

厦门钨业 股票代码：600549.SH

## 未被充分认知的“钴”“稀土”“三元”标的

### 事项：

华创金属李斌团队于2016年7月6日前往厦门钨业进行实地调研，与公司高管进行深入交流，特整理调研纪要以供投资者参考。

目标价：-RMB

当前股价：30.48RMB

投资评级 推荐

评级变动 维持

### 核心结论

- 1. 钴：**(1)厦钨公告拟出资1.18亿参股赣州腾远钴业，持股比例15%，进一步保障公司电池材料发展对钴金属的需求，提高钴资源保障能力。(2)赣州腾远成立于2004年，是厦钨电池材料所需钴盐的前三大供应商之一。2014年公司盈利3000余万，2015年H1盈利103万，2016-2018年赣州腾远承诺业绩分别不低于为4300万元、5700万元、9000万，三年合计不低于1.9亿元，当前盈利质量优于华友钴业(市值约250亿，2015年净利润亏损2.45亿，2016Q1净利润亏损0.37亿)。
- 2. 稀土：**厦钨为福建省稀土资源整合平台，福建省主要矿区三明、龙岩中重稀土资源储量20万吨，远景储量400万吨。目前厦钨拥有省内6个稀土采矿权中的5个，剩余1个由五矿集团拥有，存在进一步整合的可能。公司现拥有中重稀土开采配额1940吨，冶炼分离配额2398吨。
- 3. 正极材料：**现有钴酸锂、三元正极材料1.05万吨，扩建的3000吨523三元正极材料预期近期投产，在建的1万吨产能预期17年投产。
- 4. 业绩弹性：**假设钨价上涨20%，稀土价格上涨100%，电池新材料毛利率15%，房地产业务毛利率与2015年持平，估算16年归母净利润15.73亿元，对应PE为21X。

### 主要内容

#### 1、钨：供需趋于平衡，复苏可期

钨行业最近几年产能去化较大，赣州、湖南区域老矿逐步枯竭，国内矿山逐步减产、限产，现在五矿已由5000吨减为3000多吨，紫金也减了1000-2000吨，整个行业库存不多。未来几年行业整体需求增速较小，增速在个位数左右，但在棒材、刀具等高端硬质合金领域仍具有比较好的增长。

### 证券分析师



证券分析师：李斌

执业编号：S0360514120001  
电话：010-66500819  
邮箱：libin@hcyjs.com



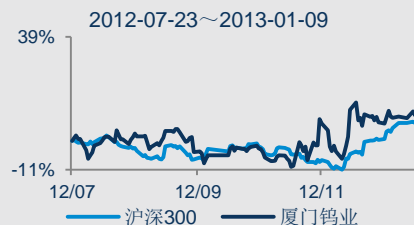
联系人：胡金

电话：010-66500800  
邮箱：hujin@hcyjs.com

### 公司基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股)     | 108,157     |
| 流通A股/B股(万股) | 88,657/-    |
| 资产负债率(%)    | 49.4        |
| 每股净资产(元)    | 6.2         |
| 市盈率(倍)      | -49.43      |
| 市净率(倍)      | 4.97        |
| 12个月内最高/最低价 | 33.16/12.57 |

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《【华创金属 李斌团队】稀土系列报告之厦门钨业：强企基因，“技术卡位 产品卡位 格局卡位”筑王道》

2016-06-07

《【华创证券 李斌团队】厦门钨业：与Grafoid签署备忘录，意在卡位万亿级别石墨烯潜在市场》

2016-06-15

2015 年钨精矿价格下跌较快，由年初的 8.7 万元/吨下跌至 5.7 万元/吨左右，之后 11 月收储启动，经两次流标之后最终于 2016 年 4 月招标成功，招标价由最初的 5.82 万元/吨提升至 7.5 万元/吨，现货价格也逐步上升。目前钨精矿略有下跌，主要是因为国储完成叠加欧美 7、8 月份淡季来临造成，但下跌空间有限，6-6.5 万元以上较为安全，今年价格整体趋势是向上的，目前整个行业完全成本 8 万多元/吨，如果价格上涨至 8 万元以上，存在部分复产可能，复产周期约 1 个月。

公司拥有宁化行洛坑钨矿、都昌阳储山钨钼矿的矿产采矿权。除此之外，控股子公司洛阳豫鹭矿业（持股 60%）对洛阳栾川钨钼矿的选钼尾矿进行白钨矿回收，三处矿山截止到 2014 年底，钨剩余可采资源储量 83.78 万吨金属量，钼剩余可采金属量 2.95 万吨。洛阳栾川钨钼矿完全成本不到 3 万元/吨；宁化行洛坑钨矿现金成本 5 万元/吨左右，完全成本 6 万元/吨左右；都昌阳储山钨钼矿现金成本 6 万元/吨左右，完全成本 10 万元/吨，该矿去年停产，16 年 4 月份复产，现阶段亏损但不亏现金流；目前三个矿年产量 12000 吨左右，自给率 35% 以上，此外公司与紫金矿业等公司签订长期战略协议，保证公司原材料充足，当原材料价格过高或过低时，仍有部分外售能力。

下游深加工方面，公司下游产品更多的是进口替代，公司整体刀具主要应用于机械、石油开采、隧道工程等领域，目前隧道工程相对较好。公司进入整体刀具领域时间相对较短，仍有开拓空间。此外公司在成本控制方面还有较大的改善空间，未来 2-3 年成本优势将逐步体现。

## 2、 新能源材料：产能进入释放期，毛利率将逐步回升

公司现有钴酸锂、三元等锂电正极材料产能 10500 吨，扩建 3000 吨三元 523 产能预计 7、8 月投产，仍有 1 万吨产能在建预计 17 年投产。16 年中报业绩预告显示公司新材料毛利率 7.2%，处于亏损状态，与当升科技一季报 15.6% 仍有差距，主要是公司产品价格相对原材料价格滞后 2 个月左右，下半年毛利率会逐步提升。

公司下游客户主要为国内的三星、ATL 以及日本的松下，新增产能主要供国内，目前售价 7-8 万元/吨左右，国外价格稍好有出口退税。

今年在建工程转固只有 3000 吨三元材料生产线，投资 7000 多万。

## 3、 稀土：整合福建稀土资源

公司主要整合福建省的稀土资源，目前拥有福建省 6 个稀土采矿权证中的 5 个，另一个（三明）在五矿集团手中，存在进一步整合预期。福建省主要矿区三明、龙岩中重稀土资源储量 20 万吨，远景储量 400 万吨（数据来源：龙岩、三明国土资源局）。公司下游深加工主要做磁材目前产能 3000 吨，产能利用率 70-80%。在建的 6000 吨稀土金属和 2500 吨表面处理剂其实是在建的 3000 吨磁材。公司贮氢合金粉主要应用在镍氢电池，目前供应日本混合动力汽车，不应用于氢燃料电池。

库存：公司存货含税成本 13-14 万元左右。15 年计提的存货跌价损失上半年逐步以销售的形式转回。

公司对黑稀土的判断：黑稀土生产成本 7-8 万左右，其他成本 2-3 万元左右。黑稀土产能 5 万吨左右，打黑会降一部分产能。

## 4、 房地产：定位兼营，未来不会扩张

房地产项目预计今年营收 10 几亿左右，与去年持平，毛利会较去年有所提高。未来几年不会投入新的地产项目，不会扩张。

## 5、 其他：参股赣州腾远钴业和加拿大石墨烯企业

公司投资 1.18 亿元参股赣州腾远钴业 15% 股权，主要保证原材料的供应，赣州腾远钴业质地比华友好，2014 年公司盈利 3000 余万，2015 年 H1 盈利 103 万，2016-2018 年赣州腾远承诺业绩分别不低于为 4300 万元、5700 万元、

9000 万,三年合计不低于 1.9 亿元,当前盈利质量优于华友钴业(市值约 250 亿,2015 年净利润亏损 2.45 亿,2016Q1 净利润亏损 0.37 亿)。

石墨烯还在尽调,公司制作石墨烯方面技术、成本有优势,工业化发展方向还不是很明确。

银行授信 129.8 亿,已使用 28.97 亿元。利率下浮 5-10%,进出口银行贷款利率 2.6%,未来的融资主要是中票和超短融

## 钢铁有色组分析师介绍

### 华创证券分析师：李斌

荷兰莱顿大学工学硕士。曾任职于首钢和国际知名大宗商品研究咨询机构 CRU（英国商品研究所）。2014 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：田庆争

西南财经大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：胡金

北京化工大学管理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区       | 姓名  | 职务     | 办公电话          | 企业邮箱                  |
|----------|-----|--------|---------------|-----------------------|
| 北京机构销售部  | 崔文涛 | 销售副总监  | 010-66500827  | cuiwentao@hcyjs.com   |
|          | 翁波  | 销售经理   | 010-66500810  | wengbo@hcyjs.com      |
|          | 温雪姣 | 销售经理   | 010-66500852  | wenxuejiao@hcyjs.com  |
|          | 黄旭东 | 销售助理   | 010-66500801  | huangxudong@hcyjs.com |
|          | 郭赛赛 | 销售助理   | 010-63214683  | guosaisai@hcyjs.com   |
| 广深机构销售部  | 张娟  | 销售总监   | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com   |
|          | 郭佳  | 高级销售经理 | 0755-82871425 | guojia@hcyjs.com      |
|          | 张昱洁 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | zhangyujie@hcyjs.com  |
|          | 王栋  | 高级销售经理 | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com    |
|          | 汪丽燕 | 销售经理   | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com   |
|          | 陈艺珺 | 销售助理   |               | chenyijun@hcyjs.com   |
| 上海机构销售部  | 简佳  | 销售副总监  | 021-20572586  | jianjia@hcyjs.com     |
|          | 李茵茵 | 高级销售经理 | 021-20572582  | liyinyin@hcyjs.com    |
|          | 杜婵媛 | 高级销售经理 | 021-20572583  | duchanyuan@hcyjs.com  |
|          | 沈晓瑜 | 销售经理   | 021-20572589  | shenxiaoyu@hcyjs.com  |
|          | 张佳妮 | 销售经理   | 021-20572585  | zhangjiani@hcyjs.com  |
|          | 范婕  | 销售助理   | 021-20572587  | fanjie@hcyjs.com      |
|          | 张敏敏 | 销售助理   |               | zhangminmin@hcyjs.com |
| 非公募业务发展部 | 石露  | 副总监    | 021-20572595  | shilu@hcyjs.com       |
|          | 陈红宇 | 销售经理   | 021-20572593  | chenhongyu@hcyjs.com  |
|          | 柯任  | 销售经理   | 021-20572590  | keren@hcyjs.com       |
|          | 陈晨  | 销售经理   | 021-20572597  | chenchen@hcyjs.com    |
|          | 何逸云 | 销售助理   |               | heyiyun@hcyjs.com     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部                              | 广深分部                                     | 上海分部                             |
|-----------------------------------|--|----------------------------------|
| 地址:北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址:深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址:上海浦东银城中路 200 号<br>3402 室 华创证券 |
| 邮编:100033                         | 邮编:518034                                | 邮编:200120                        |
| 传真:010-66500801                   | 传真:0755-82027731                         | 传真:021-50581170                  |
| 会议室:010-66500900                  | 会议室:0755-82828562                        | 会议室:021-20572500                 |