

## 钴价下行抑制利润，电池产能有望扩大

增持（维持）

——厦门钨业（600549）点评报告

日期：2019年05月06日

### 事件：

2018年，公司实现合并营业收入196亿元，同比增长38%；实现归属于上市公司股东的净利润4.99亿元，同比下降19%，主要是电池材料业务及稀土业务盈利下降。

### 投资要点：

- **营业收入稳定增长，钴价下行抑制公司利润：**2018年，公司实现合并营业收入196亿元，同比增长38%；实现归属于上市公司股东的净利润4.99亿元，同比下降19%，新能源材料营收为93.95亿，同比增长53.55%，而毛利率同比下降3.69%。
- **新增三元材料项目，推进电池业务规模扩大：**根据公司年报披露，三明基地6千吨项目一期已建成投产；二期设备选型已经开始，计划2019年8月投产；宁德基地年产1万吨车用动力锂离子正极材料生产线项目2018年底进行设备安装，正在安装调试；海沧基地1万吨车用锂离子三元正极材料项目一期6000吨已建成投产，二期设备正在安装调试。
- **携手中钨高新，钨板块业务持续扩产：**厦门金鹭切削刀具项目扩产完成后达到年产4千万片数控刀片和年产7百万件整体刀具；天津百斯图刀体扩产项目于2019年2月主体工程开工；长汀金龙磁性材料扩产项目预计2019年底完成全部3000吨新增产能。

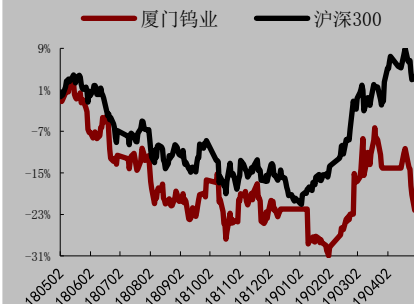
**盈利预测与投资建议：**考虑到公司运营情况良好，经营规模逐年扩大，我们预计19-21年EPS分别为0.46、0.52、0.54元，收盘价13.37元的PE为28.92、25.78、24.59倍，予以增持评级。

**风险因素：**钴锂价格超预期波动；公司新增项目不能按时投产；宏观政策变动。

### 基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	福建省稀有稀土（集团）有限公司/31.9%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,413.31
流通A股（百万股）	1,406.05
收盘价（元）	13.37
总市值（亿元）	188.96
流通A股市值（亿元）	187.99

### 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：2019年04月30日

### 相关研究

分析师：	宋江波
执业证书编号：	S0270516070001
电话：	02160883490
邮箱：	songjb@wlzq.com.cn
研究助理：	夏振荣
电话：	01056508505
邮箱：	xiazr@wlzq.com.cn

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	195.57	227.96	267.82	284.80
增长比率(%)	37.84%	16.56%	17.48%	6.34%
归母净利润(亿元)	4.99	6.53	7.33	7.69
增长比率(%)	-19.30%	30.90%	12.19%	4.86%
每股收益(元)	0.35	0.46	0.52	0.54
市盈率(倍)	34.21	28.92	25.78	24.59

## 1、投资要点

### 1.1 营业收入稳定增长，钴价下行抑制公司利润

2018年，公司实现合并营业收入196亿元，同比增长38%；实现归属于上市公司股东的净利润4.99亿元，同比下降19%，主要是电池材料业务及稀土业务盈利下降。新能源材料营收为93.95亿，同比增长53.55%，而毛利率同比下降3.69%。锂、钴原料价格大幅波动，下半年钴价高位回落，尤其第四季度一路跳水，给锂电材料经营造成较大的困难，对公司电池材料经营业绩造成较大影响。

