

公司研究/更新报告

2017年02月28日

有色金属/稀有金属 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 23.99
合理价格区间(元): 26.42~30.19

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

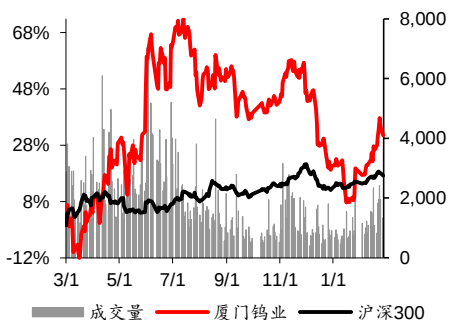
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《厦门钨业(600549):钨价逐步回升, 主业盈利好转》2016.10
- 2《厦门钨业(600549):锂电材料快速增长, 钨业务有望改善》2016.08
- 3《厦门钨业(600549):业务稳中求进, 助力盈利复苏》2014.08

股价走势图



资料来源: Wind

立足资源, 布局正极领域

厦门钨业(600549)

正极材料快速增长, 传统业务上下布局

公司在多个领域实现布局, 形成以钨、稀土与新能源产业相结合的业务模式。其中, 锂电池材料业务顺应行业增长不断发展, 三元材料产能已在国内位于前列; 钨钼、稀土业务依托自身矿山资源, 形成高原料自给率的完备产业链格局, 资源整合与深加工拓展双线并行。公司作为福建省地方国企, 拟通过员工持股等方式实行混改, 强化人才激励机制, 提高整体运行效率。

三元材料产能增长, 顺应新能源行业布局

17 年新能源汽车补贴新政对电池性能指标要求进一步提高, 提高动力电池的安全性、充放电性能等指标要求, 新能源乘用车使用三元电池的优势将更为明显。公司通过建设新的生产线扩充产能, 预计至 2018 年三元材料年产能有望在当前规模上提升 1 万吨, 进一步提升市场份额。此外, 公司早于 2015 年参股钴冶炼企业, 提前进行电池上游布局, 在产能扩张的同时保证原料供应渠道的稳定。

钨和稀土依托资源优势, 扎根下游加工

公司已为福建省稀土资源整合平台, 目前掌控较为丰富的钨矿及稀土矿资源, 后续有望通过托管公司厦门三虹进一步整合钨矿资源。旗下钨矿建成投产完成后产能逐渐释放, 公司当前钨精矿自给率已经超过 40%, 同时兼顾刀具、矿用和耐磨三个硬质合金生产应用领域, 原料和下游加工体系完善, 具备成本优势。

员工持股计划拟施行, 混改有望多层次推进

公司于 16 年底对锂电材料业务进行整合, 成立厦钨新能源, 将公司所属的锂电业务资产、负债和业务相关人员整体划转或出资给厦钨新能源, 实现电池材料业务的独立运作。公司计划通过实行核心骨干员工持股进行混合所有制改革, 加强公司激励机制, 后续也计划引进锂电池材料上下游战略投资者, 实现优势互补, 建立产业联盟, 减轻独立投资的资金压力。

多领域业务布局, 维持“增持”评级

公司综合多个领域的业务, 主营业务包括钨、稀土、锂电材料及房地产, 其中钨和稀土业务基于当前的金属市场价格和公司产能利用率提升的假设进行盈利测算; 锂电材料业务一方面假设项目建设进度顺利, 产能逐步释放, 另一方面基于加工费结算的业务模式, 假设毛利率水平基本保持稳定。预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 85.07、95.99 和 108.57 亿元, 归母净利润分别为 1.44、2.81 和 3.33 亿元, EPS 为 0.13、0.26 和 0.31 元, 给予“增持”评级。

风险提示: 公司项目进度不及预期; 金属价格下跌。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,082
流通 A 股 (百万股)	886.57
52 周内股价区间 (元)	16.18-31.51
总市值 (百万元)	25,947
总资产 (百万元)	15,686
每股净资产 (元)	6.09

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	10,143	7,755	8,507	9,599	10,857
+/-%	2.71	(23.54)	9.70	12.83	13.10
净利润 (百万元)	441.12	(662.48)	143.99	281.07	333.28
+/-%	(4.01)	(250.18)	121.74	95.20	18.58
EPS (元)	0.41	(0.61)	0.13	0.26	0.31
PE (倍)	57.57	(38.33)	176.37	90.35	76.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

电池正极材料业务“顺势”成长	4
正极材料市场增长前景较好	4
新能源汽车补贴落地，需求增长仍然可期	4
技术政策多面支持，看好三元长期之路	4
优先布局三元材料，锂电规模持续增长	5
项目投产顺利，产能扩张	5
国内市场份额前列，盈利有待改善	6
参股钴冶炼企业，原料供应渠道稳定	7
传统业务得天独厚，兼顾上下布局	8
钨主业长期盈利稳定	8
钨矿资源储备丰富，具备整合前景	8
深加工项目初步扩产完成，盈利尚有增长空间	9
福建省稀土整合平台，注重下游产品开发	10
拥有省内稀土整合与采矿权	10
磁材产销量持续提升，高性能产品需求空间较大	10
地方大型国企，具备国改预期	12
估值与盈利预测	13
盈利预测	13
估值	13
风险提示	14

图表目录

图表 1: 新能源汽车产量预期.....	4
图表 2: 主要正极材料性能比较.....	4
图表 3: 国内各类正极材料产量变化.....	5
图表 4: 公司电池材料产销量变化.....	5
图表 5: 公司锂电材料产能及预期.....	5
图表 6: 国内主要三元材料厂商产能.....	6
图表 7: 公司电池材料收入和毛利占比.....	6
图表 8: 公司电池材料毛利率同其它公司.....	6
图表 9: 市场钴价格持续走高.....	7
图表 10: 全球钴矿产量分布 (2015).....	7
图表 11: 公司在产钨矿及潜在资源储备.....	8
图表 12: 公司钨精矿自产与外购比例.....	8
图表 13: 厦门三虹下属投资子公司架构 (2015.3).....	9
图表 14: 公司钨精矿自产与外购比例.....	9
图表 15: 公司钨钼业务盈利水平.....	9
图表 16: 公司硬质合金等深加工子公司概况.....	10
图表 17: 16-17 稀土行业相关政策.....	10
图表 18: 公司磁材产量与预期产能变化.....	10
图表 19: 国内高性能钕铁硼需求测算.....	11
图表 20: 公司股权结构简要示意.....	12
图表 21: 盈利预测主要假设.....	13
图表 22: 行业可比公司估值指标.....	13
图表 23: 厦门钨业历史 PE-Bands.....	13
图表 24: 厦门钨业历史 PB-Bands.....	13

电池正极材料业务“顺势”成长

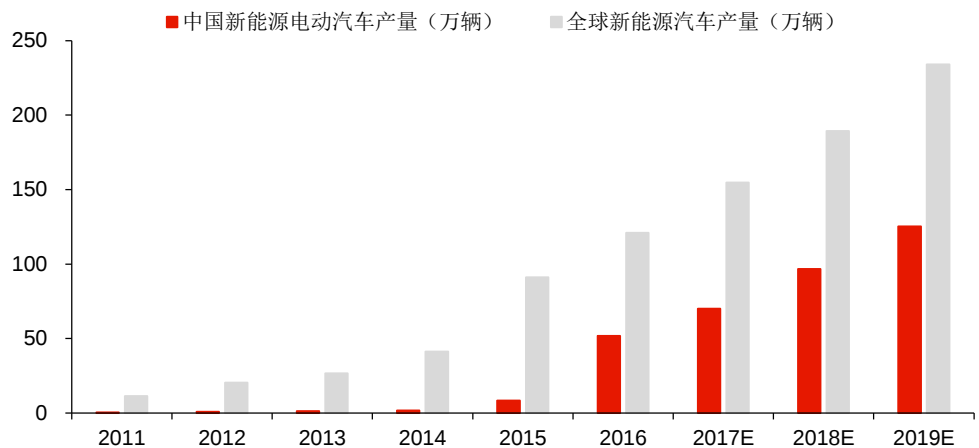
正极材料市场增长前景较好

新能源汽车补贴落地，需求增长仍然可期

2016 年 12 月 29 日，国家财政部发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，明确了新能源汽车行业的补贴方案，新的补贴政策在下调补贴幅度的同时，也提高了补贴的准入门槛，将能量密度作为补贴发放的重要指标之一。从行业监管来看，国家主要从充电基础设施、财政补贴等方面进一步支持新能源汽车产业发展；随着新能源汽车骗补整改、新补贴政策出台，行业有望迎来稳步快速发展。

在行业标准上，针对国内动力电池产能无序扩张的乱象，工信部出台《汽车动力电池行业规范条件(2017 年)》(征求意见稿)，提出锂离子动力电池单体企业年产能力不低于 8GWh，金属氢化物镍动力电池单体企业年产能力不低于 100MWh，超级电容器单体企业年产能力不低于 10MWh。系统企业年产能力不低于 80000 套或 4GWh。政策层面对动力锂电池的技术指标和生产规模提出更高的要求，将推动行业的加速整合，淘汰技术落后锂电池企业。

图表1： 新能源汽车产量预期



资料来源：中汽协，EDTA，华泰证券研究所

技术政策多面支持，看好三元长期之路

三元材料因其在能量密度上的优势，被认为是目前用于动力电池最佳选择，即使是此前一直坚持磷酸铁锂路径的比亚迪也正尝试推出搭载三元电池的车型。此外，17 年新能源汽车补贴新政对电池性能指标要求进一步提高，引入动力电池新国标、提高动力电池的安全性、循环寿命、充放电性能等指标要求，在此背景下，新能源乘用车使用三元电池的优势将更为明显。

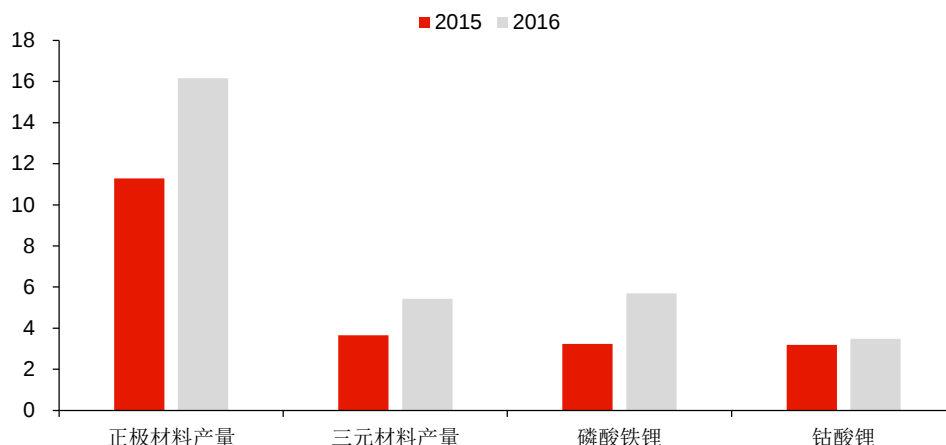
图表2： 主要正极材料性能比较

	钴酸锂 (LCO)	锰酸锂 (LMO)	磷酸铁锂 (LFP)	镍钴锰酸锂 (NCM)	镍钴铝酸锂 (NCA)
结构类型	层状	尖晶石	橄榄石	层状	层状
比容量 (mAh/g)	3.7	120	150	160	170
振实密度	2.8~3.0	2.2~2.4	1.0~1.4	2.0~2.3	2.0~2.4
循环寿命 (次)	500~1000	500~1000	<2000	1500~2000	1500~2000
安全性	较低	较高	高	低	低
环保问题	有	无	无	有	有
优点	充放电稳定，生产工艺简单	锰资源丰富，价格较低，安全性较好	高安全性，环保，长寿命	电化学性能稳定，循环性能好	高能量密度，低温性能好
缺点	钴价格昂贵，循环寿命低	能量密度低，电解质相容性差	低温性能较差，放电电压低	用到一部分金属钴，价格较贵	高温性能差，安全性能差，生产技术门槛高

资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

高工产研锂电研究所数据显示，2016 年全国锂电池正极材料产量达到 16.16 万吨，同比增长 43%，主要受动力电池消费带动，2016 年国内动力电池产量同比增长超过 60%。其中，三元材料产量为 5.43 万吨，同比增长 49%，主要受新能源乘用车等市场需求带动。

图表3：国内各类正极材料产量变化



资料来源：高工锂电，华泰证券研究所

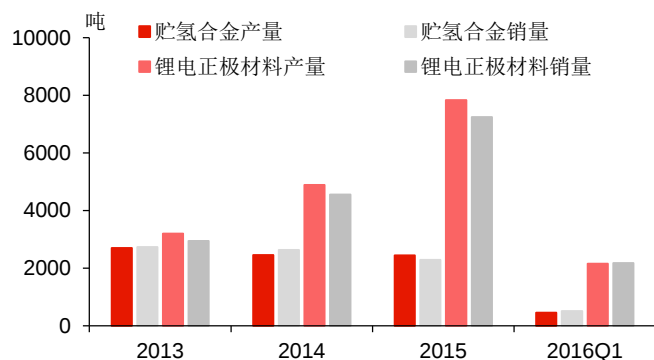
优先布局三元材料，锂电规模持续增长

项目投产顺利，产能扩张

公司的三元材料等电池材料产品受益于新能源汽车的快速发展，需求旺盛，产销量增长较快。公司电池材料业务包含贮氢合金粉和锂电池材料两部分，主要由下属海沧分公司和三明金明新材料分公司运营。2016 年三明分公司的生产线投产后，公司目前整体锂电池材料年产能已达 1.6 万吨，其中镍钴锰三元材料约 7000 吨、钴酸锂和磷酸铁锂、锰酸锂约 9000 吨，贮氢合金粉产能超过 4000 吨，由于生产技术水平较高，目前规模位于国内前列，主要供应于混合动力汽车。

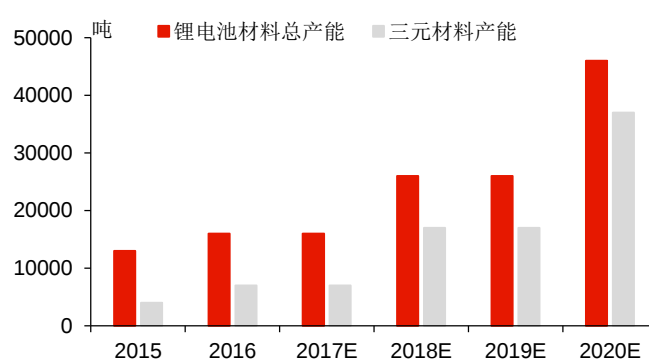
由于国内锂电正极材料的需求不断增长，公司正在建设新的生产线以扩充产能，目前位于厦门的海沧分公司 1 万吨/年车用锂离子三元正极材料产业化项目进展顺利，初步预计于 2018 年底完工。从长期来看，公司未来还将通过生产线建设和改造进一步提高电池材料生产能力，满足订单的需求。

图表4：公司电池材料产销量变化



资料来源：公司债券跟踪评级报告，华泰证券研究所

图表5：公司锂电材料产能及预期



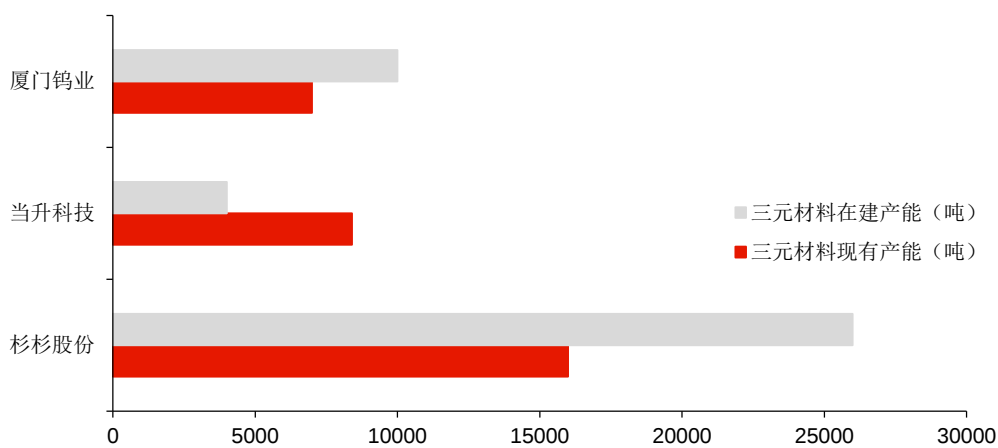
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国内市场份额前列，盈利有待改善

中国、日本和韩国是全球电池和电池正极材料的主要生产国。日本企业技术知识积累深厚，目前主要正极材料生产企业有日亚化学、住友金矿山和三井金属；韩国的电池产业在近几年迅速崛起，比利时企业优美科在韩国天安市建有工厂，韩国企业 L&F 和 ECOPRO 的技术和品质也大有超越日本的趋势；中国企业进入行业的时间较短，初期产品集中在中低端领域，各厂商产品同质化严重，毛利率低于 10%，但随着优美科、ECOPRO 等龙头企业陆续与国内企业合作将产能向国内转移，产品质量和技术也在逐步提升。

目前，国内正极材料的主要出货厂商包括杉杉股份、厦门钨业和当升科技等，其中杉杉股份是目前全球锂离子电池材料龙头供应商，正极材料产销量稳居全球第一，目前有正极材料年产能 3.3 万，已经具备 811 量产能力；当升科技 2015 年三元材料的销量就已经超过 3 千吨，目前正极材料年产能 1.2 万吨。

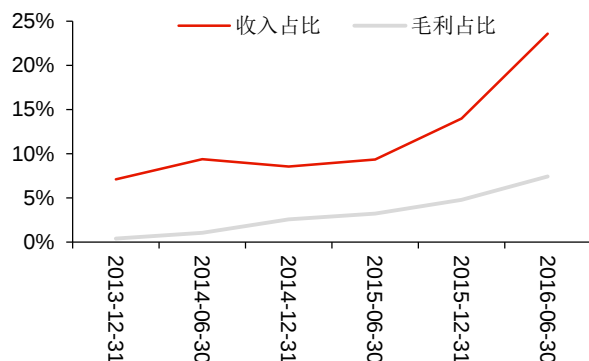
图表6：国内主要三元材料厂商产能



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

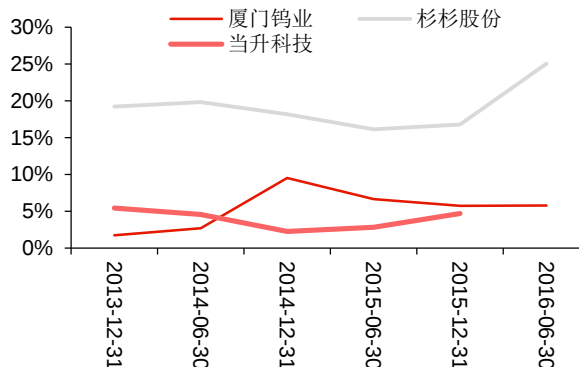
电池材料业务对公司营收和利润贡献持续增长，2016 年上半年营收占比已经达到 23.6%，毛利占比达 7.4%。在电池材料销售定价方面，公司采用原材料价格+加工费的定价模式，利润空间相对固定。由于公司 15-16 年新建锂电池材料产能尚未充分释放，规模效应还未完全显现；同时中低端三元材料产品的市场竞争较为激烈，压缩生产者盈利空间，公司的毛利率水平目前仍处在相对较低的水平，后续有待产量增加后进一步提升。

图表7：公司电池材料收入和毛利占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表8：公司电池材料毛利率同其它公司



资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

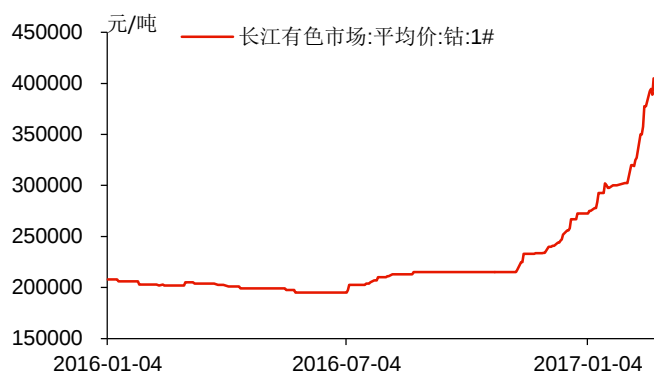
参股钴冶炼企业，原料供应渠道稳定

因公司生产的硬质合金、电池正极材料等产品对钴金属的需求较大，公司早于 2015 年底就与赣州腾远及其新老股东签订《增资扩股协议》，拟以货币出资的方式向赣州腾远增资 1.18 亿元，其中 1140 万元计入赣州腾远的注册资本，占增资后赣州腾远注册资本的 15%，其余部分计入资本公积金。赣州腾远主要通过进口钴（含铜）矿原料，在国内进行冶炼加工及销售，主要产品包括高纯氯化钴、高纯草酸钴、高纯硫酸钴、电池级碳酸钴、电池级三氧化二钴、阴极铜等，技术水平和规模实力均处于国内领先水平。

腾远钴业自 2004 年成立以来，通过项目建设和技术改造不断提高生产规模，目前钴冶炼年产能已达到 5000 吨，对公司的钴金属供应起到了一定保障作用。同时由于全球钴矿供应格局较为集中，刚果（金）地区的产量占全球 50% 以上，腾远钴业为保证自身原料稳定，计划与刚果（金）当地建设冶炼厂，进一步提升冶炼能力。

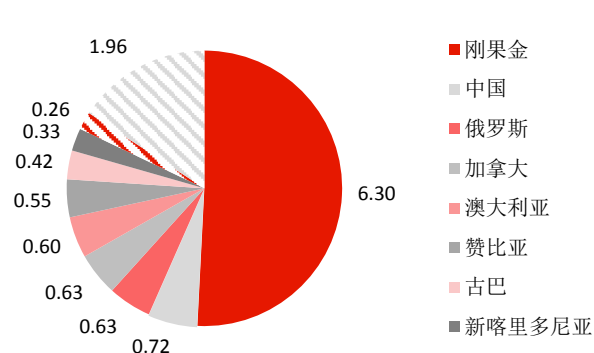
自今年以来钴价加速上涨，不到三个月时间，国内市场钴价已涨至 40 万元/吨，上涨接近 50%，海外 MB 报价涨幅则高达 57%。与此同时，据亚洲金属网统计，镍钴锰酸锂价格自去年 11 月的 143 元/公斤已涨至 171 元/公斤，涨幅达 19.6%。尽管钴价上涨可传导至下游电池材料，但作为稀缺金属品种，钴的供应稳定与否也是制约下游生产的重要因素。

图表9： 市场钴价格持续走高



资料来源：长江有色，华泰证券研究所

图表10： 全球钴矿产量分布（2015）



资料来源：USGS，华泰证券研究所

传统业务得天独厚，兼顾上下布局

钨主业长期盈利稳定

钨矿资源储备丰富，具备整合前景

公司三个主要在产矿山，截至 2016 年底，剩余的可采金属储量超过 80 万吨，资源量位于国内前列。2016 年 12 月，公司拟出资 1.2 亿元收购都昌金鼎剩余的 40% 股权，目前已经收购完成，形成完全控股。都昌金鼎的核心资产阳储山钨钼矿为国内特大型钨矿山，同时具备较大的潜在勘探价值。公司此前拟对江西巨通实业有限公司的 32.36% 股权进行收购，目前由于股权诉讼等原因尚未达成，如收购完成，公司将成为江西巨通的第二大股东，因江西巨通拥有大湖塘钨矿采矿权，公司权益资源量有望进一步提升。

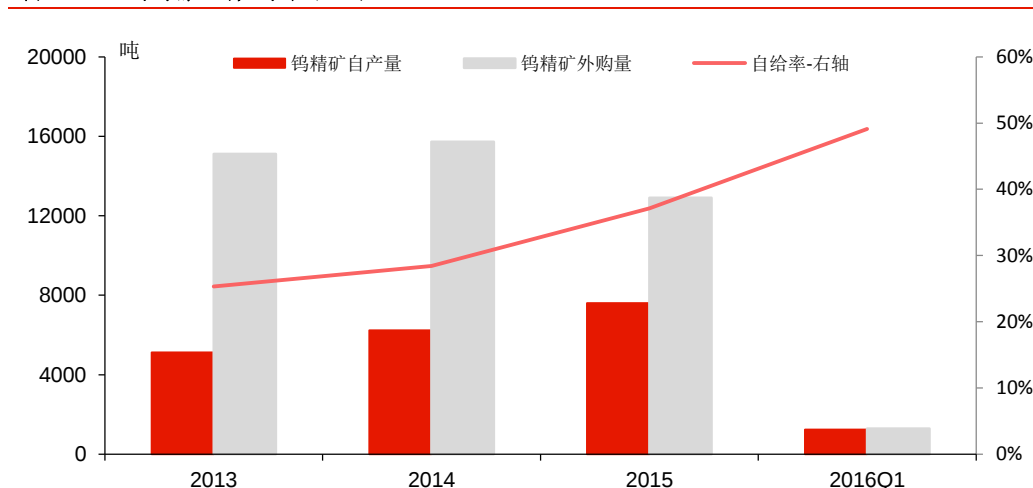
图表11：公司在产钨矿及潜在资源储备

矿山名称	所在地	股权占比	类别	资源量 (WO ₃) /万吨	品位	产出状态
宁化行洛坑	福建	98.95%	黑白混合	29.5	0.23%	在产
洛阳豫鹭钨钼矿	河南	60%	白钨矿	51.0	0.15%	伴生尾矿处理
都昌阳储山钨钼矿	江西	100%	白钨矿	9.7	0.19%	露天开采
大湖塘钨矿	江西			93.3	0.20%	尚未获取

资料来源：公司公告，中国矿业报，公司华泰证券研究所

公司旗下的都昌阳储山钨钼矿自 2013 年初建成投产以来，产能逐渐释放，公司钨精矿自给率持续提升，至 2016 年，公司钨精矿自给率已经超过 40%。公司丰富的钨矿资源保障了下游钨加工产品的原料供应，同时因为矿山本身品质较高，且部分为尾矿处理，公司的自产钨精矿成本相对较低，对公司的钨业务盈利水平起到了较大的支撑作用。

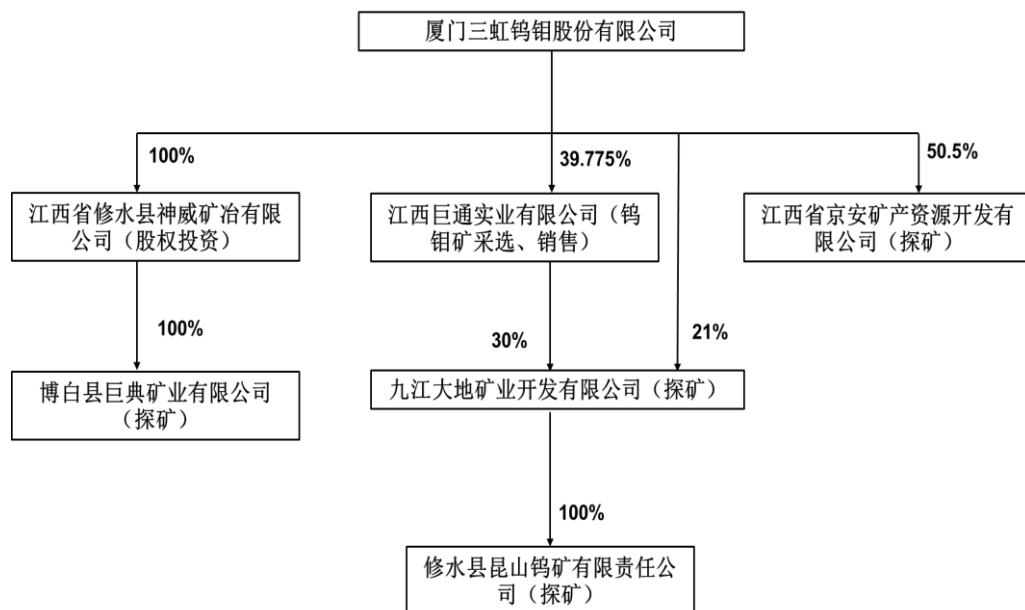
图表12：公司钨精矿自产与外购比例



资料来源：公司债券跟踪评级报告，华泰证券研究所

公司控股股东福建稀土集团 2014 年作出承诺，在其控制的涉及钨矿业务的其他企业相关钨矿建成投产之前向公司转让，并承诺如果满 5 年后，集团控制的其他企业中仍包含相关钨矿资产，将把相关企业的股权托管给公司，直至资产转让完成。2015 年，公司受托管福建稀土集团及福建省潘洛铁矿有限责任公司持有的厦门三虹钨钼股份有限公司股权，托管期限三年。厦门三虹主要从事钨矿山的风险投资，其投资的项目包括国内大型钨矿大湖塘矿山，公司后续有望通过托管公司厦门三虹进一步整合钨矿资源。

图表13： 厦门三虹下属投资子公司架构（2015.3）

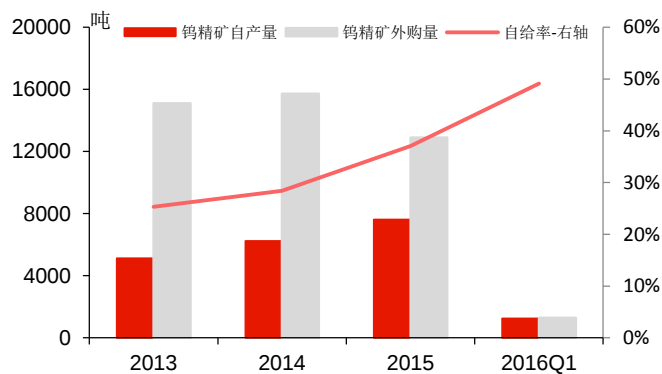


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

深加工项目初步扩产完成，盈利尚有增长空间

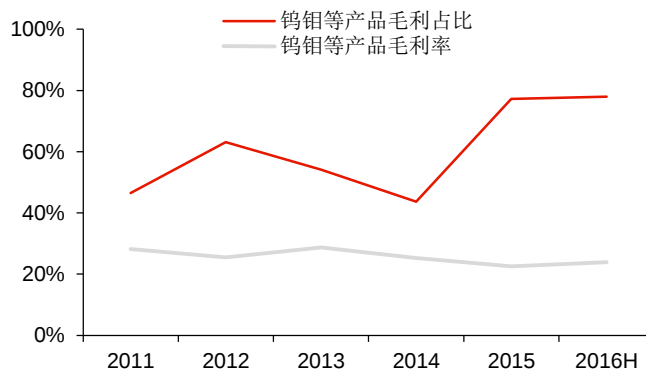
钨产业链呈现出“两头高、中间低”的产品利润特点，其中上游主要是钨精矿，下游深加工产品则以硬质合金为主。2017 年以来公司 1-2 月份钨加工品的订单同比均有上升，主要需求来自基础设施、机械加工、挖掘、刀具等方面。硬质合金定价主要受产品质量和技术水平影响，且原材料本身占刀具的成本相对有限，因此公司深加工产品的毛利率较为稳定。此外，公司产品质量标准在行业内处于前列，合金制品、棒材等均有出口，存在一定的市场溢价。

图表14： 公司钨精矿自产与外购比例



资料来源：公司债券跟踪评级报告，华泰证券研究所

图表15： 公司钨钼业务盈利水平



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2013 年公司成功竞购洛钼合金 100% 的股权，形成了厦门、九江、洛阳等三个硬质合金生产基地，形成各自的发展路线。其中厦门金鹭于 2014 年实现项目达产，并全面进入切削工具市场，九江和洛阳两个合金生产基地近年来均有项目投产。公司兼顾刀具、矿用和耐磨三个硬质合金生产应用领域，原料和中游加工体系完善，和同行相具备成本优势，后续项目产能规模稳定后，盈利仍有增长空间。

图表16: 公司硬质合金等深加工子公司概况

子公司	持股比例	主要工程	相关产品产能	总投资	投产时间	盈利状态
厦门金鹭特种合金	60%	硬质合金深加工产品扩产技改	3000 吨硬质合金、700 万支硬质合金整体刀具、3500 万支 PCB 微型刀具	11 亿元	2013	16 年主营实现盈利
九江金鹭硬质合金	70%	钨深加工项目一期投资建设	800 吨硬质合金	2 亿元	2014	目前保本为主, 后续开始盈利
洛阳金鹭硬质合金工具	100%	洛阳金鹭硬质合金项目	硬质合金 2000、矿山凿岩工具	1580 万	9.7 亿元 2015	产品认证阶段, 盈利逐步释放

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

福建省稀土整合平台, 注重下游产品开发

拥有省内稀土整合与采矿权

福建省是国内重要的稀土资源省份, 公司作为国务院和工信部认证的全国六大稀土企业集团组建单位之一, 是福建省稀土资源的整合平台。2015 年 12 月, 国家工信部等相关部门验收通过了公司组建大型稀土企业集团的工作, 公司拥有连城县黄坊稀土矿等 5 项稀土采矿权, 年度稀土采选配额约 1700 吨, 占福建全省开采指标的 85% 以上。

图表17: 16-17 稀土行业相关政策

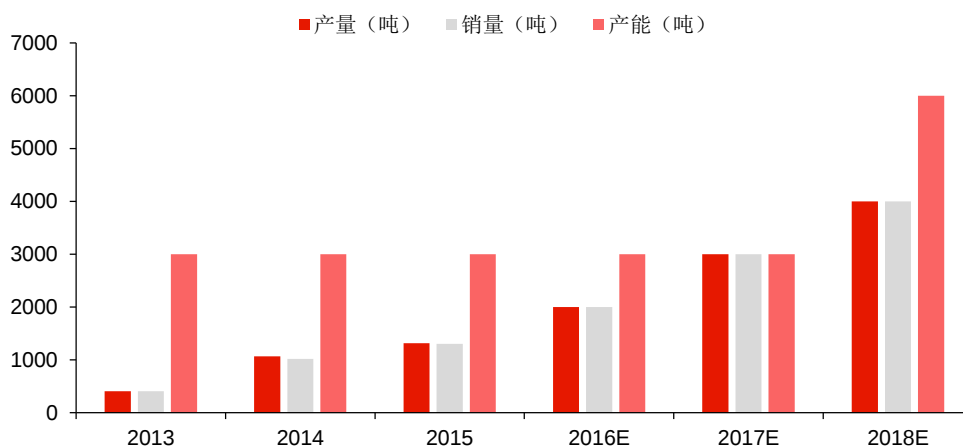
日期	政策名称	发布机构	区域
2016/3/18	《关于下达湖南省 2016 年度钨矿稀土矿开采总量控制指标 (第一批) 的通知》	湖南省国土资源厅	湖南
2016/3/21	省国土资源厅要求严厉打击无证盗采稀土行为	福建省国土资源厅	福建
2016/6/22	国土资源部关于下达 2016 年度稀土矿钨矿开采总量控制指标的通知	国土资源部	全国
2016/7/1	《稀土行业规范条件(2016 年本)》	工信部	全国
2016/7/1	《稀土行业规范条件公告管理办法》	工信部	全国
2016/7/13	关于下达 2016 年第一批稀土生产总量控制计划的通知	工信部	全国
2016/7/20	关于下达 2016 年第二批稀土生产总量控制计划的通知	工信部	全国
2016/8/22	《关于下达内蒙古自治区 2016 年度稀土矿开采总量控制指标的通知》	内蒙古自治区国土资源厅	内蒙古
2016/9/14	《关于下达湖南省 2016 年度钨矿稀土矿开采总量控制指标 (第二批) 的通知》	湖南省国土资源厅	湖南
2016/12/9	《关于商请组织开展打击稀土违法违规专项行动的函》	工信部	全国

资料来源: 工信部, 政府网站, 华泰证券研究所

磁材产销量持续提升, 高性能产品需求空间较大

目前公司拥有 3000 吨/年的钕铁硼磁性材料和 1100 吨/年的荧光粉处理能力, 但 15 年磁材实际产量仅为 1316 吨, 预计至 2017 年磁材产品产能利用率将得到提高。目前公司仍有稀土特种金属生产线在建, 至 2018 年, 公司磁材产能有望提升到 6000 吨/年, “矿产资源-冶炼分离-稀土合金-磁性材料”的稀土产业链将得到进一步完善。

图表18: 公司磁材产量与预期产能变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

目前主要的产品还是传统的磁材领域，主要包括做风电、空调等方面，新能源汽车磁材的比例相对较少。从行业来看，新能源汽车和智能制造领域所用磁材产品的技术要求更高，客户认证难度大，但未来存在较高的需求增速，公司有望通过技术提升和客户拓展，在该领域实现进一步的开拓。

图表19： 国内高性能钕铁硼需求测算

细分领域	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	复合增长率
扫地服务机器人（吨）	104.00	416.00	915.20	2013.44	4429.57	9745.05	147.94%
工业机器人（吨）	6045.60	7745.93	9295.11	11406.96	13232.07	15084.56	20.07%
新能源汽车（吨）	2175.59	3578.46	5138.73	7191.21	10032.91	14734.22	46.61%
车载电机、EPS（吨）	14699.71	16704.13	18974.77	21414.45	24003.58	26880.36	12.83%
空调（吨）	6638.96	8223.02	9764.34	11519.42	12494.55	14512.74	16.93%
电梯（吨）	3806.88	4010.20	4222.30	4396.24	4576.81	4764.27	4.59%
VCM 等消费电子（吨）	4968.88	5273.29	5680.73	5981.14	6449.87	6857.20	6.65%
风力发电（吨）	11842.35	11866.07	12326.86	13482.99	13448.69	14185.32	3.68%
总计	44132.37	49655.18	56107.72	63985.44	71006.42	81934.10	13.17%

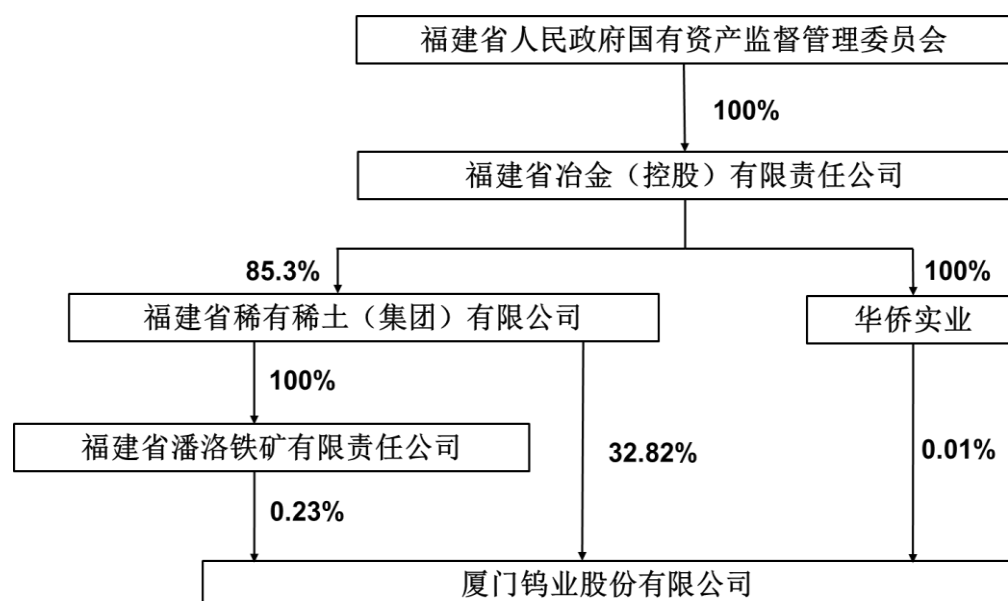
资料来源：华泰证券研究所

地方大型国企，具备国改预期

公司是福建省地方国企，当前控股股东为福建省稀有稀土（集团）有限公司。2016 年 12 月，为抓住能源新材料产业的战略机遇期，促进公司电池材料业务实现更好更快发展，落实“通过能源新材料把厦钨做大”的战略，公司拟对锂电材料业务进行整合，新设成立厦钨新能源，将公司所属的锂电业务资产、负债和业务相关人员整体划转或出资给厦钨新能源，实现电池材料业务的独立运作，后续将进行混合所有制改革。

厦钨新能源公司计划通过实行核心骨干员工持股进行混合所有制改革，加强公司激励机制，促进公司锂电材料业务经营业绩与核心竞争力的提升。同时设立厦钨新能源后，公司可以通过引进锂电池材料上下游战略投资者，实现优势互补，建立产业联盟，减轻独立投资的资金压力。

图表20： 公司股权结构简示意图



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

估值与盈利预测

盈利预测

公司主营业务包括钨、稀土、锂电材料及房地产，其中钨和稀土业务基于当前的金属市场价格和公司产能利用率提升的假设进行盈利测算；锂电材料业务一方面假设项目建设进度顺利，产能逐步释放，另一方面基于加工费结算的业务模式，假设毛利率水平基本保持稳定。房地产业务收入与毛利率参考 16 年上半年进行估计。

图表21： 盈利预测主要假设

主要假设		2016E	2017E	2018E	2019E
价格	钨精矿 65% (万元/吨)	7.0	7.5	7.8	8.0
	氧化镨 99.9% (元/公斤)	1242.4	1250.0	1300.0	1350.0
	铈镨混合金属 (万元/吨)	32.9	34.0	36.0	38.0
	APT 及氧化钨 (万吨)	2.2	2.2	2.2	2.2
产能	磁性材料 (吨)	2000	3000	6000	6000
	锂电正极材料 (吨)	16000	16000	26000	26000

资料来源：华泰证券研究所

基于以上假设，预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 85.07、95.99 和 108.57 亿元，归母净利润分别为 1.44、2.81 和 3.33 亿元，EPS 为 0.13、0.26 和 0.31 元。

估值

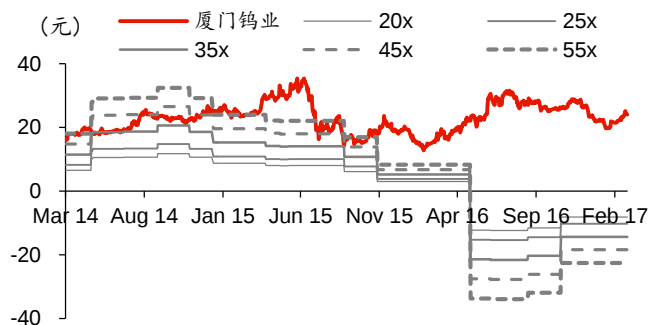
由于公司的电池材料业务还处在产能扩张的阶段，初期盈利水平偏低，且钨和稀土矿山储量较大，因此我们采取可比公司 PB 估值方法。公司 17 年预计每股净资产为 6.29 元，结合行业平均水平和公司本身业务多样性的特点，相应地在章源钨业等钨企业基础上下调 PB 区间，给予公司 4.2-4.8 倍的 PB 范围，对应市值区间为 285.73 至 326.55 亿元。维持公司“增持”评级。

图表22： 行业可比公司估值指标

代码	可比公司	主营	PE (wind 一致预测)			PB (wind 一致预测)
			2016E	2017E	2018E	2017E
002378.SZ	章源钨业	钨制品	896.64	352.15	-	5.08
300073.SZ	当升科技	电池材料	91.92	51.22	37.98	5.85
600884.SH	杉杉股份	电池材料	28.10	18.98	14.98	1.68
平均			338.89	140.78	26.48	4.20
600549.SH	厦门钨业	钨钼、电池材料	109.74	88.30	74.60	3.81

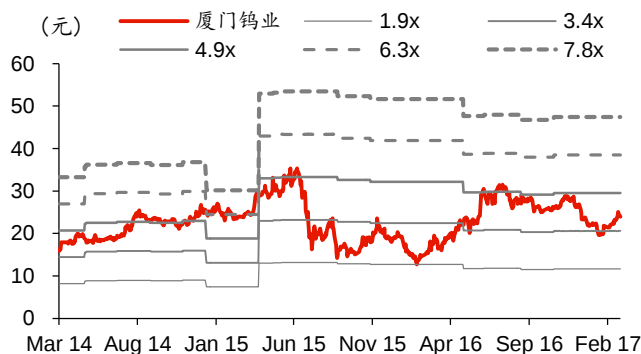
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表23： 厦门钨业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表24： 厦门钨业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

宏观经济

经济增长低于预期；电池、汽车、采矿等行业增速放缓或出现下跌。

行业层面

钨产品下游需求增速不及预期或出现下滑；钨制品价格出现下跌。

公司层面

产品研发进度不及预期；公司海内外销售开拓进展低于预期；生产经营层面出现不稳定因素。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	9,325	7,648	8,826	9,465	10,815
现金	1,085	430.67	1,131	986.17	1,427
应收账款	1,120	1,044	1,045	1,198	1,366
其他应收账款	197.82	440.69	347.79	405.26	479.26
预付账款	171.05	147.50	185.16	193.06	219.23
存货	4,825	3,956	4,438	4,926	5,516
其他流动资产	1,926	1,629	1,680	1,757	1,807
非流动资产	7,993	8,339	7,658	7,107	6,526
长期投资	530.97	644.41	590.99	598.79	603.80
固定投资	4,885	5,389	5,120	4,719	4,252
无形资产	784.99	767.00	724.44	681.60	638.73
其他非流动资产	1,792	1,539	1,222	1,107	1,032
资产总计	17,318	15,987	16,484	16,572	17,341
流动负债	7,073	5,865	6,059	5,829	6,189
短期借款	801.48	1,087	386.62	0.00	0.00
应付账款	1,203	912.82	1,059	1,173	1,308
其他流动负债	5,069	3,865	4,614	4,655	4,880
非流动负债	1,154	1,888	2,102	2,042	2,036
长期借款	221.16	1,229	1,229	1,229	1,229
其他非流动负债	932.91	658.71	872.51	812.76	806.32
负债合计	8,227	7,752	8,161	7,871	8,224
少数股东权益	1,655	1,599	1,760	1,900	2,067
股本	831.98	1,082	1,082	1,082	1,082
资本公积	3,601	3,365	3,365	3,365	3,365
留存公积	2,912	2,083	2,116	2,354	2,603
归属母公司股	7,437	6,636	6,563	6,801	7,050
负债和股东权益	17,318	15,987	16,484	16,572	17,341

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(43.82)	(1,263)	1,138	381.22	597.11
净利润	933.31	(577.18)	304.65	421.60	499.92
折旧摊销	494.47	586.86	560.88	577.44	585.37
财务费用	251.09	179.22	169.12	117.03	96.46
投资损失	(52.48)	(36.44)	(41.79)	(40.00)	(40.60)
营运资金变动	(1,602)	(1,986)	205.18	(752.59)	(613.14)
其他经营现金	(67.97)	570.76	(59.59)	57.75	69.11
投资活动现金	(1,009)	(546.55)	67.27	21.01	18.14
资本支出	732.91	587.76	0.00	0.00	0.00
长期投资	354.24	(30.50)	(41.67)	2.32	5.78
其他投资现金	77.86	10.72	25.60	23.33	23.92
筹资活动现金	1,392	1,173	(505.32)	(547.13)	(174.21)
短期借款	(188.22)	285.55	(700.41)	(386.62)	0.00
长期借款	(1,529)	1,008	0.00	0.00	0.00
普通股增加	150.00	249.59	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,835	(235.58)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	125.34	(135.02)	195.09	(160.51)	(174.21)
现金净增加额	342.50	(610.14)	700.40	(144.89)	441.04

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,143	7,755	8,507	9,599	10,857
营业成本	6,930	6,459	6,896	7,676	8,655
营业税金及附加	729.71	284.15	311.72	351.73	397.81
营业费用	193.94	231.55	208.62	243.83	280.66
管理费用	775.81	734.90	662.52	771.59	884.20
财务费用	251.09	179.22	169.12	117.03	96.46
资产减值损失	103.66	465.58	(39.06)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.48	36.44	41.79	40.00	40.60
营业利润	1,211	(562.87)	339.72	478.74	583.15
营业外收入	155.99	61.89	83.40	83.40	83.40
营业外支出	36.33	37.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,331	(538.39)	423.12	562.14	666.55
所得税	397.83	38.79	118.47	140.53	166.64
净利润	933.31	(577.18)	304.65	421.60	499.92
少数股东损益	492.19	85.30	160.66	140.53	166.64
归属母公司净利润	441.12	(662.48)	143.99	281.07	333.28
EBITDA (倍)	1,957	203.21	1,070	1,173	1,265
EPS (元)	0.41	(0.61)	0.13	0.26	0.31

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	2.71	(23.54)	9.70	12.83	13.10
营业利润	(8.04)	(146.46)	160.36	40.92	21.81
归属母公司净利润	(4.01)	(250.18)	121.74	95.20	18.58
获利能力 (%)					
毛利率	31.68	16.71	18.94	20.03	20.28
净利率	4.35	(8.54)	1.69	2.93	3.07
ROE	5.93	(9.98)	2.19	4.13	4.73
ROIC	9.37	(4.12)	3.92	4.73	5.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.50	48.49	49.51	47.49	47.43
净负债比率 (%)	37.82	38.14	31.75	28.77	27.74
流动比率	1.32	1.30	1.46	1.62	1.75
速动比率	0.63	0.58	0.69	0.74	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.47	0.52	0.58	0.64
应收账款周转率	8.59	6.58	7.41	7.85	7.74
应付账款周转率	6.21	6.11	6.99	6.88	6.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	(0.61)	0.13	0.26	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	(1.17)	1.05	0.35	0.55
每股净资产(最新摊薄)	6.88	6.14	6.07	6.29	6.52
估值比率					
PE (倍)	57.57	(38.33)	176.37	90.35	76.20
PB (倍)	3.42	3.83	3.87	3.73	3.60
EV_EBITDA (倍)	14.71	141.63	26.91	24.53	22.75

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com