

## 三元材料成亮点, 钨钼业务复苏

### 投资要点

- **事件:** 厦门钨业发布半年报, 上半年实现营业收入 34.99 亿元, 比上年同期减少 20.73%; 实现归属于上市公司股东的合并净利润 6842 万元, 比上年同期增长 101.10%。
- **锂电池业务提升显著:** 报告期内, 公司锂电材料实现营业收入 8.2 亿元, 同比增长 127.94%, 实现毛利 5875 万元, 同比增长 74.40%。主要原因是新能源汽车快速发展, 带动了三元材料需求, 公司在三元材料领域布局领先, 随着公司海沧分公司 10000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目的逐步推进, 公司锂电池业务的重要性将更加显现。今年 1-7 月份, 新能源汽车的销量约 21 万辆, 而中汽协仍坚持全年新能源汽车销售 70 万辆的预期, 故下半年新能源汽车对锂电池的需求将更为强劲, 三元材料受益将更大。
- **传统钨钼业务开始复苏:** 我们注意到公司钨钼产品综合售价同比下滑了 22%, 但是随着上半年钨系列产品价格的回升, 公司钨钼制品的价格环比上升了 6%, 而同期钨钼制品的单位成本仅环比上升 4%, 因此公司钨钼制品毛利率略有提升至 24%。销量方面, 环比下滑了 4%, 同比上升了 13%。综合单位毛利达 2.4 万元/吨, 环比提升 13%。公司拥有全球最具规模的完整钨产业链, 布局下游深加工硬质合金工具及钨钼丝业务, 同时拥有三个钨矿生产企业, 享微笑曲线两端的高毛利空间, 随着行业的复苏, 公司钨钼业务也将快速得到提升。
- **稀土业务扭转亏损状况, 房地产业务静候下半年:** 公司拥有完整的稀土产业链, 下属福建省省长汀金龙稀土有限公司报告期内实现收入 4.1 亿元, 同比增长 28.64%, 实现净利润 4655.49 万元, 扭亏为盈。我们预计随稀土行业整合后的效力逐渐发酵, 国家打黑和收储进一步推进, 将会使稀土行业更加健康的发展, 稀土业务将会为公司提供稳定的业绩支持。房地产业务由于上半年没有交房确认收入, 业绩没有体现。
- **盈利预测与投资建议:** 作为全球最大的钨钼全产业链龙头, 公司积极布局稀土和锂电池的新材料业务, 随着稀土行业继续改善, 以及新能源汽车产业爆发拉动锂电池需求, 我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.14 元、0.20 元和 0.25 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 稀土整合及价格上涨或不及预期、新能源汽车增速或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7754.84	8918.00	9557.00	10469.00
增长率	-23.54%	15.00%	7.17%	9.54%
归属母公司净利润(百万元)	-662.48	150.08	219.38	268.85
增长率	-250.18%	122.65%	46.17%	22.55%
每股收益 EPS(元)	-0.61	0.14	0.20	0.25
净资产收益率 ROE	-7.01%	2.76%	3.90%	4.59%
PE	-45	197	135	110
PB	3.59	3.43	3.32	3.20

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 兰可  
执业证号: S1250514030001  
电话: 010-57631191  
邮箱: lanke@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.82
流通 A 股(亿股)	8.87
52 周内股价区间(元)	12.79-31.51
总市值(亿元)	295.27
总资产(亿元)	156.67
每股净资产(元)	6.00

### 相关研究

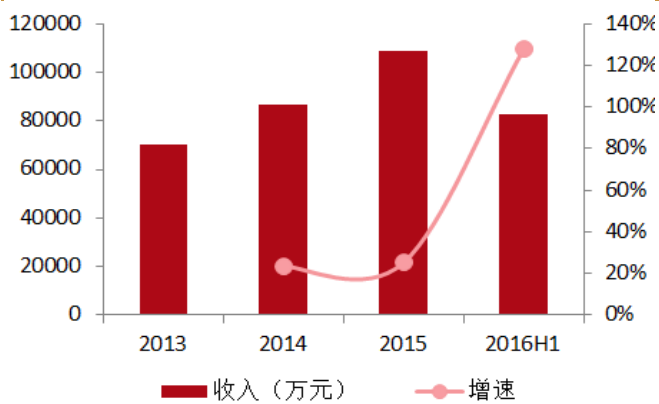
## 1 锂电池业务提升显著

报告期内，公司锂电材料实现营业收入 8.2 亿元，同比增长 127.94%，实现毛利 5875 万元，同比增长 74.40%。主要原因是新能源汽车快速发展，带动三元材料需求。

公司很早就布局锂电池业务，三年内锂电池营业收入增速维持在 20% 以上，而在去年新能源汽车增速爆发之后，今年更是迎来了翻倍以上的增长。

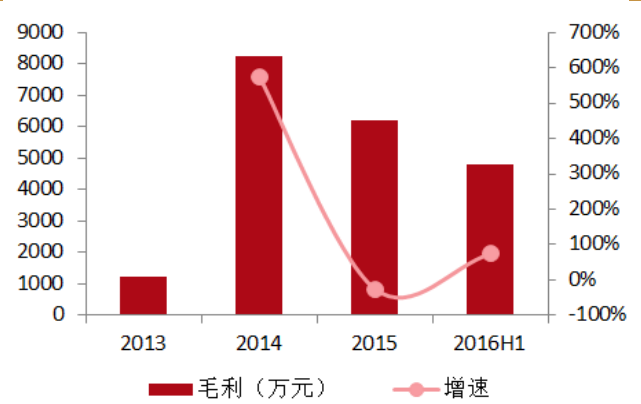
我们预计新能源汽车仍将保持高速发展，公司在三元材料领域布局领先，随着公司海沧分公司 10000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目的逐步推进，公司锂电池业务的重要性将更加显现，尽享行业高增长。

图 1：公司锂电池业务三年来收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

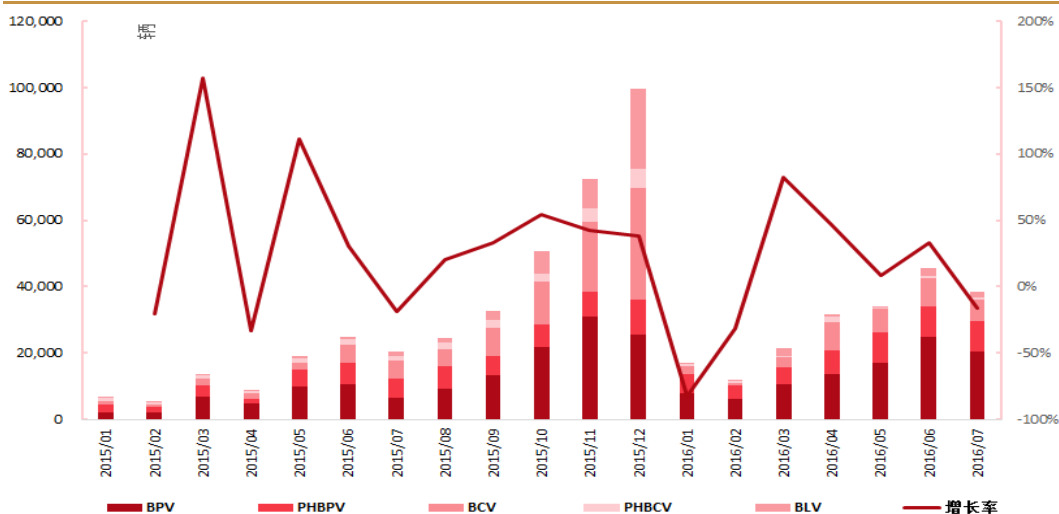
图 2：公司锂电池业务三年来毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**新能源汽车放量拉动锂电池需求。**今年 1-7 月份，新能源汽车的销量约 21 万辆，而中汽协仍坚持全年汽车销售 70 万辆的预期，故下半年新能源汽车对锂电池的需求将更为强劲，三元材料受益将更大。

