

业绩受钨价下跌影响，净利润同比大幅减少

2013年4月3日

推荐/维持

厦门钨业

财报点评

——厦门钨业（600549）年报点评报告

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司2012年实现营业收入88.36亿元，同比减少25.8%；实现归属上市股东净利润5.26亿元，同比减少48.46%；扣除非经常性损益后的净利润4.93亿元，同比减少51.80%；基本每股收益0.77元，同比减少48.46%。第四季度单季度实现净利润1.88亿元，单季度每股收益0.13元。公司总资产128.3亿元，同比增长1.43%。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	2498.8	5612.7	2142.9	1845.7	2683.5	2026.8	2280.9
增长率（%）	75.2%	285.6%	31.2%	11.5%	7.4%	-63.9%	6.4%
毛利率（%）	32.1%	36.2%	25.2%	24.3%	27.2%	23.9%	27.0%
期间费用率（%）	6.6%	4.4%	12.7%	10.4%	9.3%	12.2%	10.9%
营业利润率（%）	22.6%	21.2%	10.0%	12.0%	14.0%	10.3%	8.8%
净利润（百万元）	446.8	736.4	168.0	168.4	349.2	174.7	188.3
增长率（%）	192.1%	265.5%	221.8%	5.7%	-38.7%	-75.5%	-21.7%
每股盈利（季度，元）	0.52	0.66	0.17	0.16	0.32	0.16	0.13
资产负债率（%）	66.7%	60.2%	60.1%	60.6%	60.3%	57.3%	56.1%
净资产收益率（%）	10.0%	15.0%	3.3%	3.3%	6.6%	3.2%	3.3%
总资产收益率（%）	3.3%	6.0%	1.3%	1.3%	2.6%	1.4%	1.5%

评论：

积极因素：

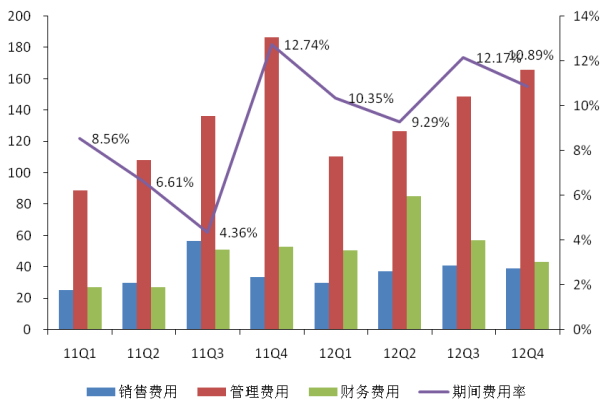
- **受钨精矿价格下跌影响，公司业绩同比大幅下降。**2012年钨精矿、稀土价格大幅下跌，其中钨精矿价格跌幅超过20%，稀土价格跌幅超过50%，产品价格下跌导致公司营业收入大幅下降，钨产品毛利率下也大幅下降，公司净利润受到较大影响。随着宏观经济的回暖，钨精矿价格在去年9月份见底，稀土价格也在今年年初企稳反弹，公司产品价格有望企稳，业绩将逐步改善。
- **高端钨铁硼、硬质合金产能释放提升业绩。**公司稀土磁材一期3000吨已建成投产，今年有望释放部分产能，公司硬质合金产品在工艺水平上处于国内领先，产品毛利率在30%以上，公司与五矿合资的九江金鹭2000吨硬质合金项目的有望于2013年底逐步建成投产，公司高端钨铁硼、硬质合金产能释放将显著提升公司业绩。

消极因素:

➤ **业绩受累钨及稀土价格，下游需求短期难以显著改善。**公司业绩主要受钨及稀土价格影响，虽然国内外经济逐步企稳回暖，公司产品价格也逐步反弹，但是国内外经济仍面临困难，下游需求短期内难以显著改善。另外公司硬质合金深加工产品、磁性材料、荧光粉、三元材料等新产品将面临较大市场开拓压力。

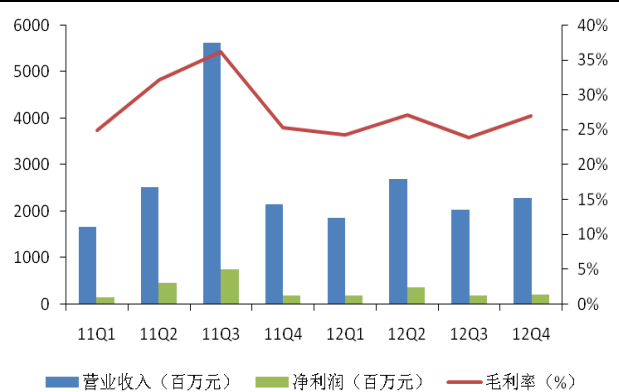
另外，公司财务费用上升较快，2012年财务费用2.35亿元同比增长48.7%，财务费用快速上升主要是受中长期贷款增加所致。目前公司现金流仍然正常，但2013年融资需求有所增长，2013年公司及其下属各公司进行扩产、技改等需要资金50亿元左右，公司计划增加中期票据和银行贷款以满足资金需求。

图 1: 单季度销售费用、管理费用和财务费用变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2: 单季度营业收入及增长率变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

业务展望:

➤ **积极开拓稀土及下游深加工产业:**公司已建立了上游稀土采选-冶炼分离-下游稀土深加工产品的完整产业链。稀土资源方面，公司控股的龙岩市稀土开发有限公司将负责开发龙岩地区的稀土资源。除了积极开拓稀土资源，公司也大力发展附加值高的稀土下游深加工业务，公司与日本专家合作研发高端钕铁硼磁性材料，3000吨/年的钕铁硼磁性材料已经建成投产，有望在2013年释放业绩。另外，公司积极推进技术创新，公司技术中心成功开发出低镨配方的42SH、43UH、45SH新牌号磁材，主要用于汽车永磁电机，镨含量与国内相同牌号相比减少20-50%。

表 1: 公司钨相关产品产量增长情况 (单位: 吨)

钨产品	目前产能	2012A	2013E	2014E
APT	17000	17000	17000	17000
钨粉	7500	6000	6000	6000
碳化钨	5000	4500	4500	5000
硬质合金	2500	2500	2700	3000
粗钨丝(吨)	2000	800	800	800
细钨丝(亿米)	200	150	200	200
细钼丝(亿米)	30	30	30	30

资料来源：公司资料，东兴证券

表 2：公司稀土相关产品产能情况（单位：吨）

子公司	目前产能	在建产能	产量 ^{2013E}	所属子公司
稀土分离产能	4000	—	2000	长汀金龙稀土有限公司
钕铁硼磁性材料	3000	—	1000	长汀金龙稀土有限公司
储氢合金粉	3000	5000	4000	海沧分公司
稀土三基色荧光粉	—	1500	700	长汀金龙稀土、广州珠江光电材料

资料来源：公司资料、东兴证券

盈利预测与投资建议：

我们判断钨精矿、稀土价格已经触底反弹，产品价格反弹将改善公司2013年业绩，同时公司在钨和稀土产业仍占据资源优势，具备较强的资源控制能力，积极推进下游深加工产业链的拓展，随着公司硬质合金和高性能钕铁硼材料产能的逐步释放将显著提升业绩，公司发展前景看好。预计公司13~15年 EPS 为0.89元、1.12元和1.71元，对应PE为：35、27和18倍，维持推荐评级。

风险提示：

- 1) 钨、稀土价格大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司新增产能项目进展低于预期

表 3：盈利预测及关键指标

百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	8,836.90	9,750.39	10,946.54	13,313.60
主营收入增长率	-25.81%	10.34%	12.27%	21.62%
EBITDA（百万元）	1,546.88	1,753.71	1,972.39	2,467.61
EBITDA 增长率	-39.34%	13.37%	12.47%	25.11%
净利润（百万元）	526.12	605.13	763.43	1,167.05
净利润增长率	-48.46%	15.02%	26.16%	52.87%
ROE	13.65%	14.28%	16.00%	20.88%
EPS（元）	0.772	0.887	1.119	1.711
P/E	40.49	35.21	27.91	18.26
P/B	5.53	5.03	4.46	3.81
EV/EBITDA	15.04	13.23	11.33	8.78

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	8,836.90	9,750.39	10.34%	10,946.54	12.27%	13,313.60	21.62%
营业成本	6,560.90	7,312.15	11.45%	8,149.16	11.45%	9,725.23	19.34%
营业费用	147.90	175.51	18.67%	197.04	12.27%	239.64	21.62%
管理费用	551.57	523.60	-5.07%	587.83	12.27%	714.94	21.62%
财务费用	235.76	115.16	-51.15%	117.36	1.92%	90.46	-22.92%
投资收益	7.75	19.00	145.05%	19.00	0.00%	19.00	0.00%
营业利润	1,008.17	1,126.21	11.71%	1,333.98	18.45%	1,856.70	39.19%
利润总额	1,045.09	1,147.21	9.77%	1,376.98	20.03%	1,899.70	37.96%
所得税	164.40	172.08	4.67%	206.55	20.03%	284.96	37.96%
净利润	880.70	975.13	10.72%	1,170.43	20.03%	1,614.75	37.96%
归属母公司所有者的净利润	526.12	605.13	15.02%	763.43	26.16%	1,167.05	52.87%
NOPLAT	1,048.25	1,055.16	0.66%	1,233.64	16.92%	1,655.09	34.16%
资产负债表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	788.45	292.51	-62.90%	490.60	67.72%	1,172.17	138.92%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	819.80	1,024.46	24.96%	1,150.14	12.27%	1,398.84	21.62%
预付款项	364.02	540.97	48.61%	738.18	36.45%	973.53	31.88%
存货	5,009.45	4,947.22	-1.24%	5,513.52	11.45%	6,579.85	19.34%
流动资产合计	7,706.38	7,603.06	-1.34%	8,787.99	15.58%	11,213.17	27.60%
非流动资产	5,129.94	4,657.38	-9.21%	4,216.34	-9.47%	3,695.89	-12.34%
资产总计	12,836.32	12,260.45	-4.49%	13,004.33	6.07%	14,909.06	14.65%
短期借款	959.07	953.44	-0.59%	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	906.08	1,061.76	17.18%	1,183.30	11.45%	1,412.16	19.34%
预收款项	1,268.28	1,560.80	23.06%	1,889.19	21.04%	2,288.60	21.14%
流动负债合计	5,739.51	4,439.00	-22.66%	3,935.50	-11.34%	4,563.76	15.96%
非流动负债	1,462.53	1,391.65	-4.85%	1,697.63	21.99%	1,709.47	0.70%
少数股东权益	1,778.91	2,148.91	20.80%	2,555.91	18.94%	3,003.61	17.52%
母公司股东权益	3,855.37	4,238.45	9.94%	4,772.86	12.61%	5,589.79	17.12%
净营运资本	1,966.87	3,164.06	60.87%	4,852.50	53.36%	6,649.41	37.03%
投入资本 IC	7,113.04	7,823.14	9.98%	7,913.02	1.15%	8,679.08	9.68%
现金流量表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	880.70	975.13	10.72%	1,170.43	20.03%	1,614.75	37.96%
折旧摊销	302.95	0.00	N/A	521.05	N/A	520.45	-0.12%
净营运资金增加	288.47	1,197.19	315.02%	1,688.43	41.03%	1,796.92	6.43%
经营活动产生现金流	1,679.71	457.42	-72.77%	1,252.94	173.91%	1,091.31	-12.90%

投资活动产生现金流	(869.55)	(18.99)	N/A	(61.00)	N/A	19.00	N/A
融资活动产生现金流	(548.24)	(934.37)	N/A	(993.85)	N/A	(428.74)	N/A
现金净增(减)	261.92	(495.94)	N/A	198.09	N/A	681.57	244.07%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。