

## 有色金属行业

## 厦门钨业(600549)

评级: 增持

研究员

汪华春

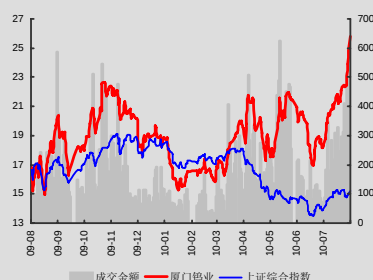
证书编号

S0070209060030

010-88086830-711

wanghc@rxzq.com.cn

厦门钨业与上证综指走势对比:



参考报告:

《稀土发光材料的行业现状及展望》2010.8.11

《厦门钨业(600549)业绩略低于预期,稀土和能源新材料业务仍是看点》2010.5.24

《稀土:引领全球新材料发展之路》2010.3.11

《厦门钨业(600549)主业稳步发展,能源新材料业务成盈利新亮点》2009.7.28

## 钨钼主业回暖提升业绩,能源新材料和稀土业务即将进入快速发展期

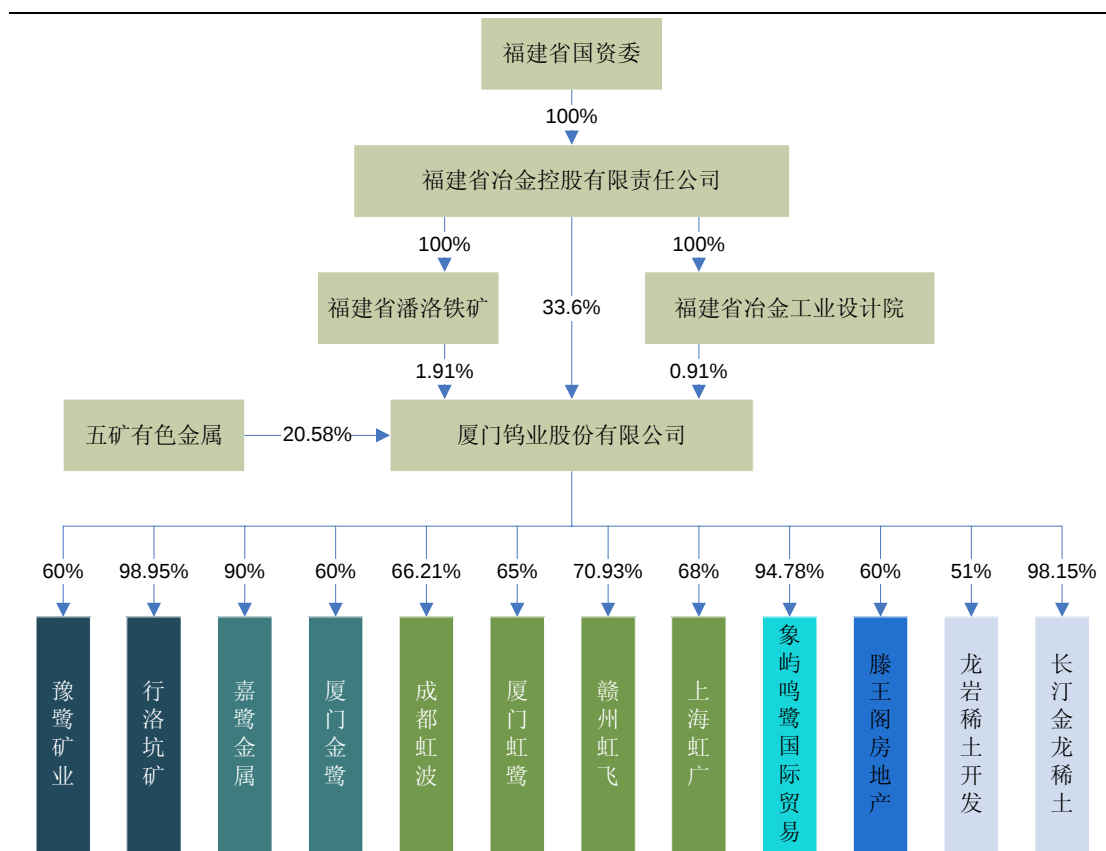
投资要点:

- **上半年收入和利润同比大幅增长。**上半年,公司实现营业收入 24.5 亿元,净利润 1.9 亿元,分别同比增长 125.70%、1276.32%。主要是钨钼等有色金属制品、能源新材料业务受益于市场需求快速回升及销售价格上涨的影响,分别实现营业收入 17.7 亿元、5.2 亿元,分别比上年同期增长 129.85%和 189.40%;房地产业务主要是销售厦门海峡社区项目一期及成都鹭岛社区三期项目尾盘,上半年实现营业收入 1.28 亿元,同比增长 22.61%,实现净利润 600 万元。
- **钨钼等有色金属制品及能源新材料业务毛利率大幅提升。**上半年财务数据显示,公司钨钼等有色金属制品、能源新材料业务销售毛利率较去年同期分别提升 6.36 和 9.03 个百分点,这主要是因为上半年,随着全球经济的逐步复苏,公司各主要产品价量回升:钨粉末产品方面,由于国外市场需求恢复,国外采购商出于去库存化后增加库存需要,推动销量稳步提高,并带动原料价格回升;硬质合金产品随着国内电子工业产业升级、汽车制造业的旺盛需求,以及采掘业和地质、石油勘探的兴起,带来大量订单;钨钼丝材得益于国际产业转移和应用领域的扩大,销售稳中有升;能源新材料受益国家低碳经济发展和稀土扶持政策的推动,盈利逐步好转。
- **能源新材料业务进入快速发展期。**公司能源新材料由海沧分公司生产,主要包括贮氢合金粉、锂电池用材料。从 2003 年至今,能源新材料业务收入及利润实现快速增长。新建的年产 5000 吨贮氢合金粉生产线项目计划制作 4 台套设备,第 3 台套设备于 2010 年 4 月开始制作,公司将根据贮氢合金粉市场需求情况逐步安排后续设备的投入。随着新能源汽车和节能照明市场的推广,公司的锂电池正极,储氢等新材料业务也有望实现爆发性增长。
- **稀土业务今年有望贡献利润。**2007 年,公司完成了稀土产业发展规划,计划 5 年内在长汀初步形成含矿山开发、冶炼加工、稀土新材料、科研应用等较为完整的产业体系,把长汀建设成福建省的稀土精深加工集中区和全国有影响力的离子吸附型稀土产业基地。至 2009 年,长汀金龙稀土有限公司已经建成年产 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。2010 年 7 月,年产 1000 吨三基色荧光粉生产线完成了厂房建设和设备安装,开始进入生产调试阶段。此外,公司还将于年内在长汀投资建设 3000 吨钕铁硼磁性材料生产线,实现稀土产业链下游的延伸。目前龙岩市稀土开

发有限公司已经获得了当地的 2 张稀土矿开采证，并有望于明年实现生产。我们预计 2011 年公司实现稀土精矿产量约 1000 吨，且龙岩市稀土开发有限公司有望成为龙岩地区整合稀土矿资源的主要平台。长汀金龙稀土 2009 年由于生产线的改造贯穿全年，生产、经营尚未稳定，当年仍亏损，而去年四季度至今稀土产品价格快速上涨，公司的稀土业务有望尽快贡献利润。

