

厦门钨业 (600549)

证券研究报告
2017年03月02日

钨价上涨弹性最大，稀土锂电锦上添花

1. 公司主营传统钨钼+新能源材料布局

公司坚持“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。钨业务产业链齐全，主要三个钨矿企业拥有钨权益储量 70 万吨。目前拥有年产 2.2 万吨 APT 和氧化钨、8000 吨钨粉、5000 吨碳化钨粉、4000 吨混合料、3800 吨硬质合金、同时拥有 2000 吨粗钨丝、200 亿米细钨丝、90 亿米粗钼丝、30 亿米细钼丝等，是钨价格上涨弹性最大的公司。

2. 成本&需求双支撑，钨价有望继续回升。2017 年以来国内钨市价格持续上涨，钨精矿涨 7%至 7.8 万元/吨，APT 涨 17%至 11.9 万元/吨，原料供应持续紧张，冶炼产品价格持稳，钨精矿产量释放缓慢，大部分贸易商惜售挺价意愿明显。在成本支撑+国家收储限产+需求企稳的作用下仍具向上空间。

3. 商品轮动+政策预期，稀土板块盈利能力有望回升。考虑资产轮动+预期抬升，打黑持续过程中，稀土价格易涨难跌。公司是福建稀土集团旗下整合平台，2016 年公司稀土业务预计开始实现盈利，由于业务占比较小，钨价不变的情况下，考虑稀土价格增长 50%、80%对于公司业绩弹性增厚 0.08 元/股、0.2 元/股。

4. 新能源汽车需求爆发，布局三元或进入收获期。公司目前拥有新能源材料产能 1.2 万吨，投资在建产能 2 万吨，2016 年公司锂电材料实现营业收入 18.74 亿元，同比增长 113.32%；实现利润总额 5,568.73 万元，实现扭亏为盈。十三五期间伴随锂电材料需求爆发的情况下，公司新能源材料布局有望进入收获期。

盈利预测：公司主营业务中钨价格受到成本+需求的双支撑有望继续回升，稀土在资产轮动和政策预期抬升的情况下易涨难跌，同时布局新能源材料有望伴随需求端爆发逐渐进入收获期，给予公司 2016-18 年净利润 1.45 亿元、3.77 亿元、6.58 亿元，EPS 为 0.13 元/股、0.35 元/股、0.61 元/股，对应当前股价动态 PE 为 186 倍、71 倍、40 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：钨钼、新能源汽车需求不及预期，稀土政策落地不及预期

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 有色金属/稀有金属 |
| 6 个月评级 | 增持 (首次评级) |
| 当前价格 | 24.86 元 |
| 目标价格 | 28.4 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,081.57 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 886.57 |
| A 股总市值(百万元) | 26,887.93 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 22,040.23 |
| 每股净资产(元) | 6.09 |
| 资产负债率(%) | 47.75 |
| 一年内最高/最低(元) | 33.16/16.02 |

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

股价走势

单击此处输入文字。

资料来源：贝格数据

相关报告

| 财务数据和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 10,142.73 | 7,754.84 | 8,514.81 | 9,792.04 | 11,260.84 |
| 增长率(%) | 2.71 | (23.54) | 9.80 | 15.00 | 15.00 |
| EBITDA(百万元) | 1,940.96 | 185.53 | 507.76 | 821.77 | 1,104.32 |
| 净利润(百万元) | 441.12 | (662.48) | 144.70 | 376.94 | 657.73 |
| 增长率(%) | (4.01) | (250.18) | (121.84) | 160.49 | 74.49 |
| EPS(元/股) | 0.41 | (0.61) | 0.13 | 0.35 | 0.61 |
| 市盈率(P/E) | 60.95 | (40.59) | 185.81 | 71.33 | 40.88 |
| 市净率(P/B) | 3.62 | 4.05 | 4.04 | 3.84 | 3.50 |
| 市销率(P/S) | 2.65 | 3.47 | 3.16 | 2.75 | 2.39 |
| EV/EBITDA | 15.89 | 128.09 | 57.82 | 36.05 | 25.97 |

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 主业触底回升+新能源产业布局或进入收获期 | 4 |
| 1.1 主营业务产业链优势突出，弹性最大 | 4 |
| 1.1.1. 资源储备可期，钨品巨大产能增厚弹性， | 5 |
| 1.1.2. 公司主营毛利有望触底回升 | 5 |
| 2. 成本+需求双支撑，钨价大概率继续上涨 | 7 |
| 2.1. 钨价回升原因几何——成本支撑到供需共振 | 7 |
| 2.1.1. 供给端全球范围出现负增长 | 8 |
| 2.1.2. 2016 年国储局四轮收储 | 8 |
| 2.2. 需求端 2016 年企稳，库存低位 | 8 |
| 2.2.1 钨品出口量增价跌 | 9 |
| 3. 商品轮动+政策预期，稀土板块盈利能力有望回升 | 10 |
| 3.1. 商品轮动+政策预期，稀土价格易涨难跌 | 10 |
| 3.2. 公司稀土业务占比较小，带来盈利弹性有限 | 11 |
| 4. 布局锂电材料，享新能源汽车景气周期 | 12 |
| 4.1. 锂电爆发正当时 | 12 |
| 5. 盈利预测与评级 | 12 |
| 6. 风险提示 | 13 |

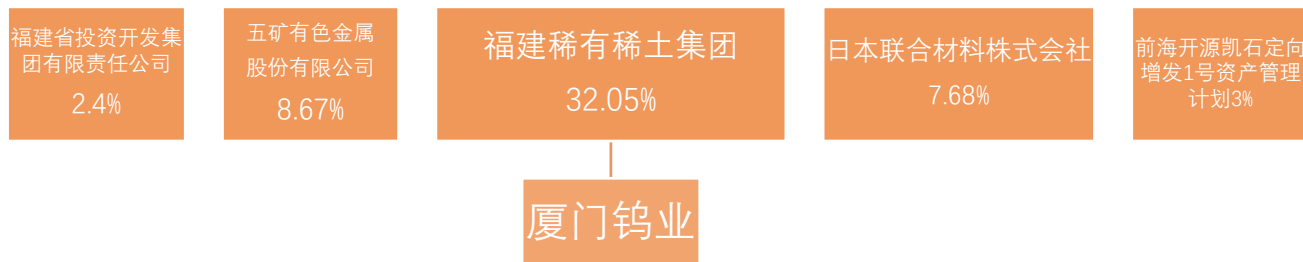
图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 公司稀土业务占比较小 | 12 |
| 图 1: 厦门钨业是福建稀土集团控股的上市平台 | 4 |
| 图 2: 钨产业链一览 | 4 |
| 图 3: 公司矿山事业部三个子公司 | 5 |
| 图 4: 公司主要钨矿产资源 | 5 |
| 图 4: 2015 年钨钼等有色业务占公司营收 58%，新能源材料占比增加 | 6 |
| 图 5: 主营毛利率随钨钼价格下滑，2016 年有望触底回升 | 6 |
| 图 6: 公司主营产品销量，新能源材料增长明显 | 6 |
| 图 7: 厦门钨业业绩弹性最大 | 7 |
| 图 8: 2017 年以来钨精矿&APT 价格回升 | 7 |
| 图 9: 钨精矿价格仍具向上空间 | 8 |
| 图 10: 全球钨精矿供给下滑 | 8 |
| 图 11: 中国钨精矿增速保持低位，出现负增长 | 8 |
| 图 12: 发达国家钨消费分布 | 9 |
| 图 13: 中国钨消费分布 | 9 |
| 图 14: 2016 年机床需求止跌企稳 | 9 |
| 图 15: 中国钨品出口情况量增价跌 | 10 |
| 图 16: 稀土价格处于历史底部 | 10 |
| 图 17: 2017 年以来主要品种稀土价格震荡向上 | 11 |
| 图 18: 公司为福建稀土集团唯一上市平台 | 11 |

1. 主业触底回升+新能源产业布局或进入收获期

厦门钨业 现在为福建稀有稀土集团控股的上市平台，1982 年开始生产钨制品，1989 年进入硬质合金和钨丝钨丝等下游加工领域，1996 年进入房地产领域，2002 年公司上市后，又进入电池材料领域，2005 年主营加入稀土板块，同时 2009 年向下游磁材进军，构成现在“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。

图 1：厦门钨业是福建稀土集团控股的上市平台

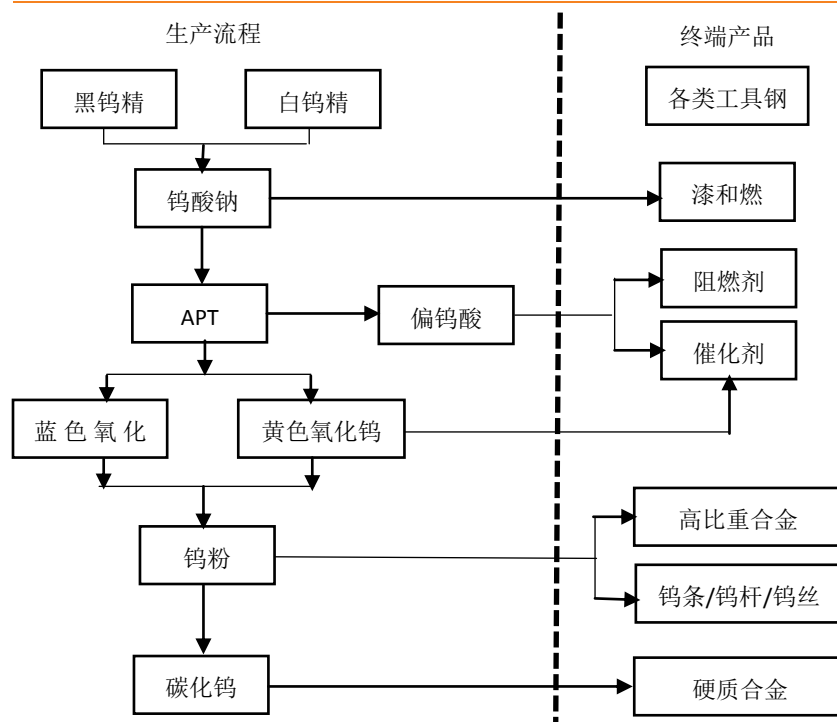


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.1 主营业务产业链优势突出，弹性最大

公司是国内钨产业绝对龙头，拥有从资源到加工的全产业链，钨冶炼和粉末产品、超细晶硬质合金处于国内领先水平，在国际上有较强的影响力；硬质合金出口量占全国 30%以上，灯钨丝占全球市场 60%以上。全产业链覆盖有助于公司平衡盈利，在价格回升过程中，钨加工企业毛利率回升更快。

图 2：钨产业链一览



资料来源：选矿技术网，天风证券研究所

1.1.1. 资源储备可期，钨品巨大产能增厚弹性，

图 3：公司矿山事业部三个子公司



资料来源：厦门钨业官网，天风证券研究所

厦钨主要有三个钨矿企业，直接和间接控制的钨矿山金属储量近 200 万吨，占全国 30%左右，拥有钨权益储量 70 万吨。

图 4：公司主要钨矿产资源

| 钨矿资源 | 储量(万吨) | 品位 | 权益 |
|--------------|--------|-------|--------|
| 宁化行洛坑黑白混合钨矿 | 29.5 | 0.23% | 100% |
| 豫鹭矿业钼尾矿中选白钨矿 | 50 | 0.15% | 60% |
| 都昌金鼎白钨矿 | 10 | 0.19% | 100% |
| 大湖塘南矿区 (拟) | 31 | 0.18% | 32.36% |
| 大湖塘北矿区 (拟) | 62 | 0.18% | 32.36% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

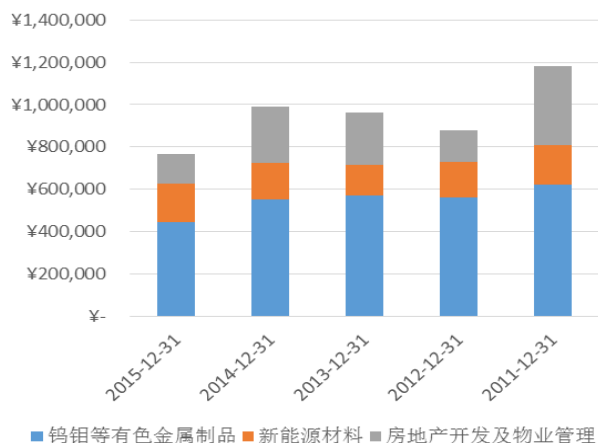
公司日前拟收购江西巨通 32.36%股权，成为第二大股东(第一大股东为兄弟公司厦门三虹，持股 39.775%)，江西巨通控股两个采矿权，期限为 2017 年 6 月 28 日。九江市武宁县勘探出的目前世界最大的钨矿，大湖塘南、北两个矿区经国土资源部评审备案的三氧化钨金属量为 93 万吨，并伴有铜、银、钼等多种金属，平均品位约 0.18%。钨精矿南区开采规模 4200 吨/年，北区开采规模 2400 吨/年。尽管目前正在诉讼面临一定风险，如果收购完成将巨大程度增强公司资源储备。

1.1.2. 公司主营毛利有望触底回升

公司主营业务收入中钨钼等有色金属占比约 58%，其中稀土业务占比约 10%，公司近几年还积极进军能源新材料领域，2015 年收入占比达 24% (主要由于主业下滑)，2016 年预计实现盈利。

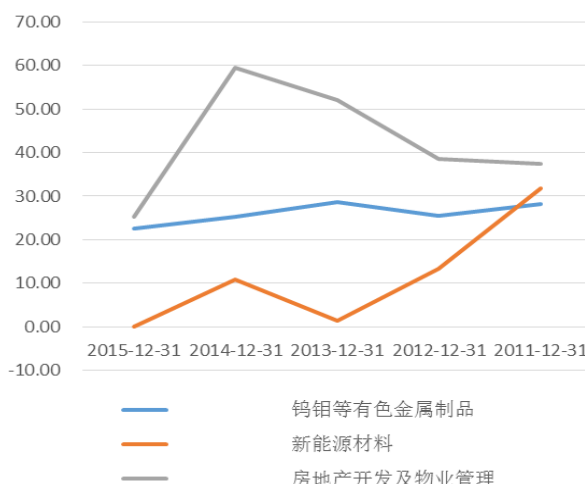
钨精矿价格分别在 2005 年、2006 年、2011 年、2013 年四个高点。公司毛利率在 2011 年以后除了 2014 年小幅回升外随着钨价格整体中心下移而不断下滑。2016 年 3 季报毛利率回升接近至 20%，看好钨价回升公司毛利率触底回升。

图 5：钨钼等有色业务占公司营收 58%，新能源材料占比增加



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：主营毛利率随钨钼价格下滑，2016 年有望触底回升



资料来源：公司公告、天风证券研究所

目前拥有年产 2.2 万吨 APT 和氧化钨、8000 吨钨粉、5000 吨碳化钨粉、4000 吨混合料、2500 吨硬质合金、同时拥有 2000 吨粗钨丝、200 亿米细钨丝、90 亿米粗钨丝、30 亿米细钼丝、5000 吨贮氢合金粉生产能力，是目前 A 股上市公司中钨品产能最大的公司。2015 年公司锂离子材料、稀土氧化物、磁性材料销量大幅增加。

图 7：公司主营产品销量，新能源材料增长明显

| 销量 | 2015 | 2014 | 2013 |
|-------------|-----------|--------|--------|
| APT (吨) | 9,479 | 10,213 | 11,191 |
| 钨粉 (吨) | 5,937 | 5,585 | 4,194 |
| 硬质合金 (吨) | 2,473 | 2,345 | 2,469 |
| PCB 工具 (万元) | 2,419 | 6,221 | 5,712 |
| 整体刀具 (万元) | 388 (套) | 10,514 | 6,956 |
| 数控刀片 (万元) | 1,028 (套) | 9,607 | 5,479 |
| 细钨粉 (亿米) | 78 | 111 | 142 |
| 贮氢合金 (吨) | 2,292 | 2,629 | 2,732 |
| 锂离子材料 (吨) | 7,243 | 4,552 | 2,946 |
| 稀土氧化物 (吨) | 2,232 | 1,159 | 1,798 |
| 稀土金属 (吨) | 520 | 481 | 210 |
| 磁性材料 (吨) | 1,305 | 1,018 | 405 |

资料来源：公司年报，天风证券研究所

考虑钨产品价格较 2015 年售价变动幅度来看，厦门钨业兼具高弹性、较高资源储量和自给率（中钨高新第一），在钨价格回升过程中弹性最大。

图 8：厦门钨业业绩弹性最大

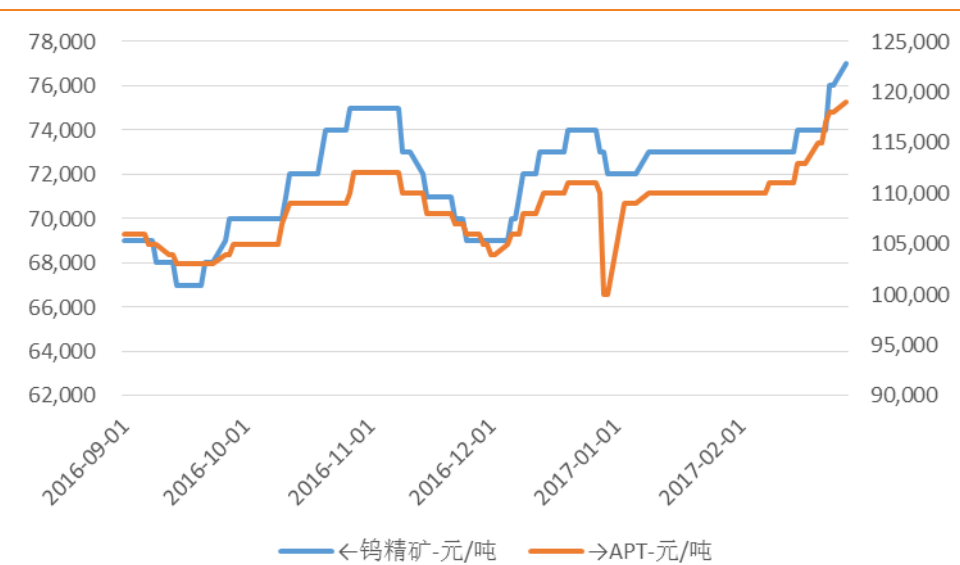
| 价格较 2015 年售 价变化幅度 | 厦门钨业 | 章源钨业 | 广晟有色 | 中钨高新 | 洛阳钼业 |
|----------------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 30% | 189.5% | 177.3% | 14.4% | 194.2% | 37.2% |
| 20% | 125.8% | 125.1% | 9.6% | 134.9% | 25.4% |
| 10% | 67.2% | 70.4% | 4.8% | 69.7% | 12.8% |
| 0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| -10% | -48.3% | -68.7% | -4.5% | -59.2% | -10.8% |
| -20% | -92.3% | -135.2% | -8.8% | -117.7% | -20.9% |
| -30% | -135.8% | -200.9% | -13.2% | -175.3% | -30.0% |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 成本+需求双支撑，钨价大概率继续上涨