### 1.2 新增三元材料项目，推进电池业务规模扩大

2018年国内动力电池市场继续保持高速增长，新能源汽车产销121.5万辆，同比增长53%，在年初新能源车补贴对能量密度继续提高要求后，乘用车倾向使用三元材料电池，三元材料产销快速增长。公司进入锂离子正极材料行业的时间较早，拥有较强技术优势、业务规模优势、市场和客户优势，公司已具备锂离子正极材料30,000吨的生产能力，是锂离子电池正极材料行业中重要的生产企业之一。根据公司年报披露，三明基地6千吨项目一期已建成投产；二期设备选型已经开始，计划2019年8月投产；宁德基地年产1万吨车用锂离子正极材料生产线项目2018年底进行设备安装，正在安装调试；海沧基地1万吨车用锂离子三元正极材料项目一期6000吨已建成投产，二期设备正在安装调试。随着一系列项目的逐步投产，电池业务规模将稳定扩大，公司市场份额有望进一步增加。

### 1.3 携手中钨高新，钨板块业务持续扩产

公司与中钨高新强强联合，在钨资源开发、冶炼、粉末及深加工、业务往来等方面将建立战略合作伙伴关系，加深交流合作。厦门金鹭切削刀具项目扩产完成后达到年产4千万片数控刀片和年产7百万件整体刀具；天津百斯图刀体扩产项目于2019年2月主体工程开工；长汀金龙磁性材料扩产项目预计2019年底完成全部3000吨新增产能。预计2019年钨价格有望回升，企业钨板块业务的扩产将带来产量与盈利齐升。

## 2、盈利预测与投资建议

考虑到公司运营情况良好，经营规模逐年扩大，我们预计19-21年EPS分别为0.46、0.52、0.54元，收盘价为13.37元的PE为28.92、25.78、24.59倍，予以增持评级。

## 3、风险因素

钴锂价格超预期波动；公司新增项目不能按时投产；宏观政策变动。

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>11984.17</b>	<b>12915.42</b>	<b>15233.54</b>	<b>17244.13</b>
货币资金	1243.13	1379.30	1739.52	2772.17
应收及预付	3665.23	4066.09	4719.35	5214.72
存货	6300.54	6698.14	7945.98	8398.39
其他流动资产	775.27	771.90	828.70	858.85
<b>非流动资产</b>	<b>10520.99</b>	<b>10837.80</b>	<b>11118.25</b>	<b>11337.87</b>
长期股权投资	980.48	980.48	980.48	980.48
固定资产	6043.77	5892.21	5690.86	5439.72
在建工程	1175.90	1546.23	1934.44	2316.68
无形资产	877.50	975.54	1069.14	1157.65
其他长期资产	1443.34	1443.34	1443.34	1443.34
<b>资产总计</b>	<b>22505.16</b>	<b>23753.22</b>	<b>26351.79</b>	<b>28582.00</b>
<b>流动负债</b>	<b>10968.65</b>	<b>11326.82</b>	<b>12679.16</b>	<b>13671.26</b>
短期借款	5867.93	6067.93	6267.93	6467.93
应付及预收	2825.99	2623.87	3088.74	3289.91
其他流动负债	2274.73	2635.02	3322.48	3913.42
<b>非流动负债</b>	<b>2374.05</b>	<b>2208.65</b>	<b>2281.74</b>	<b>2281.74</b>
长期借款	188.00	188.00	188.00	188.00
应付债券	1720.05	1720.05	1720.05	1720.05
其他非流动负债	465.99	300.60	373.69	373.69
<b>负债合计</b>	<b>13342.70</b>	<b>13535.47</b>	<b>14960.90</b>	<b>15953.00</b>
股本	1413.31	1413.31	1413.31	1413.31
资本公积	3064.85	3064.85	3064.85	3064.85
留存收益	4181.91	4826.23	5559.16	6327.69
归属母公司股东权益	7246.76	7891.08	8624.00	9392.54
少数股东权益	1915.71	2326.67	2766.89	3236.45
<b>负债和股东权益</b>	<b>22505.16</b>	<b>23753.22</b>	<b>26351.79</b>	<b>28582.00</b>

