



学校编码: 10384

学号: 17920071150574

分类号_____密级_____

UDC_____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

廈門鎢業投資價值分析

An Investment Value Analysis of
Xiamen Tungsten CO. Ltd

王睿智

指導教師姓名: 屈文洲 教授

專業名稱: 工商管理 (MBA)

論文提交時間: 2009 年 4 月

論文答辯日期: 2009 年 月

學位授予日期: 年 月

答辯委員會主席_____

評 閱 人_____

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

厦门钨业股份有限公司经过 11 年的发展，成为中国有色金属行业中钨产业链的龙头企业，具有优良的业绩水平。受世界金融危机的影响，厦门钨业是否还能够保持良好的增长水平，是否仍具有投资价值，这是投资者关注的焦点。

本文采用自上而下的投资价值评估方法，依次从宏观经济、行业、公司三方面展开分析。最后，本文通过公司自由现金流量折现法和市盈率法对厦门钨业进行合理估值，同时给出投资风险提示和投资建议，为投资者提供参考。

世界经济危机造成的影响在短期内难以得到改善，中国经济也会在近年内处于调整、恢复期。尽管国家推出了各项经济刺激政策，但仍然难免对以出口为主的国内钨业造成一定的负面影响，行业整体利润水平将会明显下降。

国内钨产业集中度不高，产品多为附加值低的初级产品。今后，国内钨行业竞争将日剧激烈。钨业各主要竞争对手将发挥各自的竞争优势，促进钨行业产业升级，并加速行业整合的速度。

通过对厦门钨业自身的经营分析，本文认为公司总体经营状况良好。公司将会发展钨深加工业务，能源新材料业务也将会成为新的业绩增长点。通过分析，我们认为公司在 2009-2011 年仍将保持 6% 的增长，2012-2021 年保持 20% 的增长，而在 2022 年之后将保持 1% 的 FCFF 永续增长水平。

最后，本文使用两种估值方法得到厦门钨业 2009 年的合理股价区间为 11.66-12.90 元。同时本文还提示了投资厦门钨业所要注意的几项风险，以及投资建议。厦门钨业当前的股价相对于本文得到的合理股价区间而言略为偏高，投资者应谨慎选择，不建议投资者在当前买入。

关键词：厦门钨业；估值；投资价值

Abstract

After 11 years of development, Xiamen Tungsten CO. Ltd has become the leading enterprise in China Tungsten Industry Chain of non-ferrous metals industry, and has an excellent level of performance. By the world financial crisis, whether Xiamen Tungsten is still able to maintain a good level of growth, or whether it has the investment value, that is the focus of investors.

In this paper, we use the top-down approach of the investment valuation, in order from the macro-economic analysis, the industry analysis, and the company analysis. Finally, we give a reasonable valuation on Xiamen Tungsten through the DCF method of FCFF and the P/E method. In order to provide references for investors, we also give the tips of the investment risk and the investment advice.

The impact, which is caused by the world economic crisis, is difficult to be improved in the short term, and the economy of China will be going through an adjustment and recovery in recent years. Although China has introduced some policy to stimulate the economy, there is still a negative impact on the domestic tungsten industry, which is the export-oriented. The profit level of the overall tungsten industry will be decreased significantly.

The concentration of the domestic tungsten industry is not high, and products are mostly low value-added primary ones. In future, the competition of the domestic tungsten industry will become increasingly fierce. All major competitors of the domestic tungsten industry will exert their respective competitive advantages, which will promote the industrial upgrade of the domestic tungsten industry, and accelerate the pace of the industry consolidation.

Through the analysis of the company's operations, we believe that the overall operation of Xiamen Tungsten is in good condition. The company will develop the business of the deep processing in the tungsten industry, and the new materials business will become a new growth point. Through the analysis, we believe that the company will remain at 6% growth of the operation revenue from 2009 to 2011, and

at 20% growth of the operation revenue from 2012 to 2021, and 1% of sustainable growth of FCFF value after 2022.

Finally, through the DCF method of FCFF and the P/E method we get a reasonable price range of the Xiamen Tungsten stock in 2009. It is from 11.66 RMB to 12.60 RMB per stock. At the same time, we also give the tips of the risk in investing in Xiamen Tungsten, as well as investment advices. The current share price of Xiamen Tungsten, compared with the reasonable price range, is slightly high. So we suggest that investors should be careful, and we do not recommend investors to buy it in the current.

Key words: Xiamen Tungsten; valuation; investment value

目 录

引 言.....	1
第一节 研究背景和意义	1
第二节 投资价值评估方法概述	1
第三节 研究内容和框架	2
第一章 厦门钨业股份有限公司简介	4
第一节 发展历程	4
第二节 组织架构	4
第三节 股权结构	5
第四节 主要业务	6
第二章 宏观环境分析	7
第一节 宏观环境现状分析	7
第二节 宏观环境趋势分析	12
第三节 宏观环境对未来国内钨业市场的影响	13
第三章 国内钨业行业分析	15
第一节 当前国内钨业行业发展简介	15
第二节 主要竞争对手分析	16
第三节 国内钨业行业的发展趋势	18
第四章 厦门钨业公司分析	20
第一节 经营状况简介	20
第二节 主营分析	21
第三节 财务分析	25
第四节 赢利预测	36
第五章 厦门钨业估值分析	40
第一节 公司自由现金流量现值法	40

第二节	市盈率 (P/E) 模型估值法	44
第三节	两种方法的对比和估值确定	44
第六章	厦门钨业投资风险分析与投资建议	46
第一节	投资风险分析	46
第二节	投资建议	47
参考文献	.....	48
附录	.....	50
附录 1:	厦门钨业 2009-2022 年资产负债表预测表	50
附录 2:	厦门钨业 2009-2022 年损益表预测表	54
附录 3:	厦门钨业 2009-2022 年 FCFF 折现值预测表	56
附录 4:	厦门钨业 2006-2008 年资产负债表	57
附录 5:	厦门钨业 2006-2008 年损益表	60
附录 6:	厦门钨业 2006-2008 年现金流量表	62
后记	.....	65

Catalogue

Preface	1
Section 1 Research Background And Meanings.....	1
Section 2 Research Method	1
Section 3 Research Content And Structure	2
Chapter 1 Xiamen Tungsten CO. Ltd Introduction	4
Section 1 Development History	4
Section 2 Organizational Structure	4
Section 3 Shareholding Structure	5
Section 4 Main Business	6
Chapter 2 Macroeconomic Analysis	7
Section 1 Macroeconomic Current Situation Analysis	7
Section 2 Macroeconomic Trend Analysis	12
Section 3 Impact On Future Domestic Tungsten Market.....	13
Chapter 3 China Tungsten Industry Analysis	15
Section 1 Domestic Tungsten Industry Development History.....	15
Section 2 Major Competitors Analysis.....	16
Section 3 Domestic Tungsten Industry Future Trend	18
Chapter 4 Xiamen Tungsten CO. Ltd Analysis	20
Section 1 Operating Conditions Introduction	20
Section 2 Main Business Analysis	21
Section 3 Finance Analysis	25
Section 4 Profit Forecast.....	36
Chapter 5 Xiamen Tungsten CO. Ltd Valuation Analysis	40
Section 1 Assessment By FCFF Model.....	40

Section 2	Assessment By P/E Model.....	44
Section 3	Compare And Valuation.....	44
Chapter 6	Investment Risk And Advice	46
Section 1	Investment Risk Analysis	46
Section 2	Investment Advice	47
Reference	.....	48
Appendix		50
Appendix1	"Xiamen Tungsten" Balance Sheet Hypothesis (2009-2022)....	50
Appendix2	"Xiamen Tungsten" Income Statement Hypothesis (2009-2022)	54
Appendix3	"Xiamen Tungsten" FCFH Hypothesis (2009-2022).....	56
Appendix4	"Xiamen Tungsten" Balance Sheet (2006-2008).....	57
Appendix5	"Xiamen Tungsten" Income Statement (2006-2008).....	60
Appendix6	"Xiamen Tungsten" Cash Flow Statement (2006-2008)	62
Postscript	.....	65

引 言

第一节 研究背景和意义

随着我国市场经济体制建设速度的加快，随着国有大中型企业改革的深入，随着我国证券市场的逐步完善，国内经济步入了一个新的发展阶段。证券市场既为国家经济建设拓宽了直接融资的渠道，也为投资者带来了更多的投资机会，因此公司的价值分析越来越受到投资大众的重视。

价值分析主要包括宏观经济分析、行业分析以及公司分析。上市公司的股票价值分析在投资过程中占有相当重要的地位。本文正是基于这样的背景来进行研究的。

同时，本文的研究意义在于：

(1) 通过对“厦门钨业”各种基本要素的研究，使投资者能够对“厦门钨业”的整体价值有一个比较明确的评估，并为投资者提供一个比较清晰的投资思路。

(2) 探讨、寻求适合我国当前证券市场的投资价值理念。科学、合理的投资价值分析体系有助于帮助投资者从有限、零散的各项简单指标中探求公司的真实业绩水平，为他们提供有价值的投资帮助。因此，上市公司的投资价值分析是投资者实现理性投资决策的重要前提和保证。

第二节 投资价值评估方法概述

为了能够对上市公司进行合理的价值评估，我们就需要使用目前较为成熟的投资价值评估方法。

投资价值评估有两种基本方法：后向法和前向法。后向法即假定未来是过去的延伸，投资者利用过去的数据、走势以及关系来选择买卖证券。前向法更重视预期未来的趋势并做出相应决策。

前向法中常用的有自上而下和自下而上法：

(1) 自上而下法首先回顾宏观经济情况并预测未来趋势，然后进行行业分

析，最后对个股进行研究估值。

(2) 自下而上法即股票估值法，更着重公司层面的微观因素，其要点在于投资机会取决于公司及行业因素而不是宏观因素。

相较于自下而上法，自上而下法不仅能够兼顾宏观和微观因素，而且更重视投资分析过程，能有效的协助投资者理清经济、行业、公司三者的关系，因此本文的投资价值评估方法采用自上而下法。

而无论采用哪种方法，投资分析的关键就在于能够对要分析的对象给出合理的估值。当前普通股定价较为常用的估值方法有两种，分别是相对估值法和绝对估值法。

相对估值法认为可以通过与类似股票的比较来确定公司股票的价值，将公司股票价格与影响其价值的相关变量进行比较，通常使用以下几种相对定价比率：市盈率（P/E），价格-现金流比率（P/CF），价格-账面价值比率（P/BV），价格-销售额比率（P/S）。

绝对估值法中当前较为流行的是贴现现金流定价法。贴现现金流定价法通过计算现金流量的现值来估计股票价值，现金流包括股息、经营现金流和自由现金流等。该模型以一种全面而又明晰的方式对企业未来的收益能力进行评估，它认为任何资产的价值是其预期会产生的现金流量的折现值总和。在绝对估值法模型中，应用最广泛的是公司自由现金流量模型（FCFF）和股权自由现金流量模型（FCFE）。

本文将选用公司自由现金流量模型（FCFF）与相对估值法中的市盈率（P/E）估值模型，结合宏观经济形势、行业的发展趋势以及厦门钨业自身的经营情况等，对厦门钨业的内在价值进行评估。

第三节 研究内容和框架

厦门钨业股份有限公司于 2002 年在上海证券交易所上市，作为一家相当有特色的有色金属类上市公司，其在钨钼等产品的产销量上居于同行业前列。有色金属行业经营门槛相对较高，其价格随市场行情变化弹性较大，特别是在近几年大宗商品价格变动频繁的情况下，该类公司开始日益受到投资者的重视。

全文共分为六章。

第一章是厦门钨业股份有限公司简介，主要简要介绍公司的发展历程、组织架构、股权结构以及主要业务。

第二章是当前宏观环境分析，主要对宏观环境的现状、未来的趋势以及对国内钨市场的影响进行分析等。

第三章是国内钨业行业的分析，主要对国内钨业行业的发展现状、各主要竞争对手以及发展趋势进行分析。

第四章是厦门钨业公司分析，从经营介绍、主营分析、财务分析等角度进行阐述，并对其盈利情况进行预测。

第五章是厦门钨业估值分析，通过应用公司自由现金流量折现法和市盈率法对厦门钨业进行估值评价，并提出公司股票的价值区间。

第六章是厦门钨业投资风险分析和投资建议，提出投资厦门钨业股票可能面临的风险，并适当的给出投资建议。

第一章 厦门钨业股份有限公司简介

为了能够对本文要进行分析的对象—“厦门钨业股份有限公司”有一个初步的认识和了解，本章将从厦门钨业股份有限公司的发展历程、组织架构、股权结构、主要业务这四个方面来进行简要的介绍。

第一节 发展历程

厦门钨业股份有限公司的前身为福建省厦门钨品厂，为福建省冶金工业总公司下属的全民所有制国家二级企业。福建省厦门钨品厂于1997年进行整体改制，福建省冶金工业总公司(后更名为福建冶金(控股)有限责任公司)作为主发起人以厦门钨品厂的整体经营性净资产作为出资，五矿发展股份有限公司(后更名为五矿龙腾科技股份有限公司)、日本国东京钨株式会社(后更名为日本国联合材料株式会社)、日本国三菱商事株式会社、韩国大韩重石株式会社、厦门市宝利铭贸易有限公司、福建省五金矿产进出口公司等其他6家发起人以现金作为出资，共同筹建厦门钨业股份有限公司。福建省人民政府于1997年12月22日，正式批准公司成立。公司于1997年12月30日在厦门市工商行政管理局正式注册成立。

经过多年的致力发展，厦门钨业股份有限公司现拥有两座矿山、两个钨冶炼公司、一个硬质合金公司、四个钨钼丝材公司、一个国际贸易公司和一个房地产开发公司，打造了一条从钨矿山→冶炼→深加工完整的产业链。

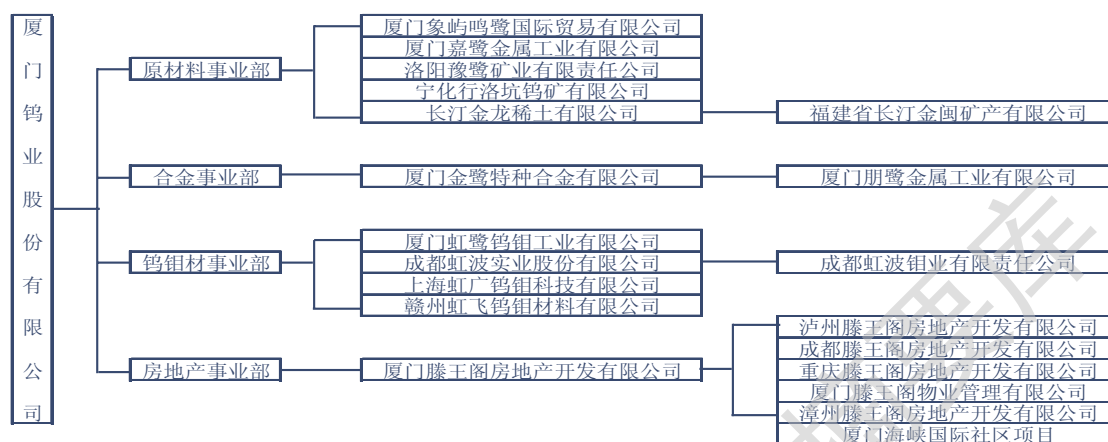
公司还拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站，具有多项发明专利、实用新型专利和专有技术，多项核心技术处于国际领先水平，公司承担建设的多个科研项目被国家科技部认定为“国家级火炬计划项目”。已全面通过 ISO9001 国际质量体系认证，并获商检局出口货物检验检疫通关“绿色通道”待遇。

第二节 组织架构

厦门钨业股份有限公司经过多年的发展，逐步完善并形成了公司现今的组织架构，其组织架构图如下图 1-1 所示。公司现在拥有四个事业部：原材料事业部、合金事业部、钨钼材事业部、房地产事业部，目前下属共有 11 个控股子公司和

8 个控股孙公司。

图 1-1：厦门钨业股份有限公司组织架构图



资料来源：根据公司信息自制

第三节 股权结构

2002 年 11 月 7 日，厦门钨业股份有限公司在上海证券交易所成功上市。目前，公司总股本 6.8198 亿股，实际流通 A 股 6.7337 亿股，限售流通 A 股 0.0861 亿股。截至 2008 年 12 月 31 日，厦门钨业股份有限公司拥有股东总户数 61617 户，前十大股东情况如下表 1-1 所示。

表 1-1：厦门钨业股份有限公司前十大股东

股东名称	持股数(万股)	占总股本比%	股本性质	增减情况(万股)
福建省冶金(控股)有限责任公司	22917.69	33.60	国有法人股、流通 A 股	未变
五矿有色金属股份有限公司	17444.54	25.58	境内法人股、流通 A 股	3411.01
日本联合材料株式会社	6413.27	9.40	境外法人股、流通 A 股	未变
福建省潘洛铁矿	1301.92	1.91	流通 A 股	664.71
招商核心价值混合型证券投资基金	632.82	0.93	流通 A 股	-309.88
长信增利动态策略股票型证券投资基金	425.46	0.62	流通 A 股	未变
日本三菱商事株式会社	422.76	0.62	流通 A 股	未变
工银瑞信核心价值股票型证券投资基金	299.99	0.44	流通 A 股	未变
漳平市金磐矿业有限公司	276.96	0.41	流通 A 股	新进
中国人寿保险股份有限公司—分红—个人分红—005L—FH002 沪	221.00	0.32	流通 A 股	新进

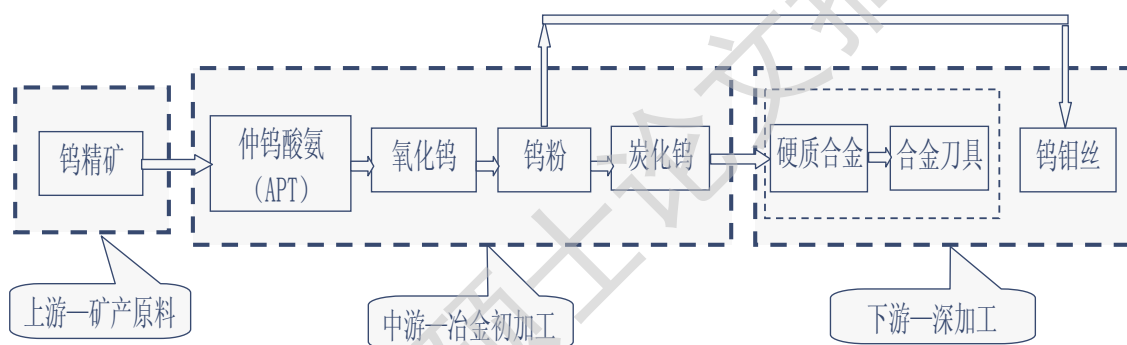
资料来源：同花顺资讯：同花顺厦门钨业股份有限公司信息，2008 年 12 月

第四节 主要业务

厦门钨业股份有限公司主要从事钨钼等有色金属制品、能源新材料、房地产开发及物业管理三个行业的经营生产。诚然，钨钼等有色金属制品的生产和销售是公司最重要的主营业务。

公司上市时只有中间钨制品业务，后通过投资矿山以及收购集团的钨钼深加工资产，形成了从钨矿山→冶炼→深加工完整的产业链，厦门钨业股份有限公司的钨产业链如图 1-2 所示。

图 1-2：厦门钨业股份有限公司钨产业链示意图



资料来源：兴业证券：《打造最具竞争力的钨深加工企业》，2007年6月7日

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库