2017 年以来国内钨市价格持续上涨，钨精矿涨 7%至 7.8 万元/吨，APT 涨 17%至 11.9 万元/吨，原料供应持续紧张，冶炼产品价格持稳，钨精矿产量释放缓慢，大部分贸易商惜售挺价意愿明显。

图 9：2017 年以来钨精矿&APT 价格回升



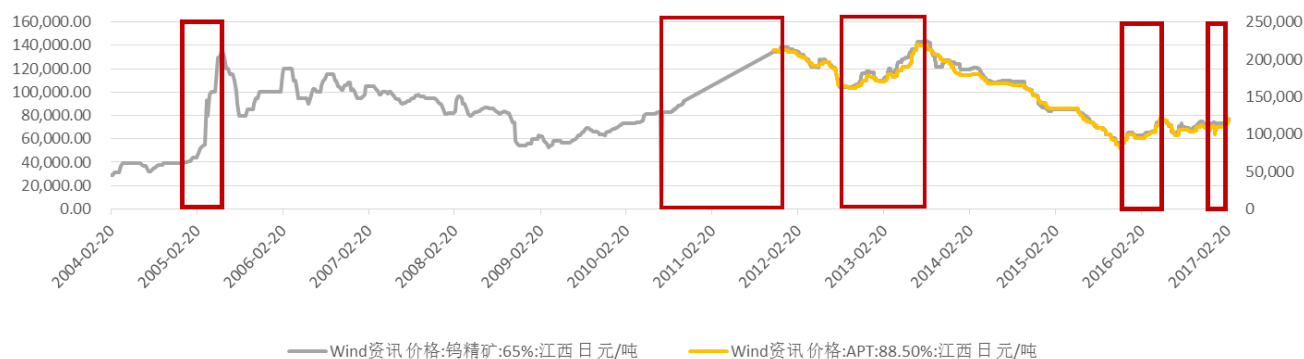
资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1. 钨价回升原因几何——成本支撑到供需共振

从成本支撑到需求带动，2004 年以来，钨价格出现过 2005 年、2011 年、2013 年、2016 年四次反弹，历史高点在 2011 年约 14 万元/吨，2016 年 7 月以来，钨价再度触底反弹，主要受到如下几个因素影响：成本支撑+国家收储限产+需求企稳。2016 年，国内钨精矿年均价格 6.87 万元/吨，同比下降 6.5%，APT 年均价格 10.66 万元/吨，同比下降 4.05%。钨精矿最低价格跌破 6 万元/吨，大幅低于行业平均成本线 8-8.5 万元/吨。

2016 年 3 月中国钨业协会倡议精矿产量下降 15%，要求重点骨干企业钨精矿和共伴生钨综合产量下降 1 万吨。中国占全球钨金属生产总量的 80%以上，硬质合金产量占全球的 40%以上。同时 2016 年落地两次收储累计大概 1.5 万吨（因国储无准确信息披露，资料来源公开新闻）。

图 10：钨精矿价格仍具向上空间

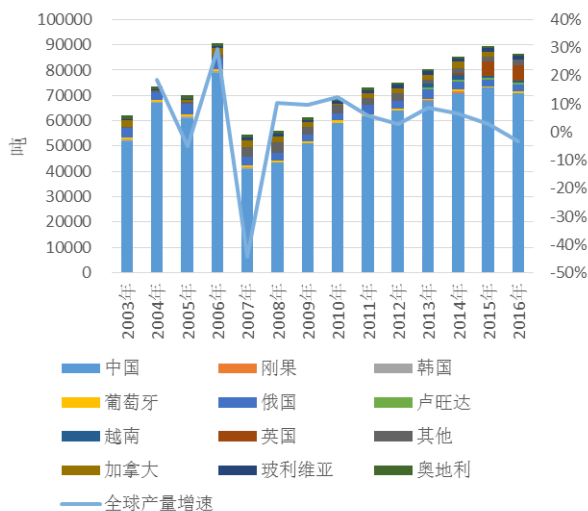


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.1. 供给端全球范围出现负增长

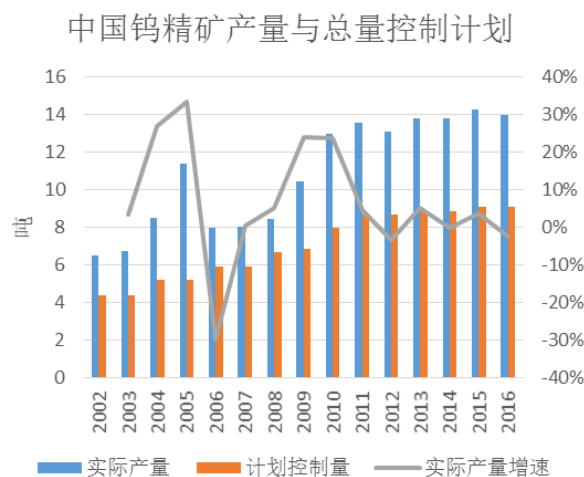
2016 年全球钨矿山出现了负增长，按照美国 USGS 数据来看，全球钨产量，中国原矿产量持平 7.1 万吨，占比为 82%。其中加拿大由于钨矿停产 2016 年停产带来 1680 吨产量下滑。中国产量尽管仍有超出配额 40%的产量，考虑 2016 年 4 月中国钨业协会倡议 2016 年钨精矿产量同比下降 15%，实际产量情况来看，据国家统计局数据，2016 年，全国钨精矿产量 12.4 万吨（WO₃/65%），（剔除贸易重复计算约 1.6 万吨）同比下降 2.67%，也是 2011 年以后首次出现负增长。而据中国钨业协会统计，2016 年，国内 40 家主要钨矿山企业生产钨精矿 6.56 万吨，同比下降 12.67%。