图 3：新能源汽车产量情况

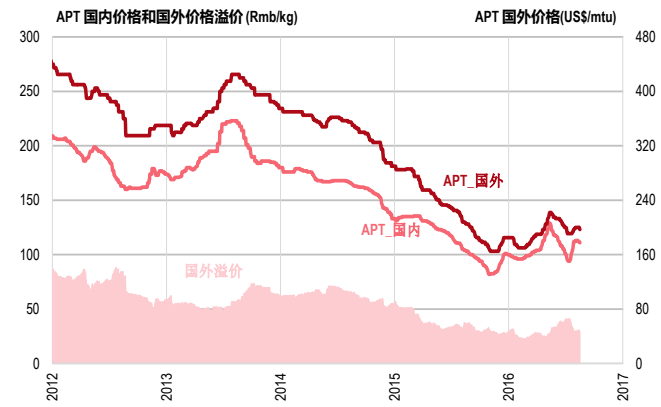


数据来源：中汽协，Randiz，西南证券整理

## 2 传统钨钼业务开始复苏

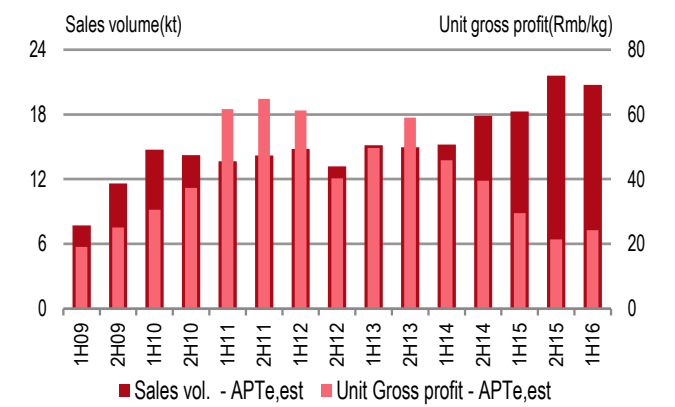
公司钨钼产品综合售价同比下滑了 22%，但是随着上半年钨系列产品价格的回升，公司钨钼制品的价格环比上升了 6%，而同期钨钼制品的单位成本仅环比上升 4%，因此公司钨钼制品毛利率略有提升至 24%。销量方面，环比下滑了 4%，同比上升了 13%。综合单位毛利达 2.4 万元/吨，环比提升 13%。

图 4：今年以来钨系列产品价格反复震荡，整体上升



数据来源：亚洲金属网、Randiz，西南证券

图 5：公司钨制品销量及单位毛利变化



数据来源：Randiz，西南证券

**钨行业触底反弹。**钨价格自去年 11 月触底之后反弹，而今年二季度价格再次下滑，回调之后，价格长期低于钨矿山生产现金成本，矿山惜售意愿强烈，而 7 月底受环保检查的影响，江西地区的钨冶炼和钨矿加工企业多数停产，成为钨近期涨价的催化剂，使得公司钨钼业务业绩得以体现。

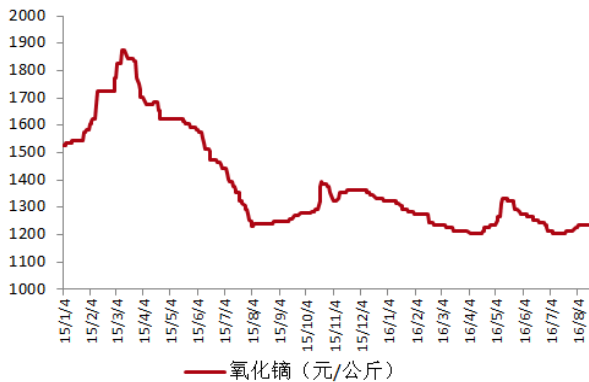
公司拥有全球最具规模的完整钨产业链，布局下游深加工硬质合金工具及钨钼丝业务，同时拥有三个钨矿生产企业，享微笑曲线两端的高毛利空间。随着行业的恢复，公司钨钼业务也将快速得到提升。

