



东兴证券
DONGXING SECURITIES

钨钼龙头地位稳固, 电池材料成为业绩新增长点

——厦门钨业（600549）调研简报

报告摘要:

公司发布业绩快报, 2016 年营业收入为 85.07 亿元, 同比上涨 9.70%。利润总额为 4.24 亿元, 较上一年度扭亏为赢。

- ◆ 公司年产钨矿产能约 12000 吨, 总可采储量达 90 万吨以上, 约占我国钨资源储量 47%。
- ◆ 2016 年 3 月, 公司钨精矿自给率达 49.10%且仍在不断提升。
- ◆ 钨行业原材料成本压缩, 2015 年为 22.02 亿元, 同比下降 24.59%。

电池材料业务发展迅速, 成为公司业绩新增长点。

- ◆ 2015 年公司电池材料行业营业收入为 10.84 亿元, 占总营业收入的 14.17%, 同比上升 25.34%, 未来利润上升可期。
- ◆ 公司审议通过合资成立宁德厦钨新能源材料公司, 建设年产 2 万吨的车用锂离子三元材料生产线。高镍三元材料产能扩大, 促进锂电未来发展。

稀土产业整合顺利。公司收购长汀金龙获得稀土分离许可, 目前具备 5000 吨的稀土分离能力。子公司长汀金龙稀土 2016 年实现净利润 2189.92 万元。

- ◆ 公司下属金龙稀土在建项目包括 6000 吨特种金属及合金项目和 2500 吨钽铁硼元器件项目, 预计达产后, 年销售收入可分别达 1 亿元和 8000 万元以上。

公司盈利预测及投资评级。 公司拥有完整的生产线和大量的资源储备, 稀土业务和电池材料业务逐渐发展成为公司利润新增长点。随着稀土整合的进一步推进和新能源汽车的进一步带动, 公司在未来的业绩增长可期。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.13/0.23/0.29 元, 对应 PE 分别为 149/88/69 倍, 维持公司“推荐”评级。

风险提示: 钨价上涨不及预期, 稀土整合不及预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10,142.7	7,754.84	8,501.32	9,442.85	10,352.7
增长率(%)	2.71%	-23.54%	9.63%	11.08%	9.64%
净利润(百万元)	933.31	-577.18	143.73	243.85	311.89
增长率(%)	-4.01%	-250.18	-121.70	69.66%	27.90%
净资产收益率(%)	5.93%	-9.98%	2.17%	3.61%	4.49%
每股收益(元)	0.65	-0.61	0.13	0.23	0.29
PE	30.60	-32.31	148.92	87.78	68.63
PB	2.21	3.23	3.23	3.17	3.08

2017 年 01 月 26 日

推荐/维持

厦门钨业

调研简报

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

联系人: 刘岗

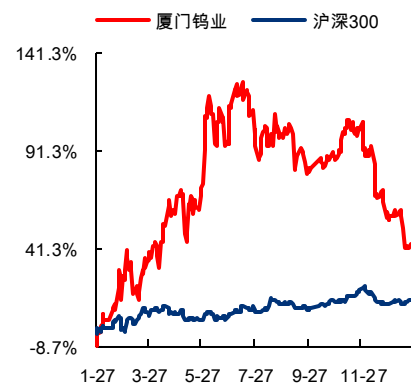
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	20.03-13.53
总市值(亿元)	216.64
流通市值(亿元)	177.58
总股本/流通 A 股(万股)	108157/88657
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.03

52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

1、《厦门钨业(600549)2015 年报点评: 把握资源, 做强钨业》2016-04-28

目 录

1. 以钨产业为基础的多产业发展领军企业	3
1.1 钨钼行业上下游齐发展，带动业绩大幅上升	4
1.1.1 钨产业上游资源丰富，钨精矿自给率不断提升	4
1.1.2 钨产业下游积极开拓市场，寻求新机遇	5
1.2 电池材料业务发展迅速，成为公司业绩新的增长点	6
1.3 积极布局稀土下游深加工	7
2. 盈利预测及估值	7
3. 风险提示	8

