

成本上升挤压利润空间，业绩下滑

投资要点

- **事件：**公司发布2018年半年报，2018年上半年实现营业收入86.6亿元，同比增长40.2%；实现归属于上市公司股东的净利润3.3亿元，同比下降26.3%。
- **钨钼业务板块业绩上升，加工业务成本压力拖累板块盈利能力。**钨钼业务上半年营收43.5亿，同比增46.4%；毛利12.1亿，同比增39.5%；但受加工业务拖累，毛利率同比降1.4%。（1）钨矿生产业务方面：受益于钨精矿量价齐升，公司三家钨矿山企业（洛阳豫鹭、宁化行洛坑、都昌金鼎）上半年累计实现归属母公司净利润总额2.3亿元，同比增71.3%。其中，钨精矿价格同比增约42%。（2）钨钼加工业务方面：硬质合金深加工产品产销规模继续保持稳定增长，但由于产品价格上涨滞后于原料上涨，盈利同比略有下降。
- **电池材料、稀土业务利润下滑。**（1）电池材料业务方面，上半年电池材料营收29.3亿，同比增64.31%，主要是由于公司贮氢合金业务产销平稳增长，钴酸锂与三元材料产销继续大幅增长。电池材料毛利3.7亿，同比降2.3%，主要是由于上年同期原料钴价格大幅上涨，受益于低价钴库存，公司2017年锂电材料毛利率较高；而2018年上半年公司原料钴采购价格随行就市，钴库存对收益贡献较小，锂电材料毛利率下降。（2）稀土业务方面，磁材市场开拓取得突破，销量同比有较大幅度提升；但由于产品价格处于相对低位，盈利下降，毛利同比降约97.2%。
- **电池材料业务规模增速最快，继续发力。**公司2017年锂离子材料产量1.9万吨，电池材料近三年营收增速在公司三大业务中最高，复合增速达到约94%。随着电池材料新项目逐步投产，电池材料业务的规模将进一步发展。海沧基地10000吨车用锂离子三元正极材料项目、三明基地年产6000吨三元正极材料生产线项目下半年将陆续进入投产阶段。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预期2019年5月投产，预期可给公司带来年平均税后利润2.03亿元。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.48元、0.64元、0.78元，对应PE分别为28倍、21倍和17倍。公司所处行业估值均值18年为27倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**锌、银、铅等金属价格或大幅波动、产能释放或不及预期的风险。

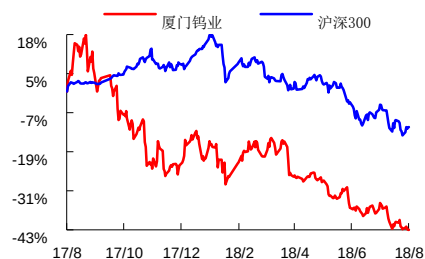
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	14188.32	19812.96	26670.74	32615.85
增长率	66.37%	39.64%	34.61%	22.29%
归属母公司净利润（百万元）	618.38	681.22	911.07	1104.34
增长率	320.66%	10.16%	33.74%	21.21%
每股收益EPS（元）	0.44	0.48	0.64	0.78
净资产收益率ROE	10.68%	10.79%	12.77%	13.60%
PE	31	28	21	17
PB	2.18	2.00	1.77	1.55

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘岗
 执业证号：S1250517100001
 电话：010-57631191
 邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

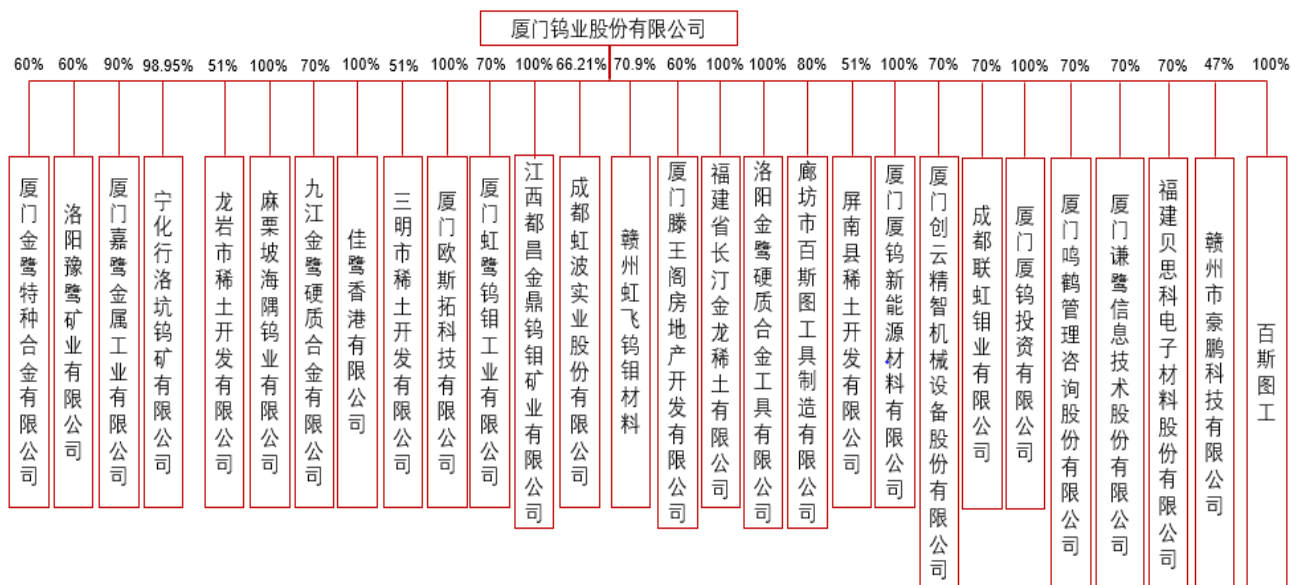
总股本(亿股)	14.13
流通A股(亿股)	14.06
52周内股价区间(元)	13.47-36.23
总市值(亿元)	190.51
总资产(亿元)	220.88
每股净资产(元)	4.98

相关研究

1 公司概况：钨钼、稀土、锂电池材料三大板块

公司控股股东是福建省稀有稀土集团，主营对稀有金属、稀土和能源新材料的投资，持有公司 32.05%的股权。公司实际控制人是福建省国资委，截至 2017 年 12 月末，公司一级子公司 28 家。

图 1：厦门钨业主子公司股权结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要业务包括钨钼及深加工产品，稀土及下游磁性材料，新能源电池材料。公司将“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”定位为发展战略，拥有完整钨产业链和完整的稀土产业链，并且在三大业务方面都拥有很强的资源保障能力。

表 1：三大业务资源保障情况

业务名称	资源保障情况	具体产品
钨钼业务	三个钨矿生产企业（洛阳豫鹭，宁化行洛坑，都昌金鼎），为后端钨的深加工提供了稳定的资源保障。	钨精矿、钨钼中间制品、粉末产品、丝材板材、硬质合金、切削刀具等。
稀土业务	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。	稀土氧化物、稀土金属、稀土发光材料、磁性材料、贮氢合金粉等。
电池材料	公司为赣州豪鹏第一大股东和腾远钴业第二大股东，赣州豪鹏、腾远钴业为公司电池材料提供了一定的钴锂原料保障。	锂离子电池材料等。