图 11：全球钨精矿供给下滑



资料来源：USGS，天风证券研究所

图 12：中国钨精矿增速保持低位，出现负增长



资料来源：国土资源部，WIND，天风证券研究所

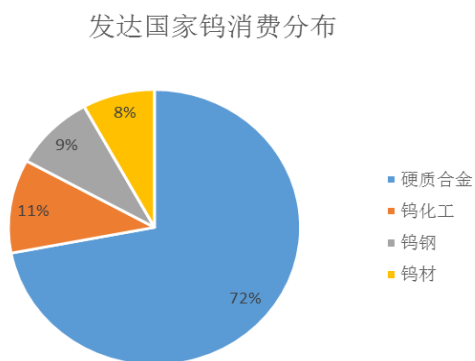
2.1.2. 2016 年国储局四轮收储

2015 年 11 月和 2016 年 1 月、2 月、4 月国储局累计进行四次计划收储，其中前两次均因为价格低于预期而流标。钨精矿收储招标均因为价格较低而流标，分别为 5.82 万元/吨和 6.85 万元/吨，4 月启动第三轮，国储局计划收储钨精矿总量为 1 万吨，收储价格或超过 7.3 万元/吨，2016 年 10 月第四轮收储黑白钨钨精矿在 6000 吨左右，其中黑钨精矿收储价格接近 78500 元/标吨，白钨精矿收储价格接近 76500 元/标吨。收储有效改善当下现货供需情况，短期对于价格支撑作用比较显著。

2.2. 需求端 2016 年企稳，库存低位

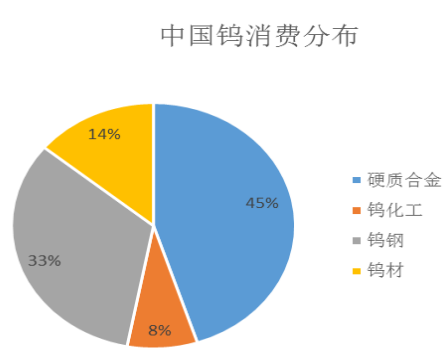
钨最大的消费领域都是硬质合金，在发达国家与中国消费占比分别为 72%和 45%，2016 年金属切削机床经历了 2015 年大幅下滑后止跌企稳，其中金属成形机床、金属切削机床、数控金属切削机床产量分别增长，在 5%、12%、4.3%。

图 13：发达国家钨消费分布



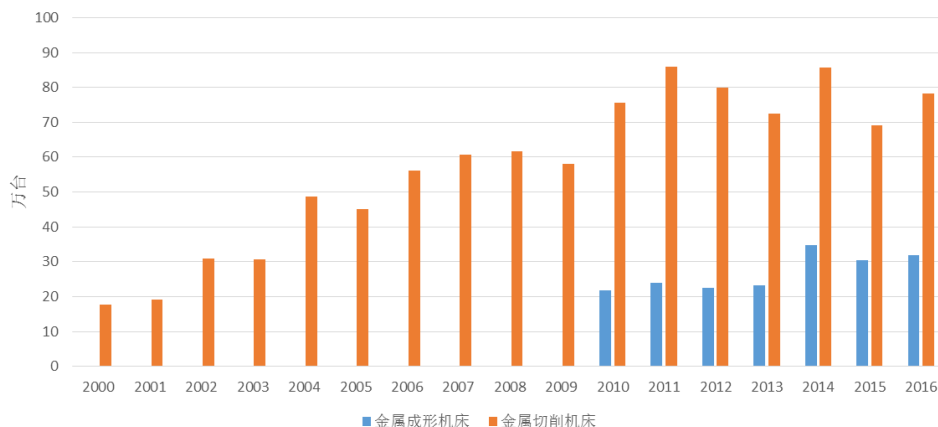
资料来源：钨业协会，天风证券研究所

图 14：中国钨消费分布



资料来源：钨业协会，天风证券研究所

图 15：2016 年机床需求止跌企稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

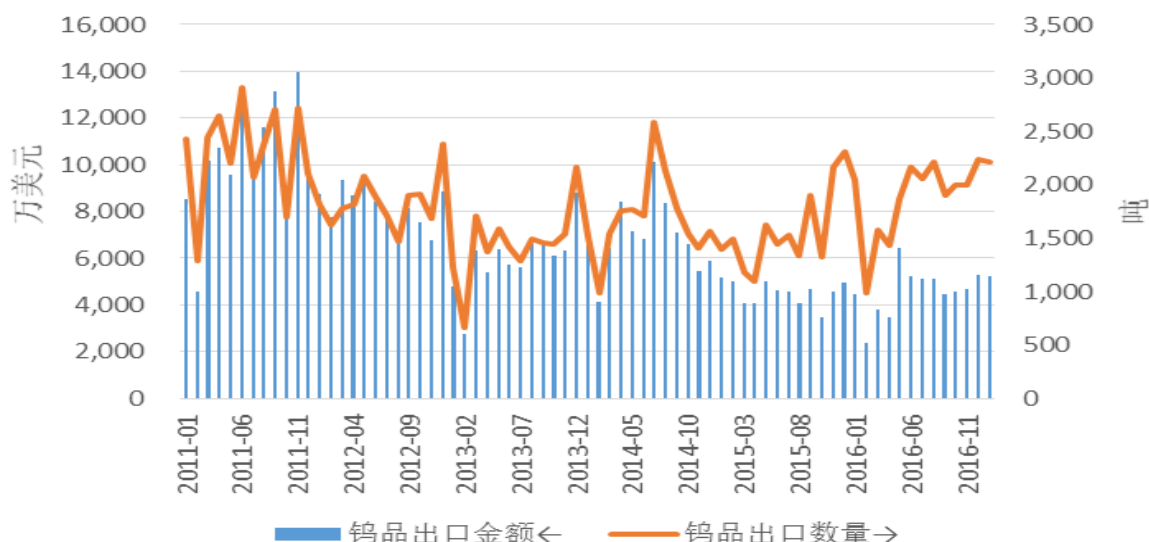
2015 年国内钨金属消费量为 4.15 万吨，同比增长 3.23%，预计 2016 年中国消费量达到 4.4 万吨，全球需求约 9 万吨。尽管总体供需情况仍处于过剩范围，但是全球范围内尤其是海外由于过去几年价格下跌、需求疲软，包括俄罗斯等出口国家税收调整等因素影响，库存已经处于较低位置，由于钨主要下游领域建筑、机械等具有较强的周期性，在稳健的货币政策和积极的财政政策的综合作用下，数控机床、机器人、汽车制造、飞机制造等产业升级发展，经济运行持稳带终端需求的稳定微幅增长。

