

厦门钨业（600549）

推荐（首次）

2010 年中报点评

市场数据

报告日期	2010-8-12
收盘价(元)	22.26
总股本(百万股)	681.98
流通股本(百万股)	681.98
总市值(百万元)	15180.87
流通市值(百万元)	15180.87
净资产(百万元)	2379.57
总资产(百万元)	11220.12
每股净资产	3.49

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	4635	6021	7009
同比增长(%)	28.1%	-26.9%	29.9%	16.4%
净利润(百万元)	213	347	424	531
同比增长(%)	6.9%	62.8%	22.5%	25.2%
毛利率(%)	28.5%	20.6%	23.8%	24.1%
净利率(%)	3.4%	7.5%	7.0%	7.6%
净资产收益率(%)	9.2%	13.6%	14.2%	15.1%
每股收益(元)	0.31	0.51	0.62	0.78
每股经营现金流(元)	2.96	-0.95	0.55	0.92

相关报告

公司上半年实现收入 24.5 亿元，同比增长 126%；实现归属母公司所有者净利润 1.9 亿，同比增长 1276%；EPS 0.281 元。其中二季度实现净利润 1.22 亿元，环比增长 74%。

点评：

公司上半年净利润超出市场预期和我们的预期约 20%。

分析师

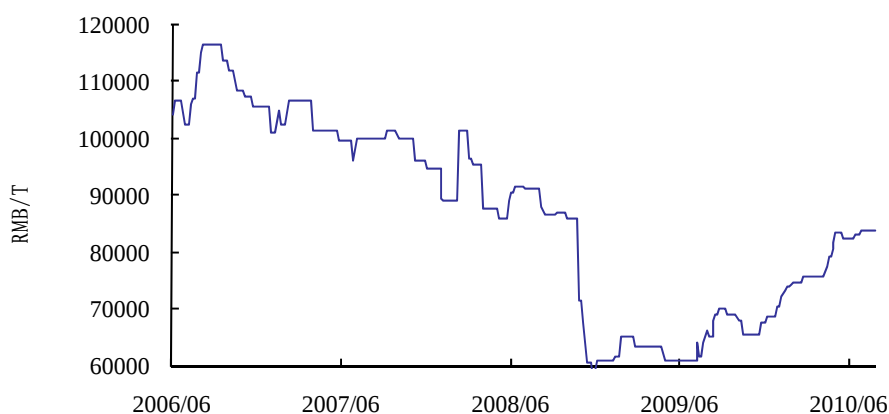
罗人渊
021-38565964
luory@xyzq.com.cn

刘建刚 S0190207100103
021-38565930
liujg@xyzq.com.cn

- 公司上半年主业恢复明显。受益国家对钨行业的整顿，钨产品价格一路上行，钨精矿均价同比上涨 25%；另一方面，海外经济的复苏也使公司产量重新恢复至 08 年水平，比 09 年增长约 32%。两相作用下，公司上半年钨钼产品收入达 17.7 亿元，同比增长 130%；毛利率达到 25.4%，比 09 年同期提高 6.4 个百分点。当然，公司上半年毛利率的大幅提升，有一部分是因为大量消耗 09 年低价库存原材料的缘故，我们预计其下半年毛利率将有小幅回落。
- 公司能源新材料业务同样得益于经济复苏，呈现量价齐升之态，收入达 5.2 亿元，同比增长 189%；毛利率 10.7%，增加 9 个百分点。
- 而公司房地产业务如期进入结算低谷期，预计公司将仅有海峡国际社区二期剩余不到 10%的别墅项目进行结算，总计贡献收入约 3 亿元左右，远低于去年全年 37.9 亿元。
- 公司有望在 11 年初获取稀土采矿权证，并投产龙岩长汀稀土矿。该矿折算稀土精矿储量约 6000 吨，设计产能为 600 吨稀土精矿，短期对公司将有一定的利润贡献。并且公司后续将有进一步整合龙岩地区稀土资源的可能，以配套当地 2000 吨得稀土分离产能。

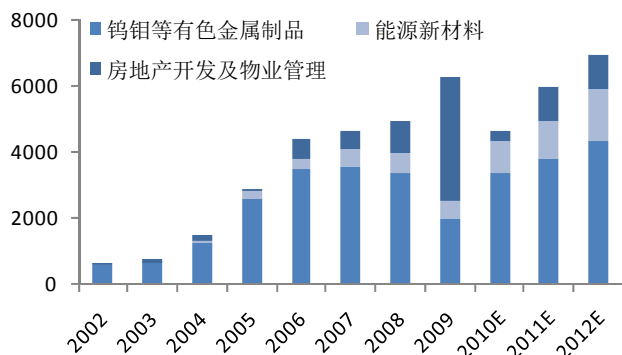
- 尽管钨、稀土行业整体依然处于供给过剩状态，但国家已在今年多次明确的表达了对稀缺战略资源的重视和从供给端进行严格控制的决心，我们认为后续 3 年内将不断会有利好政策出台，行业供需情况趋好以及价格的趋势性上行将是确定性的，因而我们长期看好这两个行业。
- 公司背靠五矿集团，保有 A 股公司中第一大钨矿储量；同时是福建省稀土资源的优势企业，并有进一步成为省内稀土整合者的可能。在假设 10,11,12 年钨精矿均价 80000、90000、100000 元/吨的情况下，我们预测公司 EPS 为 0.51、0.62、0.78 元，首次给予“推荐”评级。
- 风险提示：公司收入高度依赖出口。除去房地产业务，公司 08 年 57% 收入来自于出口，09 年 40%，10 年上半年达 43%。公司主要产品 09 年之前执行 10% 出口关税，而在 09 年，国家出于支持出口的考虑，临时调低关税至 5%。钨行业属于“两高一资”中的资源类行业，若发改委牵头的出口政策调整将公司主要产品出口关税上调回 10%，则将对公司有较大影响。

附图 1. 钨精矿价格走势（元/吨）



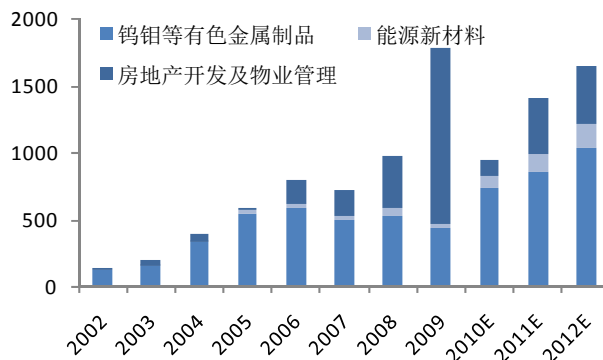
数据来源：Bloomberg，兴业证券研发中心

附图 2. 公司收入构成及预测（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

附图 3. 公司毛利构成及预测（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

表 1. 厦门钨业分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2009-06	2010-06	YOY	说明
营业收入	564	755	4498	1023	1426.6	153.0%	1085	2449	125.7%	管理费用和财务费用有所增加。
营业成本	464	600	3010	813	1091.9	135.1%	922	1904	106.6%	
毛利	100	155	1488	210	334.7	236.3%	163	545	233.7%	
销售费用	23	29	39	20	21.8	-5.6%	41	42	3.2%	
管理费用	39	50	77	57	47.7	21.5%	75	105	40.0%	
财务费用	13	17	27	15	20.2	58.9%	23	36	53.3%	
资产减值	-3	9	88	-42	25.8	-	-10	-16	-	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	-1	1	-1	1	1.7	-	-2	3	-	
营业利润	17	40	632	148	198.8	1037.7%	13	346	2665.8%	
利润总额	28	43	652	149	205.7	645.0%	29	355	1106.3%	
净利润	11	18	181	70	121.7	1010.0%	14	192	1276.3%	
EPS	0.016	0.026	0.266	0.103	0.2	1010.0%	0.020	0.281	1276.3%	
销售费用率	4.1%	3.8%	0.9%	2.0%	1.5%	-2.6%	3.8%	1.7%	-2.0%	
管理费用率	7.0%	6.6%	1.7%	5.6%	3.4%	-3.6%	6.9%	4.3%	-2.6%	
财务费用率	2.3%	2.3%	0.6%	1.5%	1.4%	-0.8%	2.1%	1.5%	-0.7%	
所得税率	34.5%	21.2%	36.6%	23.0%	18.7%	-15.9%	37.3%	20.5%	-16.8%	
毛利率	17.7%	20.5%	33.1%	20.5%	23.5%	5.8%	15.0%	22.2%	7.2%	
净利润率	1.9%	2.3%	4.0%	6.8%	8.5%	6.6%	1.3%	7.8%	6.5%	

资料来源: 兴业证券研发中心, 天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7360	5598	7008	8352
货币资金	1153	300	402	750
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	560	479	609	699
其他应收款	395	276	378	432
存货	4648	4070	5017	5775
非流动资产	3346	3130	3129	3116
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	36	36	37	38
投资性房地产	162	155	150	150
固定资产	2018	2093	2149	2136
在建工程	164	164	164	214
油气资产	0	0	0	0
无形资产	225	219	212	205
资产总计	10706	8727	10137	11468
流动负债	6145	3672	4309	4809
短期借款	499	396	300	300
应付票据	302	204	277	317
应付账款	909	513	685	821
其他	4435	2560	3048	3371
非流动负债	543	632	733	732
长期借款	394	494	594	594
其他	149	138	139	138
负债合计	6688	4305	5042	5542
股本	682	682	682	682
资本公积	763	763	763	763
未分配利润	760	978	1368	1858
少数股东权益	1707	1868	2115	2415
股东权益合计	4018	4423	5095	5926
负债及权益合计	10706	8727	10137	11468

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	213	347	424	531
折旧和摊销	124	181	201	219
资产减值准备	48	-58	38	22
无形资产摊销	-27	7	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	67	21	29	28
投资损失	2	-2	-2	-2
少数股东损益	253	161	247	300
营运资金的变动	-1968	1444	646	552
经营活动产生现金流量	2294	-646	372	624
投资活动产生现金流量	-538	-81	-244	-249
融资活动产生现金流量	-751	-126	-25	-28
现金净变动	1005	-853	102	348
现金的期初余额	271	1153	300	402
现金的期末余额	1276	300	402	750

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6338	4635	6021	7009
营业成本	4532	3683	4591	5319
营业税金及附加	656	79	241	259
销售费用	108	86	112	128
管理费用	202	190	241	273
财务费用	67	21	29	28
资产减值损失	87	-30	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	2	2	2
营业利润	685	609	809	1004
营业外收入	59	20	20	20
营业外支出	19	10	10	10
利润总额	724	619	819	1014
所得税	259	111	147	183
净利润	466	507	672	831
少数股东损益	253	161	247	300
归属母公司净利润	213	347	424	531
EPS (元)	0.31	0.51	0.62	0.78

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	28.1%	-26.9%	29.9%	16.4%
营业利润增长率	77.7%	-11.1%	32.9%	24.0%
净利润增长率	6.9%	62.8%	22.5%	25.2%
盈利能力(%)				
毛利率	28.5%	20.6%	23.8%	24.1%
净利率	3.4%	7.5%	7.0%	7.6%
ROE	9.2%	13.6%	14.2%	15.1%

偿债能力(%)

资产负债率	62.5%	49.3%	49.7%	48.3%
流动比率	1.20	1.52	1.63	1.74
速动比率	0.43	0.41	0.45	0.53

营运能力(次)

资产周转率	64.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1030.6	837.8%	1038.7	1005.9

每股资料(元)

每股收益	0.31	0.51	0.62	0.78
每股经营现金	2.96	-0.95	0.55	0.92
每股净资产	3.39	3.75	4.37	5.15

估值比率(倍)

PE	71.3	43.8	35.8	28.6
PB	6.6	5.9	5.1	4.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。