



## 把握资源, 做强钨业

——厦门钨业 (600549) 2015 年报点评

2016 年 04 月 27 日

推荐/首次

厦门钨业

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
刘岗	联系人	
	liugang@dxzq.net.cn	010-66554021

### 事件:

公司 2015 年营业收入为 77.54 亿元, 同比下降 23.5%; 归属于上市公司股东的净利润为-6.62 亿元, 同比下降 250%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-7.01 亿元, 同比下降 315%; 基本每股收益为-0.61 元/股。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
营业收入 (百万元)	1631.66	2260.72	2169.51	4080.84	1437.31	2977.2	1643.2
增长率 (%)	8.32%	5.26%	4.46%	-1.54%	-11.91%	31.69%	-24.26%
毛利率 (%)	21.71%	25.41%	25.32%	42.52%	19.88%	19.04%	14.59%
期间费用率 (%)	14.74%	12.47%	14.96%	9.16%	15.10%	8.98%	17.56%
营业利润率 (%)	4.96%	10.13%	6.52%	18.63%	4.31%	3.41%	-4.86%
净利润 (百万元)	58.57	214.51	118.13	542.09	52.75	75.12	-59.06
增长率 (%)	05.24%	29.68%	-35.72%	-00.35%	-09.94%	-64.98%	-150.00%
每股盈利 (季度, 元)	0.04	0.16	0.11	0.28	0.03	0.01	-0.09
资产负债率 (%)	60.40%	63.73%	66.04%	47.50%	44.93%	45.38%	46.26%
净资产收益率 (%)	0.95%	3.72%	2.03%	5.96%	0.58%	0.84%	-0.67%
总资产收益率 (%)	0.38%	1.35%	0.69%	3.13%	0.32%	0.46%	-0.36%

### 观点:

**钨钼、稀土价格下跌, 营收下滑。**2015 年受国内经济下行影响, 国内钨精矿平均价格 7.1 万元/吨, 同比下跌 33%, 钨钼等有色金属制品营业收入下降 20.01%; 稀土行业受黑色产业链影响, 售价与成本倒挂, 营业收入同比下降 11.66%, 营业成本同比上升 20.76%; 电池材料需求较好, 营业收入同比上升 25.34%, 但主要原材料价格大幅上涨, 营业成本同比上涨 30.60%; 房地产业务方面, 公司报告期主要结算漳州海峽湾区一期项目, 收入及盈利同比下降。

**收购世界最大钨矿, 公司钨精矿自给率进一步提高。**2015 年 9 月, 公司出资 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, 本次收购完成后公司将成为江西巨通第二大股东。江西巨通所拥有的大湖塘钨矿, 作为世界最大的钨矿, 探明储量约 90 万吨。收购

完成后, 公司钨资源权益储量将大幅上升, 提升公司钨精矿自给率。

**受益于新能源汽车, 锂离子材料销售增长较快。**公司通过三元锂材料进军车载市场, 2015年锂离子材料销售量比去年同期上升59%, 在提高销量和市场份额的同时, 未来随着电动汽车需求爆发, 公司成长空间更加广阔。但受今年以来原材料碳酸锂价格大幅上涨的影响, 锂离子电池材料面临较大的成本上涨压力, 毛利率有所下降, 从9.5%下降至5.71%。

**打造福建省稀土领域龙头企业。**公司稀土原料主要通过外购, 2015年稀土价格下跌的情况下, 高价库存对利润产生了不利影响, 作为中国六大稀土企业之一, 随着今年全国稀土打黑和行业整合的开张, 稀土价格将逐步回归健康状态。公司稀土永磁材料以中、高端市场定位, 看好公司在福建省稀土领域的龙头地位。

**PCB工具和整体刀具销量分别增长10%和77%。**硬质合金属于钨产业链后端, 公司较早涉足硬质合金业务, 子公司厦门金鹭是国内领先的硬质合金企业。2015年厦门金鹭大力调整PCB工具和整体刀具的市场结构和产品结构, 使销量增加。中长期, 现代数控机床对高效加工刀具的需求呈增长态势, 利好公司硬质合金业务。

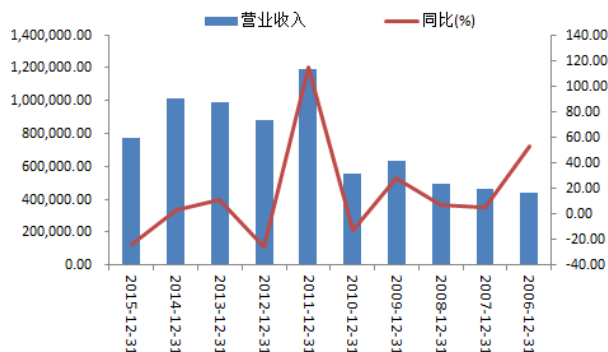
#### 结论:

公司以钨和稀土为主要经营产品, 以电池材料行业为支撑, 以房地产行业为利润补充来源, 通过把握资源, 稳中求进, 做大钨业。我们预计公司2016年、2017年EPS分别为0.19元/股和0.37元/股, 对应P/E分别为119x和61x。首次覆盖, 给予公司“推荐”的投资评级。

#### 风险提示:

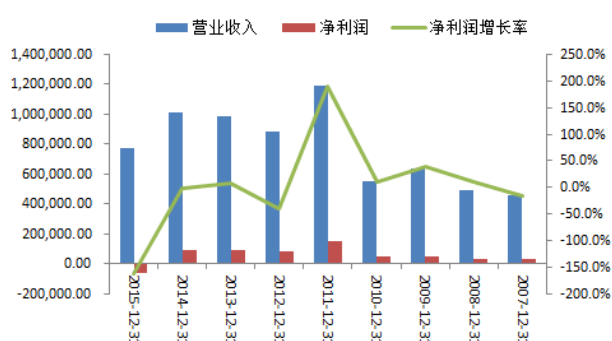
1. 稀土、钨价格波动风险;
2. 新业务不及预期风险

图 1:厦门钨业营业收入及其增速



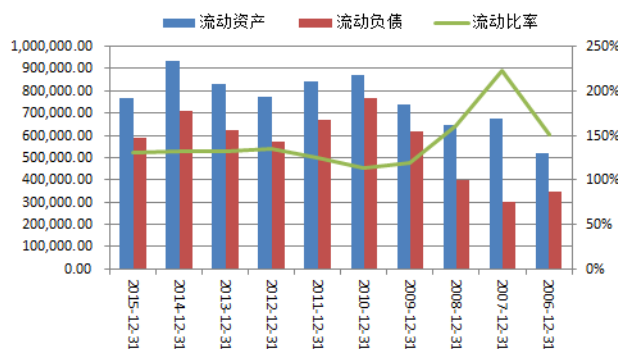
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2:厦门钨业营业收入、净利润及其增速



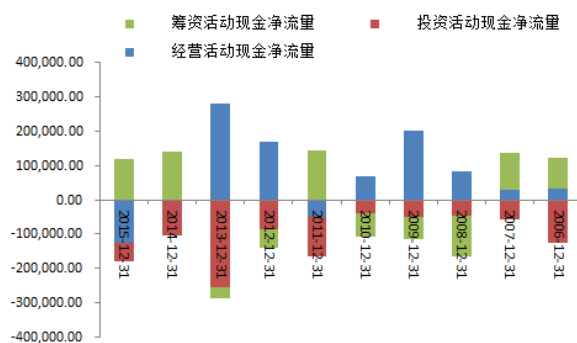
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3:厦门钨业流动资产、流动负债及流动比率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4:厦门钨业经、融、投现金净流量情况



资料来源: 公司财报, 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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	9325	7648	8647	9146	9816	<b>营业收入</b>	10143	7755	8423	9032	9712
货币资金	1085	431	463	497	534	<b>营业成本</b>	6930	6459	6765	7031	7487
应收账款	1120	1044	1154	1361	1596	营业税金及附加	730	284	303	325	350
其他应收款	198	441	479	513	552	营业费用	194	232	126	135	146
预付款项	171	147	147	147	147	管理费用	776	735	674	723	777
存货	4825	3956	4634	4816	5128	财务费用	251	179	186	220	220
其他流动资产	1546	1193	1193	1193	1193	资产减值损失	103.66	465.58	100.00	75.00	35.00
<b>非流动资产合计</b>	7993	8339	6343	5975	5604	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	531	644	10	10	10	投资净收益	52.48	36.44	30.00	30.00	30.00
固定资产	4884.9	5389.2	5266.0	5026.2	4724.2	<b>营业利润</b>	1211	-563	298	552	728
无形资产	785	767	756	745	734	营业外收入	155.99	61.89	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	46	171	0	0	0	营业外支出	36.33	37.41	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	17318	15987	14990	15121	15420	<b>利润总额</b>	1331	-538	353	607	783
<b>流动负债合计</b>	7073	5865	4226	3550	3012	所得税	398	39	71	121	157
短期借款	801	1087	1806	1075	652	<b>净利润</b>	933	-577	283	486	626
应付账款	1203	913	1112	1156	1026	少数股东损益	492	85	80	90	100
预收款项	1212	140	140	140	140	归属母公司净利润	441	-662	203	396	526
一年内到期的非流	2089	641	600	600	600	EBITDA	1941	186	852	1140	1319
<b>非流动负债合计</b>	1154	1888	2194	2694	3194	<b>BPS (元)</b>	0.65	-0.61	0.19	0.37	0.49
长期借款	221	1229	1729	2229	2729	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	620	302	300	300	300		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	8227	7752	6420	6244	6206	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1655	1599	1679	1769	1869	营业收入增长	30.8%	-23.5%	8.61%	7.23%	7.53%
实收资本(或股本)	832	1082	1082	1082	1082	营业利润增长	-347.2	385.7%	-153.01	85.09%	31.78%
资本公积	3601	3365	3365	3365	3365	归属于母公司净利润	-130.6	244.7%	-130.60	95.27%	32.95%
未分配利润	2595	1766	1898	2116	2353	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	7437	6636	6662	6880	7117	毛利率(%)	31.68%	16.71%	19.68%	22.15%	22.91%
<b>负债和所有者权</b>	17318	15987	14990	15121	15420	净利率(%)	9.20%	-7.44%	3.36%	5.38%	6.45%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.55%	-4.14%	1.35%	2.62%	3.41%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	5.93%	-9.98%	3.04%	5.75%	7.40%
<b>经营活动现金流</b>	-44	-1263	-1805	708	475	<b>偿债能力</b>					
净利润	933	-577	283	486	626	资产负债率(%)	47.50%	48.49%	42.83%	41.29%	40.24%
折旧摊销	478.40	569.17	0.00	367.44	371.23	流动比率	1.32	1.30	2.05	2.58	3.26
财务费用	251	179	186	220	220	速动比率	0.64	0.63	0.95	1.22	1.56
应付账款的变化	0	0	199	44	-130	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.47	0.54	0.60	0.64
<b>投资活动现金流</b>	-1009	-547	1008	-45	-5	应收账款周转率	9	7	8	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.08	7.33	8.32	7.96	8.90
长期投资	531	644	10	10	10	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	52	36	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.65	-0.61	0.19	0.37	0.49
<b>筹资活动现金流</b>	1392	1173	830	-629	-432	每股净现金流(最新)	0.41	-0.59	0.03	0.03	0.03
短期借款	801	1087	1806	1075	652	每股净资产(最新摊)	8.94	6.14	6.16	6.36	6.58
长期借款	221	1229	1729	2229	2729	<b>估值比率</b>					
普通股增加	150	250	0	0	0	P/E	34.43	-36.36	118.82	60.85	45.77
资本公积增加	2835	-236	0	0	0	P/B	2.49	3.63	3.62	3.50	3.38
<b>现金净增加额</b>	339	-637	33	33	37	EV/EBITDA	10.91	145.07	32.94	24.38	21.10

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 7 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

---

### 刘岗

刘岗, 材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验, 对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所, 主要负责有色金属板块的行业研究工作。

## 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。