

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

受益于钨企限产和稀土新政, 公司业绩有望改善

——厦门钨业(600549)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2019-06-11)

收盘价(元)	15.68
一年内最高/最低(元)	21.87/11.68
沪深300指数	3719.28
市净率(倍)	3.06
流通市值(亿元)	220.47

基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	5.11
每股经营现金流(元)	-0.09
毛利率(%)	13.29
净资产收益率-摊薄(%)	-0.36
资产负债率(%)	61.49
总股本/流通股(万股)	141330.63/140604.62
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2019年06月12日

事件: (1) 近期赣州市仲钨酸铵冶炼(APT)生产企业集体发出停产或减产倡议书。(2) 发改委近期连续召开稀土相关会议, 并下发《关于开展稀土等战略性矿产资源情况调研的通知》。

投资要点:

- **公司2018年营收增长、利润下降, 2019年一季度出现亏损。**2018年, 公司实现营收195.57亿元, 同比增长37.84%; 归属母公司股东净利润4.99亿元, 同比下降19.3%; 扣非后归属母公司股东净利润3.08亿元, 同比下降39.76%。2019年一季度, 公司实现营收38.14亿元, 同比增长11.68%; 归属母公司股东净利润亏损0.26亿元, 同比下降187.38%; 扣非后归属母公司股东净利润亏损0.53亿元, 同比下降660.09%。
- **公司一季度业绩亏损主要受电池材料业务不佳拖累。**钨业务方面, 需求有所下降, 带动产品价格小幅下调, 公司钨钼业务实现利润总额7,443万元, 同比减少33.60%。电池材料业务方面, 原料钴价格持续下跌, 带动产品价格下跌, 利润总额为-4,208万元, 同比减利8,287万元。稀土业务方面, 稀土价格上涨, 实现利润总额383万元, 同比增加2,421万元。房地产方面, 合营企业成都同基置业有限公司开发房地产项目一期交房确认收入, 投资收益相应增加, 实现利润总额6,607万元, 同比增加8,988万元。2019年一季度公司研发投入、电机等新兴产业投入增加, 公司总部、技术中心及电机等其他业务费用开支增加, 同比增支3,926万元。
- **聚焦钨钼、稀土和能源新材料三大主业。**公司坚持“依靠硬质合金发展把厦钨做强, 依靠稀土和能源新材料发展把厦钨做大”的战略方针, 持续优化和丰富产业结构。公司钨材料产业主要产品产能处于全球领先地位, 其中钨冶炼产品年生产能力3万吨, 居世界第一; 硬质合金出口量占全国30%以上, 灯用钨丝市场占有率70%, 位居全球第一。在稀土产业领域, 作为全国六大稀土集团之一, 公司形成了从稀土矿山开发、冶炼分离、稀土功能材料和科研应用等较为完整的产业体系。在电池材料领域, 公司当前的锂离子正极材料产能合计为3.7万吨, 其中锰酸锂1000吨、钴酸锂15000吨、三元材料8000吨和磷酸铁锂约500吨、三元材料20500吨。产销规模位居国内前列, 是国内最具竞争力的能源新材料产业基地。未来五年, 公司确定了专注于钨钼、稀土和能源新材料三大核心业务的战略定位。
- **公司资源丰富, 钨和稀土产业链完整。**钨方面, 公司拥有三个钨矿生产企业: 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。稀土方面，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，公司下属长汀赤钨公司受托管理福建稀有稀土集团长汀分公司，经营管理长汀中坊稀土矿。能源新材料方面，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，公司攻克钨钴合金综合回收技术，有价金属全回收、低成本三元材料及绿色回收技术取得突破性进展。公司拥有完整钨产业链和稀土产业链。一体化产业链使公司能够根据产业链上下游的技术变化、产能变化、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。公司调整产品结构，处置了 PCB 生产线，投资扩产盈利前景好的硬质合金深加工等产品。