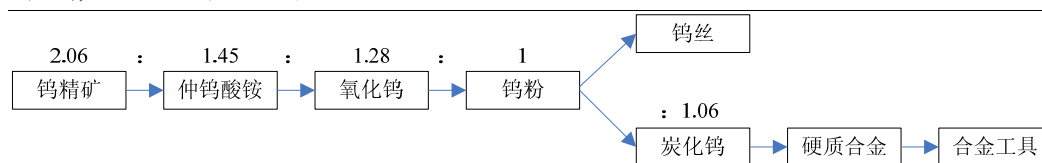
- **地产业务储备项目保证未来 3-5 年的开发。**根据腾讯蓝房网资料，海峡国际社区二期威夷·棕榈岛已经进入全面封顶阶段，三期目前正处于地基施工阶段，预计明年 10 月竣工。我们预计今明年厦门海峡国际社区二期项目进入结算，2012 年三期项目进入结算，从当前的销售均价和社区口碑来看，预计二期贡献收入 45 亿元以上。此外，厦门滕王阁房地产开发有限公司还拥有漳州厦门湾南岸、重庆假日滨江花园等项目，预计公司现有的地产项目储备能保证公司未来 3-5 年的开发。
- **投资建议：**根据中报数据，我们调整公司盈利预测，预计 2010-2012 年公司实现每股收益 0.57 元、0.67 元和 0.75 元。考虑到钨金属的稀有性、公司在钨行业内的地位、公司稀土新材料业务的快速发展及其广阔的市场前景，以及正在规划的房地产项目，上调公司评级至“增持”。
- **风险提示：**全球经济二次探底导致钨钼等有色金属产品的需求下滑，引发价格的大幅下跌；钨精矿价格的波动对公司业绩的影响。

图 公司股权结构图



来源：公司公告，日信研究

图 钨产业链及转换比例



来源：公司公告，日信研究

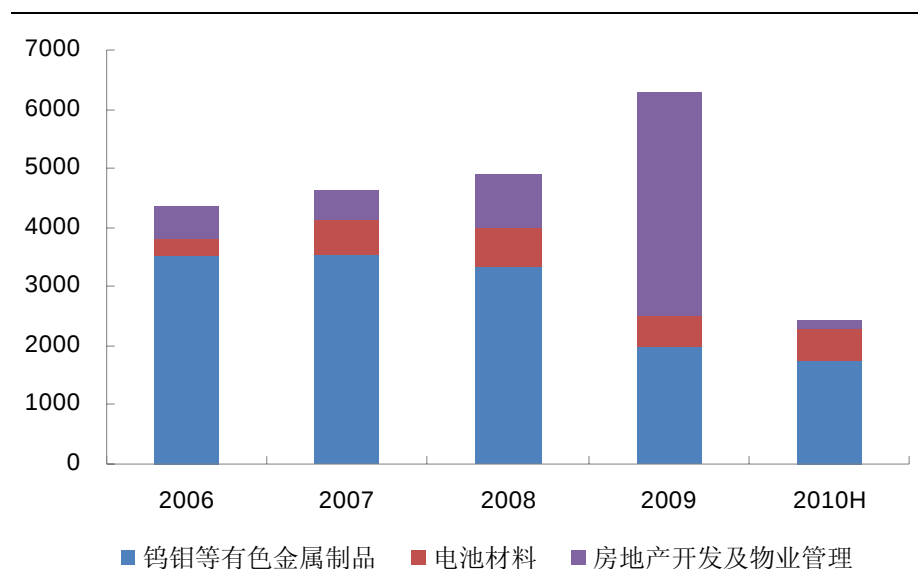
表 公司房地产业务概况

|               | 总占地<br>(亩) | 建筑面积<br>(万平方米) | 户型<br>(平米) | 住宅总数<br>(户) | 均价<br>(元/平米) | 开盘时间    |
|---------------|------------|----------------|------------|-------------|--------------|---------|
| <b>鹭岛国际社区</b> |            |                |            |             |              |         |
| 一期            | 157        | 28             | —          | 702         | 5000         | 2005.9  |
| 二期            | 65         | 26             | 110-160    | 1195        | 8030         | 2006.6  |
| 三期            | 200        | 21             | 91-280     | 1056        | 7500         | 2008.4  |
| <b>海峡国际社区</b> |            |                |            |             |              |         |
| 一期            | 570        | 14             | 130-181    | 850         | 15000        | 2007.12 |
| 二期            |            | 25             | 12 栋公寓     |             | 16000/23000  | 2009.8  |

来源：公司公告，日信研究。海峡国际社区二期夏威夷·棕榈岛由 4 栋“七星级原石滩公寓”和 8

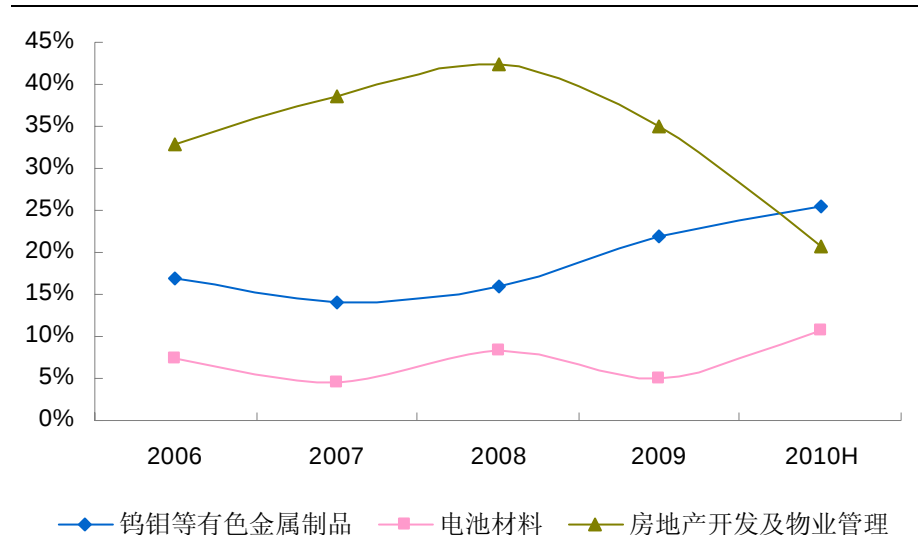
栋“五星级海景公寓”组成。其中，原石滩公寓的主力户型面积 90-155 平方米，在售均价 2.3 万元/平方米；海景公寓主力户型面积 57-179 平方米，在售均价 1.6 万元/平方米。

图 公司各项业务收入构成（单位：百万）



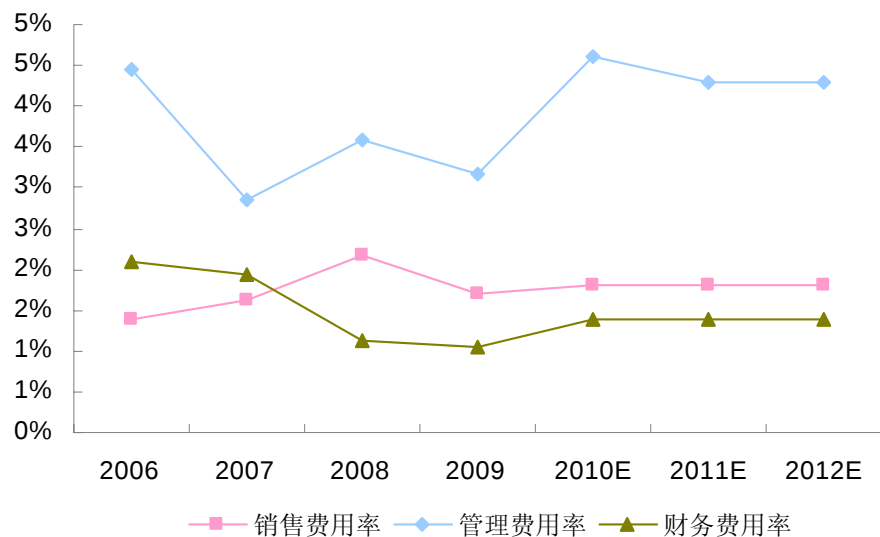
来源：公司公告，日信研究

图 公司各项业务毛利率变动情况



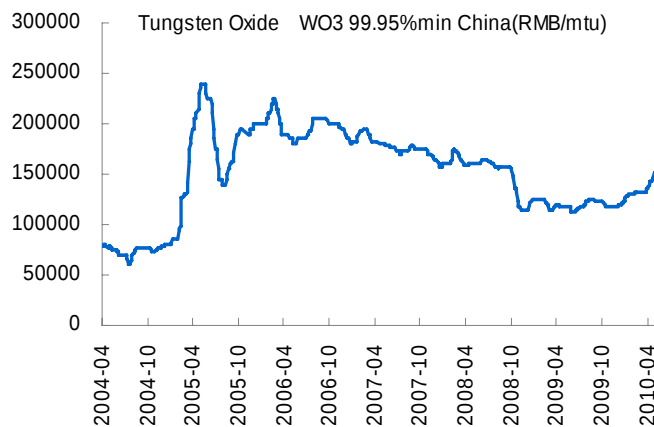
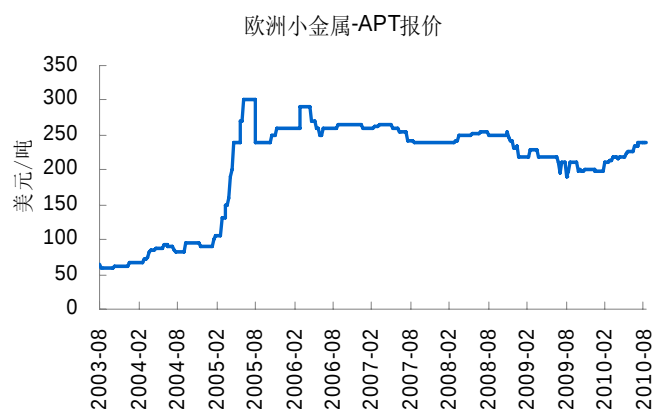
来源：公司公告，日信研究

图 公司三费率变动情况



来源：公司公告，日信研究

图 主要原材料及产品价格



| 资产负债表(百万元)          | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 利润表(百万元)      | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金                | 1153         | 2384         | 2557         | 2688         | EPS           | 0.31        | 0.57         | 0.67         | 0.75         |
| 存货                  | 4648         | 4780         | 5363         | 6099         | 营业收入          | 6338        | 5387         | 5872         | 6636         |
| 应收账款                | 560          | 560          | 638          | 671          | 营业成本          | 4532        | 4148         | 4463         | 5043         |
| 其他流动资产              | 998          | 524          | 1154         | 776          | 营业税金及附加       | 656         | 86           | 94           | 106          |
| <b>流动资产</b>         | <b>7360</b>  | <b>8248</b>  | <b>9712</b>  | <b>10234</b> | 销售费用          | 108         | 97           | 106          | 119          |
| 固定资产                | 2018         | 2151         | 2267         | 2375         | 销售费用率         | 1.71%       | 1.80%        | 1.80%        | 1.80%        |
| 长期股权投资              | 46           | 46           | 46           | 46           | 管理费用          | 202         | 248          | 253          | 285          |
| 无形资产                | 225          | 225          | 225          | 225          | 管理费用率         | 3.18%       | 4.60%        | 4.30%        | 4.30%        |
| 其他长期资产              | 1056         | 923          | 1043         | 1153         | 财务费用          | 67          | 75           | 82           | 93           |
| <b>非流动资产</b>        | <b>3346</b>  | <b>3345</b>  | <b>3581</b>  | <b>3799</b>  | 财务费用率         | 1.06%       | 1.40%        | 1.40%        | 1.40%        |
| <b>资产总计</b>         | <b>10706</b> | <b>11593</b> | <b>13293</b> | <b>14033</b> | 资产减值损失        | 87          | -50          | -50          | -50          |
| 短期借款                | 499          | 998          | 1801         | 2903         | 公允价值变动        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款                | 909          | 887          | 1071         | 1141         | 投资净收益         | -2          | 2            | 2            | 2            |
| 其他流动负债              | 4737         | 4845         | 4790         | 4097         | 营业利润          | 685         | 785          | 927          | 1041         |
| <b>流动负债</b>         | <b>6145</b>  | <b>6729</b>  | <b>7662</b>  | <b>8141</b>  | 加: 营业外收入      | 59          | 50           | 50           | 50           |
| 长期负债                | 394          | 344          | 444          | 644          | 减: 营业外支出      | 19          | 20           | 20           | 20           |
| 其他长期负债              | 149          | 148          | 148          | 148          | 利润总额          | 724         | 815          | 957          | 1071         |
| <b>非流动性负债</b>       | <b>543</b>   | <b>492</b>   | <b>592</b>   | <b>792</b>   | 所得税           | 259         | 204          | 239          | 268          |
| <b>负债合计</b>         | <b>6688</b>  | <b>7221</b>  | <b>8254</b>  | <b>8933</b>  | 所得税率          | 35.69%      | 25.00%       | 25.00%       | 25.00%       |
| 股本                  | 682          | 682          | 682          | 682          | 净利润           | 466         | 611          | 718          | 803          |
| 资本公积                | 763          | 760          | 760          | 760          | 少数股东损益        | 253         | 220          | 258          | 289          |
| 股东权益合计              | 2311         | 2445         | 2854         | 2626         | 归属母公司净利润      | 213         | 391          | 459          | 514          |
| 少数股东权益              | 1707         | 1927         | 2185         | 2474         |               |             |              |              |              |
| 负债股东权益合计            | 10706        | 11593        | 13293        | 14033        |               |             |              |              |              |
|                     |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
|                     |              |              |              |              | <b>增长率(%)</b> |             |              |              |              |
| <b>现金流量表(百万元)</b>   | <b>2009</b>  | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 营业收入          | 28.12       | -15.00       | 9.00         | 13.00        |
| 净利润                 | 466          | 611          | 718          | 803          | 营业利润          | 75.57       | 14.59        | 18.13        | 12.27        |
| 折旧和摊销               | 148          | 155          | 161          | 0            | 净利润           | 38.59       | 31.17        | 17.46        | 11.89        |
| 营运资本变动              | (1244)       | 304          | 531          | 43           | <b>利润率(%)</b> |             |              |              |              |
| 其他                  | 2650         | 34           | (1430)       | (715)        | 毛利率           | 28.49       | 23.00        | 24.00        | 24.00        |
| <b>经营现金流</b>        | <b>2019</b>  | <b>1104</b>  | <b>(20)</b>  | <b>131</b>   | EBIT Margin   | 12.40       | 16.52        | 17.70        | 17.54        |
| 资本支出                | 526          | 603          | 621          | 630          | EBITDA Margin | 14.35       | 19.39        | 20.44        | 17.54        |
| 其他                  | 0            | (204)        | (114)        | (106)        | 净利率           | 7.35        | 11.34        | 12.22        | 12.10        |
| <b>投资现金流</b>        | <b>(493)</b> | <b>(772)</b> | <b>(698)</b> | <b>(698)</b> | <b>回报率(%)</b> |             |              |              |              |
| 负债变化                | 1262         | 533          | 1033         | 679          | 净资产收益率        | 11.59       | 13.98        | 14.24        | 15.74        |
| 股息支出                | 276          | 298          | 312          | 306          | 总资产收益率        | 4.35        | 5.27         | 5.40         | 5.72         |
| 其他融资现金流             | (1629)       | 136          | 101          | 836          | <b>其他(%)</b>  |             |              |              |              |
| <b>融资现金流</b>        | <b>(643)</b> | <b>371</b>   | <b>821</b>   | <b>1209</b>  | 资产负债率         | 61.38       | 62.29        | 62.09        | 63.65        |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>883</b>   | <b>703</b>   | <b>103</b>   | <b>642</b>   | 股息率           | 1.58        | 1.71         | 1.79         | 1.75         |

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。