

稀土减亏中期业绩翻倍, 长期受益于新能源汽车增长

——厦门钨业（600549）事件点评

2014年07月10日

强烈推荐/维持

厦门钨业 | 事件点评

事件:

公司公布 2014 年中期业绩快报, 实现营业收入 38.94 亿元, 同比增长 6.56%; 归属上市公司股东的净利润 1.4 亿元, 同比增长 97.27%, EPS0.21 元。另外, 公司编制的《厦门钨业股份有限公司稀土集团组建方案》(以下简称“组建方案”), 于近期获得福建省人民政府批复。

主要观点:

1. 稀土业务大幅减亏是上半年业绩同比增长的主因

稀土方面, 上半年市场仍较为低迷, 氧化镨钕价格稳定, 氧化镝价格持续下行, 但公司下属福建省长汀金龙稀土有限公司稀土金属、磁性材料和荧光粉等产品销售均有所增加, 由于高价库存影响减小, 同比大幅减亏(报告期预计亏损 1729 万元, 上年同期亏损 10,865 万元, 减亏 9136 万元)是中期业绩增长的主因。

钨产品方面, 上半年钨精矿价格下跌 10%左右, 原因是伴生钨产量增长, 而伴生钨不在配额体系内, 同时需求恢复并不明显。公司钨矿山和钨冶炼产品盈利下降; 合金产品总体保持平稳, 粉末等传统产品销量有所增加, 二季度以来, 整体刀具、数控刀片等新产品产销量逐步增加, 盈利能力逐步提升。

公司的电池材料是松下的主要供货商, 供货量占松下需求的比例为: 镍氢合金粉约为 70%, 钴酸锂约为 50%, 三元材料约为 50%。上半年公司电池材料产品产销量增加, 盈利提升。

2、受益于组建厦钨稀土集团, 充分发挥稀土产业链完善的优势

按照组建方案, 通过组建厦钨稀土集团落实国家保护稀土资源战略需要, 落实稀土资源配置, 加大稀土违法违规打击力度, 按照“一龙头两园区”的工作部署, 促进三明市、龙岩市稀土工业园项目建设。公司作为承担福建省稀土产业发展的实施主体, 以稀土事业部为基础组建稀土集团, 对稀土业务进行管理。

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, 目前福建省仅 5 本稀土采矿权证, 公司

张方

010-66554023

zhangfang@dxzq.net.cn

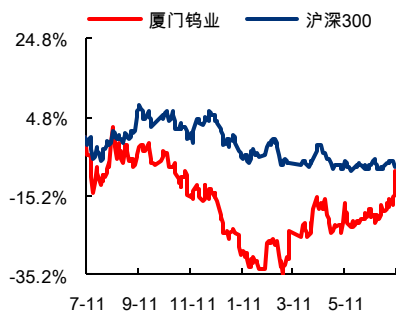
执业证书编号:

S1480512040003

交易数据

52 周股价区间 (元)	28.32-30.03
总市值 (亿元)	193.14
流通市值 (亿元)	193.14
总股本/流通 A 股 (万股)	68198/68198
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.97

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《厦门钨业（600549）：稀土和钨价格回升，一季度业绩大幅增长》2014-04-17
- 2、《厦门钨业（600549）：钨钼稀土资源进一步拓展，锂电材料加速发力》2014-04-17
- 3、《厦门钨业（600549）2012 年年报点评：业绩受钨价下跌影响，净利润同比大幅减少》2013-04-03
- 4、《厦门钨业（600549）事件点评：大股东福建稀土集团增持，看好公司长期发展前景》2012-12-05

拥有其中 4 本，福建龙岩地区离子型稀土远景储量达 200 万吨以上，占全省储量的 50%以上，是福建省稀土储量大、资源最丰富的地区。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。目前公司拥有稀土分离 5000 吨、高纯氧化物 2000 吨、稀土金属 2000 吨、钕铁硼磁性材料 6000 吨（首期 3000 吨）、储氢合金粉 5000 吨和荧光粉 1600 吨的生产能力。

3、公司钨、稀土全产业链推进，资源优势明显

公司是国内唯一同时推进钨产业和稀土产业的企业，钨控制资源储量在 75.78 万吨，拥有从钨矿山、钨冶炼、钨深加工完整产业链。目前拥有产能：10000 吨钨精矿，22000 吨 APT 和氧化钨，7500 吨钨粉，5000 吨碳化钨粉以及 2000 吨硬质合金。钨精矿是公司主要利润来源，毛利率在 40%以上。硬质合金产品主要分为切割刀具、矿业刀具和耐磨件，公司硬质合金产品主要包括切削刀具和矿业刀具。公司产品在工艺水平上处于国内领先，产品毛利率在 30%以上，随着公司与五矿合资的九江金鹭 2000 吨硬质合金项目的逐步达产，公司硬质合金产能释放将显著提升。

4、锂电池三元材料供货松下，受益于新能源汽车增长

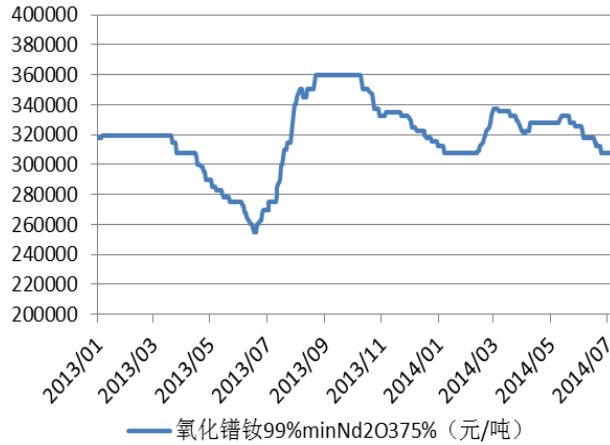
公司 2002 年开始涉及电池材料，储氢合金占据国内 35%的市场份额。2005 年进入锂电池材料，首先是钴酸锂，主要是用在手机和电动工具。目前公司已经具备 5000 吨镍氢合金粉、4000 吨钴酸锂、5000 吨三元材料、1000 吨锰酸锂、500 吨磷酸铁锂的生产规模；2013 年实现销售镍氢 2900 吨，钴酸锂 1480 吨，三元材料 1530 吨，锰酸锂 60 吨，磷酸铁锂 20 吨。到 2017 年公司预计达到镍氢合金粉 8000 吨、钴酸锂 8000 吨、三元材料 15000 吨、锰酸锂 4000 吨、磷酸铁锂 2000 吨的生产规模。公司 1994 年就开始了与松下的合作，主要是照明灯用钨丝方面。2002 年开始镍氢电池的合作，之后在钴酸锂进行相关合作，2008 年开始了三元材料的合作。目前公司是松下三元材料的主要供货商，三元材料作为未来主流的锂电池正极材料，有望长期受益于新能源汽车的快速增长。

5、房地产板块预期盈利稳定，近几年仍是盈利的主要来源

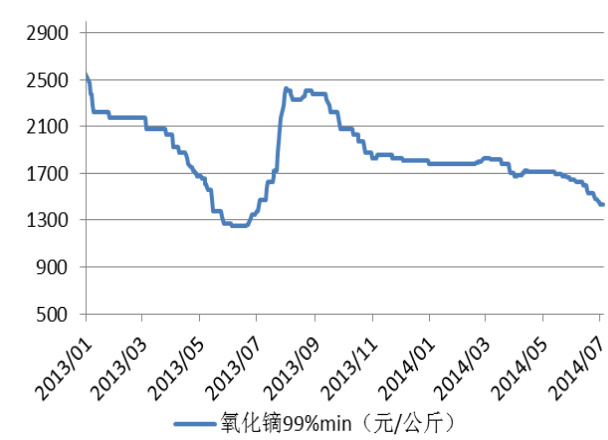
公司房地产业务继续贡献稳定业绩。2014 年结算海峡国际社区四期，2015 年漳州海峡湾区一期结算。另外，公司与中铁的合作项目正在进行当中，未来三至五年能保持一个较稳定的利润。

结论：

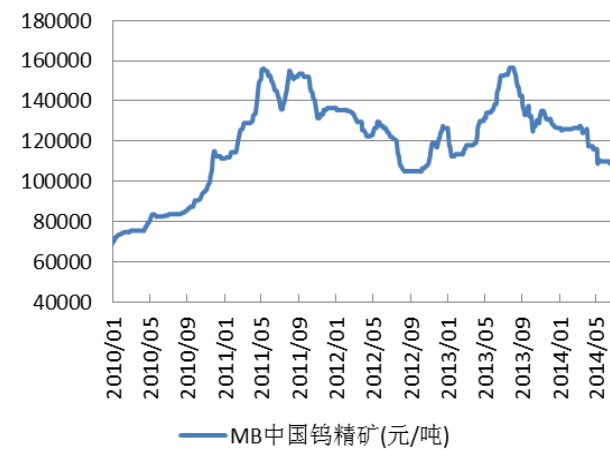
公司在钨和稀土产业占据资源优势，具备较强的资源控制能力；积极推进下游深加工产业链的拓展，未来硬质合金和高性能钕铁硼材料产能释放将提升业绩；公司将成为福建省稀土资源整合的平台，发展前景看好；锂电池材料公司进入较早，和松下有深度合作，将长期受益于新能源汽车的高速增长。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.71、0.82 和 1.02 元，对应动态 PE 分别为 36、34 和 25 倍，维持“强烈推荐”评级，看好公司的中长期投资价值。

图 1: 氧化镨钕价格低位徘徊


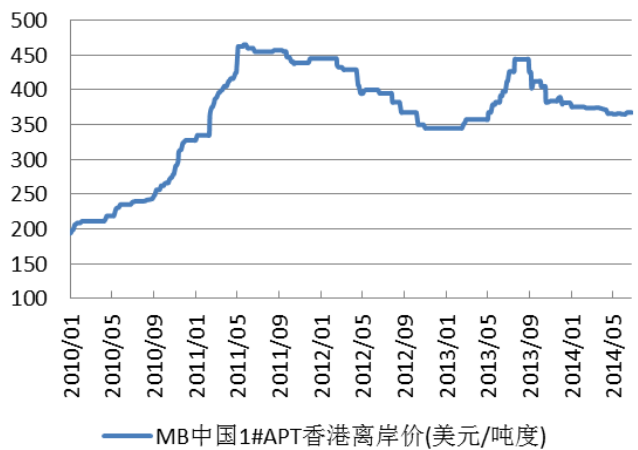
资料来源: 亚洲金属网, 东兴证券研究所

图 2: 氧化镨价格继续探底


资料来源: 亚洲金属网, 东兴证券研究所

图 3: 钨精矿价格高位有所回落


资料来源: 亚洲金属网, 东兴证券研究所

图 4: 中国 1#APT 香港离岸价


资料来源: 亚洲金属网, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	7706	8275	9818	1057	12087	营业收入	8837	9875	10880	11597	13314
货币资金	788	706	968	1032	1185	营业成本	6561	6859	7992	8518	9701
应收账款	820	1089	1143	1218	1399	营业税金及附加	277	663	577	615	706
其他应收款	351	396	437	465	534	营业费用	148	191	196	209	240
预付款项	364	296	490	696	931	管理费用	552	701	584	623	715
存货	5009	4338	5407	5763	6563	财务费用	236	225	221	242	198
其他流动资产	2	917	917	917	917	资产减值损失	63.74	47.24	47.00	47.00	47.00
非流动资产合计	5130	7175	6277	5940	5556	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	206	567	178	178	178	投资净收益	7.75	126.88	19.00	19.00	19.00
固定资产	3257.93	4142.09	#####	4142.	3942.68	营业利润	1008	1317	1282	1363	1727
无形资产	291	805	725	644	564	营业外收入	42.97	105.54	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	6	6	0	0	0	营业外支出	6.05	85.89	30.00	30.00	30.00
资产总计	12836	15450	16095	1651	17643	利润总额	1045	1337	1302	1383	1747
流动负债合计	5740	6237	7275	6826	6840	所得税	164	388	326	346	437
短期借款	959	990	2587	1713	1156	净利润	881	949	977	1037	1311
应付账款	906	1031	1160	1237	1409	少数股东损益	355	489	493	477	616
预收款项	1268	2338	2665	3013	3412	归属母公司净利润	526	460	483	560	695
一年内到期的非	563	611	0	0	0	EBITDA	1547	1970	1873	1981	2309
非流动负债合计	1463	3149	1918	1922	1930	BPS (元)	0.77	0.67	0.71	0.82	1.02
长期借款	730	1751	1751	1751	1751	主要财务比率					
应付债券	497	1116	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	7202	9386	9193	8747	8770	成长能力					
少数股东权益	1779	1904	2397	2874	3490	营业收入增长	-10.5%	11.8%	10.18%	6.58%	14.81%
实收资本(或股	682	682	682	682	682	营业利润增长	-21.8%	385.7%	-2.66%	6.30%	26.73%
资本公积	756	766	766	766	766	归属于母公司净利	5.2%	244.7%	5.20%	15.86%	24.00%
未分配利润	2177	2398	2688	3024	3440	获利能力					
归属母公司股东	3855	4160	4428	4820	5307	毛利率(%)	25.76%	30.55%	26.55%	26.55%	27.14%
负债和所有者权	12836	15450	16018	1644	17566	净利率(%)	9.97%	9.61%	8.98%	8.94%	9.84%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						2012A					
						2013A					
						2014E					
						2015E					
						2016E					
经营活动现金流	1680	2798	451	1412	1135	偿债能力					
净利润	881	949	977	1037	1311	资产负债率(%)	56.11%	60.75%	57.39%	53.20%	49.92%
折旧摊销	302.95	427.72	0.00	376.4	384.52	流动比率	1.34	1.33	1.35	1.55	1.77
财务费用	236	225	221	242	198	速动比率	0.47	0.63	0.61	0.71	0.81
应付帐款的变化	0	0	130	76	172	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	326	348	399	总资产周转率	0.69	0.70	0.69	0.71	0.78
投资活动现金流	-870	-2557	352	-68	-28	应收账款周转率	9	10	10	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.36	10.20	9.93	9.67	10.07
长期投资	206	567	178	178	178	每股指标(元)					
投资收益	8	127	19	19	19	每股收益(最新摊	0.77	0.67	0.71	0.82	1.02
筹资活动现金流	-548	-315	-541	-1280	-955	每股净现金流(最新	0.38	-0.11	0.38	0.09	0.22
短期借款	959	990	2587	1713	1156	每股净资产(最新摊	5.65	6.10	6.49	7.07	7.78
长期借款	730	1751	1751	1751	1751	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	36.71	42.27	39.95	34.48	27.81
资本公积增加	-1	11	0	0	0	P/B	5.01	4.64	4.36	4.01	3.64
现金净增加额	262	-75	262	64	153	EV/EBITDA	13.75	11.72	12.11	10.98	9.11

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张方

经济学硕士，工学学士，高级分析师，覆盖锂电池产业链、新材料和有色金属行业，2年实业工作经历，6年证券行业从业经历，2012年3月加盟东兴证券，2011年“天眼”明星分析师第五名。

联系人简介

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。本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。