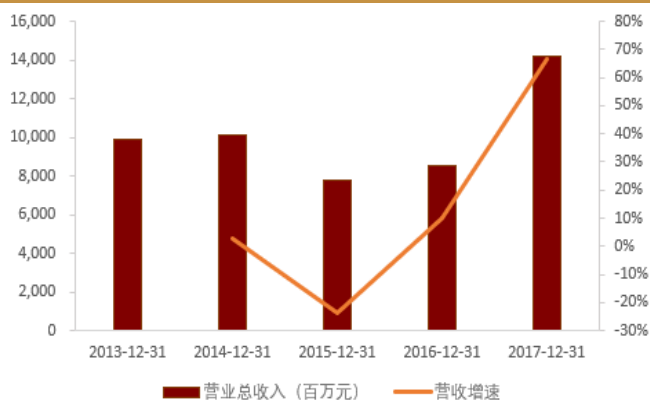
数据来源：公司年报，西南证券整理

2 公司业绩：业绩逐步好转

2015 年，受经济下行影响，钨行业下游用户以消耗库存为主，按需采购，需求萎缩，价格持续下跌。稀土行业在行业产能过剩大环境和黑色产业链的冲击下，稀土价格一路下滑，生产经营艰难。新能源行业虽快速发展，但由于主要原材料价格快速上涨，锂离子电池材料行业面临较大的成本上涨压力。因此，公司整体营收与归母净利润都有所下滑。2016 年经济情况有所好转，但公司主营钨及稀土产业仍面临产能过剩状况，因此公司业绩仍然处于比较低迷的状况。

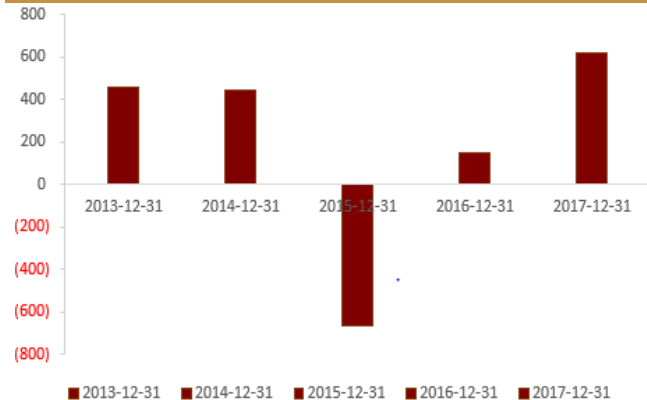
2017 年，伴随全球经济回暖，钨产品需求增长较快，叠加补库存的因素，推动钨价持续上涨，钨精矿（65%）价格由年初的 7 万元/吨上涨到年底的 11 万元/吨左右，同比增幅超 25%，行业整体盈利能力提升。电池材料业务方面，2017 年动力电池市场快速增长，高工产研锂电研究所（GGII）统计显示，2017 年中国动力电池出货量 44.5GWh，同比增速 44%，上述因素带动电池材料行业继续高速增长。受上述利好因素，公司业绩同比大幅度提升。

图 2：公司 2013-2017 年营收情况



数据来源：WIND，西南证券整理

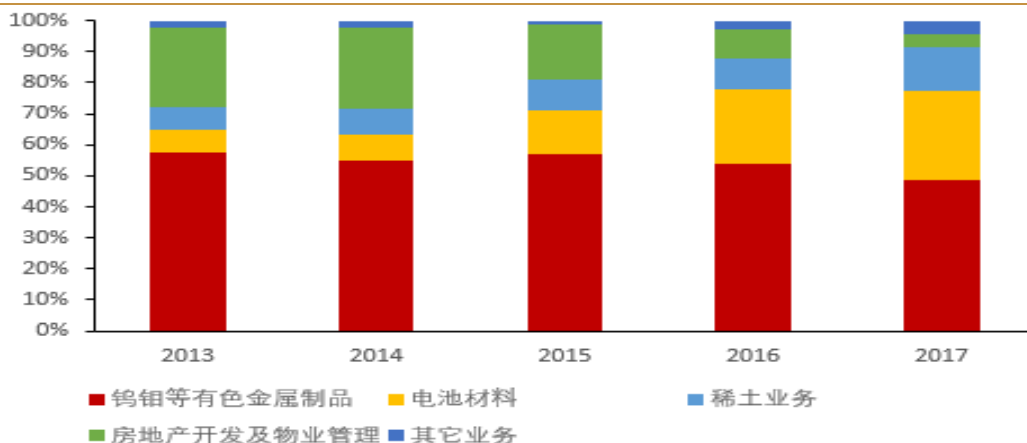
图 3：公司 2013-2017 归母净利润情况



数据来源：WIND，西南证券整理

公司三大主营业务中，钨钼等有色金属制品业务营收占比最大，2017 年占比约为 48.5%。随着下游新能源汽车需求的增长，公司电池材料营收占比逐年增长，未来随着新能源汽车行业的继续放量，公司电池材料业务收入占比有望进一步提高。

图 4：公司 2016 年分项业务情况



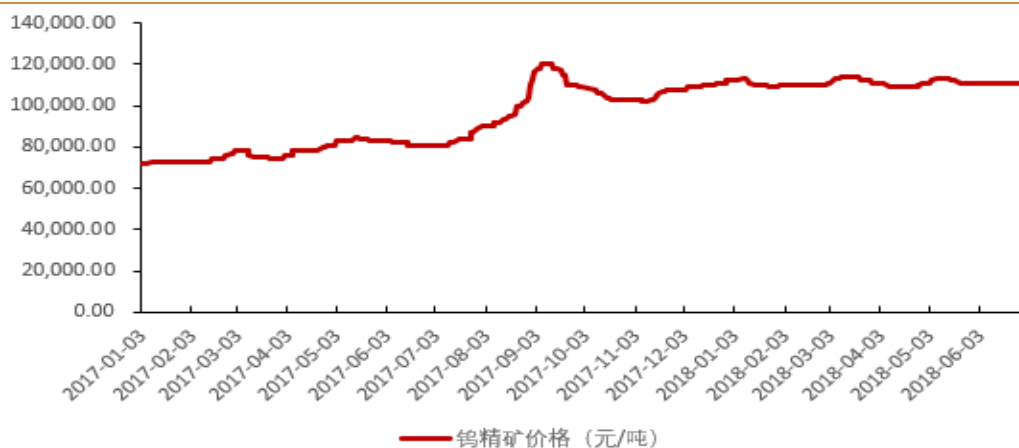
数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：成本上升挤压利润空间，业绩下滑

2018 年上半年公司实现营业收入 86.6 亿元，同比增长 40.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.3 亿元，同比下降 26.3%

钨钼业务方面，总体营收及利润均有所增加。钨钼业务上半年营收 43.5 亿，同比增 46.4%；毛利 12.1 亿，同比增 39.5%；但受加工业务拖累，毛利率同比降 1.42%。（1）钨矿生产业务方面：受益于钨精矿量价齐升，公司三家钨矿山企业（洛阳豫鹭、宁化行洛坑、都昌金鼎）上半年累计实现归属母公司净利润总额 2.3 亿元，同比增 71.3%。其中，钨精矿价格同比增约 42%。（2）钨钼加工业务方面：硬质合金深加工产品产销规模继续保持稳定增长，但由于产品价格上涨滞后于原料上涨，盈利同比略有下降。

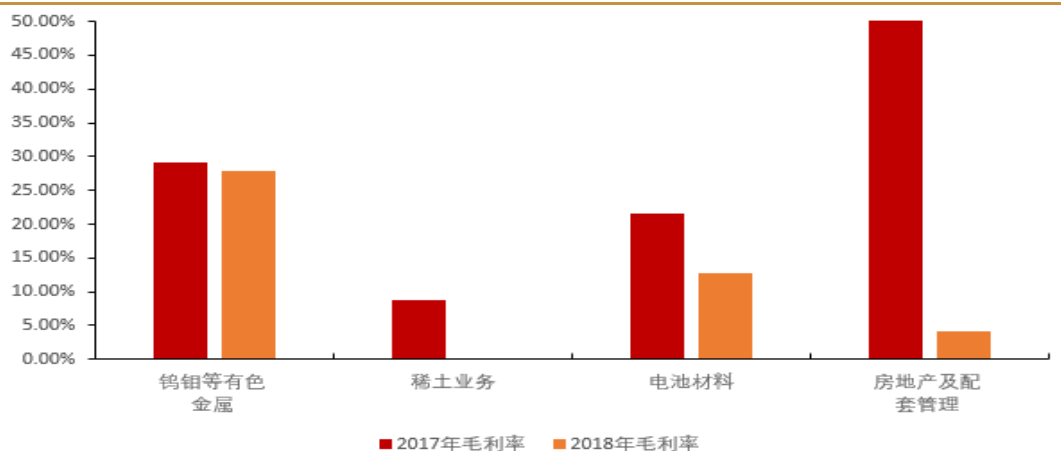
图 5：2017-2018 上半年钨精矿价格



数据来源：Wind，西南证券整理

电池材料业务方面，上半年电池材料营收 29.3 亿，同比增 64.31%，主要是由于公司贮氢合金业务产销平稳增长，钴酸锂与三元材料产销继续大幅增长。电池材料毛利 3.7 亿，同比降 2.3%，主要原因主要是由于上年同期原料钴价格大幅上涨，受益于低价钴库存，公司 2017 年锂电材料毛利率较高；而 2018 年上半年公司原料钴采购价格随行就市，钴库存对收益贡献较小，锂电材料毛利率下降。

稀土业务方面，磁材市场开拓取得突破，销量同比有较大幅度提升；但由于产品价格处于相对低位，盈利下降，毛利同比降约 97.2%。

图 6：2017、2018 上半年分项业务毛利率对比


数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：钨钼业务毛利率保持稳定，2018-2020 年为 30.5%。

假设 2：海沧基地 10000 吨车用锂离子三元正极材料项目、三明基地年产 6000 吨三元正极材料生产线项目下半年将陆续进入投产阶段。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预期 2019 年 5 月投产。

假设 3：电池材料业务毛利率保持稳定，2018-2020 年为 14.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
钨钼等有色金属制品	收入	6,887.17	9642.0	12052.5	14463.1
	增速	50.0%	40.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	29.9%	30.5%	30.5%	30.5%
电池材料	收入	4,080.90	6121.4	9794.2	12732.4
	增速	99.0%	50.0%	60.0%	30.0%
	毛利率	13.9%	14.5%	14.5%	14.5%
稀土业务	收入	2,037.73	2649.0	3046.4	3351.0
	增速	134.9%	30.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	74.4%	69.0%	69.0%	69.0%
房地产开发及物业管理	收入	554.31	332.6	335.9	339.3
	增速	-28.5%	-40.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	44.8%	44.0%	44.0%	44.0%
其它业务	收入	628.20	1067.9	1441.7	1730.1

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	增速	159.3%	70.0%	35.0%	20.0%
	毛利率	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
	收入	14188.3	19813.0	26670.7	32615.8
	增速	66.4%	39.6%	34.6%	22.3%
	毛利率	21.9%	21.5%	21.0%	20.9%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 198.1 亿元、266.7 亿元和 326.2 亿元，归母净利润分别为 6.8 亿元、9.1 亿元和 11.0 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.64 元、0.78 元，对应 PE 分别为 28 倍、21 倍和 17 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000657.SZ	中钨高新	6.73	0.23	0.30	0.39	29.87	22.09	17.26
002842.SZ	翔鹭钨业	18.76	0.76	1.09	1.39	24.53	17.24	13.46
平均值						27.20	19.67	15.36
600549.SH	厦门钨业	13.48	0.48	0.64	0.78	28	21	17

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14188.32	19812.96	26670.74	32615.85	净利润	934.00	1028.91	1376.08	1667.99
营业成本	11084.47	15561.58	21079.81	25808.02	折旧与摊销	612.69	516.67	516.67	516.67
营业税金及附加	188.46	334.14	417.95	524.09	财务费用	301.23	470.75	565.41	650.12
销售费用	297.50	465.17	603.86	747.56	资产减值损失	123.95	94.51	104.32	101.05
管理费用	1215.24	1712.53	2298.31	2813.46	经营营运资本变动	-3205.46	-1104.49	-2676.06	-2415.23
财务费用	301.23	470.75	565.41	650.12	其他	303.25	-118.40	-315.38	-101.51
资产减值损失	123.95	94.51	104.32	101.05	经营活动现金流净额	-930.35	887.95	-428.95	419.10
投资收益	65.98	65.98	65.98	65.98	资本支出	-399.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-233.91	65.98	65.98	65.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-632.97	65.98	65.98	65.98
营业利润	1208.02	1240.26	1667.06	2037.51	短期借款	4223.32	1201.53	1750.41	941.77
其他非经营损益	-17.19	38.67	36.23	31.70	长期借款	-129.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1190.83	1278.94	1703.29	2069.22	股权融资	80.12	0.00	0.00	0.00
所得税	256.84	250.02	327.21	401.23	支付股利	-216.31	-123.68	-136.24	-182.21
净利润	934.00	1028.91	1376.08	1667.99	其他	-2432.55	-1034.80	-565.41	-650.12
少数股东损益	315.62	347.69	465.01	563.65	筹资活动现金流净额	1525.58	43.05	1048.75	109.44
归属母公司股东净利润	618.38	681.22	911.07	1104.34	现金流量净额	-78.86	996.98	685.78	594.51
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	984.32	1981.30	2667.07	3261.58	成长能力				
应收和预付款项	3335.96	4847.31	6447.10	7883.13	销售收入增长率	66.37%	39.64%	34.61%	22.29%
存货	5184.88	7279.42	10057.98	12248.91	营业利润增长率	254.07%	2.67%	34.41%	22.22%
其他流动资产	237.21	331.24	445.89	545.29	净利润增长率	212.27%	10.16%	33.74%	21.21%
长期股权投资	933.66	933.66	933.66	933.66	EBITDA 增长率	90.04%	4.98%	23.41%	16.56%
投资性房地产	332.96	332.96	332.96	332.96	获利能力				
固定资产和在建工程	6119.88	5719.18	5318.48	4917.77	毛利率	21.88%	21.46%	20.96%	20.87%
无形资产和开发支出	844.75	739.61	634.47	529.33	三费率	12.78%	13.37%	13.00%	12.91%
其他非流动资产	876.94	866.12	855.30	844.47	净利率	6.58%	5.19%	5.16%	5.11%
资产总计	18850.56	23030.80	27692.91	31497.11	ROE	10.68%	10.79%	12.77%	13.60%
短期借款	4867.32	6068.85	7819.26	8761.03	ROA	4.95%	4.47%	4.97%	5.30%
应付和预收款项	2332.53	4747.97	6146.10	7288.21	ROIC	9.98%	9.47%	10.87%	11.22%
长期借款	284.00	284.00	284.00	284.00	EBITDA/销售收入	14.96%	11.24%	10.31%	9.82%
其他负债	2619.00	2390.05	2663.78	2898.33	营运能力				
负债合计	10102.85	13490.87	16913.15	19231.57	总资产周转率	0.83	0.95	1.05	1.10
股本	1086.63	1413.31	1413.31	1413.31	固定资产周转率	2.58	3.73	5.43	7.23
资本公积	3349.04	3022.37	3022.37	3022.37	应收账款周转率	9.15	8.55	8.42	8.07
留存收益	2416.10	2973.65	3748.48	4670.60	存货周转率	2.46	2.45	2.41	2.31
归属母公司股东权益	6896.48	7341.00	8115.83	9037.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	63.45%	—	—	—
少数股东权益	1851.24	2198.93	2663.94	3227.58	资本结构				
股东权益合计	8747.72	9539.93	10779.77	12265.54	资产负债率	53.59%	58.58%	61.07%	61.06%
负债和股东权益合计	18850.56	23030.80	27692.91	31497.11	带息债务/总负债	63.10%	56.16%	55.15%	53.40%
					流动比率	1.19	1.25	1.31	1.38
					速动比率	0.56	0.62	0.64	0.67
					股利支付率	34.98%	18.15%	14.95%	16.50%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.48	0.64	0.78
					每股净资产	6.19	6.75	7.63	8.68
					每股经营现金	-0.66	0.63	-0.30	0.30
					每股股利	0.15	0.09	0.10	0.13
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2121.94	2227.68	2749.14	3204.30					
PE	30.81	27.97	20.91	17.25					
PB	2.18	2.00	1.77	1.55					
PS	1.34	0.96	0.71	0.58					
EV/EBITDA	8.82	10.27	8.71	7.58					
股息率	1.14%	0.65%	0.72%	0.96%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn