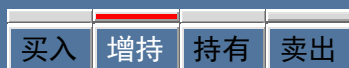


## 证券研究报告

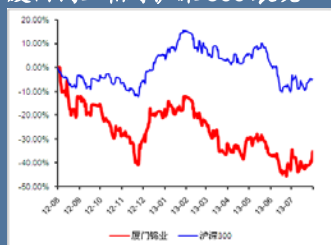
### 公司研究——中报点评

#### 厦门钨业（600549.sh）



上次评级：增持，2013.4.17

#### 厦门钨业相对沪深 300 表现



资料来源：wind

#### 公司主要数据（2013-8-9）

收盘价(元)	30.92
52周内股价波动区间(元)	24.58-49.5
最近一月涨跌幅(%)	6.26
总股本(亿股)	6.82
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	210.87

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

《硬质合金产能再增 关注钨精矿涨价》

2013.4

《钨和稀土 比翼双飞》2013.4

## 钨钼板块盈利有望好转

### 2013 年中报点评

2013 年 8 月 12 日

**事件：**2013 年 8 月 10 日厦门钨业发布中报，上半年公司实现主营业务收入 36.54 亿元，同比减少 19.32%；归属于上市公司股东的净利润 0.71 亿元，同比下降 77.69%。基本每股收益 0.1044 元，业绩低于预期。

#### 点评：

◆ **宏观经济不景气导致业绩下滑，控股股东连续增持。**13 年上半年，公司主要产品面临需求减少和价格回落的挑战，一季度单季 EPS 仅有 0.018 元，创下 09 年金融危机以来的最低。二季度后，国内外需求有所恢复，钨系产品涨价得以延续，业绩环比出现回升。上半年公司综合毛利率 23.98%，同比回落 2.02 个百分点。作为与经济周期密切相关的品种，全球经济增速下滑和中国经济转型导致公司业绩和股价大幅回落，但这并不影响大股东对公司前景的看好。自 12 年 12 月 4 日首次增持股份以来，控股股东又连续增持两次，其中 13 年 1 季度增持 67 万股，2 季度增持 526 万股。

◆ **钨钼板块毛利率回落，下半年同比会有改善。**13 年上半年受到钨精矿产量增速大幅回落和 4 月份收储消息的刺激，钨精矿大涨 24.4%。但是公司钨钼板块毛利率依然减少 2.43 个百分点，原因（1）由于公司钨精矿自给率不足 30%，钨精矿涨价导致原料成本增长，而下游产品涨幅不能完全抵消成本上涨的压力（APT↑24.3%，钨粉↑18.7%）；（2）由于 12 年下半年钨产品大跌，经历了 13 年上涨后，价格同比依然回落（钨精矿↓6.7%，APT↓10.7%，钨粉↓14%）。此外，上半年公司完成了对江西都昌金鼎矿业 60%股权的收购，金鼎矿业经营性亏损也拖累了厦钨业绩，我们预计金鼎矿业将从 14 年贡献业绩，并提升厦钨钨精矿自给率。我们判断下半年钨钼板块盈利同比将出现增长，原因（1）赣钨协会（15.5 万元/吨）和五矿有色（16 万元/吨）黑钨精矿指导价达到历史最高，钨系产品涨价的可能性依然存在；（2）12 年下半年钨价大跌，13 年上半年均价远高于 12 年下半年（钨精矿↑10.8%，APT↑7.8%，钨粉↑3.7%）。

◆ **稀土价格下跌导致能源板块亏损，未来难现好转。**13 年上半年，稀土产品延续低迷状态，价格及销售同比大幅下降。以金属镨钕为例，上半年价格同比下跌 30.1%。下属子公司长汀金龙稀土因经营亏损和计提存货减值准备导致亏损 1.09 亿元（12 年全年净利润 0.18 万元）。6 月份以来，受到国家打击非法稀土开采的刺激，稀土价格大幅上涨，但是由于缺乏需求支持，预计价格持续上涨的动力不足，13 年下半年公司能源材料板块仍难以摆脱亏损。作为福建省稀土整合平台，政策对厦钨的支持力度很大，这也是公司能源板块的唯一亮点。13 年福建省第一批稀土矿开采指标中有 950 吨指标分配给了厦钨，比 12 年同期的 700 吨增加 250 吨。

◆ **房地产结算周期导致地产板块利润大幅下滑。** 由于本报告期地产板块无集中交房确认收入，下属地产公司盈利同比减少 1.10 亿元。公开信息显示，海峡国际社区三期项目将于 13 年 12 月竣工，因此我们维持对公司 13 年房地产收入 14 亿元（13 年上半年 2.37 亿）的判断。

◆ **盈利预测与投资评级：** 鉴于对公司钨钼板块盈利改善和地产板块年底收入确认的判断，我们维持公司 13-15 年 EPS 0.89 元、0.91 元、1.18 元的预测，继续给予“增持”评级。

◆ **风险因素：** 主要产品价格波动；房地产结算晚于预期；全球经济增速继续回落。

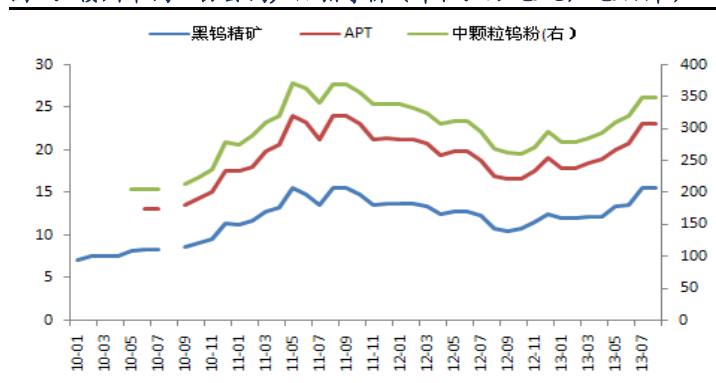
公司报告首页财务数据

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	40	35	34	26
P/B	6.1	5.5	4.7	4.1	3.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

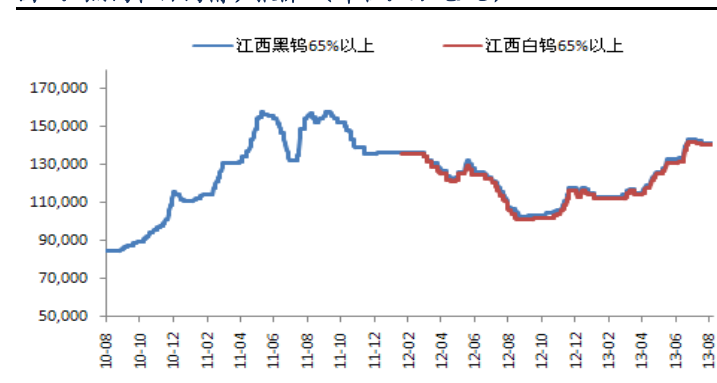
注: 股价为 2013 年 8 月 9 日收盘价

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
现金	506.88	788.45	3,083.96	4,582.28	5,854.67
应收账款	303.71	372.00	351.60	396.39	470.82
其它应收款	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	20.61	40.15	34.74	33.98	26.20
P/B	6.12	5.47	4.73	4.14	3.58
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
短期借款	37.47	57.52	0.00	0.00	0.00
长期借款	482.55	-1,256.67	2,000.00	1,100.00	800.00
其他	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

## 有色金属与钢铁小组简介

**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。现任信达证券研发中心有色金属、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。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。

## 有色金属与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	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	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

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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。