

业绩大幅下滑，但仍看好长期发展

厦门钨业 (600549.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司发布 2012 年度年报, 实现营业收入总计 88.37 亿, 同比减少 25.81 %。归属于母公司股东的净利润为 5.26 亿, 同比减少 48.46 %。对应的每股收益为 0.77 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 主要产品价格下滑拖累业绩

2012 年钨及稀土的价格一直处于下降态势, 加上弱势国内外经济形势使钨、钼及稀土的下游需求不振, 公司营业收入出现了明显的下滑。短期成本难以迅速压缩, 导致毛利率的大幅下降。电池材料营业收入有一定的增长, 但由于盈利水平较低, 对整体公司盈利贡献不大。

(二) 深加工能力与资源储量有望提升

在钨产品方面, 公司具有采选、冶炼与深加工集一体的完整钨产业生产链。目前拥有目前拥有年产 22000 吨仲钨酸铵 (APT) 和氧化钨、7500 吨钨粉、5000 吨碳化钨粉及 2500 吨硬质合金的生产能力。设计生产规模为年产 3000 吨钨粉、2000 吨硬质合金的九江硬质合金项目的第一期建设已经完成了厂房土建封顶, 预计将于 2013 年开始试生产。预计公司硬质合金业务将进一步扩大, 市场占有率有望提升。

资源增储方面, 近期公司拟以 3.67 亿元收购厦门三虹所持有的江西都昌金鼎钨钼矿业 60% 股权。都昌金鼎阳储山全矿区合计保有钨矿石量 4659.30 万吨, 三氧化钨金属量 96426 吨, 伴生钼金属 7173 吨; 钼矿石量 3223.10 万吨, Mo 金属量 19866 吨。都昌金鼎的 4500 吨/日处理量的采选生产线建设预计将于 2013 年 3 月份试生产, 4 月份正式生产, 2015 年达到设计产能。目前公司钨精矿的自给率约在 20%-35%, 随着公司对外进行资源扩张、内部改造持续推进和自主研发废钨回收技术的提升, 公司未来钨精矿自给率有望增大。

(三) 稀土产业链不断完善扩充

作为福建省稀土资源整合开发的平台, 公司有着较高的资源优势。目前公司在建的相关项目有年产 1000 吨三基色荧光粉生产项目和金龙年产 3000 吨磁性材料项目等。随着这些项目的完成达产, 公司的新能源产业链将逐渐完善。另外公司目前拥有 5,000 吨贮氢合金粉的产能, 有望受益于未来大力发展新能源节能车的趋势。

分析师

孙勇

☎: 010-66568738

✉: sunyong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010003

特此鸣谢

张一凡 021-20252682

(zhangyifan@chinastock.com.cn)

管蔷 010-83574543

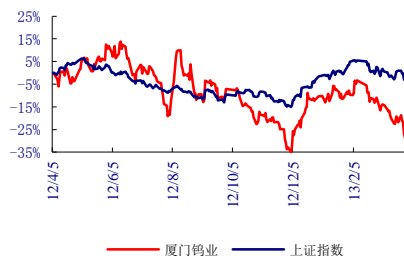
(jianqiang@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.04.01

A 股收盘价(元)	31.17
A 股一年内最高价(元)	51.47
A 股一年内最低价(元)	27.42
上证指数	2234.40
市净率	6.18
总股本(万股)	68198.00
实际流通 A 股(万股)	68198.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	212.57

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

3. 投资建议

由于预计公司将通过发行票据、贷款融资等方式获取大量资金维持经营及进行技改、扩产等项目，财务费用的增加将会在一定程度上拉低业绩，我们下调 2013 年至 2014 年的 EPS 预测。我们预测 2013 至 2015 年的 EPS 分别为 1.25 元、1.65 元和 2.03 元。应目前股价 PE 分别为 24.8 倍、18.9 和 15.3 倍。我们看好公司稀土板块未来成长空间和钨作为稀有战略性资源所具有的抗跌性，维持推荐评级。

4. 风险提示

钨钼及稀土产品的价格风险；宏观经济风险及下游需求不确定性风险；在建项目进度不及预期风险

附录：厦门钨业（600549）财务报表预测

资产负债表(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	507	788	1221	271	313	营业收入	11910	8837	11137	13565	15626
应收款项	1555	1192	1612	1824	2130	营业成本	8122	6561	8000	9514	10842
预付款项	593	364	574	638	722	营业税金及附加	749	277	501	610	703
存货	5495	5009	6797	7199	8541	销售费用	146	148	184	224	258
其他流动资产	243	353	399	398	538	管理费用	521	552	668	814	938
非核心资产	735	805	940	970	980	财务费用	158	236	243	349	302
固定资产	2670	3258	4105	6496	7843	非经常性损益	68	19	0	0	0
在建工程	488	733	4147	2659	1863	资产减值损失	79	64	0	0	0
无形资产	248	291	312	323	333	投资收益	19	8	0	0	0
长期待摊费用	66	76				公允价值变动损益	0	0	0	0	0
资产总计	12656	12836	20155	20833	23323	营业外收入	54	43	0	0	0
短期借款	1471	959	2559	1559	1059	税前利润	2147	1045	1541	2053	2584
应付款项	1207	970	2050	2314	2639	减：所得税	654	164	231	308	388
预收款项	936	1268	1605	1515	1979	净利润	1493	881	1310	1745	2196
其他流动负债						归属于母公司的净					
	3100	2542	2235	2626	2468	利润	1021	526	856	1125	1387
长期借款	690	730	4130	3530	2930	少数股东损益	472	355	454	620	809
应付债券	0	497	497	497	497	基本每股收益	1.50	0.77	1.25	1.65	2.03
长期经营性负债	200	236	246	290	351	稀释每股收益	1.50	0.77	1.25	1.65	2.03
负债合计	7603	7202	13322	12402	12877	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	682	682	682	682	682	成长性					
资本公积	756	756	756	756	756	营收增长率	115.1%	-25.8%	26.0%	21.8%	15.2%
留存收益	2003	2418	3162	4141	5347	EBIT 增长率	190.5%	-38.5%	31.2%	35.3%	22.2%
少数股东权益	1612	1779	2233	2853	3662	净利润增长率	189.7%	-41.0%	48.7%	33.2%	25.8%
股东权益合计	5052	5634	6833	8431	10446	盈利性					
负债和权益合计	12656	12836	20155	20833	23323	销售毛利率	31.8%	25.8%	28.2%	29.9%	30.6%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	12.5%	10.0%	11.8%	12.9%	14.1%
净利润	1493	881	1310	1745	2196	ROE	43.4%	22.8%	28.5%	31.3%	32.4%
折旧与摊销	244	303	329	456	608	ROIC	29.9%	16.6%	13.6%	16.8%	18.0%
经营活动现金流	276	843	538	2482	1926	估值倍数					
投资活动现金流	-561	-454	-4751	-1406	-1186	PE	20.8	40.4	24.8	18.9	15.3
融资活动现金流	1082	-1216	4645	-2096	-1654	P/S	1.8	2.4	1.9	1.6	1.4
现金净变动	797	-827	432	-1020	-914	P/B	6.2	5.5	4.6	3.8	3.1
期初现金余额	736	507	788	1221	271	股息收益率	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
期末现金余额	507	788	1221	271	313	EV/EBITDA	9.4	15.5	13.9	10.3	8.3

资料来源：中国银河证券研究部, 公司公告

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

孙勇，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

厦门钨业（600549）、云铝股份（000807）、山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、江西铜业（600362）、贵研铂业（600459）、西部矿业（601168）、驰宏锌锗（600497）、紫金矿业（601899）、铜陵有色（000630）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn