

证券研究报告

公司研究——中报点评

厦门钨业 (600549.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2015.3.30

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 行业分析师
执业编号: S1500514080001
联系电话: +86 10 6308 0936
邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
执业编号: S1500515070001
联系电话: +86 10 63081273
邮箱: wangwei2@cindasc.com

相关研究
《战略稳步推进 板块亮点纷呈》 2015.3

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

业绩短期波动 战略稳步推进

中报点评

2015年8月27日

事件: 厦门钨业发布 2015 年半年报, 公司实现营业收入 44.14 亿元, 同比增长 13.41%; 归属于上市公司股东的净利润 0.34 亿元, 同比下降 75.7%; 基本每股收益 0.0315 元, 业绩低于预期。

点评:

- **电池板块盈利提升, 财务费用下降明显。** 受经济周期的影响, 公司四大业务板块三个出现下滑。钨钼板块, 受到行业产能过剩的影响, 钨价大幅下跌, 板块毛利率同比下滑 3.16 个百分点至 22.76%; 稀土板块, 行业整合和出口配额取消对价格没有提振, 价格跌势延续, 板块毛利率同比下滑 11.97 个百分点至 -3.04%; 地产板块, 该板块一直是公司重要的利润来源, 由于成本大幅增长导致板块毛利率同比下滑 29.7 个百分点至 22.07%, 利润占比较 2014 年下降 16 个百分点; 电池板块, 由于下游新能源汽车和 3C 产品需求增长, 该板块毛利率同比上升 3.97 个百分点至 6.65%, 是唯一出现增长的板块。从三项费用看, 销售费用同比增长 8.76%, 由于占比不大对利润影响有限; 管理费用同比下降 2.75%; 由于非公开增发完成, 财务费用同比下降 31.7%。
- **钨钼板块: 上游盈利下滑, 下游建设进展顺利。** 2015 年上半年钨市场缺乏亮点, 经济增速放缓使得需求回落, 行业产能过剩严重, 钨精矿价格遭遇断崖式下跌, 并带动 APT、钨粉、钨铁等中下游产品价格回落 (钨精矿均价同比下跌 25.9%、APT 下跌 26.6%、钨粉下跌 25.2%、钨铁下跌 20.8%)。公司钨板块主要利润来源在上游, 钨精矿下跌对该板块盈利较大。下游方面, 公司围绕“通过硬质合金做强厦钨”的发展战略, 形成了厦门、九江、洛阳等三个硬质合金生产基地。刀具产品表现可圈可点, 数控刀片销售增长 197%, 收购廊坊市百斯图工具制造公司 80% 的股权、加强了刀具整体方案的解决能力。钨作为中国的优势资源, 目前钨精矿价格已经跌至成本线以下, 成本将对价格形成支撑, 再加上公司是较早涉足硬质合金的企业, 子公司厦门金鹭是国内领先的硬质合金企业, 长期继续看好公司钨板块的发展。
- **稀土板块: 稀土价格疲软, 子公司出现亏损。** 2015 年上半年稀土价格继续下跌, 公司稀土原料主要通过外购, 在价格下跌的情况下高价库存会对利润产生影响, 长汀金龙稀土亏损 7359 万元。公司是福建省稀土整合平台, 上半年基本完成了资源整合工作, 看好公司在福建省稀土领域的龙头地位。
- **电池材料板块: 行业前景好, 但利润贡献有限。** 随着新能源汽车推广, 公司加大电池材料的资金投入, 形成三元材料、钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂等锂离子系列电池材料 10500 吨生产能力。2015 年上半年该板块表现可圈可点, 锂离子电池材料的销量同比增长 48%。由于该板块利润占比较小且市场竞争激烈, 短期对利润贡献有限。从长期看, 公司的锂电材

料技术水平处于国内领先地位，主要客户包括松下、三星、比亚迪等，具有较强的市场和客户优势。

- **盈利预测及评级：**由于钨和稀土价格大幅下跌，我们下调价格预测，因此同步下调公司 15-17 年 EPS 至 0.20 元、0.28 元、0.30 元，维持“增持”评级。
- **风险因素：**主要产品价格波动；安全和环保问题导致停产；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

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9,875.45	10,142.73	9,087.81	10,192.40	12,166.10
增长率 YoY %	11.75%	2.71%	-10.40%	12.15%	19.36%
归属母公司净利润(百万元)	459.55	441.12	209.60	340.37	370.99
增长率 YoY%	-12.65%	-4.01%	-52.48%	62.39%	9.00%
毛利率%	30.55%	31.68%	23.85%	27.01%	26.68%
净资产收益率 ROE%	11.47%	7.61%	2.35%	3.23%	3.41%
每股收益 EPS(元)	0.67	0.58	0.20	0.28	0.30
市盈率 P/E(倍)	21	25	72	51	48
市净率 P/B(倍)	2.87	1.60	1.70	1.65	1.59

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2015 年 8 月 26 日收盘价 14.34 元

资产负债表

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	8,274.62	9,325.18	12,984.16	14,247.07	15,908.61
货币资金	705.93	1,084.85	4,988.63	5,716.90	6,036.84
应收票据	531.76	379.38	414.63	465.03	555.08
应收帐款	1,089.39	1,120.38	1,003.18	1,125.11	1,342.98
预付账款	296.35	171.05	234.94	252.55	302.79
存货	4,338.46	4,825.22	4,598.48	4,943.19	5,926.62
其他	1,312.73	1,744.30	1,744.30	1,744.30	1,744.30
非流动资产	7,174.93	7,993.02	8,093.88	8,447.68	8,675.77
长期投资	566.62	530.97	530.97	530.97	530.97
固定资产	4,142.09	4,884.97	4,939.93	5,502.46	5,732.93
无形资产	805.26	784.99	614.62	653.55	663.44
其他	1,660.96	1,792.09	2,008.37	1,760.70	1,748.44
资产总计	15,449.54	17,318.20	21,078.04	22,694.75	24,584.38
流动负债	6,237.06	7,072.88	7,371.61	7,968.17	8,872.87
短期借款	989.70	801.48	1,101.48	1,301.48	1,401.48
应付账款	1,030.75	1,202.73	1,120.66	1,204.66	1,444.32
其他	4,216.61	5,068.68	5,149.48	5,462.03	6,027.07
非流动负债	3,148.86	1,154.07	1,454.07	1,754.07	1,954.07
长期借款	1,750.60	221.16	521.16	821.16	1,021.16
其他	1,398.26	932.91	932.91	932.91	932.91
负债合计	9,385.92	8,226.95	8,825.68	9,722.24	10,826.94
少数股东权益	1,903.50	1,654.73	1,888.60	2,268.38	2,682.32
归属母公司股东权益	4,160.12	7,436.51	10,363.76	10,704.13	11,075.12
负债和股东权益	15449.54	17318.20	21078.04	22694.75	24584.38

单位:百万元

重要财务指标

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,875.45	10,142.73	9,087.81	10,192.40	12,166.10
同比	11.75%	2.71%	-10.40%	12.15%	19.36%
归属母公司净利润	459.55	441.12	209.60	340.37	370.99
同比	-12.65%	-4.01%	-52.48%	62.39%	9.00%
毛利率	30.55%	31.68%	23.85%	27.01%	26.68%
ROE	11.47%	7.61%	2.35%	3.23%	3.41%
每股收益(元)	0.67	0.58	0.20	0.28	0.30
P/E	21	25	72	51	48
P/B	2.87	1.60	1.70	1.65	1.59
EV/EBITDA	7.13	7.56	17.06	12.58	11.50

单位:百万元

利润表

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,875.45	10,142.73	9,087.81	10,192.40	12,166.10
营业成本	6,858.56	6,929.53	6,920.79	7,439.57	8,919.65
营业税金及附加	663.14	729.71	653.82	717.00	868.81
营业费用	190.74	193.94	167.13	187.45	226.71
管理费用	700.75	775.81	635.74	713.01	877.57
财务费用	224.57	251.09	64.70	85.35	105.68
资产减值损失	47.24	103.66	66.26	76.01	101.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	126.88	52.48	-5.62	-5.62	-5.62
营业利润	1,317.33	1,211.47	573.75	968.38	1,060.78
营业外收入	105.54	155.99	101.50	101.50	101.50
营业外支出	85.89	36.33	42.76	42.76	42.76
利润总额	1,336.98	1,331.14	632.49	1,027.13	1,119.52
所得税	388.14	397.83	189.03	306.97	334.59
净利润	948.84	933.31	443.46	720.15	784.93
少数股东损益	489.29	492.19	233.86	379.78	413.94
归属母公司净利润	459.55	441.12	209.60	340.37	370.99
EBITDA	1,997.45	2,072.32	1,288.77	1,787.31	1,981.63
EPS	0.67	0.58	0.20	0.28	0.30

单位:百万元

现金流量表

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	2,798.18	-43.82	1,332.29	1,328.35	1,088.70
净利润	948.84	933.31	443.46	720.15	784.93
折旧摊销	439.61	494.47	557.82	620.78	692.93
财务费用	220.86	246.71	98.46	139.41	169.19
投资损失	-126.88	-52.48	5.62	5.62	5.62
营运资金变动	1,325.11	-1,602.24	177.27	-214.10	-638.17
其它	-9.37	-63.59	49.65	56.49	74.20
投资活动现金流	-2,557.32	-1,009.28	-852.82	-960.68	-899.57
资本支出	-888.79	-729.80	-847.20	-955.06	-893.95
长期投资	-451.55	4,075.77	-5.62	-5.62	-5.62
其他	-1,216.98	-4,355.26	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-315.44	1,392.29	3,310.56	360.59	130.81
吸收投资	69.89	2,979.48	2,975.42	0.00	0.00
借款	142.41	-756.09	600.00	500.00	300.00
支付利息或股息	831.11	817.28	264.86	139.41	169.19
现金净增加额	-81.04	342.50	3790.03	728.27	319.94

单位:百万元

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, 5 年证券从业经验。

丁士涛, 有色/钢铁行业研究员。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。

王伟, 有色/钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验, 2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心, 现从事钢铁、有色金属行业研究工作。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码										
西宁特钢	600117.SH	西部资源	600139.SH	荣华实业	600311.SH	江西铜业	600362.SH	中金黄金	600489.SH	方大炭素	600516.SH
山东黄金	600547.SH	厦门钨业	600549.SH	刚泰控股	600687.SH	盛屯矿业	600711.SH	赤峰黄金	600988.SH	中国铝业	601600.SH
西部矿业	601168.SH	紫金矿业	601899.SH	洛阳钼业	603993.SH	兴业矿业	000426.SZ	盛达矿业	000603.SZ	焦作万方	000612.SZ
新兴铸管	000778.SZ	云南铜业	000878.SZ	安泰科技	000969.SZ	中科三环	000970.SZ	银泰资源	000975.SZ	闽东电力	000993.SZ
中捷股份	002021.SZ	东方锆业	002167.SZ	恒邦股份	002237.SZ	章源钨业	002378.SZ	江海股份	002484.SZ	钢研高纳	300034.SZ

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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。