	79.3	14.1	13.2
归属母公司净利润(百万元)	349.9	683.0	836.5	945.7
(+/-%)	64.4	95.2	22.5	13.1
EPS(元)	0.51	1.00	1.23	1.39
P/E(倍)	94.7	48.53	39.62	35.05

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **福建省内稀土资源整合有望取得实质进展。**继 09 年成立龙岩稀土开发公司后，公司目前正在积极整合当地稀土资源。公司作为福建地区稀土资源的最有力竞争者，有望分享国内稀土资源整合盛宴，晋身为稀土行业新贵。随着 2011 年 6 月底后国土资源部新稀土矿勘察、开采申请暂停受理期的结束，福建省内稀土资源整合形势或趋于明朗化，公司在此间有望获得更为明确的成果。

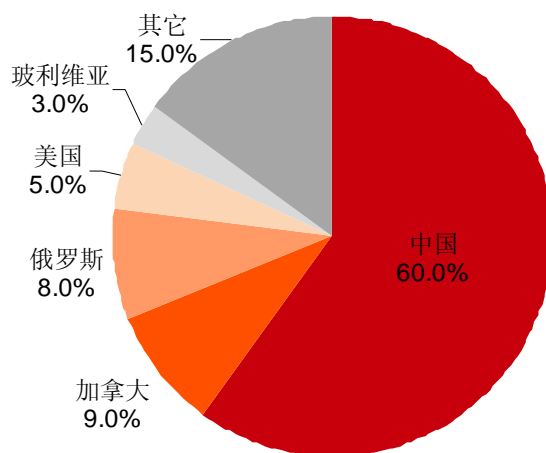
而在稀土下游应用领域，公司通过一系列的自建、收购（如 2010 年 12 月收购广州珠江光电新材料有限公司 100% 的股权，扩充稀土下游荧光粉加工业务），进军稀土贮氢合金、稀土三基色荧光粉、稀土 LED 荧光粉、稀土永磁材料等主要领域，布局稀土整条产业链的战略意图逐步清晰。

公司控股 93% 的长汀金龙稀土有限公司于 08 年建成 4000 吨稀土分离、1000 吨稀土金属、2000 吨高纯稀土氧化物的高标准生产线；于 2010 年 1 季度 1000 吨三基色荧光粉生产线试车投产；3000 吨钕铁硼磁性材料生产线于 2010 年 3 季度开工建设。

公司稀土资源整合、加工业扩产进程提速与稀土产业景气的持续上升共振，我们判断，其新能源材料事业部有望自 2011 年开始对公司业绩提升产生实质贡献。

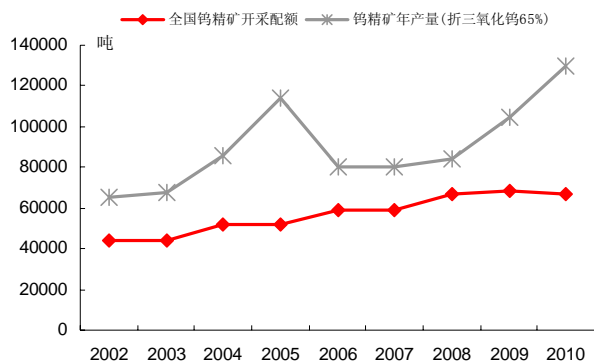
- **地产业务业绩贡献 2011 年亦将明显提升。**受项目收入确认影响，公司 2010 年地产业务出现短暂滑落，11-12 年地产业务贡献有望大幅回升。预计 2011 年子公司厦门滕王阁房地产开发有限公司合作开发项目——厦门海峡国际社区 2 期进入结算，收入贡献在 30 亿元左右，贡献剔除少数股东损益后 EPS 约 0.18 元/股。2012 年项目 3 期也将进入结算，业绩贡献有望持续。
- **虹鹭齐飞，上调公司整体业绩预测。**公司各事业部有望于 2011 年同步进入业绩明显增长阶段，基于此，我们上调公司 2011-2013 年盈利预测至 1.00 元、1.23 元、1.39 元/股。公司作为钨业龙头、稀土新贵，将成为国家发展高附加值新材料和优势资源品种产业的领军企业，长期发展前景值得乐观。
- **风险提示：**1、海外经济出现波折，影响钨市场需求。2、公司在稀土、新材料等业务上进程缓慢。

图 1： 中国是影响全球钨矿供应的主要力量（全球钨矿探明储量分布统计）



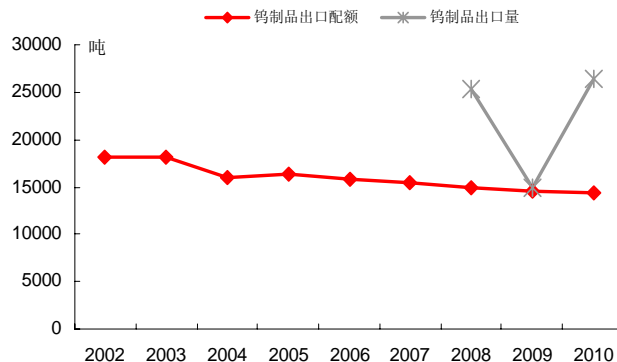
资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

图 2： 全国钨精矿年产量及开采配额量统计



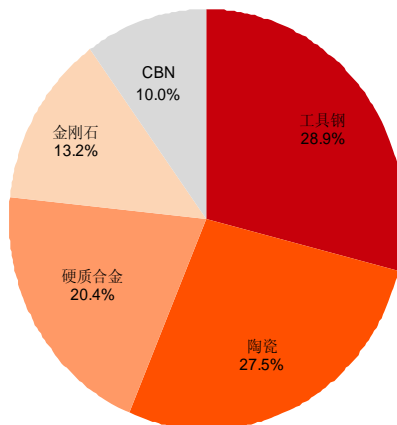
资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

图 3： 钨制品年出口量及出口配额统计



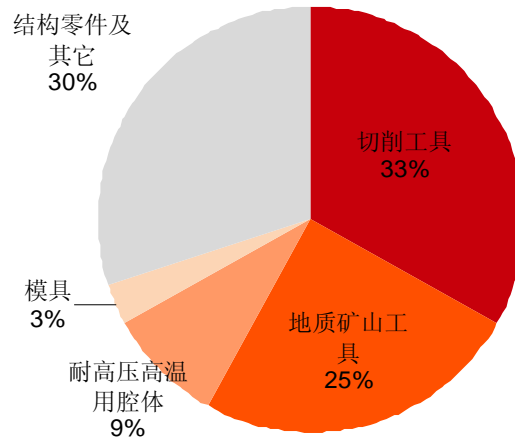
资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

图 4： 硬质合金替代传统材料空间广阔（全球各类硬质工具材料市场份额（2009 年））



资料来源：Dedalus Consulting，华泰联合证券研究所

图 5: 我国硬质合金消费结构 (2008 年)



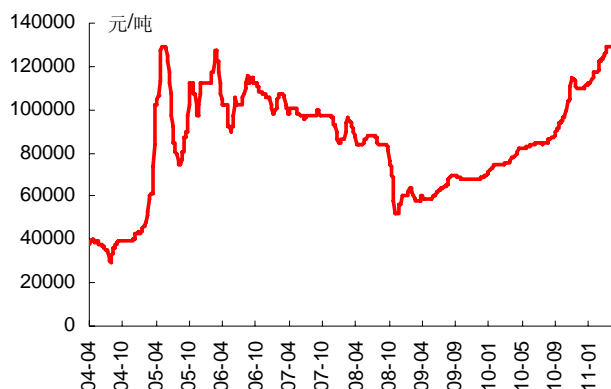
资料来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 华泰联合证券研究所

表格 1: 国内钨供需平衡测算 (万吨金属量)

	2008	2009	2010	2011E
产量	4.4	5.1	5.7	6.3
净出口	1.8	0.8	1.8	2.3
需求量	2.7	2.7	3.1	3.9
供需平衡	-0.1	1.6	0.8	0.1
钨精矿价格 (万元/吨)	8.11	6.43	8.66	11

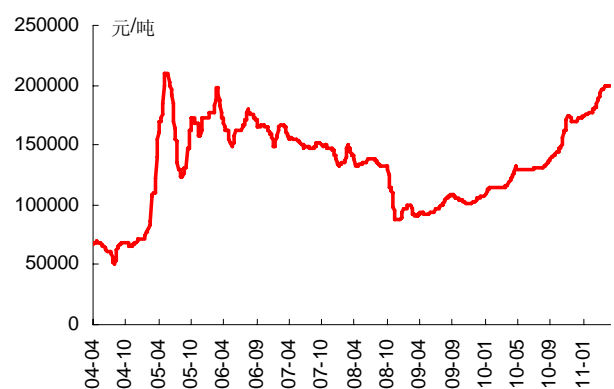
资料来源: 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

图 6: 钨精矿价格走势



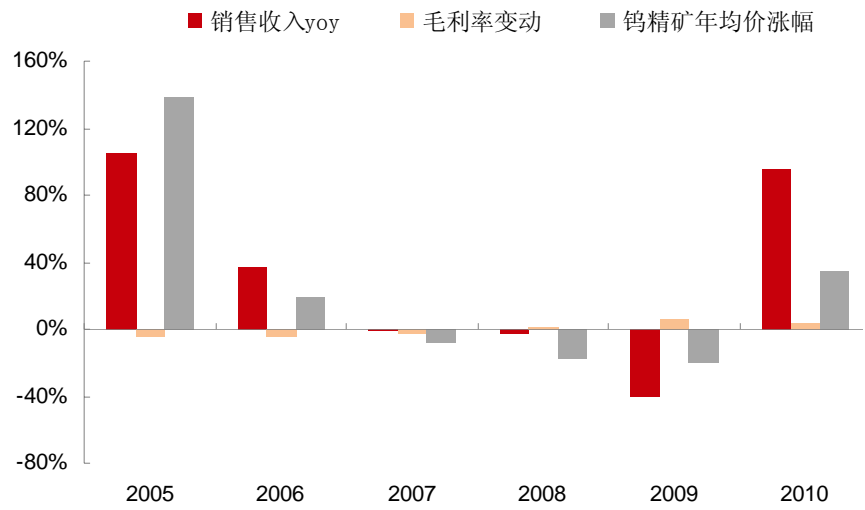
资料来源: 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

图 7: APT 价格走势



资料来源: 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

图 8: 公司钨事业部业绩与钨矿价格同步波动



资料来源：亚洲金属网，公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8677	12197	14080	15820	营业收入	5538	9928	11329	12819
现金	736	1322	1673	1668	营业成本	4341	7714	8725	9905
应收账款	981	1371	1618	1884	营业税金及附加	82	149	170	192
其他应收款	584	845	994	1151	营业费用	109	190	215	245
预付账款	399	786	883	990	管理费用	308	546	623	706
存货	5839	7669	8680	9856	财务费用	77	66	59	35
其他流动资产	139	204	232	273	资产减值损失	0	40	34	31
非流动资产	3295	3480	3515	3495	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	101	99	99	100	投资净收益	7	3	3	4
固定资产	2322	2368	2382	2373	营业利润	628	1227	1506	1709
无形资产	229	230	226	224	营业外收入	31	20	20	20
其他非流动	643	784	807	798	营业外支出	7	5	5	5
资产总计	11972	15677	17594	19315	利润总额	652	1242	1521	1724
流动负债	7690	10285	11084	11491	所得税	137	248	304	345
短期借款	1339	1952	1663	1021	净利润	515	993	1217	1379
应付账款	953	1461	1756	1985	少数股东损益	166	310	380	433
其他流动负	5397	6872	7665	8486	归属母公司净利	350	683	837	946
非流动负债	180	296	365	470	EBITDA	907	1486	1777	1975
长期借款	42	92	192	292	EPS (元)	0.51	1.00	1.23	1.39
其他非流动	138	204	173	178					
负债合计	7870	10581	11449	11961	主要财务比率				
少数股东权	1546	1856	2236	2670	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	682	682	682	682	成长能力				
资本公积	760	760	760	760	营业收入	-12.6%	79.3%	14.1%	13.2%
留存收益	1104	1787	2456	3232	营业利润	-8.4%	95.5%	22.8%	13.5%
归属母公司	2557	3240	3909	4685	归属母公司净利	64.4%	95.2%	22.5%	13.1%
负债和股东	11972	15677	17594	19315	获利能力				
					毛利率(%)	21.6%	22.3%	23.0%	22.7%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%
					ROE(%)	13.7%	21.1%	21.4%	20.2%
					ROIC(%)	11.4%	18.1%	20.1%	20.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	65.7%	67.5%	65.1%	61.9%
					净负债比率(%)	22.00	21.78	18.36	13.22
					流动比率	1.13	1.19	1.27	1.38
					速动比率	0.37	0.44	0.48	0.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.72	0.68	0.69
					应收账款周转率	7	8	7	7
					应付账款周转率	4.66	6.39	5.42	5.30
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.51	1.00	1.23	1.39
					每股经营现金流	0.98	0.52	1.46	1.36
					每股净资产(最新	3.75	4.75	5.73	6.87
					估值比率				
					P/E	94.74	48.53	39.62	35.05
					P/B	12.96	10.23	8.48	7.07
					EV/EBITDA	39	24	20	18

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn