

小金属

分析师: 杨国萍, 张 镭

0755-82026714, 0755-82026705

yangguoping@cjis.cn; zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 16.78 元

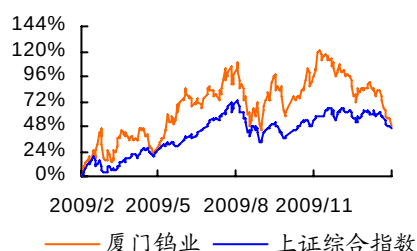
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3046.09
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	114
EPS (E)	0.54
每股净资产 (元)	3.39
资产负债率	62.47%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	1.08	-19.29	-8.11
上证综合指数	1.42	-7.60	3.95



相关报告

厦门钨业--08-10 年公司将迎来新一轮快速增长期 20070803
 厦门钨业--克服外部困难、勤抓内部业务、努力步入新的利润增长期 20080815
 厦门钨业--钨钼、新能源业务稳步发展 地产业务未来三年收益明显 20090720
 三季度业绩低于预期 看好金属业务的恢复和地产业务的增长 20091102

厦门钨业

600549

推荐

钨钼业务有望持续好转 新能源业务将成为新的盈利增长点

3 月 19 日, 厦门钨业公布了 09 年财务报告, 公司 09 年实现营业收入 63.38 亿元, 同比增长 28.21%; 营业利润 6.85 亿元, 同比增长 78%; 实现归属上市公司股东净利润 2.13 亿元, 同比增长 6.85%; 每股收益 0.31 元。

投资要点:

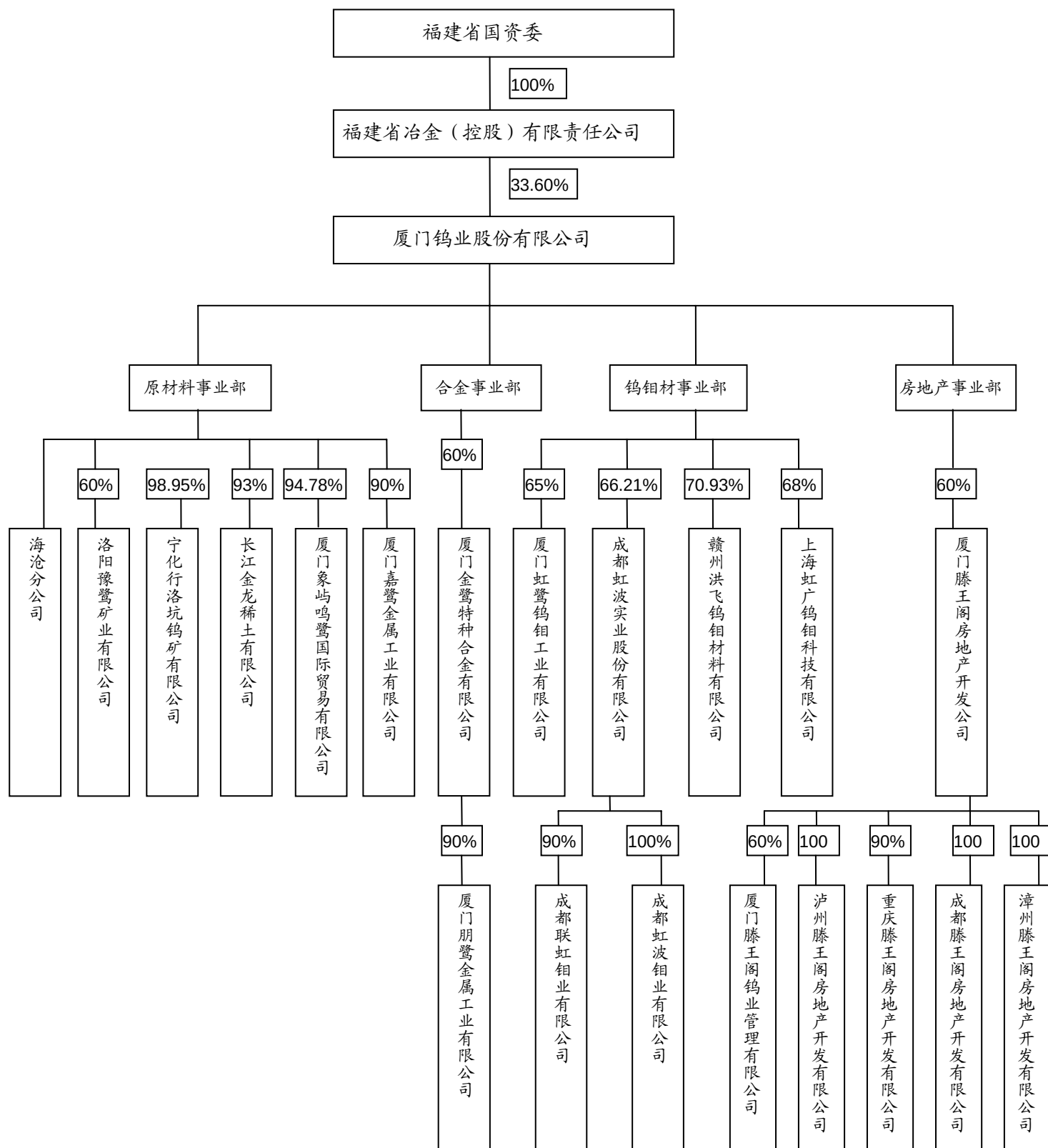
- **公司收入大幅增长主要受到地产业务的支撑。**09 年公司钨钼等有色金属制品营业收入同比减少 40.37%; 能源新材料营业收入同比减少 20.61%。这两块收入的大幅下降主要是受到金融危机影响导致市场萎缩、主要产品销量和价格同比下降所致。09 年公司房地产业务收入同比大幅增长 309%, 主要是结算厦门海峡国际社区一起项目及成都鹭岛社区三期项目的销售收入。
- **公司钨钼金属业务有望持续好转。**公司钨相关业务 09 年上半年受金融危机影响更大, 下半年虽逐步恢复, 但全年实现营业收入和贡献利润仍明显回落。我们认为, 随着全球经济的进一步好转以及行业整合有望推动钨价格的上涨, 公司钨钼相关业务将进一步恢复。
- **新能源材料产业链更趋完整, 有望成为公司新的利润增长点。**公司目前拥有稀土分离产能 5000 吨/年, 贮氢合金粉产能 3000 吨/年, 钴锂酸产能 1000 吨/年。公司贮氢合金粉、钴酸锂等电池材料将受益于新型动力汽车的推广; 长江稀土项目的实施和磁性材料及三基色荧光粉的项目将使公司拥有完整的节能灯领域的产业链。公司也将重点加快发展新能源材料产业, 培育新能源产业成为公司利润新的增长点。
- **房地产业务在未来三年稳定增长。**2010 年公司“厦门海峡国际社区”二、三期有望进入结算期。另外公司在福建漳州还拥有 652 亩的土地储备, 随着厦门与漳州之间交通的改善, 该地块有非常大的潜力。
- **维持推荐的投资评级,**我们维持公司 10-11 年的 EPS 为 0.54 和 0.71 元的预测, 预测 12 年 EPS0.87 元, 考虑到公司未来两年钨钼相关业务市场需求好转和产品结构优化以及新能源业务的广阔空间, 维持推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标价为 25 元。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	6799	7207	8001
同比(%)	28%	7%	6%	11%
归属母公司净利润(百万元)	213	367	487	596
同比(%)	7%	73%	33%	22%
毛利率(%)	28.5%	22.5%	25.8%	26.9%
ROE(%)	9.2%	14.3%	15.9%	16.3%
每股收益(元)	0.31	0.54	0.71	0.87
P/E	53.77	31.15	23.50	19.20
P/B	4.95	4.44	3.74	3.13
EV/EBITDA	14	11	9	7

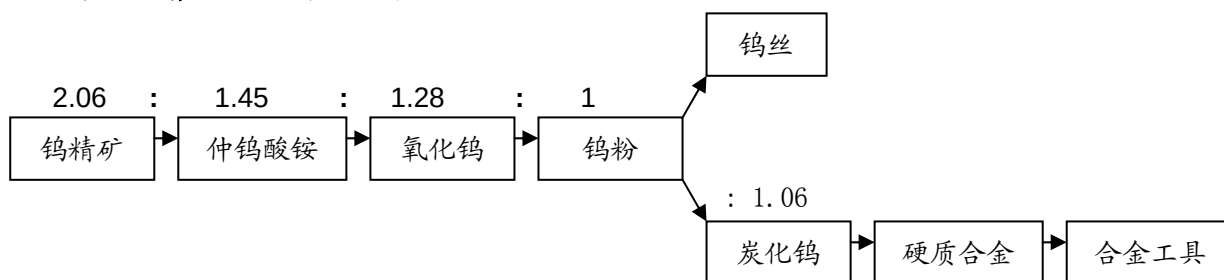
资料来源: 中投证券研究所

图 1 厦门钨业组织结构



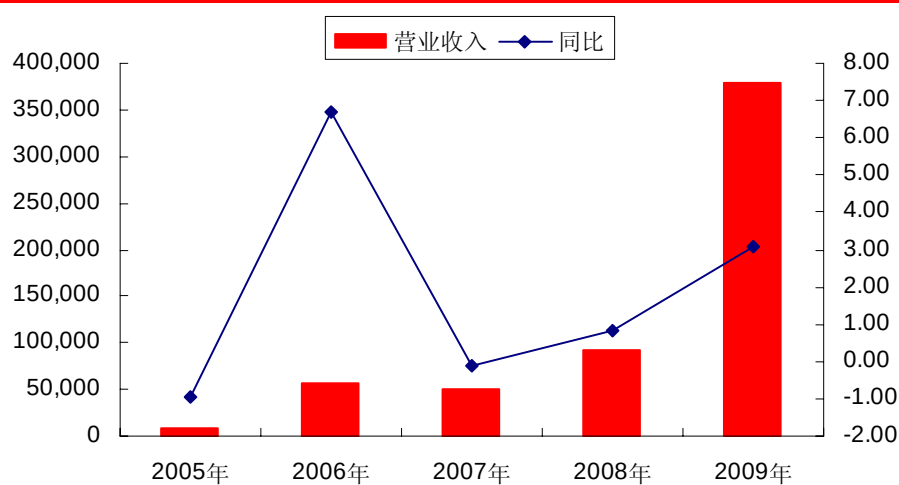
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 钨产业链及转换比例



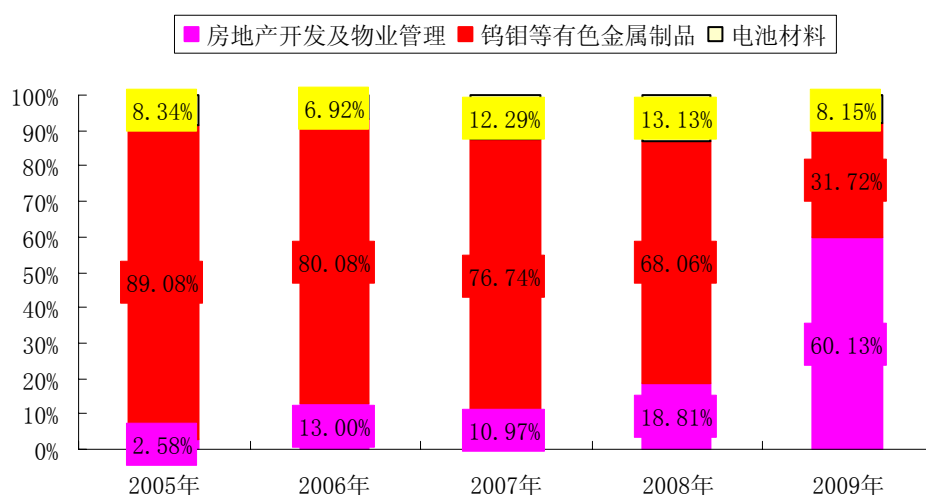
资料来源：中投证券研究所

图 3 厦门钨业营业收入及增长情况（万元；%）



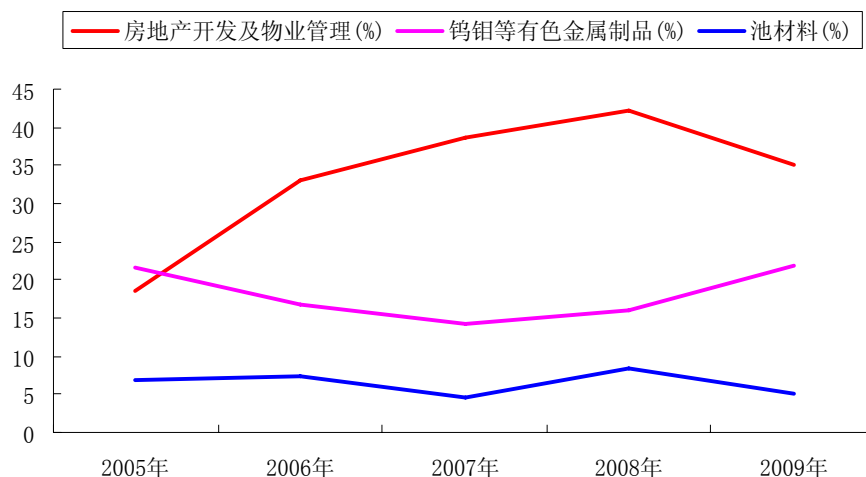
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 厦门钨业营业收入构成



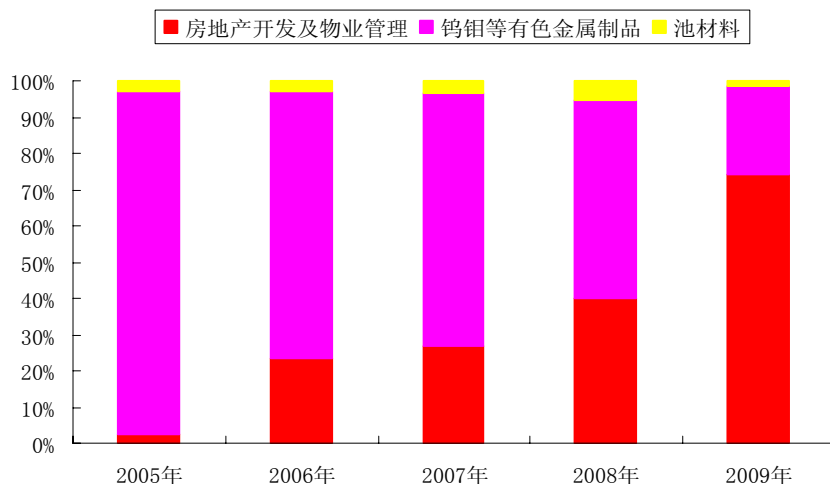
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 主要产品毛利率变动 (%)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 厦门钨业营业利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 厦门钨业钨精矿产量及自给率 (吨)

	2009E	2010E	2011E	2012E
行洛坑矿(持股 98.95%)	2300	2800	3500	4000
豫鹭矿业(持股 60%)	2500	3500	4000	4000
废钨回收	1200	1500	2000	2000
钨精矿合计供应量	6000	7800	9500	10000
APT 产量	12000	12000	12000	12000
钨精矿需求量 (1: 1.42)	17000	17000	17000	17000
钨精矿自给率(%)	35.29%	45.88%	55.88%	58.69%

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)

	2009E	2010E	2011E	2012E
APT	12000	12000	12000	12000
钨粉	3000	5000	5000	5000
碳化钨	2000	3000	3000	3000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 厦门钨业钨丝产品生产情况

	2009E	2010E	2011E	2012E
粗钨丝产量 (吨)	500	650	700	750
细钨丝产量 (亿米)	100	120	150	200
钼丝	10	15	20	30

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)

	2009E	2010E	2011E	2012E
硬质合金(吨)	800	1200	1500	2000
PCB 工具(万件)	150	300	400	500
立铣刀(万件)	20	30	100	100

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)

	2009E	2010E	2011E	2012E
贮氢合金粉	2000	5000	8000	8000
钴酸锂	1000	1000	1000	1000

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

	2009E	2010E	2011E	2012E
收入(亿元)	32	28	30	30
贡献 EPS(元)	0.23	0.20	0.21	0.22

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 未来三年主要产品产量预测

	2010E	2011E	2012E
钨精矿产量 (吨)	8100	9500	10000
APT 产量 (吨)	12000	12000	12000
钨粉 (吨)	5000	5000	5000
碳化钨 (吨)	3000	3000	3000
粗钨丝产量 (吨)	750	750	800
细钨丝产量 (亿米)	200	200	300
钼丝 (亿米)	25	30	50
硬质合金(吨)	1200	1800	2000
PCB 工具(万件)	300	500	500
立铣刀(万件)	50	100	100
贮氢合金粉 (吨)	2000	5000	8000
钴酸锂 (吨)	1000	1000	1000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 钨精矿和 APT 价格预测 (万元/吨、含税)

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
钨精矿	8.2	6.4	8.0	9.0	10.0
APT	12.8	9.8	12.0	13.0	14.5

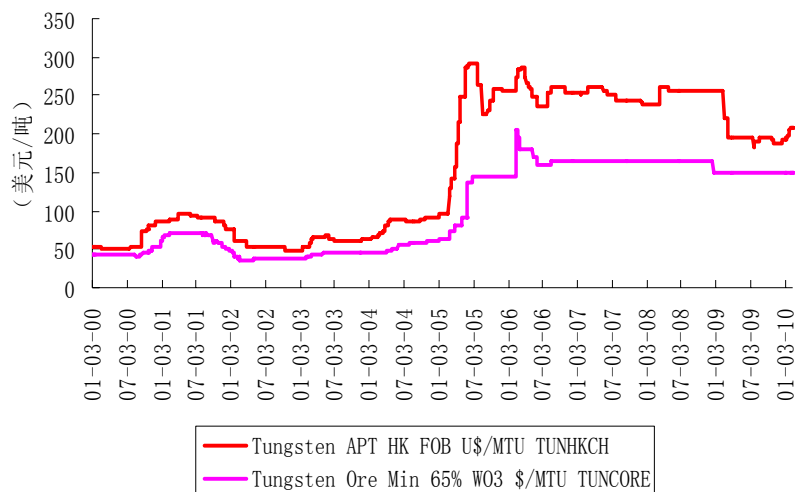
资料来源: 公司公告

图 7 国内钨精矿价格走势



资料来源: 亚洲金属网

图 8 2000 年以来钨精矿和 APT 价格走势



资料来源: DATASTREAM

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	8969	9174	10214	营业收入	6338	6799	7207	8001
现金	1153	1360	1441	1807	营业成本	4532	5268	5351	5846
应收账款	560	703	729	798	营业税金及附加	656	286	288	320
其它应收款	395	405	452	493	营业费用	108	136	144	160
预付账款	532	556	582	637	管理费用	202	204	216	240
存货	4648	5822	5847	6347	财务费用	67	30	28	-8
其他	72	123	123	132	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	876	1180	1443
无形资产	225	225	225	225	营业外收入	59	0	0	0
其他	1066	440	445	401	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	10706	11795	12078	13053	利润总额	724	876	1180	1443
流动负债	6145	6518	5949	5857	所得税	259	219	295	361
短期借款	499	1576	595	0	净利润	466	657	885	1083
应付账款	909	733	798	903	少数股东损益	253	289	398	486
其他	4737	4208	4556	4954	归属母公司净利润	213	367	487	596
非流动负债	543	705	672	657	EBITDA	876	1081	1406	1652
长期借款	394	394	394	394	EPS (元)	0.31	0.54	0.71	0.87
其他	149	311	278	263	主要财务比率				
负债合计	6688	7222	6621	6514	会计年度	2009	2010	2011	2012
少数股东权益	1707	1996	2394	2881	成长能力				
股本	682	682	682	682	营业收入	28.1	7.3%	6.0%	11.0
资本公积	763	763	763	763	营业利润	77.7	27.9	34.7	22.4
留存收益	857	1122	1609	2205	归属于母公司净利润	6.9%	72.6	32.5	22.4
归属母公司股东权益	2311	2576	3063	3659	获利能力				
负债和股东权益	10706	11795	12078	13053	毛利率	28.5	22.5	25.8	26.9
现金流量表					净利率	3.4%	5.4%	6.8%	7.5%
单位:					ROE	9.2%	14.3	15.9	16.3
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	15.7	13.3	18.3	21.2
经营活动现金流	2019	-656	1377	1103	偿债能力				
净利润	466	657	885	1083	资产负债率	62.5	61.2	54.8	49.9
折旧摊销	124	175	198	217	净负债比率	13.35	27.28	14.93	6.05
财务费用	67	30	28	-8	流动比率	1.20	1.38	1.54	1.74
投资损失	2	0	0	0	速动比率	0.43	0.48	0.55	0.65
营运资金变动	1385	-1905	240	-204	营运能力				
其它	-24	387	27	15	总资产周转率	0.65	0.60	0.60	0.64
投资活动现金流	-493	-81	-286	-151	应收账款周转率	10	10	9	10
资本支出	330	300	280	150	应付账款周转率	7.49	6.41	6.99	6.87
长期投资	-181	-202	6	1	每股指标 (元)				
其他	-344	17	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.54	0.71	0.87
筹资活动现金流	-643	943	-1010	-587	每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	-0.96	2.02	1.62
短期借款	220	1077	-981	-595	每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.78	4.49	5.36
长期借款	-508	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	53.77	31.15	23.50	19.20
资本公积增加	219	0	0	0	P/B	4.95	4.44	3.74	3.13
其他	-575	-134	-28	8	EV/EBITDA	14	11	9	7
现金净增加额	882	206	82	365					

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公司网站及公司授权的渠道, 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。

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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434