此外，钴一般与钨合成钨钴合金，用作刀具可加工铸铁、有色金属、非金属、耐热合金、钛合金和不锈钢等，还可作引伸模具、耐磨零件、冲压模具和钻头等。多用于矿山开采的钎头制作。硬质合金由于含有钴元素，近期钴价格大幅上涨对于硬质合金有一定刺激作用。

2.2.1 钨品出口量增价跌

根据海关数据统计，2016 年，我国出口钨品 22089.15 吨（不含硬质合金，金属量，下同），同比增长 10.97%。其中出口原配额钨品 16017.95 吨，同比增加 2799.48 吨，增长 21.18%，超出 2014 年配额指标 617.9 吨，超额 4.01%；出口额 6.51 亿美元，同比下降 8.18%。

图 16: 中国钨品出口情况量增价跌

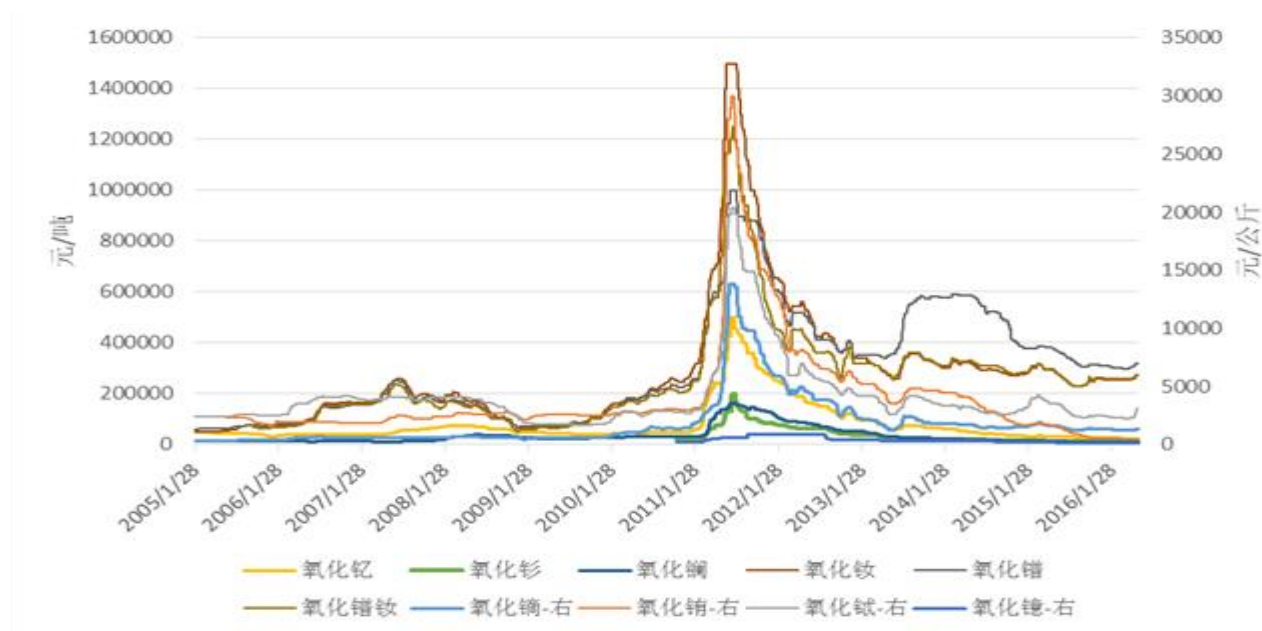


资料来源：海关总署，天风证券研究所

3. 商品轮动+政策预期，稀土板块盈利能力有望回升

稀土价格自 2011 年稀土价格连续 5 年下跌，自 2011 年最高点跌幅在 50%-90% 之间，其中氧化镧、氧化铈、氧化铊等过剩严重品种跌幅超过 90%，氧化镨钕、氧化镱等品种跌幅约有 50%。虽然 2012、2014 年国储和商储在短期价格有所回升，但没有改变稀土价格持续下滑的趋势。

图 17: 稀土价格处于历史底部



资料来源：亚洲金属网，天风证券研究所

3.1. 商品轮动+政策预期，稀土价格易涨难跌

稀土和钨同样是中国供给占据全球 80% 以上，2016 年有色商品大多出现回升，稀土价格大多出现回调，尤其放开出口产品量增价跌更加明显。同时稀土政策预期底部回升，2017 年以来收储二次招标中铝、赣矿、广晟、中色、厦钨参与共计 2000 吨产品，主要品种氧

化镨钕 1300 吨（约 26 万/吨）、氧化镨 440 吨(约 125 万/吨)。招标价格比上次招标价格总体上浮 2%-8%，成交率 98%以上。日前包钢稀土国贸上调 2 月挂牌价，氧化镨钕调涨 6%报 28.2 万元/吨，金属镨钕上调 5.9%至 36 万元/吨继续带动市场情绪。打黑持续到 4 月或进入收获期，2017 年全年来看稀土价格有望企稳回升。

图 18：2017 年以来主要品种稀土价格震荡向上



资料来源：WIND，南方稀贵金属交易所，天风证券研究所

3.2. 公司稀土业务占比较小，带来盈利弹性有限

福建稀土集团拥有长汀县闽欣稀土有限公司杨梅坑稀土矿、连城县鼎臣稀土矿有限公司文坊稀土矿、连城县黄坊稀土矿、上杭县兆瑞矿产有限公司加庄稀土矿（三明稀土材料有限公司中山稀土矿对应五矿集团）四本本稀土采矿证。公司 2015 年底完成稀土集团整合验收。