表格目录

表 1: 钨产品的产能	3
表 2: 公司电池材料产品及其应用	6
表 3: 公司稀土产品产量及应用	7
表 4: 公司盈利预测表	9

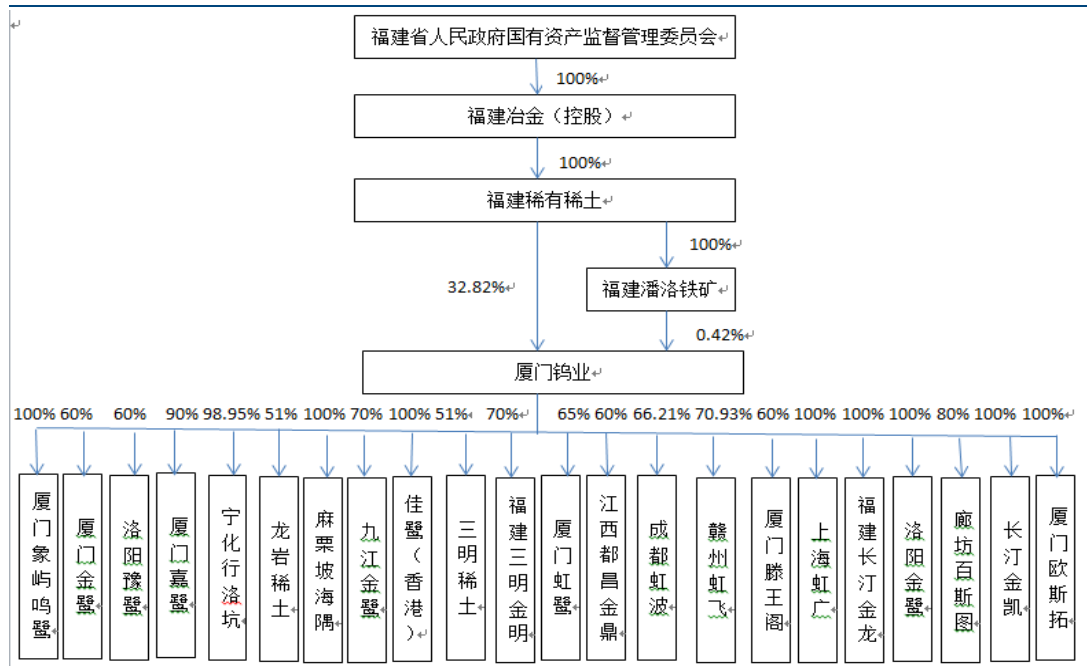
插图目录

图 1: 厦门钨业股权结构	3
图 2: 公司钨钼业务产业链	4
图 3: 2015 年营业收入构成	4
图 4: 2015(内环)-2014(外环)年毛利率构成	4
图 5: 钨精矿自给率	5
图 6: 钨钼行业原材料成本	5
图 7: 百斯图产数控刀片	5
图 8: 百斯图产非标复合套铣刀	5
图 9: 2013-2015 电池材料业务营业收入	6
图 10: 锂离子材料销售量	6
图 11: 钨铁硼纯铁原料	7
图 12: 钨铁硼磁性材料	7

1. 以钨产业为基础的多产业发展领军企业

厦门钨业是一家经营稳健，技术突出的多产业老牌国企。公司先以生产钨制品业务起家，逐步拓展到房地产业务、电池材料业务和稀土以及其深加工业务。公司未来几年决定坚持以钨和稀土为主业，以能源新材料和钼系列产品为两翼，以房地产为利润补充的战略定位。2015 年钨钼业务实现营业收入 44.38 亿元，占营业总收入的 58%，实现毛利 10.01 亿元，毛利率 22.57%。

图 1：厦门钨业股权结构



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

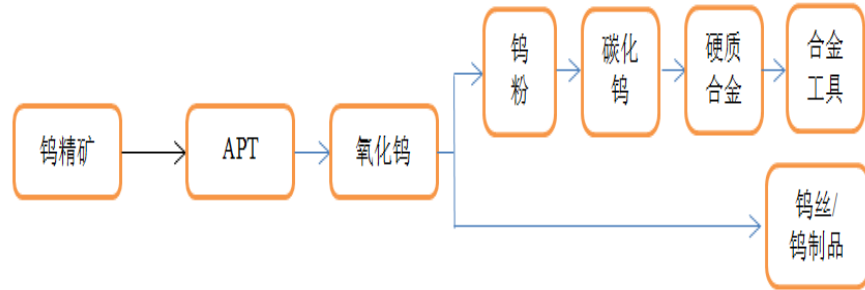
公司拥有全球最具规模的完整钨产业链，同时公司还拥有三个钨矿生产企业。一体化产业链使公司能够根据产业链上下游的技术变化、产业变化、市场与客户变化等灵活改变产品组合，更多地参与到附加值高的业务领域中去。三个钨矿生产企业为后端钨的深加工提供了稳定的资源保障。

