

有色金属

2014年08月29日

厦门钨业 (600549)

——业绩符合预期，稀土航母即将启航，锂电材料或有突破

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：2014年08月28日

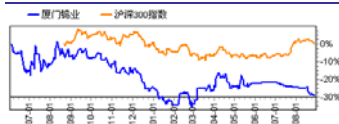
收盘价(元)	29.85
一年内最高/最低(元)	34.9/19.79
上证指数/深证成指	2196/7744
市净率	4.9
息率(分红/股价)	0.84
流通A股市值(百万元)	20357

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	6.1
资产负债率%	63.73
总股本/流通A股(百万)	682/682
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 140723》 2014/07/23
《厦门钨业(600549)2013 年三季报点评——业绩超预期，钨钼稀土业务并肩发展》 2013/10/28

证券分析师

叶培培 A0230511040055 ARG353
yep@swsresearch.com
徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

联系人

徐若旭
xurx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	9,875	12	460	-13	0.67	30.6	11.1	44	12
2014H1	3,892	7	140	97	0.21	23.9	3.4		
2014E	10,094	2.2	543	18.1	0.80	24.8	11.7	37.6	16.0
2015E	11,216	11.1	682	25.8	1.00	24.4	12.9	29.9	15.2
2016E	11,716	4.5	757	10.9	1.11	25.2	12.5	26.9	14.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **2014 年上半年公司业绩同比增长 96.69%，符合预期。**2014 年上半年，公司实现销售收入 38.92 亿元，同比增长 6.52%；实现归属于上市公司股东净利润 1.4 亿元，同比增长 96.69%，符合预期；实现基本每股收益 0.21 元。公司扣非后实现净利润 9525 万元，同比增长 149.48%。
- **钨行业低迷令公司收入低于预期，稀土业务扭亏锂离子电池快速增长。**报告期内，钨精矿均价约 11.96 万元/吨，同比下跌 4.86%，令公司收入规模整体不及预期 54 亿元。报告期内，公司下属金龙稀土稀土金属、磁性材料和荧光粉等产品销量均有所增加，由于高价库存影响减小，同比成功扭亏，公司稀土业务毛利率增加 17.39 个百分点至 8.93%；另外，报告期内公司锂离子电池材料和钨系刀具增长迅速。2014 年上半年整体刀具、PCB 工具、数控刀片等产品合计实现营业收入 11,813 万元，比上年同期增长 47.92%；锂离子电池材料实现营业收入 23,902 万元，比上年同期增长 84.44%，毛利率上升 3.32 个百分点至 2.68%。
- **直接受益于稀土集团组建，锂电材料或有进一步突破。**8 月 4 日，厦门钨业公告称工信部原则同意《厦门钨业股份有限公司稀土集团组建方案》，厦门钨业应按照组建方案整合福建省现有（中国五矿除外）的稀土开采、冶炼分离及综合利用企业，2014 年底前完成稀土集团组建工作。预计大集团组建后，厦门钨业占福建省稀土资源的比率将从 30%提升至 70%，公司将直接受益大集团的组建。另一方面，公司一直是特斯拉 NCA 材料供应商松下密切的合作伙伴，必将受益海外电动车巨头的爆发性增长，期待其锂电业务有突破性进展。
- **维持盈利预测，维持增持评级。**公司全年依旧维持 108 亿元销售目标和 88 亿元成本费用目标不变。公司各项业务进度均符合预期，我们维持预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.8/1.00/1.11 元，对应目前股价动态 PE37.6/29.9/26.9 倍，维持增持评级。

表 1：合并利润表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,872	9,875	10,094	11,216	11,716
营业总成本	7,905	8,685	9,034	10,027	10,392
营业成本	6,596	6,859	7,587	8,474	8,763
营业税金及附加	277	663	272	303	316
销售费用	148	191	202	213	223
管理费用	585	701	757	785	820
财务费用	236	225	239	244	259
资产减值损失	64	47	(23)	9	11
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	127	8	11	13
营业利润	975	1,317	1,068	1,200	1,337
营业外收支	37	20	16	24	20
利润总额	1,011	1,337	1,084	1,224	1,357
所得税	156	388	255	182	202
净利润	855	949	828	1,042	1,155
少数股东损益	344	489	286	359	399
归属于母公司所有者的净利润	511	460	543	682	757

资料来源:申万研究

表 2：重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.75	0.67	0.80	1.00	1.11
每股经营现金流	2.48	4.10	3.01	2.07	2.44
每股净资产	6.07	6.10	6.78	7.78	8.89
ROIC	12.3	10.1	11.4	13.4	14.6
ROE	12.3	11.0	11.7	12.9	12.5
毛利率	25.7	30.5	24.8	24.4	25.2
EBITDA Margin	17.4	18.8	17.0	16.6	17.8
EBIT Margin	13.6	14.3	12.9	12.8	13.5
收入同比增长	(25.5)	11.3	2.2	11.1	4.5
净利润同比增长	(49.9)	(10.1)	18.1	25.8	10.9
资产负债率	55.8	60.8	59.3	58.0	56.6
净资产周转率	2.14	2.37	2.18	2.11	1.93
总资产周转率	0.65	0.64	0.61	0.61	0.57
有效税率	15.5	32.1	23.7	15.0	15.0
P/E	39.9	44.4	37.6	29.9	26.9
P/B	4.9	4.9	4.4	3.8	3.4
EV/Sale	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.9	13.9	14.3	13.0	11.4

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。