图 19：公司为福建稀土集团唯一上市平台



资料来源：厦门钨业官网，天风证券研究所

公司稀土板块拥有年产能 5000 吨冶炼分离，3000 吨钕铁硼，1000 吨荧光粉、6000 吨稀土金属，产能利用率处于较低水平，整体收入规模稀土金属占比较小，2015 年贡献营业收入 10%，2015 年毛利出现亏损，2016 年预计实现净利润 2,189.92 万元。由于公司稀土业务占比较小，钨价不变的情况下，考虑稀土价格增长 50%、80%对于公司业绩弹性增厚 0.08 元/股、0.2 元/股。

表 1：公司稀土业务占比较小

| | 所关联集团 | 精矿配额 (吨) | 冶炼分离 配额(吨) | 资源储量 (REO.万吨) | 冶炼分离 产能 | 其他稀土 产品产能 | 冶炼分离 产量 (2015) |
|------------------|--------|-------------|---------------|------------------|------------|--|----------------------|
| 厦门钨业(稀土业务占比 10%) | 福建稀土集团 | 1940 | 2398 | 2 | 5000 | 3000 吨钕铁硼, 1000 吨荧光粉、 6000 吨稀土金属 | 1634 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 布局锂电材料，享新能源汽车景气周期

公司 2002 年进入电池材料领域，建设了锂电正极材料和镍氢电池负极材料（贮氢合金）两大产品线，其中锂电正极材料覆盖了钴酸锂、三元材料、锰酸锂和磷酸铁锂等主流品种。

厦钨目前拥有 5000 吨贮氢合金、12000 吨锂电正极材料的年生产能力，包括 5000 吨镍氢电池用贮氢合金粉、2000 吨钴酸锂、1000 吨锰酸锂、5000 吨三元材料、1000 吨三基色荧光粉的年生产能力，2015 年收入占比已经提高至 24%。

同时公司出资 1.18 亿元参股赣州腾远钴业 15%股份，公司目前依靠回收约有不到 20%的钴原料，赣州腾远主要通过进口钴（含铜）原料，在国内进行冶炼加工及销售，一定程度锁定原料来源。

4.1. 锂电爆发正当时

新能源汽车方面面对目前三元正极材料高镍化的趋势，公司积极布局应对电芯厂增长的需求。公司全资子公司厦门厦钨新能源材料有限公司与福建闽东电力股份有限公司在宁德市东侨工业集中区合资成立宁德厦钨新能源材料有限公司，注册资本 13 亿元，其中，厦钨新能源出资 70%，闽东电力出资 30%。宁德厦钨新能源在宁德建设年产 2 万吨的动力锂离子正极材料项目。建成投产后年平均销售收入 28.7 亿元，年平均税后利润 2 亿元，全部投资回收期 6 年。

2016 年电池材料行业方面，锂离子材料产品尤其是三元材料产销增长较快，盈利水平有所提升。公司锂电材料实现预计营业收入 18.74 亿元，同比增长 113.32%；实现利润总额 5,568.73 万元，同比扭亏为盈。看好需求爆发情况下，公司锂电板块盈利规模逐渐提升。

5. 盈利预测与评级

公司主营业务中钨价格受到成本+需求的双支撑有望继续回升，稀土在资产轮动和政策预期抬升的情况下易涨难跌，同时布局新能源材料有望伴随需求端爆发逐渐进入收获期，给予公司 2016-18 年净利润 1.45 亿元、3.77 亿元、6.58 亿元，EPS 为 0.13 元/股、0.35 元/股、0.61 元/股，对应当前股价动态 PE 为 186 倍、71 倍、40 倍，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

钨钼需求不及预期，稀土政策落地不及预期，新能源汽车需求大幅低于预期

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,084.85 | 430.67 | 681.19 | 783.36 | 900.87 |
| 应收账款 | 1,318.20 | 1,484.50 | 1,089.27 | 1,435.28 | 1,467.95 |
| 预付账款 | 171.05 | 147.50 | 333.85 | 144.25 | 377.62 |
| 存货 | 4,825.22 | 3,955.81 | 5,182.74 | 5,078.06 | 6,452.73 |
| 其他 | 1,925.85 | 1,629.29 | 1,624.98 | 1,867.92 | 1,817.33 |
| 流动资产合计 | 9,325.18 | 7,647.77 | 8,912.03 | 9,308.87 | 11,016.50 |
| 长期股权投资 | 530.97 | 644.41 | 644.41 | 644.41 | 644.41 |
| 固定资产 | 4,884.97 | 5,389.24 | 5,351.56 | 5,250.78 | 5,099.14 |
| 在建工程 | 714.45 | 466.63 | 315.98 | 237.59 | 172.55 |
| 无形资产 | 784.99 | 767.00 | 723.97 | 680.94 | 637.92 |
| 其他 | 1,077.64 | 1,072.09 | 897.47 | 939.78 | 927.42 |
| 非流动资产合计 | 7,993.02 | 8,339.37 | 7,933.39 | 7,753.50 | 7,481.44 |
| 资产总计 | 17,318.20 | 15,987.14 | 16,845.42 | 17,062.37 | 18,497.94 |
| 短期借款 | 801.48 | 1,087.03 | 0.00 | 0.00 | 183.86 |
| 应付账款 | 1,341.41 | 1,048.75 | 1,407.33 | 1,418.18 | 1,726.61 |
| 其他 | 4,930.00 | 3,728.81 | 5,199.23 | 3,653.89 | 6,190.98 |
| 流动负债合计 | 7,072.88 | 5,864.59 | 6,606.56 | 5,072.07 | 8,101.45 |
| 长期借款 | 221.16 | 1,229.20 | 538.69 | 824.42 | 0.00 |
| 应付债券 | 619.79 | 302.13 | 679.24 | 533.72 | 505.03 |
| 其他 | 313.12 | 356.59 | 317.38 | 329.03 | 334.33 |
| 非流动负债合计 | 1,154.07 | 1,887.91 | 1,535.31 | 1,687.17 | 839.36 |
| 负债合计 | 8,226.95 | 7,752.50 | 8,141.87 | 6,759.24 | 8,940.82 |
| 少数股东权益 | 1,654.73 | 1,599.03 | 1,660.57 | 1,770.63 | 1,865.06 |
| 股本 | 831.98 | 1,081.57 | 1,081.57 | 1,081.57 | 1,081.57 |
| 资本公积 | 3,600.93 | 3,365.35 | 3,365.35 | 3,365.35 | 3,365.35 |
| 留存收益 | 6,513.15 | 5,448.70 | 5,573.06 | 5,925.96 | 6,610.49 |
| 其他 | (3,509.55) | (3,260.00) | (3,365.35) | (3,365.35) | (3,365.35) |
| 股东权益合计 | 9,091.25 | 8,234.64 | 8,315.21 | 8,778.17 | 9,557.12 |
| 负债和股东权益总 | 17,318.20 | 15,987.14 | 16,457.08 | 15,537.41 | 18,497.94 |

| 现金流量表(百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 933.31 | (577.18) | 144.70 | 376.94 | 657.73 |
| 折旧摊销 | 494.47 | 586.86 | 298.15 | 306.27 | 312.15 |
| 财务费用 | 246.71 | 163.27 | 15.00 | 20.00 | 25.00 |
| 投资损失 | (52.48) | (36.44) | (71.93) | (71.93) | (71.93) |
| 营运资金变动 | (2,153.01) | (1,304.69) | 481.63 | (2,059.73) | 1,555.26 |
| 其它 | 487.18 | (94.79) | 61.55 | 110.06 | 94.43 |
| 经营活动现金流 | (43.82) | (1,262.97) | 929.10 | (1,318.40) | 2,572.64 |
| 资本支出 | 1,071.30 | 768.62 | 99.20 | 68.35 | 44.70 |
| 长期投资 | (35.65) | 113.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (2,044.93) | (1,428.61) | (87.27) | (76.42) | (22.76) |
| 投资活动现金流 | (1,009.28) | (546.55) | 11.93 | (8.07) | 21.93 |
| 债权融资 | 3,731.37 | 3,259.04 | 2,331.64 | 2,639.25 | 1,700.73 |
| 股权融资 | 2,918.68 | (51.02) | (30.89) | 97.89 | 77.52 |
| 其他 | (5,257.76) | (2,035.44) | (2,991.25) | (1,308.49) | (4,255.31) |
| 筹资活动现金流 | 1,392.29 | 1,172.58 | (690.51) | 1,428.64 | (2,477.07) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 339.18 | (636.94) | 250.52 | 102.18 | 117.50 |

| 利润表(百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 营业收入 | 10,142.73 | 7,754.84 | 8,514.81 | 9,792.04 | 11,260.84 |
| 营业成本 | 6,929.53 | 6,458.74 | 6,777.79 | 7,637.79 | 8,558.24 |
| 营业税金及附加 | 729.71 | 284.15 | 498.79 | 545.63 | 566.58 |
| 营业费用 | 193.94 | 231.55 | 193.84 | 245.89 | 291.79 |
| 管理费用 | 775.81 | 734.90 | 701.22 | 869.17 | 1,036.00 |
| 财务费用 | 251.09 | 179.22 | 15.00 | 20.00 | 25.00 |
| 资产减值损失 | 103.66 | 465.58 | 205.49 | 50.00 | 88.00 |
| 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 | 71.93 | 71.93 | 71.93 |
| 其他 | (104.96) | (72.88) | (143.87) | (143.87) | (143.87) |
| 营业利润 | 1,211.47 | (562.87) | 194.61 | 495.50 | 767.17 |
| 营业外收入 | 155.99 | 61.89 | 107.81 | 108.56 | 92.75 |
| 营业外支出 | 36.33 | 37.41 | 53.21 | 42.31 | 44.31 |
| 利润总额 | 1,331.14 | (538.39) | 249.21 | 561.74 | 815.61 |
| 所得税 | 397.83 | 38.79 | 42.96 | 74.75 | 63.45 |
| 净利润 | 933.31 | (577.18) | 206.25 | 487.00 | 752.16 |
| 少数股东损益 | 492.19 | 85.30 | 61.55 | 110.06 | 94.43 |
| 归属于母公司净利润 | 441.12 | (662.48) | 144.70 | 376.94 | 657.73 |
| 每股收益(元) | 0.41 | (0.61) | 0.13 | 0.35 | 0.61 |

| 主要财务比率 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|----------|----------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 2.71% | -23.54% | 9.80% | 15.00% | 15.00% |
| 营业利润 | -8.04% | -146.46% | -134.58% | 154.61% | 54.83% |
| 归属于母公司净利润 | -4.01% | -250.18% | -121.84% | 160.49% | 74.49% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.68% | 16.71% | 20.40% | 22.00% | 24.00% |
| 净利率 | 4.35% | -8.54% | 1.70% | 3.85% | 5.84% |
| ROE | 5.93% | -9.98% | 2.17% | 5.38% | 8.55% |
| ROIC | 11.25% | -3.80% | 1.73% | 4.90% | 7.49% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 47.50% | 48.49% | 49.47% | 43.50% | 48.33% |
| 净负债率 | 46.33% | 41.42% | 48.86% | 58.43% | 34.91% |
| 流动比率 | 1.32 | 1.30 | 1.35 | 1.84 | 1.36 |
| 速动比率 | 0.64 | 0.63 | 0.56 | 0.83 | 0.56 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 7.23 | 5.53 | 6.62 | 7.76 | 7.76 |
| 存货周转率 | 2.21 | 1.77 | 1.86 | 1.91 | 1.95 |
| 总资产周转率 | 0.62 | 0.47 | 0.52 | 0.58 | 0.63 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.41 | -0.61 | 0.13 | 0.35 | 0.61 |
| 每股经营现金流 | -0.04 | -1.17 | 0.86 | -1.22 | 2.38 |
| 每股净资产 | 6.88 | 6.14 | 6.15 | 6.48 | 7.11 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 60.95 | -40.59 | 185.81 | 71.33 | 40.88 |
| 市净率 | 3.62 | 4.05 | 4.04 | 3.84 | 3.50 |
| EV/EBITDA | 15.89 | 128.09 | 57.82 | 36.05 | 25.97 |
| EV/EBIT | 21.08 | -61.94 | 140.06 | 57.48 | 36.20 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |