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，2015.8.27

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
《业绩短期波动 战略稳步推进》2015.8

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

上游收购取得进展 继续推进做强钨板块战略

公告点评 2015 年 9 月 8 日

事件：厦门钨业出资 9.22 亿元收购控股股东福建省稀有稀土（集团）有限公司所持有的江西巨通实业有限公司 32.36%股权，本次交易完成后厦门钨业将成为江西巨通第二大股东。

点评：

- **上游并购取得进展，钨精矿产量或将大幅提升。**江西巨通拥有江西省武宁县大湖塘南北区钨矿采矿权，江西巨通参股子公司九江大地拥有江西省修水县杨师殿铜钼多金属矿普查探矿权，九江大地全资子公司昆山公司拥有江西省修水县昆山钨矿采矿权（无生产）。本次收购最大的看点是大湖塘钨矿，作为世界最大的钨矿，探明的资源储量 93.23 万吨（南区 WO_3 金属量 31.09 万吨，平均品位 0.176%；北区 WO_3 金属量 62.25 万吨，平均品位 0.179%），钨精矿年产量 700 吨（南区开采规模 4200 吨/年，北区开采规模 2400 吨/年）。由于储量的增加，大湖塘钨矿正在重新编制大规模开发的开发利用方案和可研报告，并对采矿证进行变更，待采矿证变更并取得开采配额后，钨精矿产量将有大幅增长（南区开采规模增至 5000 吨/年，北区开采规模增至 20000 吨/年）。
- **权益储量有望增长，不排除增储的可能。**收购完成后，公司主力矿山将从由 3 个（宁化行洛坑钨矿、都昌杨楚山钨钼矿、洛阳豫鹭矿业）增加至 4 个，钨资源权益储量将增加 30.17 万吨至 97.44 万吨。目前大湖塘钨矿的开发勘探仍在进行中，我们认为不排除后续仍有增储的可能。
- **限制开采品种，价格下行空间有限。**钨是中国的优势资源，属于国家限制开采品种。2015 年受到需求持续低迷的影响，钨精矿价格大幅下跌，目前白钨精矿价格（含税）跌至 64000 元/吨，已经跌破大部分企业的生产成本（厦门钨业 2015 年一季度自采矿成本 50200 元/吨）。由于钨属于限制开采品种，且价格和成本已经倒挂，我们预计价格继续下行的空间有限。同时，洛阳钼业于 2015 年 7 月设立 30 亿元钨商业收储基金用于国内商业收储，收购规模约 4.6 万吨，折合国内 2014 年产量的 1/3，我们认为收储有助于减少市场供应量，提振价格。
- **盈利预测及评级：**本次收购有利于提高公司资源储量，提升钨精矿自给率。但是由于矿区尚处于大规模开发的前期，后续开采存在不确定性，短期对业绩影响有限。暂不考虑本次收购对公司的影响，预计公司 15-17 年 EPS 0.20 元、0.28 元、0.30 元，维持“增持”评级。
- **风险因素：**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；本次收购未获得

股东大会通过。

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)	26	30	87	62	58
市净率 P/B(倍)	3.47	1.94	2.06	1.99	1.93

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2015 年 9 月 8 日收盘价 17.33 元*

资产负债表 单位:百万元

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

重要财务指标 单位:百万元

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	26	30	87	62	58
P/B	3.47	1.94	2.06	1.99	1.93
EV/EBITDA	7.13	7.56	17.06	12.58	11.50

利润表 单位:百万元

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

现金流量表 单位:百万元

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

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。

吴澍，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	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.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。