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>371.41</b>	<b>1256.69</b>	<b>1035.37</b>	<b>1784.23</b>
净利润	801.73	653.28	732.93	768.54
折旧摊销	845.53	817.16	876.25	930.52
营运资金变动	-1577.06	-902.20	-1316.43	-696.10
其它	301.22	688.45	742.62	781.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1405.38</b>	<b>-1097.92</b>	<b>-1130.83</b>	<b>-1124.26</b>
资本支出	-1358.23	-1127.92	-1160.83	-1154.26
投资变动	-53.07	0.00	0.00	0.00
其他	5.92	30.00	30.00	30.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1317.89</b>	<b>-22.60</b>	<b>455.68</b>	<b>372.69</b>
银行借款	150.75	200.00	200.00	200.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	15.56	0.00	0.00	0.00
其他	1151.58	-222.60	255.68	172.69
<b>现金净增加额</b>	<b>283.92</b>	<b>136.17</b>	<b>360.22</b>	<b>1032.65</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>941.60</b>	<b>1243.13</b>	<b>1379.30</b>	<b>1739.52</b>
汇率变动影响	-3.58	0.00	0.00	0.00
<b>期末现金余额</b>	<b>1221.95</b>	<b>1379.30</b>	<b>1739.52</b>	<b>2772.17</b>

资料来源：公司公告，万联证券

利润表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>19556.79</b>	<b>22796.37</b>	<b>26782.19</b>	<b>28480.06</b>
营业成本	16251.84	18952.11	22309.85	23762.88
营业税金及附加	134.60	205.53	222.42	243.27
销售费用	348.08	405.74	476.68	506.90
管理费用	650.02	757.69	890.17	946.60
财务费用	394.78	293.21	301.55	307.31
研发费用	897.26	888.13	1145.82	1196.86
资产减值损失	187.89	118.02	122.87	122.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.68	30.00	30.00	30.00
<b>营业利润</b>	<b>992.38</b>	<b>1365.94</b>	<b>1502.83</b>	<b>1583.98</b>
营业外收入	15.03	15.03	0.00	0.60
营业外支出	20.09	25.00	25.00	25.00
<b>利润总额</b>	<b>987.32</b>	<b>1355.97</b>	<b>1477.83</b>	<b>1559.58</b>
所得税	185.60	291.72	304.69	321.48
<b>净利润</b>	<b>801.73</b>	<b>1064.25</b>	<b>1173.14</b>	<b>1238.10</b>
少数股东损益	302.68	410.97	440.21	469.57
<b>归属母公司净利润</b>	<b>499.05</b>	<b>653.28</b>	<b>732.93</b>	<b>768.54</b>
EBITDA	12.86	11.81	10.97	10.26
EPS (元)	<b>0.35</b>	<b>0.46</b>	<b>0.52</b>	<b>0.54</b>

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	37.84%	16.56%	17.48%	6.34%
营业利润	-17.85%	37.64%	10.02%	5.40%
归属于母公司净利润	-19.30%	30.90%	12.19%	4.86%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.90%	16.86%	16.70%	16.56%
净利率	5.05%	5.95%	5.52%	5.48%
ROE	6.89%	8.28%	8.50%	8.18%
ROIC	6.12%	6.81%	6.96%	6.99%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.29%	56.98%	56.77%	55.81%
净负债比率	145.62%	132.47%	131.34%	126.32%
流动比率	1.09	1.14	1.20	1.26
速动比率	0.47	0.50	0.52	0.60
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.95	0.99	1.07	1.04
应收账款周转率	6.59	6.52	6.58	6.29
存货周转率	2.83	2.83	2.81	2.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.35	0.46	0.52	0.54
每股经营现金流	0.26	0.89	0.73	1.26
每股净资产	5.13	5.58	6.10	6.65
<b>估值比率</b>				
P/E	34.21	28.92	25.78	24.59
P/B	2.36	2.39	2.19	2.01
EV/EBITDA	12.86	11.81	10.97	10.26

## 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

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。

## 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

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场