表 1：钨产品的产能

产品	产能	产品	产能
APT 和氧化钨	22000 吨	细钨丝	200 亿米
钨粉	8000 吨	整体刀具	700 万支
硬质合金	3800 吨	数控刀片	2000 万片
粗钨丝	2000 吨	PCB 刀具	3800 万支

资料来源：中期票据募集说明书，东兴证券研究所

图 2：公司钨钼业务产业链

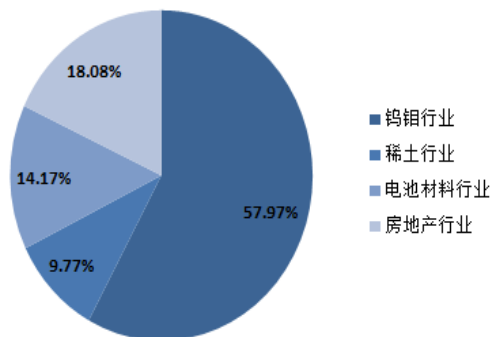


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1 钨钼行业上下游齐发展，带动业绩大幅上升

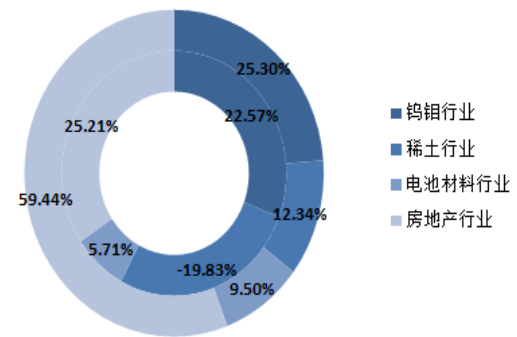
根据公司公告，2016 年公司利润总额为 4.24 亿元，较上一年度扭亏为赢。2016 年公司营业收入为 85.07 亿元，同比上涨 9.70%。公司 2016 年前三季度业绩大增，利润总额 3.20 亿元，同比上涨 191.6%，净利润 2.73 亿元，同比上涨 297%。钨初级产品价格回升，及深加工产品盈利稳中有升这两个方面的原因带来公司 2016 年度业绩大涨。

图 3：2015 年营业收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：2015(内环)-2014(外环)年毛利率构成



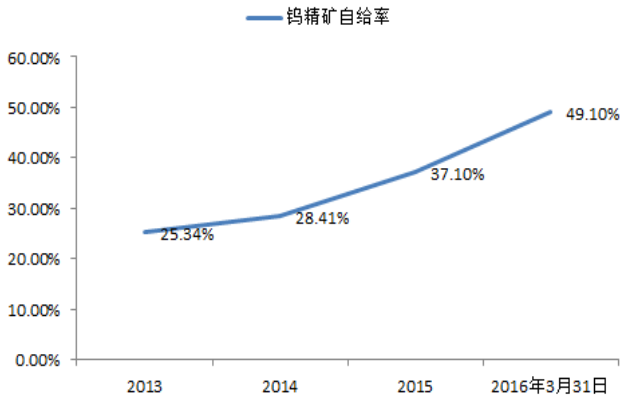
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1.1 钨产业上游资源丰富，钨精矿自给率不断提升