## 3 稀土业务扭转亏损状况

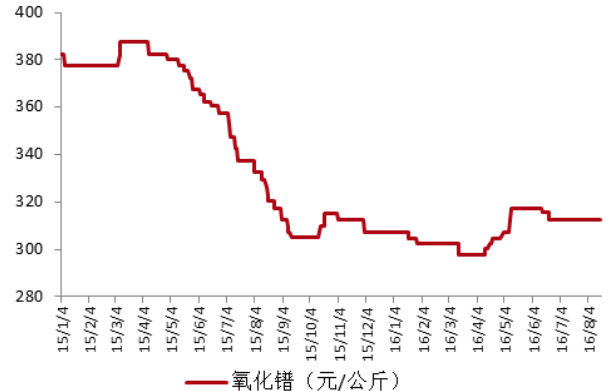
下属福建省长汀金龙稀土有限公司报告期内通过提高库存周转率、提高金属回收率、改善生产工艺、积极开拓市场等措施改善盈利状况，报告期实现收入 4.1 亿元，同比增长 28.64%，实现净利润 4655.49 万元，扭亏为盈。

公司拥有完整的稀土产业链。同时，公司作为国家六大稀土集团之一，基本完成了对福建省的稀土资源整合。2015 年 12 月 24 日，公司组建大型稀土企业集团的工作通过了国家工信部等有关部委和专家的验收。

**稀土价格已经触底近一年。**上半年，稀土矿在一季度呈现低位徘徊下降，二季度受商储刺激价格呈先升后降的趋势。随稀土行业整合后的效力继续发酵，国家“打黑”和收储进一步推进，将会使稀土行业更加健康的发展，稀土业务将会为公司提供稳定的业绩支持。

**图 6：2015 年至今氧化镨价格变化**


数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

**图 7：2015 年至今氧化铈价格变化**


数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

## 4 盈利预测与投资评级

现有条件下，我们的盈利预测主要基于 1) 公司钨钼产品能够随钨行业的健康发展，得到稳定增长；2) 公司三元锂电池和稀土产品伴随新能源汽车的放量，能够得到快速增长；3) 公司房地产业务未来能够保持销售和价格的稳定。

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 1.50 亿、2.19 亿和 2.69 亿，每股收益分别为 0.14 元、0.20 元和 0.25 元，给予“增持”评级。

**表 1：分业务收入成本预测**

Operational		2014	2015	2016E	2017E	2018E
钨钼产品收入	Rmb,mn	5548	4438	4,280	4,777	5,243
钨钼产品成本	Rmb,mn	4144	3436	3299	3588	3847
毛利率	%	25%	23%	23%	25%	27%
新能源材料收入	Rmb,mn	1712	1833	2632	2784	3,122
新能源材料成本	Rmb,mn	1525	1919	2391	2522	2838
毛利率	%	11%	-5%	9%	9%	9%
房地产收入	Rmb,mn	2883	1484	2006	1996	2,104
房地产成本	Rmb,mn	1260	1103	1425	1374	1457
毛利率	%	56%	26%	29%	31%	31%

数据来源：公司公告，Randiz，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7754.84	8918.00	9557.00	10469.00	净利润	-577.18	236.96	346.38	424.50
营业成本	6458.74	7115.00	7484.00	8142.00	折旧与摊销	586.86	861.27	893.73	956.66
营业税金及附加	284.15	312.13	334.49	366.41	财务费用	179.22	204.26	220.92	240.42
销售费用	231.55	258.62	277.15	303.60	资产减值损失	465.58	20.00	20.00	20.00
管理费用	734.90	811.54	869.69	952.68	经营营运资本变动	981.00	-954.15	3558.56	-1999.10
财务费用	179.22	204.26	220.92	240.42	其他	-2898.45	-80.91	-72.23	-77.16
资产减值损失	465.58	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-1262.97</b>	<b>287.44</b>	<b>4967.37</b>	<b>-434.68</b>
投资收益	36.44	64.46	50.45	57.45	资本支出	-173.32	0.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-373.23	64.46	50.45	57.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-546.55</b>	<b>64.46</b>	<b>-549.55</b>	<b>-542.55</b>
<b>营业利润</b>	<b>-562.87</b>	<b>260.91</b>	<b>401.19</b>	<b>501.34</b>	短期借款	285.55	381.76	31.22	500.00
其他非经营损益	24.48	42.89	42.89	42.89	长期借款	1008.04	0.00	385.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-538.39</b>	<b>303.80</b>	<b>444.08</b>	<b>544.23</b>	股权融资	14.01	0.00	0.00	0.00
所得税	38.79	66.84	97.70	119.73	支付股利	-166.40	231.87	-52.53	-76.78
净利润	-577.18	236.96	346.38	424.50	其他	31.37	-950.29	-220.92	-240.42
少数股东损益	85.30	86.89	127.01	155.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1172.58</b>	<b>-336.67</b>	<b>142.77</b>	<b>182.80</b>
归属母公司股东净利润	-662.48	150.08	219.38	268.85	<b>现金流量净额</b>	<b>-610.14</b>	<b>15.23</b>	<b>4560.58</b>	<b>-794.42</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	430.67	445.90	5006.48	4212.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2037.95	2079.19	2243.14	2495.94	销售收入增长率	-23.54%	15.00%	7.17%	9.54%
存货	3955.81	4580.58	821.46	3025.47	营业利润增长率	-146.46%	146.35%	53.77%	24.96%
其他流动资产	1223.34	1368.04	1467.54	1607.05	净利润增长率	-161.84%	141.05%	46.17%	22.55%
长期股权投资	644.41	644.41	644.41	644.41	EBITDA 增长率	-89.62%	552.73%	14.28%	12.04%
投资性房地产	206.59	206.59	206.59	206.59	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5855.87	5109.43	4930.53	4688.70	毛利率	16.71%	20.22%	21.69%	22.23%
无形资产和开发支出	814.51	713.06	611.61	510.16	三费率	14.77%	14.29%	14.31%	14.30%
其他非流动资产	818.00	804.62	791.24	777.86	净利率	-7.44%	2.66%	3.62%	4.05%
<b>资产总计</b>	<b>15987.14</b>	<b>15951.80</b>	<b>16723.00</b>	<b>18168.23</b>	ROE	-7.01%	2.76%	3.90%	4.59%
短期借款	1087.03	1468.78	1500.00	2000.00	ROA	-3.61%	1.49%	2.07%	2.34%
应付和预收款项	2469.65	2937.21	2806.59	3222.87	ROIC	-3.95%	3.63%	5.94%	8.12%
长期借款	1229.20	1229.20	1614.20	1614.20	EBITDA/销售收入	2.62%	14.87%	15.86%	16.22%
其他负债	2966.62	1718.48	1910.22	2091.45	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7752.50</b>	<b>7353.67</b>	<b>7831.01</b>	<b>8928.52</b>	总资产周转率	0.47	0.56	0.58	0.60
股本	1081.57	1081.57	1081.57	1081.57	固定资产周转率	1.51	1.78	2.08	2.35
资本公积	3365.35	3365.35	3365.35	3365.35	应收账款周转率	7.17	8.35	8.37	8.36
留存收益	2083.35	2465.29	2632.14	2824.21	存货周转率	1.47	1.67	2.77	4.23
归属母公司股东权益	6635.62	6912.22	7079.07	7271.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.54%	—	—	—
少数股东权益	1599.03	1685.91	1812.92	1968.57	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8234.64</b>	<b>8598.13</b>	<b>8891.99</b>	<b>9239.71</b>	资产负债率	48.49%	46.10%	46.83%	49.14%
负债和股东权益合计	15987.14	15951.80	16723.00	18168.23	带息债务/总负债	33.77%	40.80%	43.63%	43.86%
					流动比率	1.30	1.55	1.72	1.70
					速动比率	0.63	0.71	1.57	1.25
					股利支付率	-25.12%	-154.50%	23.94%	28.56%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.61	0.14	0.20	0.25
					每股净资产	7.61	7.95	8.22	8.54
					每股经营现金	-1.17	0.27	4.59	-0.40
					每股股利	0.15	-0.21	0.05	0.07
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	203.21	1326.44	1515.84	1698.42					
PE	-44.57	196.74	134.60	109.83					
PB	3.59	3.43	3.32	3.20					
PS	3.81	3.31	3.09	2.82					
EV/EBITDA	152.80	23.20	17.57	16.44					
股息率	0.56%	—	0.18%	0.26%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn