

证券研究报告

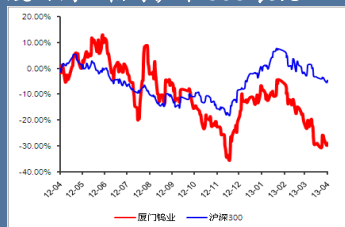
公司研究——事项点评

厦门钨业（600549.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.4.15

厦门钨业相对沪深 300 表现



资料来源：wind

公司主要数据（2013-4-16）

收盘价（元）	31.25
52 周内股价波动区间(元)	27.42-51.47
最近一月涨跌幅(%)	(10.07)
总股本(亿股)	6.82
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	213.12

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

范海波，CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 63081085
邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理
联系电话：+86 10 6308 0936
邮箱：dingshitao@cindasc.com

相关研究

《厦门钨业：钨和稀土 比翼双飞》
2013.4
《钨行业报告：短期看全球经济回暖 长期看钢铁结构升级》2013.3
《钨行业报告：供给收缩 需求回暖》
2013.1
《稀土行业报告：稀有只是个传说》
2013.1
《厦门钨业：房地产成为主业》
2010.3.

硬质合金产能再增 关注钨精矿涨价

公告点评

2013 年 4 月 17 日

事件：2013 年 4 月 16 日厦门钨业与洛阳高新区管委会签署《硬质合金生产项目合同书》，公司拟投资 30 亿元建设年产 5000 吨硬质合金和年产 2150 万只矿山工程工具。其中一期项目投资 10 亿元，建设规模为 2500 吨硬质合金和年产 900 万只矿山工程工具。

点评：

◆ **设立洛阳金鹭硬质合金，增加硬质合金产能。**去年公司设立洛阳金鹭硬质合金公司发展钨深加工业务，目前厦钨硬质合金产能 2500 吨。待九江金鹭一期投产后，硬质合金产能增至 4500 吨，加上拟建设的洛阳金鹭硬质合金一期项目 2500 吨产能，公司硬质合金产能有望增至 7000 吨。由于厦钨是国内硬质合金行业竞争力最强的公司，产品毛利率高于同业水平，我们预计硬质合金产能的增加最终会导致公司盈利能力的提高。

◆ **大股东保证资源供应。**公司目前钨精矿自给率在 25% 左右（不考虑新收购的江西都昌金鼎矿业），自给率偏低，但是公司大股东支持厦钨在上游资源领域的拓展，二股东五矿有色可以保证公司资源供应。去年发现的大湖塘钨矿归属未定，但无论归属何家，都会对厦钨资源供应提供保证，因此我们认为公司具备拓展下游深加工的资源条件。

◆ **钨行业前景乐观，钨精矿涨价提升公司盈利空间。**“十二五”末期我国钨精矿计划开采总量控制在 8 万吨以内，较 2011 年的 8.5 万吨略有下降；我们预计钨下游消费需求年均增速 9%，行业前景乐观。三月份以来，国内外需求出现好转，钨精矿价格出现回升。由于钨的下游硬质合金刀具主要应用领域矿山采掘、轨道交通建设等行业随着天气的转暖逐步开工，未来钨价上涨是大概率事件。尤其是进入四月份以来，钨系产品持续涨价，其中钨精矿和 APT 累计上涨 6000 元/吨、钨粉上涨 7 元/公斤。我们预计四月份钨价将维持小幅上涨的走势，如果五月份赣钨协会和五矿有色再次提高产品报价，钨价还有上涨的空间。

◆ **行业前景乐观+稀土整合+地产利润贡献。**推荐公司的逻辑首先是看好钨行业的前景和公司的行业龙头地位；其次是公司在福建省稀土整合的龙头地位与政策变动带来的交易性机会；最后是房地产板块稳定的利润来源。

◆ **盈利预测与投资评级：**由于此合同书仅是初步意向，我们暂时无法估计项目投产时间和对产量的贡献，因此我们维持公司 2013-2015 年 EPS 0.89、0.91 和 1.18 元的预测，维持“增持”评级。

◆ **风险因素：**项目投资未获批准；在建项目投产晚于预期；钨和稀土价格大跌。

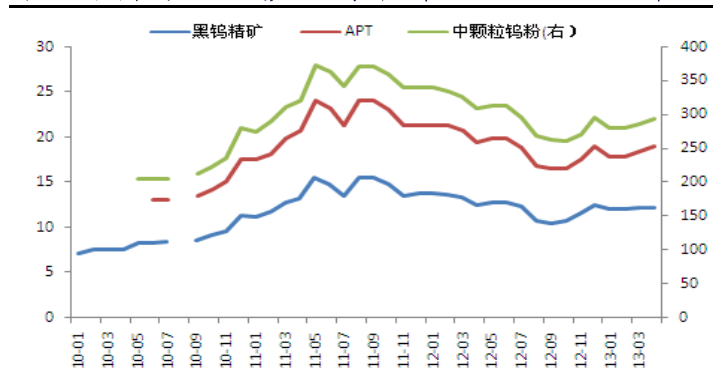
公司报告首页财务数据

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	11,910.40	8,836.90	10,402.91	11,728.21	13,930.43
同比(%)	115.05%	-25.81%	17.72%	12.74%	18.78%
净利润(百万元)	1,020.82	526.12	607.44	622.88	801.42
同比(%)	191.78%	-48.46%	15.46%	2.54%	28.66%
毛利率(%)	31.81%	25.76%	24.71%	24.67%	25.42%
ROE(%)	34.04%	14.42%	14.61%	13.05%	14.61%
每股收益(元)	1.50	0.77	0.89	0.91	1.18
P/E	21	41	35	34	27
P/B	6.2	5.5	4.8	4.2	3.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

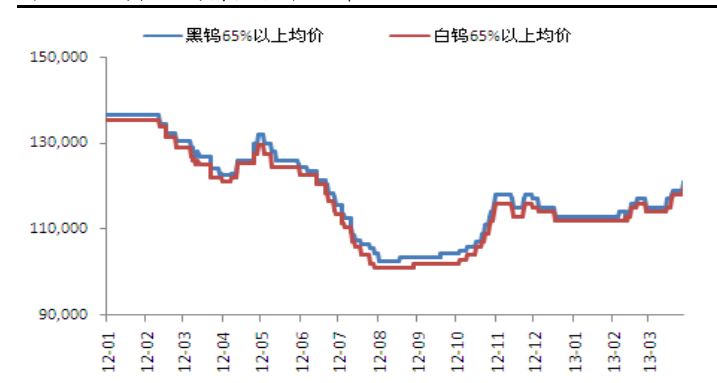
注: 股价为2013年4月16日收盘价

图 1: 赣州市钨业协会钨产品指导价 (单位: 万元/吨, 元/公斤)



资料来源: 赣州市钨业协会, 信达证券研发中心

图 2: 黑钨和白钨精矿报价 (单位: 万元/吨)



资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	8,392.51	7,706.38	10,960.14	13,420.20	16,204.67
货币资金	506.88	788.45	3,083.96	4,582.28	5,854.67
应收票据	303.71	372.00	351.60	396.39	470.82
应收账款	1,251.41	819.80	1,029.05	1,160.14	1,377.99
预付账款	592.83	364.02	503.14	567.50	667.41
存货	5,495.01	5,009.45	5,639.74	6,361.22	7,481.11
其他	242.67	352.66	352.66	352.66	352.66
非流动资产	4,263.29	5,129.94	5,209.84	5,323.75	5,381.24
长期投资	178.28	206.13	206.13	206.13	206.13
固定资产	2,670.20	3,257.93	3,368.39	3,758.74	3,800.73
无形资产	248.16	290.82	309.78	334.29	360.47
其他	1,166.64	1,375.05	1,325.54	1,024.59	1,013.91
资产总计	12,655.80	12,836.32	16,169.98	18,743.95	21,585.90
流动负债	6,714.11	5,739.51	7,056.35	7,787.64	8,888.05
短期借款	1,470.84	959.07	1,959.07	2,259.07	2,659.07
应付账款	1,206.86	906.08	1,122.77	1,266.40	1,489.35
其他	4,036.41	3,874.35	3,974.51	4,262.17	4,739.62
非流动负债	889.39	1,462.53	2,462.53	3,262.53	3,662.53
长期借款	689.88	729.85	1,729.85	2,529.85	2,929.85
其他	199.51	732.68	732.68	732.68	732.68
负债合计	7,603.50	7,202.04	9,518.88	11,050.17	12,550.58
少数股东权益	1,611.63	1,778.91	2,188.29	2,608.09	3,148.21
归属母公司股东权益	3,440.67	3,855.37	4,462.81	5,085.69	5,887.12
负债和股东权益	12655.80	12836.32	16169.98	18743.95	21585.90

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,910.40	8,836.90	10,402.91	11,728.21	13,930.43
同比(%)	115.05%	-25.81%	17.72%	12.74%	18.78%
归属母公司净利润	1,020.82	526.12	607.44	622.88	801.42
同比(%)	191.78%	-48.46%	15.46%	2.54%	28.66%
毛利率(%)	31.81%	25.76%	24.71%	24.67%	25.42%
ROE(%)	34.04%	14.42%	14.61%	13.05%	14.61%
每股收益(元)	1.50	0.77	0.89	0.91	1.18
P/E	20.88	40.51	35.08	34.21	26.59
P/B	6.19	5.53	4.78	4.19	3.62
EV/EBITDA	9.12	14.95	14.89	14.13	11.74

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,910.40	8,836.90	10,402.91	11,728.21	13,930.43
营业成本	8,121.69	6,560.90	7,832.34	8,834.31	10,389.59
营业税金及附加	749.30	276.61	325.63	490.69	484.98
营业费用	145.69	147.90	174.11	178.68	226.18
管理费用	520.61	551.57	649.32	658.91	840.54
财务费用	158.31	235.76	196.03	287.20	346.00
资产减值损失	79.19	63.74	44.94	67.19	77.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.46	7.75	8.21	8.21	8.21
营业利润	2,155.08	1,008.17	1,188.76	1,219.43	1,574.09
营业外收入	53.88	42.97	42.71	42.71	42.71
营业外支出	61.92	6.05	24.83	24.83	24.83
利润总额	2,147.04	1,045.09	1,206.63	1,237.31	1,591.97
所得税	653.99	164.40	189.81	194.63	250.42
净利润	1,493.05	880.70	1,016.83	1,042.68	1,341.54
少数股东损益	472.23	354.58	409.39	419.79	540.12
归属母公司净利润	1,020.82	526.12	607.44	622.88	801.42
EBITDA	2,548.41	1,590.62	1,730.64	1,901.61	2,358.04
EPS (摊薄)	1.50	0.77	0.89	0.91	1.18

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-489.74	1,679.71	898.06	1,171.67	1,289.52
净利润	1,493.05	880.70	1,016.83	1,042.68	1,341.54
折旧摊销	243.06	309.77	349.25	388.81	428.85
财务费用	158.31	235.76	174.75	275.49	337.23
投资损失	-19.46	-7.75	-8.21	-8.21	-8.21
营运资金变动	-2,414.94	155.73	-686.35	-597.64	-888.93
其它	50.25	105.51	51.80	70.55	79.04
投资活动现金流	-1,180.83	-869.55	-427.80	-497.87	-479.89
资本支出	-1,091.43	-841.71	-436.01	-506.08	-488.10
长期投资	-18.74	21.16	8.21	8.21	8.21
其他	-70.66	-49.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,441.60	-548.24	1,825.25	824.51	462.77
吸收投资	37.47	57.52	0.00	0.00	0.00
借款	482.55	-1,256.67	2,000.00	1,100.00	800.00
支付利息或股息	374.16	571.32	174.75	275.49	337.23
现金净增加额	-229.16	259.99	2295.51	1498.32	1272.40

有色钢铁小组简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券, 2 年证券从业经验。

丁士涛 中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验, 2011 年通过 CFA 三级考试。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心, 从事有色金属和钢铁行业研究。

有色金属/钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	紫金矿业	601899	兴业矿业	000426
盛达矿业	000603	新兴铸管	000778	云南铜业	000878	安泰科技	000969	银泰资源	000975
闽东电力	000993	中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484
钢研高纳	300034								

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13671072405	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。