

钨、锂电池材料和稀土齐头并进

——厦门钨业（600549）点评报告

增持（首次）

日期：2018年03月30日

| | 2016年 | 2017年 | 2018E | 2019E |
|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 85.28 | 141.88 | 169.00 | 212.07 |
| 增长比率(%) | 9.98% | 66.37% | 19.11% | 25.49% |
| 净利润(亿元) | 1.47 | 6.18 | 8.60 | 12.05 |
| 增长比率(%) | 122.19% | 320.66% | 39.13% | 40.03% |
| 每股收益(元) | 0.14 | 0.57 | 0.79 | 1.11 |
| 市盈率(倍) | 195.39 | 46.45 | 33.38 | 23.84 |

事件：

公司于2018年3月30日发布了2017年度报告，报告期内，公司实现营业收入141.88亿元，同比增长66.37%；实现归属上市公司股东净利润6.18亿元，同比增长320.66%；实现归母扣非净利润5.12亿元，同比增长761.66%。

投资要点：

- **钨，锂离子材料和稀土三大业务齐头并进：**公司2017年业绩改善的主要原因包括：1) 钨，正极材料和稀土产品价格回升带动营收增长。受益于经济的回暖，2017年钨需求快速增长，推动钨价持续上涨，根据安泰科数据，2017年全年钨精矿（65%）均价为9.05万元/吨，同比上涨25%；2) 钨，和正极材料产品价格回升带动毛利率改善，其中，钨钼制品毛利率由25.13%提升至29.92%，锂离子电池材料产品毛利率由9.22%提升至13.90%，公司整体毛利率由19.93%提升至21.88%；2) 钨制品，锂电池材料和稀土金属等各产品产销量的大幅增长带动对应板块营收增长。2017年公司多种钨制品销量均显著增长，其中包括：APT实现销量11870.50吨，创历史新高，同比上涨13.64%；实现钨粉末销量8315.08吨，同比增长28.18%；实现硬质合金销量4363.09吨，同比增长50.82%；实现整体刀具642.59万件，同比增长91.82%；实现数控刀片销量2277.50万件，同比增长47.99%。锂离子材料2017年实现销量17265.05吨，同比增长28.51%。稀土氧化物，稀土金属和磁性材料2017年各实现销量2740.70吨，2016.47吨和2444.54吨，同比分别增长66.71%，145.61%和50.25%；3) 报告期内，公司收到政府补助1.62亿元，构成公司的其他收益项目。
- **钨+锂电池材料，兼具周期性和成长性：**从公司的营收结构和毛利结构来看，钨板块是公司主要的营收和毛利来源，是公司利润的基石，而锂离子电池材料已经超越房地产和稀土业务，成长为公司的第二大业务，是公司利润的关键增长点。对于公司而言，钨板块业务具有典型的周期性行业的特点，业绩受宏观经济影响波动的同时具有较大的业绩弹性，而锂离子电池材料业务则属于典型的成长性业务，增长快而且行业前景广阔，因此这两个板块业务的结合使得公司在

基础数据

| | |
|------------|---------|
| 收盘价(元) | 26.42 |
| 市净率(倍) | 4.16 |
| 流通市值(亿元) | 285.75 |
| 每股净资产(元) | 6.35 |
| 每股经营现金流(元) | -0.86 |
| 营业利润率(%) | 8.51 |
| 净资产收益率(%) | 9.24 |
| 资产负债率(%) | 53.59 |
| 总股本(万股) | 108,716 |
| 流通股(万股) | 108,157 |

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2018年03月30日

相关研究

万联证券研究所 20170703_公司点评报告
_AAA_盛和资源(600392)点评报告
万联证券研究所 20170327_公司调研报告
_AAA_中色股份(000758)调研简报

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001
电话：02160883480
邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：程文祥

电话：021-60883481
邮箱：chengwx@wlzq.com.cn

原有的周期性特点的基础上增添了成长性，抗风险能力大为增强。从公司近年来的投资布局也可以看出，一方面公司在强化传统的钨业务的优势，另一方面大力布局和发展锂电池材料业务，增强公司的成长属性。具体而言，报告期内，公司对钨板块的业务进行了调整和优化，一方面关闭了赣州虹飞钨绞丝加热子产线和成都虹波粗钨丝等长期亏损的生产线，另一方面，投资建设新增60万件整体刀具产线，并建设刀具生产线柔性智能制造单元项目，新增年产1000吨硬质合金棒材生产线；对于锂电池材料板块，公司继续大举投资，报告期内，新建三明年产6000吨三元正极材料生产线，同时投资赣州豪鹏，进入电池回收产业，为钴锂资源的供应提供保障。

- **钨行业需求有望向好，锂电池材料行业确定性高增长：**对于钨金属的需求端而言，因为2016-2017年矿山、冶金和机械等周期性行业的资产负债表和利润表均得到显著的修复，在海外需求回暖和国内经济韧性较强的背景下，这些周期性行业的制造业投资增速有望回升，进而带动对钨金属的消费需求，因此，2018年公司钨制品销量在有望继续保持增长。在供给端，2017年环保督查的严格执行推动了钨产业的供给侧改革，改善了钨原料供应过剩的局面，而当前来看，环保督查的压力犹存，国家政策对落后产能依然保持着高压的态势，钨原料的供应端有望保持有序的发展态势。根据高工锂电的统计，2017年国内正极材料产量20.8万吨，同比增长28%，正是受益于锂电池材料行业持续的高景气发展，公司锂离子电池材料业务的毛利贡献由2013年的不足1%增加至2017年的18%。国内新能源汽车产销量高速增长确定性高，因此公司锂离子电池材料业务对公司的利润贡献和占比有望进一步提高。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2019年EPS为0.79元和1.11元，结合2018年3月30日收盘价26.42元，对应的PE为33.38和23.84倍，公司兼具周期性和成长性，首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险因素：**钨金属价格大幅下跌；锂电池行业增速不及预期；稀土金属价格大幅下跌

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：宋江波

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484