

暂不评级 维持
中钨高新 (000657)
2015年1月13日

 有色金属行业高级分析师: 施毅
 SAC 执业证书编号:
 S0850512070008
 sy8486@htsec.com
 021-23219480

 有色金属行业首席分析师: 钟奇
 SAC 执业证书编号:
 S0850513110001
 zq8487@htsec.com
 021-23219962

 有色金属行业高级分析师: 刘博
 SAC 执业证书编号:
 S0850512080001
 liub5226@htsec.com
 021-23219401

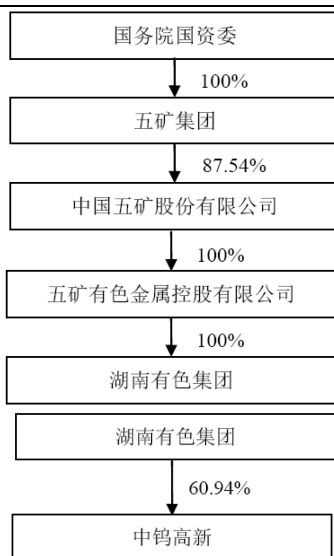
湖南有色退市进一步点燃资产重组预期

2015年1月12日收盘价: 17.52元

事件: 公司公布 2014 业绩预告, 全年预计同比下降 81% - 87%, 盈利在 2000 万元 - 3000 万元, 折合 EPS 约 0.03—0.05 元。

1、变动原因: 产品需求低迷。 市场竞争愈演愈烈, 多数产品销售价格同比跌幅较大, 产品销售毛利率同比明显下降。价格方面, 原材料价格持续下降, 造成公司原材料采购价格持续高于实际使用时的原材料市场价格; 市场需求乏力, 使得硬质合金产品市场价格持续下滑。

2. 公司的投资亮点在资源重组预期。 2012 年中钨高新重组置入五矿集团下属部分硬质合金资产, 当时集团就承诺在未来三年内通过并购重组等方式使中钨高新成为集矿在内的全产业链钨平台。时隔 3 年, 2015 年底成为“交答卷”时间点。市场对于五矿集团庞大的资源储量一直报以期望。就五矿集团 2014 年最新发债说明书显示, 2012 年集团合计钨精矿生产能力 31630 吨, 钨矿储量为 198 万吨。

图 1 公司最新组织结构


资料来源: 湖南有色 201412 公告, 海通证券研究所

3. 湖南有色退市将预期进一步点燃。湖南有色（2626.HK）在 2014 年底公告将退市，首先，由湖南有色金晟向湖南有色其他 H 股股东发出附先决条件的自愿有条件收购要约（以下简称“H 股收购要约”），以每股 4.20 港币的要约价格收购湖南有色 H 股股份。

在矿产量方面，湖南有色主要的产钨矿为柿竹园和新田岭，2014 上半年钨精矿产量总量为 5241 吨。

表 1 湖南有色主要产钨矿钨精矿产量

	2014 年 1-6 月		2013 年 1-6 月	
	销量(吨)	平均销售价格(人民币/吨)	销量(吨)	平均销售价格(人民币/吨)
柿竹园	2906	88309	2750	111019
新田岭	1607	91458	1049	115227
衡阳远景	631	88074	519	112847

资料来源：湖南有色 2014 中报，海通证券研究所整理

储量方面，由于公司股东已经更换，按照最新集团公司的资源口径统计，湖南有色股份的控股股东湖南有色集团拥有丰富的有色金属矿产资源，其中包括“世界有色金属博物馆”之称的柿竹园多金属矿、“世界锡都”锡矿山及世界第四大白钨矿瑶岗仙。公司钨矿主要分布于柿竹园、黄沙坪、新田岭和远景矿区，自给率超过 90%。

表 2 湖南有色集团资源储量（截止 2014 年 3 月末）

产品	钨	铅	锌	铋	钼	铌
资源储量(万吨)	158	690	183	25	26	34

资料来源：湖南有色金属控股集团有限公司 2008 年度公司债券跟踪评级报告，海通证券研究所整理

4. 盈利预测及评级。公司的主业受制于钨价疲弱，加上每年非经常性损益的政府补贴，预计基本处于盈亏平衡。当前钨价处于低谷，假设每年以 15% 的同比速度上涨，预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.03（有政府补贴）、0.01 和 0.06 元。

公司从 2012 年开始市场一直就将其当成五矿集团的钨平台。此次湖南有色最终退市，迈开大脚步又进一步点燃预期热情。假设当前中钨高新市值已经完全反映了湖南有色资产注入的预期，那股价的投资点就在于港股与 A 股对于钨资源给予不同估值的差异。

这里尤其注意的是，对于类似钨这样有配额性质的品种而言，储量不是最关键的，每年的配额量（即钨精矿产量）是评价矿产价值的核心。从厦钨（还包含地产与稀土业务，根据三者盈利能力假设钨业务市值约 150 亿元）和章钨最新的市值看，3000-6000 吨每年钨精矿产量对应的市值在 100-150 亿元。而湖南有色 10000 吨的产量来看，理论应该基于的量至少为 150 亿元。而这样的估值之所以合理在于前提是当前钨价处于历史底部，继续下行风险不大。

由于当前五矿集团最终以何形式注入上市公司尚不清楚，因此暂不评级。

表 3 可比公司对比

公司	代码	市值(亿元) (截止 2015 年 1 月 12 日)	钨储量 (万吨)	钨精矿产量 (吨), 大约数	硬质合金产能(吨)	2014H1 收入 (万元)	2014H1 净利润 (万元)
中钨高新	000657	110	0	0	8000	380,597	-19,882
厦门钨业	600549	272	60	6000	2500	389,238	13,999
章源钨业	002378	102	10	3000	10000	101,525	4,009
湖南有色	2626.HK	113	158	10000	--	1,308,907	-30,422

资料来源：各公司招股说明书，五矿集团 2014 发债说明书，各公司 2013 年报，wind，海通证券研究所整理

表 4 可比公司估值对比（洛阳钼业、厦门钨业、章源钨业）

公司	代码	1月12日收盘价(元)	总市值(亿元)		PE ^{TTM}
			(截止2015年1月12日)		
洛阳钼业	000657	9.71	493	28.4	
厦门钨业	600549	32.70	272	57.1	
章源钨业	002378	22.06	102	139	

资料来源：wind，海通证券研究所整理

表 5 公司盈利预测表（万元）

项目	2013	1-3Q2014	2014E	2015E	2016E
营业收入(万元)	1123730	499940	707692	891692	1123532
同比增速			-37%	26%	26%
营业成本(万元)	997578	445703	621354	784689	988708
毛利率	11.2%	10.8%	12.2%	12.0%	12.0%
营业税金及附加(万元)	6621	4296	4170	2675	3371
占收入%	0.6%	0.9%	0.6%	0.3%	0.3%
销售费用(万元)	28190	15280	21630	27254	34340
占收入%	2.5%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用(万元)	52841	38394	41046	51718	65165
占收入%	4.7%	7.7%	5.8%	5.8%	5.8%
财务费用(万元)	24513	16810	22413	24655	27120
占收入%	2.18%	3.36%	3.17%	2.76%	2.41%
营业利润(万元)	22290	-12037	2679	701	4828
所得税(万元)	1966	2022	536	140	966
所得税率	8.82%	-16.79%	20%	20%	20%
净利润	20324	-14058	2143	561	3863
少数股东权益	4478	-207	32	8	57
少数股东权益占比	22%	1%	1%	1%	1%
归属于母公司净利润	15847	-13851	2112	553	3806
总股本(亿股)	6.29	6.29	6.29	6.29	6.29
摊薄后EPS(元)	0.25	-0.22	0.03	0.01	0.06

资料来源：wind，海通证券研究所整理

5. 风险提示。五矿集团关于“三年内打造公司钨全产业链”的承诺改动或延后；钨价下跌。

信息披露

分析师声明

钟奇：有色金属行业
刘博：有色金属行业
施毅：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、江西铜业（600362.SH）、包钢稀土（600111.SH）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。