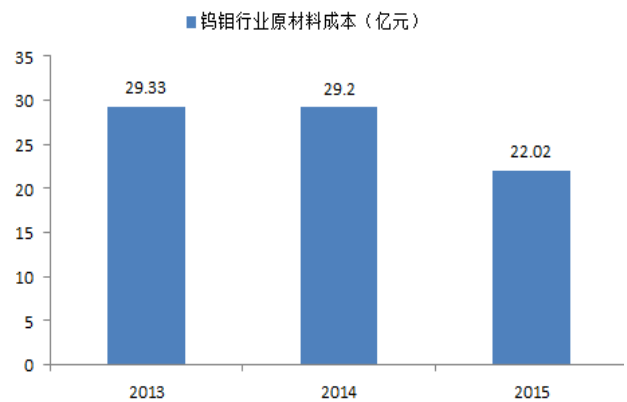
公司拥有年产钨矿产能约 12000 吨，总可采储量达 90 万吨以上，约占我国钨资源储量 47%，上游资源丰富。2015 年公司生产 APT17583 吨，钨粉末产品 6261 吨，硬质合金 2583 吨，生产能力位居行业前列。公司仍有大量在建产能，生产规模仍将扩大。

2015 年 9 月，公司收购江西巨通实业 32.36% 股权，公司主要原料钨精矿自给率到 2016 年 3 月就已提升至 49.10%。2013-2015 年公司主要原料钨精矿自给率分别为 25.34%、28.41% 和 37.10%，自给率稳步提升。收购完成后，公司钨资源权益储量大幅提升。

钨钼行业原材料成本 2015 年为 22.02 亿元，同比下降 24.59%。钨精矿自给成本远低于采购成本，随着自给率的稳步提升，公司钨钼行业原材料成本进一步压缩。

图 5:钨精矿自给率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6: 钨钼行业原材料成本


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1.2 钨产业下游积极开拓市场，寻求新机遇

2015 年，公司承购收购了百斯图工具制造有限公司 80% 股份，进一步开拓了高端钨产品市场。钨产业下游积极开拓蓝宝石、玻璃加热等新市场，丰富了钨高端产品结构，增强了公司刀具产品线的竞争力。

图 7:百斯图产数控刀片


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 8:百斯图产非标复合套铣刀


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

子公司厦门虹鹭主营钨粉、碳化钨粉、异型硬质合金及其他难熔金属材料的生产与销售，2015 年实现归属母公司净利润 5769.56 万元，同比增长 0.76%。2016 年 9 月，由厦门虹鹭与厦钨技术中心先进所研发团队联合承担的欧洲中微子探测项目用超大钨合金屏蔽件成功通过客户的二次工厂验收，各指标均达到标准，进一步增加公司盈利。

1.2 电池材料业务发展迅速，成为公司业绩新的增长点

公司拥有年产 5000 吨储氢合金、12000 吨锂电正极材料的能力，产品成功进入松下、三星、ATL 等国内外知名企业，是我国主要的车载动力电池材料供应商之一。公司 2003 年开始涉足电池材料领域，建设了锂电正极材料和镍氢电池负极材料（储氢合金）两大产品线。

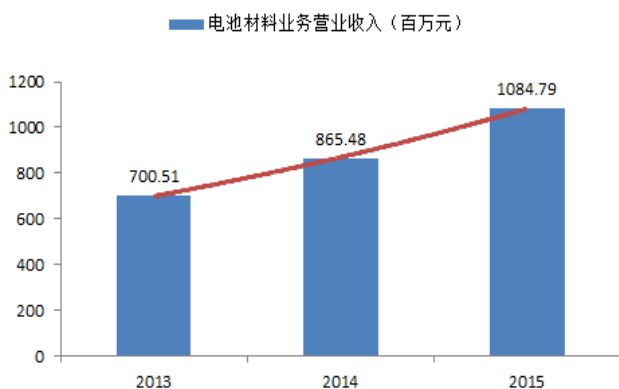
表 2：公司电池材料产品及其应用

产品	应用	说明
储氢合金粉	民用镍氢电池、HEV	国内市场占有率居首位
锰酸锂	电动工具、电动自行车	
钴酸锂	3C、手机、数码电池、航模	远销海外市场
三元材料	笔记本电脑、手机电池、电动工具、新能源汽车	大量出口到日、韩等国
磷酸铁锂	储能电池、电动工具、电动车	

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

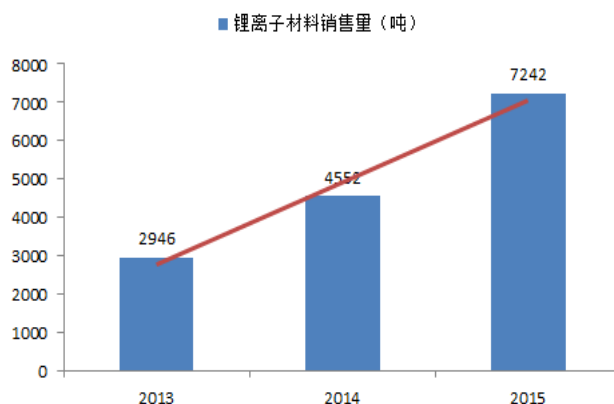
2015 年公司电池材料行业营业收入为 10.84 亿元，占总营业收入的 14.17%，同比上升 25.34%，其中锂离子材料实现销售 7242 吨，同比增长 59.1%。电池材料业务利润带动公司业绩提升。三元锂电材料进军车载市场，电池材料需求较好。未来随着销量的提升和高端市场份额的增加，整体利润水平将进一步上升。

图 9：2013-2015 电池材料业务营业收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10：锂离子材料销售量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司审议通过合资成立、厦钨新能源材料公司项目，共同投资建设年产 2 万吨的车用锂离子三元材料生产线，主要生产销售高镍三元材料。2016 年 12 月 29 日，公司董事会通过决议，拟由全资子公司厦钨新能源材料与闽东电力合资成立宁德厦钨新能源材料，注册资本 12 亿元，该项目有利于促进公司锂电材料业务的发展。

公司扩大高镍三元材料产能，促进锂电未来发展。经过多年发展，公司车用锂离子三元材料产品供不应求，而国内大型电芯厂商都在布局动力锂电池，均在寻找合格的动力型高镍三元材料厂家。公司通过投资扩大高镍三元材料产能，将满足客户日益增长的需求，为今后几年的锂电发展打下良好的基础。

1.3 积极布局稀土下游深加工

公司收购长汀金龙获得稀土分离许可，目前具备 5000 吨的稀土分离能力，子公司长汀金龙稀土 2016 年实现净利润 2189.92 万元。公司 2005 年进入稀土行业，于 2006 年末通过收购长汀金龙稀土获得稀土分离许可证。公司下属福建省长汀金龙稀土有限公司通过改进工艺、开拓市场等措施增加公司盈利。

稀土材料运用于多个领域，完整的稀土产业链提供支持。稀土材料广泛运用于冶金机械、化学化工、玻璃陶瓷、农轻纺等传统应用领域和发光材料、抛光粉、磁性材料、催化剂、贮氢合金等能源新材料领域。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。完整的一体化稀土产业链使公司更多地参与到高附加值的业务领域中。

表 3：公司稀土产品产量及应用

产品	产量	应用	说明
磁性材料	3000 吨(铁硼)	电机、数据储存设备	电机是我国工业生产得主要耗能部件，在使用稀土磁性材料的情形下能够节能 10%-30%，这恰好与我国低碳经济转型相符合。
发光材料	1000 吨	照明、显示、灯饰、特种光源	特种光源是近几年开辟的新型应用领域，如无极灯、全光谱照明灯等，其相关技术正不断进步，市场需求前进广阔。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

布局下游深加工。金龙稀土在建项目包括 6000 吨特种金属及合金项目和 2500 吨钕铁硼元器件项目，预计达产后，年销售收入可分别达 1 亿元和 8000 万元以上。这两个项目都为已投产的 3000 吨钕铁硼磁性材料项目的配套工程，前者主要用于保障钕铁硼磁性材料项目的原料供应，后者主要用于钕铁硼磁性材料产品的后续深加工，在生产实践中意义重大。

图 11:钕铁硼纯铁原料



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 12:钕铁硼磁性材料



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2. 盈利预测及估值

公司作为稳健发展的老牌国企，从最开始的单一钨业务逐渐发展到钨钼、稀土、电池

材料和房地产四大业务板块。钨钼业务日趋成熟，现已成为国内龙头。公司拥有完整的生产线和大量的资源储备，稀土业务和电池材料业务逐渐发展成为公司利润新增长点。随着稀土整合的进一步推进和新能源汽车的进一步带动，公司在未来的业绩增长可期。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.13/0.23/0.29 元，对应 PE 分别为 149/88/69 倍，维持公司“推荐”评级。

3. 风险提示

钨价上涨不及预期，稀土整合不及预期。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	9325	7648	7624	8295	8979	营业收入	10143	7755	8501	9443	10353
货币资金	1085	431	510	567	621	营业成本	6930	6459	6923	7573	8258
应收账款	1120	1044	932	1035	1135	营业税金及附加	730	284	306	340	373
其他应收款	198	441	483	537	588	营业费用	194	232	170	189	207
预付款项	171	147	147	147	147	管理费用	776	735	765	850	932
存货	4825	3956	4457	4876	5317	财务费用	251	179	178	228	230
其他流动资产	1546	1193	745	745	745	资产减值损失	103.66	465.58	30.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7993	8339	6612	6210	5598	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	531	644	3	3	3	投资净收益	52.48	36.44	36.00	36.00	36.00
固定资产	4884.97	5389.24	5540.91	5347.42	4880.57	营业利润	1211	-563	166	299	390
无形资产	785	767	690	614	537	营业外收入	155.99	61.89	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	46	171	60	55	50	营业外支出	36.33	37.41	4.00	4.00	4.00
资产总计	17318	15987	14290	14559	14632	利润总额	1331	-538	192	325	416
流动负债合计	7073	5865	4253	4075	3661	所得税	398	39	48	81	104
短期借款	801	1087	2732	2429	1884	净利润	933	-577	144	244	312
应付账款	1203	913	1043	1141	1244	少数股东损益	492	85	0	0	0
预收款项	1212	140	140	140	140	归属母公司净利润	441	-662	144	244	312
一年内到期的非	2089	641	0	0	0	EBITDA	1941	186	1002	1214	1321
非流动负债合计	1154	1888	1538	1838	2138	BPS (元)	0.65	-0.61	0.13	0.23	0.29
长期借款	221	1229	1529	1829	2129	主要财务比率					
应付债券	620	302	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	8227	7752	6075	6197	6083	成长能力					
少数股东权益	1655	1599	1599	1599	1599	营业收入增长	30.8%	-23.5%	9.63%	11.08%	9.64%
实收资本(或股	832	1082	1082	1082	1082	营业利润增长	-347.2%	385.7%	-129.43%	80.60%	30.33%
资本公积	3601	3365	3365	3365	3365	归属于母公司净利润	-121.7%	244.7%	-121.70%	69.66%	27.90%
未分配利润	2595	1766	1853	1999	2186	获利能力					
归属母公司股东	7437	6636	6617	6763	6950	毛利率(%)	31.68%	16.71%	18.57%	19.80%	20.24%
负债和所有者权	17318	15987	14290	14559	14632	净利率(%)	9.20%	-7.44%	1.69%	2.58%	3.01%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.55%	-4.14%	1.01%	1.67%	2.13%
						ROE(%)	5.93%	-9.98%	2.17%	3.61%	4.49%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	-44	-1263	-976	644	714	资产负债率(%)	47.50%	48.49%	42.51%	42.57%	41.57%
折旧摊销	933	-577	144	244	312	流动比率	1.32	1.30	1.79	2.04	2.45
折旧摊销	478.40	569.17	658.34	686.84	701.88	速动比率	0.64	0.63	0.74	0.84	1.00
财务费用	251	179	178	228	230	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	130	98	103	总资产周转率	0.62	0.47	0.56	0.65	0.71
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	9	7	9	10	10
投资活动现金流	-1009	-547	544	-259	-59	应付账款周转率	9.08	7.33	8.69	8.65	8.68
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	531	644	3	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.65	-0.61	0.13	0.23	0.29
投资收益	52	36	36	36	36	每股净现金流(最新	0.41	-0.59	0.07	0.05	0.05
筹资活动现金流	1392	1173	512	-328	-600	每股净资产(最新摊	8.94	6.14	6.12	6.25	6.43
短期借款	801	1087	2732	2429	1884	估值比率					
长期借款	221	1229	1529	1829	2129	P/E	30.60	-32.31	148.92	87.78	68.63
普通股增加	150	250	0	0	0	P/B	2.21	3.23	3.23	3.17	3.08
资本公积增加	2835	-236	0	0	0	EV/EBITDA	9.85	130.62	25.11	20.67	18.77
现金净增加额	339	-637	79	56	55						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业8年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。