

赵春
0755-82960824
zhaoc@cmschina.com.cn
王晓丹
86-755-82943260
wxiaodan@cmschina.com.cn

2009年8月31日

厦门钨业(600549.SH)/17.05元

业绩低谷已现，高速增长可期

原材料·有色金属

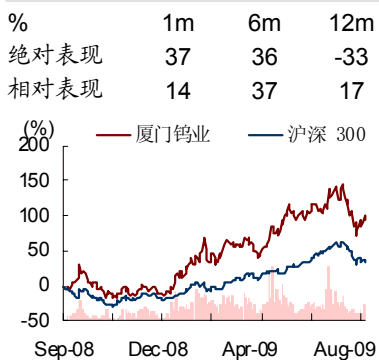
目标估值：18 元

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2321
总股本(万股)	68198
已上市流通股(万股)	44626
总市值(亿元)	80.4
流通市值(亿元)	52.6
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	12.1
资产负债率	64%
主要股东	福建省冶金(控股)有限
主要股东持股比例	33.6%

股价表现



相关报告

- 1、《厦门钨业(600549)-非经营性因素的消除让公司09年“轻装上阵”》2009/3/20
- 2、《厦门钨业(600549)-能源新材料产业发展形势喜人》2009/2/17
- 3、《厦门钨业(600549)-电池材料业务将成为公司业绩新增长点》2009/1/5
- 4、《厦门钨业(600549)-对五矿长期供货将达成双方共赢》2008/10/29
- 5、《厦门钨业(600549)-大股东二级市场增持点评》2008/9/8
- 6、《厦门钨业(600549)-下半年非经营性因素消除有利公司提升业绩》2008/8/14

8月29日，公司公布09年半年报，实现营业收入10.9亿元，同比减少48.5%；归属母公司净利润1392万元，同比减少81.5%。每股收益0.02元。

- **中报业绩符合预期：**剔除房地产业务，公司业绩为0.04元，同比下滑70%，业绩下滑的主要原因是主业受需求下滑影响较严重。
- **钨业务下半年复苏：**钨下游需求主要为机械加工行业，主要市场为国际市场，国际机械行业目前虽然开工率仍在50%以下，但复苏迹象明显，我们看好机械行业未来的复苏趋势。
- **能源新材料业务蓄势待发：**公司是国内能源新材料行业的龙头，目前5000吨贮氢合金粉产能基本已经建成，虽然短期内受行业需求不足和设备调试导致的产能利用率不足的影响，产品毛利率有所下滑，但随着需求爆发增长的逐步临近和公司设备调试的逐步完善，该业务发展值得期待。
- **下半年房地产业务大幅结算：**公司目前的预收账款高达29亿，主要是房地产的预收未结算款，下半年公司房地产业务步入结算期，预期公司权益比重为60%的成都项目结算7亿元左右，贡献业绩0.10元。权益比重为36%的厦门项目结算17亿元左右，贡献业绩为0.18元。
- **稀土业务预期下半年扭亏。**长汀金龙稀土2500吨稀土金属生产线已于2月开始生产，上半年受售价和销量较低影响亏损1447万元，预期下半年扭亏。
- **政策基本面积积极向好：**从产业振兴规划调高钨深加工产品硬质合金出口退税率到17%以及近期调低钨初级产品出口关税从10%至5%中可以看出政策对钨加工产业的支持，此将同比增加公司0.10元左右的业绩。
- **预期09-11年EPS分别为0.48元、0.63元和0.78元：**其中房地产业务分别贡献0.28元、0.20元和0.20元。
- **维持“强烈推荐”投资评级：**公司目前的基本面非常健康，各项业务逐步走出培育期，业绩蓄势待发，我们深信公司的核心竞争力，维持公司强烈推荐的投资评级。我们以分业务对公司进行估值，给予钨业务10年业绩25倍市盈率水平，能源新材料2倍PB水平，房地产15倍市盈率水平，调高公司目标价为18元。对应09-11年的PE分别为37倍、28倍和23倍。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4625	4947	5006	5432	5997
同比增长	5%	7%	1%	9%	10%
营业利润(百万元)	339	390	587	772	966
同比增长	-19%	15%	50%	32%	25%
净利润(百万元)	201	203	328	427	534
同比增长	-20%	1%	62%	30%	25%
每股收益(元)	0.29	0.30	0.48	0.63	0.78
PE	57.9	57.4	35.5	27.2	21.8
PB	5.0	5.9	5.3	4.6	4.0

资料来源：招商证券

公司产品产量预测

表1：厦门钨业钨精矿产量及预测

吨	2007	2008	2009E	2010E
洛阳豫鹭	1500	1800	2000	2200
宁化行洛坑	600	1900	2200	3000
废钨回收	1000	1900	2500	3000
钨金矿需求量	17050	21300	21300	21300
自给率	18.2%	26.3%	31.5%	38.5%

资料来源：招商证券；注：以上钨资源均为折算成含 65% WO₃ 钨精矿

表2：厦门钨业中间产品及细钨丝产量

	2007	2008	2009E	2010E
APT (吨)	12000	15000	15000	15000
钨粉 (吨)	3500	3500	3500	3500
细钨丝 (亿米)	100	110	100	120

资料来源：招商证券

表3：厦门钨业硬质合金产量及预测

吨	2007	2008	2009E	2010E
混合料	500	500	500	500
硬质合金	1000	1200	1600	2200

资料来源：招商证券

表4：公司贮氢合金粉产量及预测

吨	2007	2008	2009E	2010E
贮氢合金粉	2000	2200	2200	2500
钴酸锂	600	600	600	600

资料来源：招商证券

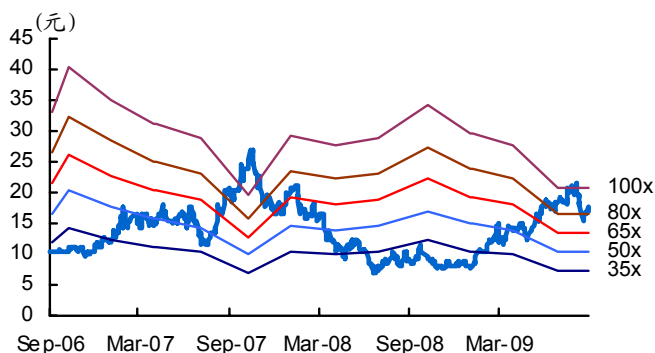
表5：公司季度利润指标

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业总收入	951	1157	1342	1497	521	564
营业总成本	913	1064	1221	1360	525	546
其中：营业成本	824	942	1092	1100	458	464
营业税金及附加	14	28	50	102	11	9
营业费用	23	25	20	40	18	23
管理费用	38	40	43	56	36	39
财务费用	15	12	14	15	10	13
资产减值损失	0	18	2	46	-7	-3
营业利润	39	93	121	137	-5	17
利润总额	41	91	126	147	2	28
所得税	14	17	23	15	1	10
净利润	27	74	102	133	0	18
减：少数股东损益	10	16	39	69	-3	7
归属母公司所有者净利润	17	58	64	64	3	11
EPS (元)	0.02	0.09	0.09	0.09	0.004	0.02

毛利率	13%	19%	19%	26%	12%	18%
营业利润率	4%	8%	9%	9%	-1%	3%
净利率	2%	5%	5%	4%	1%	2%
营业费率	2%	2%	1%	3%	3%	4%
管理费率	4%	3%	3%	4%	7%	7%
实际税率	34%	19%	19%	10%	79%	35%

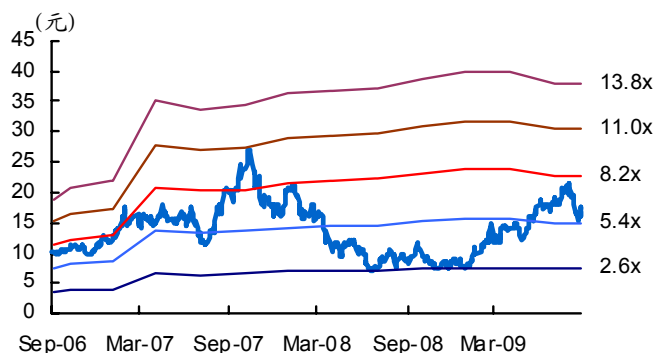
资料来源：公司公告

图 1：厦门钨业历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：厦门钨业历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《厦门钨业（600549）-非经营性因素的消除让公司 09 年“轻装上阵”》2009/3/20
- 2、《厦门钨业（600549）-能源新材料产业发展形势喜人》2009/2/17
- 3、《厦门钨业（600549）-电池材料业务将成为公司业绩新增长点》2009/1/5
- 4、《厦门钨业（600549）-费用大幅结算为未来业绩提供保障》2008/10/28
- 5、《厦门钨业（600549）-对五矿长期供货将达成双方共赢》2008/10/29
- 6、《厦门钨业（600549）-大股东二级市场增特点评》2008/9/8
- 7、《厦门钨业（600549）-下半年非经营性因素消除有利公司提升业绩》2008/8/14
- 8、《厦门钨业（600549）-业绩增长的高峰期即将到来》2008/6/6
- 9、《厦门钨业（600549）-08 年步入业绩高速增长期》2008/3/18
- 10、《厦门钨业（600549）-四大业务拉动公司业绩快速增长》2007/9/10
- 11、《厦门钨业（600549）--有色金属行业未来的“tenbagger”》2007/3/15

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	6726	6469	5256	5963	6871
现金	1090	271	718	1455	2023
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	112	126	100	109	120
应收款项	530	594	516	560	618
其它应收款	102	361	150	163	180
存货	4587	4715	3447	3420	3699
其他	306	402	324	257	231
非流动资产	1835	2363	2319	2268	2222
长期股权投资	26	24	24	24	24
固定资产	1014	1502	1853	1828	1806
无形资产	185	234	211	189	171
其他	609	604	231	226	222
资产总计	8561	8832	7574	8230	9094
流动负债	3021	4011	2552	2680	2882
短期借款	613	279	200	200	200
应付账款	317	301	324	342	370
预收账款	1439	1986	1217	1283	1387
其他	652	1444	811	855	925
长期负债	2370	1415	1202	1202	1202
长期借款	1870	902	902	902	902
其他	500	513	300	300	300
负债合计	5391	5426	3754	3882	4084
股本	525	682	682	682	682
资本公积金	701	543	543	543	543
留存收益	574	750	979	1278	1651
少数股东权益	1370	1432	1616	1846	2133
母公司所有者权益	1799	1975	2204	2503	2877
负债及权益合计	8560	8832	7574	8230	9094

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流		843	1684	1107	958
净利润		203	328	427	534
折旧摊销		0	234	252	246
财务费用		0	54	42	29
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	843	154	(142)
其它		640	225	232	291
投资活动现金流		(454)	(285)	(200)	(200)
资本支出		0	(300)	(200)	(200)
其他投资		(454)	15	0	0
筹资活动现金流		(1216)	(953)	(170)	(189)
借款变动		0	(589)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(98)	(128)	(160)
其他		(1216)	(266)	(42)	(29)
现金净增加额		(827)	447	737	568

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4625	4947	5006	5432	5997
营业成本	3902	3958	4055	4275	4624
营业税金及附加	76	194	75	81	90
营业费用	75	107	95	98	108
管理费用	132	177	150	163	180
财务费用	90	55	54	42	29
资产减值损失	12	65	(10)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	339	390	587	772	966
营业外收入	42	25	18	0	0
营业外支出	2	10	2	0	0
利润总额	379	405	603	772	966
所得税	77	69	90	116	145
净利润	303	336	512	657	821
少数股东损益	102	134	184	230	287
母公司所有者净利润	201	203	328	427	534
EPS (元)	0.29	0.30	0.48	0.63	0.78

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	5%	7%	1%	9%	10%
营业利润	-19%	15%	50%	32%	25%
净利润	-20%	1%	62%	30%	25%
获利能力					
毛利率	15.6%	20.0%	19.0%	21.3%	22.9%
净利率	4.3%	4.1%	6.5%	7.9%	8.9%
ROE	8.6%	10.3%	14.9%	17.1%	18.6%
ROIC	5.9%	7.2%	11.1%	12.7%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	63.0%	61.4%	49.6%	47.2%	44.9%
净负债比率	31.3%	19.1%	14.5%	13.4%	12.1%
流动比率	2.2	1.6	2.1	2.2	2.4
速动比率	0.7	0.4	0.7	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
应收帐款周转率	9.1	8.8	9.0	10.1	10.2
应付帐款周转率	12.7	12.8	13.0	12.8	13.0
每股资料(元)					
每股收益	0.29	0.30	0.48	0.63	0.78
每股经营现金	0.00	1.24	2.47	1.62	1.40
每股净资产	3.43	2.90	3.23	3.67	4.22
每股股利	0.05	0.15	0.14	0.19	0.23
估值比率					
PE	57.9	57.4	35.5	27.2	21.8
PB	5.0	5.9	5.3	4.6	4.0
EV/EBITDA	34.9	37.8	19.2	15.8	13.6

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA，招商证券有色行业研究员，5 年证券研究从业经验，3 年有色行业研究从业经验。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，有色行业研究员，两年期货研究从业经验，具有证券投资咨询从业资格，香港证券期货从业资格。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。