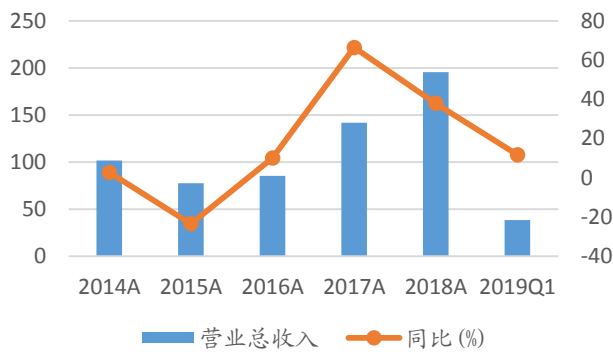
- **重点项目有序推进，产能持续提升。**（1）厦钨新能源电池材料扩产项目。三明基地 6 千吨项目一期已建成投产；二期设备选型已经开始，计划 2019 年 8 月投产；宁德基地年产 1 万吨车用动力锂离子正极材料生产线项目 2018 年底进行设备安装，正在安装调试；海沧基地 1 万吨车用锂离子三元正极材料项目一期 6000 吨已建成投产，二期设备正在安装调试。（2）厦门金鹭切削刀具扩产项目。年产 4 千万片数控刀片和年产 7 百万件整体刀具的扩产项目，2018 年底完成新刀片车间主体工程，2019 年 3 月土建竣工；整体刀具扩产项目部分设备到位安装。（3）天津百斯图刀体扩产项目。2018 年底完成土地合同签订、环评、环评和施工招投标工作，2019 年 2 月主体工程开建。（4）长汀金龙磁性材料扩产项目。2018 年底前完成 1500 吨新增产能投产（除熔炼及烧结工序外）。因磁材市场销售萎缩，放缓投资进度，预计 2019 年底完成全部 3000 吨新增产能投产。
- **钨企停产或促进钨价企稳回升。**近期赣州市仲钨酸铵冶炼 (APT) 生产企业集体发出倡议书，一致同意从 6 月起停产或减产，决定停产的企业停产时间不少于 15 天，决定减产的企业 APT 当月产量减产不少于 30%。同时，上述企业向全国钨企业发出“控制产能、降低产量”的呼吁，并建议政府有关部门严控新增钨冶炼产能。供给减少，可能促进钨价企稳回升。
- **稀土价格有望保持上涨态势。**发改委近期连续召开稀土相关会议，与会的对象分别是产业专家、稀土企业和产地主管机构，讨论议题主要涉及稀土环保、稀土产业链、稀土集约化和高阶发展等。随后发改委下发《关于开展稀土等战略性矿产资源情况调研的通知》，自 6 月 10 日起，由国家发改委、工信部、自然资源部相关司局负责人分别带队调研。预计稀土产业有可能出现新一轮的政策规范，包含环保检查、指标核查和战略储备等。如果政策执行有力，这将有利于稀土价格的上升。此外，缅甸封关继续执行，禁止缅甸稀土矿物进口，中重稀土价格继续保持上涨。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-2021 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.40 元、0.51 元和 0.59 元，按 6 月 11 日收盘价 15.68 元计算，对应的 PE 分别是 39.1 倍、30.6 倍和 26.8 倍，由于钨和稀土价格存在向好的可能，公司估值处于行业合理水平，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）宏观经济下行，下游需求不振；（2）行业政策执行力度不及预期；（3）公司项目进展不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14188.3	19556.8	21512.5	23663.7	26030.1
增长比率	66.4%	37.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	618.4	499.1	566.5	725.3	827.9
增长比率	320.7%	-19.3%	13.5%	28.0%	14.2%
每股收益(元)	0.44	0.35	0.40	0.51	0.59
市盈率(倍)	35.8	44.4	39.1	30.6	26.8

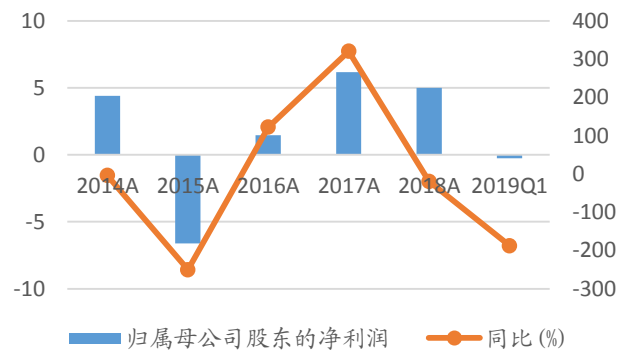
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营收及同比增速



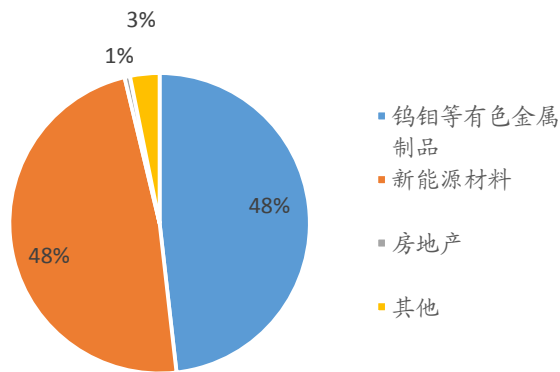
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司归属母公司股东净利润及同比增速



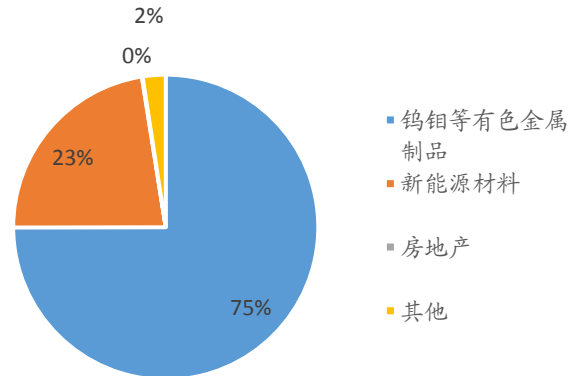
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2018 年公司主营收入构成



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2018 年公司毛利构成



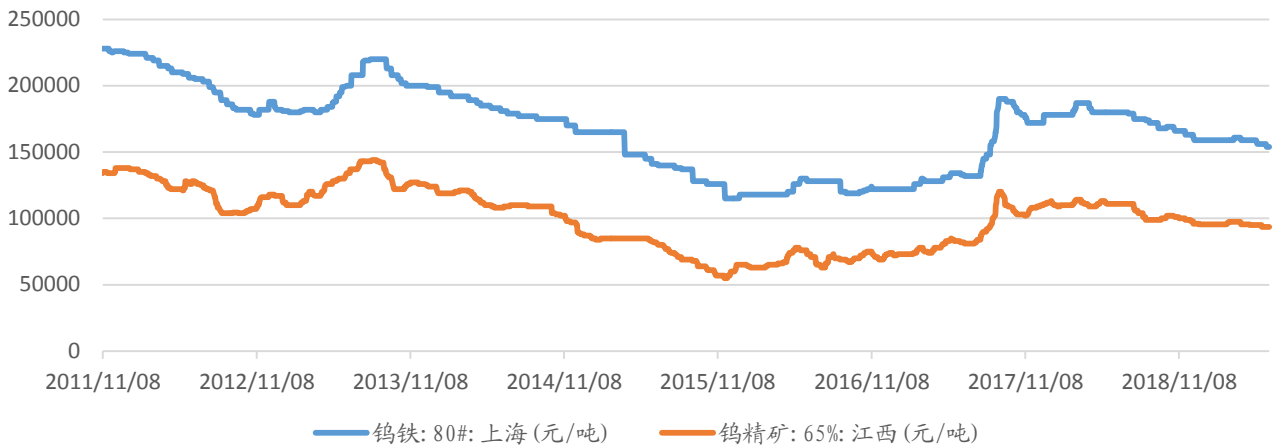
资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 2018 年公司主要产品产销量及库存情况

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
APT(吨)	24,783.46	9,323.00	1,518.74	47.58	-21.46	727.29
钨粉末产品(吨)	9,526.00	9,374.00	1,355.00	8.1	12.73	-37.4
硬质合金合计(吨)	5,687.81	5,423.44	1,086.87	23.68	24.3	27.78
PCB 工具 (万件)	3,412.92	3,329.94	773.35	17.04	20.21	-33.45
整体刀具 (万件)	842.44	803.56	259.82	14.38	25.05	14.46
数控刀片 (万件)	3,411.18	3,117.12	1,020.78	36.25	36.87	42.17
细钨丝 (亿米)	59.56	59.55	5.73	-13.86	-12.18	-23.9
贮氢合金粉 (吨)	2,687.81	2,613.82	254.19	3.42	1.02	40.08
锂离子材料 (吨)	25,184.64	25,034.01	2,173.18	31.49	45	55.81
稀土氧化物 (吨)	3,288.45	2,630.98	828.89	97.13	-4	-3.9
稀土金属 (吨)	1,990.23	2,396.00	132.51	10.07	18.82	-8.42
磁性材料 (吨)	2,951.79	3,003.33	373.09	19.66	22.86	-18.35

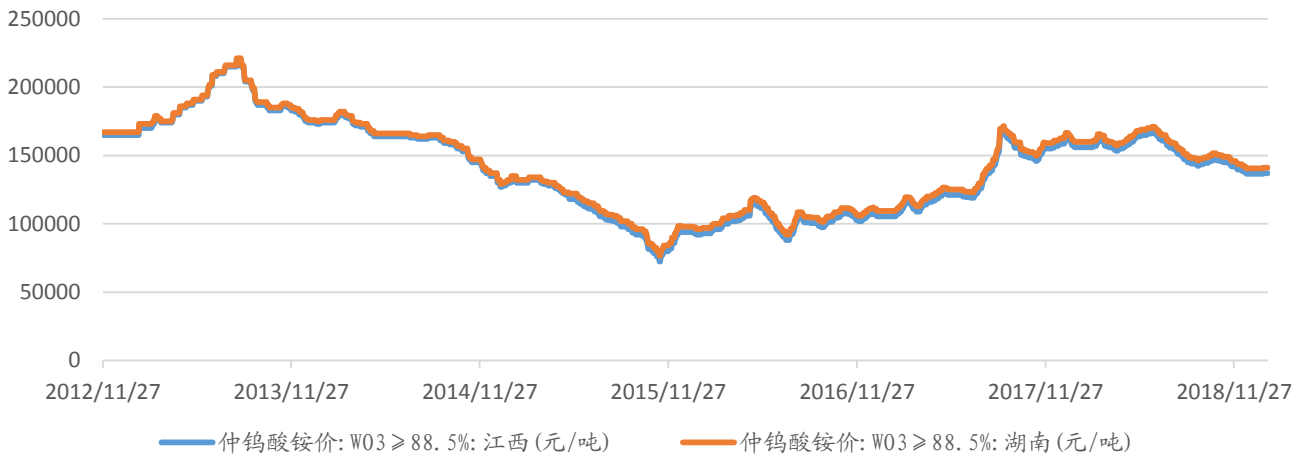
资料来源: 公司 2018 年年报, 中原证券

图 5: 钨铁和钨精矿价格走势



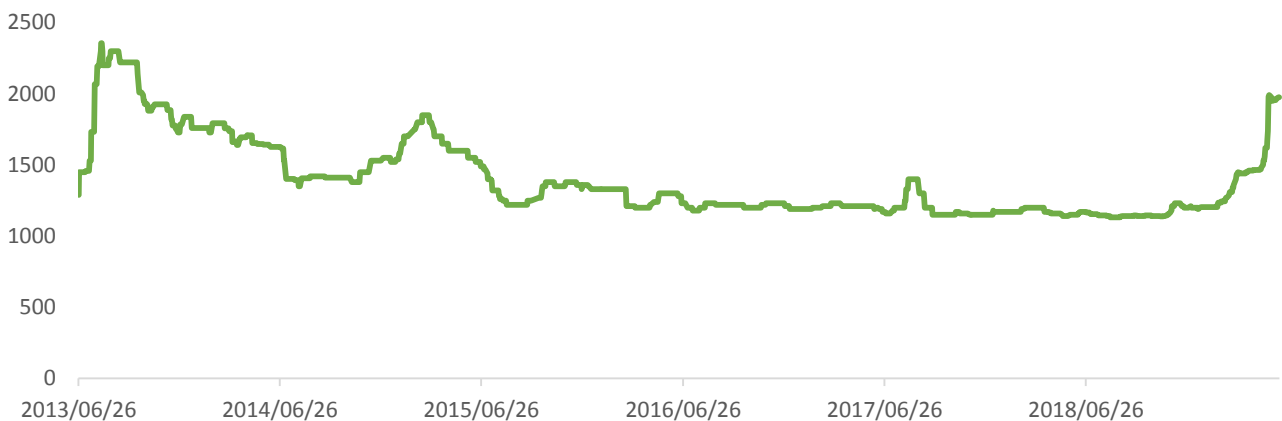
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 仲钨酸铵价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 氧化镨价格(元/公斤)走势



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14188.3	19556.8	21512.5	23663.7	26030.1	成长性					
减: 营业成本	11,084.5	16,251.8	17,855.4	19,640.9	21,605.0	营业收入增长率	66.4%	37.8%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	188.5	134.6	316.9	275.3	288.5	营业利润增长率	254.1%	-17.9%	26.5%	23.2%	16.1%
销售费用	297.5	348.1	482.3	482.6	525.9	净利润增长率	320.7%	-19.3%	13.5%	28.0%	14.2%
管理费用	1,215.2	650.0	1,075.6	1,183.2	1,301.5	EBITDA 增长率	76.5%	37.2%	-12.4%	11.9%	8.3%
财务费用	301.2	394.8	454.9	439.8	406.5	EBIT 增长率	169.1%	49.9%	-15.2%	16.1%	10.8%
资产减值损失	124.0	187.9	115.8	142.6	148.8	NOPLAT 增长率	236.2%	-4.8%	13.9%	16.1%	10.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.8%	16.0%	2.8%	-4.6%	8.6%
投资和汇兑收益	66.0	31.7	44.0	47.2	41.0	净资产增长率	7.8%	4.7%	4.8%	8.2%	8.4%
营业利润	1,208.0	992.4	1,255.5	1,546.6	1,794.9	利润率					
加: 营业外净收支	-17.2	-5.1	20.4	-0.6	4.9	毛利率	21.9%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
利润总额	1,190.8	987.3	1,275.9	1,546.0	1,799.8	营业利润率	8.5%	5.1%	5.8%	6.5%	6.9%
减: 所得税	256.8	185.6	319.0	386.5	450.0	净利润率	4.4%	2.6%	2.6%	3.1%	3.2%
净利润	618.4	499.1	566.5	725.3	827.9	EBITDA/营业收入	13.7%	13.6%	10.8%	11.0%	10.8%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	9.5%	10.3%	8.0%	8.4%	8.5%
货币资金	984.3	1,243.1	1,721.0	1,893.1	2,082.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	140	106	96	79	64
应收帐款	2,174.8	2,580.3	3,385.5	2,703.2	4,045.2	流动营业资本周转天数	108	117	123	119	121
应收票据	811.9	605.0	1,297.0	683.7	1,438.3	流动资产周转天数	216	200	239	222	222
预付帐款	349.3	479.9	432.0	565.2	535.7	应收帐款周转天数	45	44	50	46	47
存货	5,184.9	6,300.5	9,164.6	6,303.3	10,695.4	存货周转天数	111	106	129	118	118
其他流动资产	237.2	775.3	545.2	519.2	613.2	总资产周转天数	436	381	408	366	344
可供出售金融资产	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3	投资资本周转天数	289	267	264	238	220
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	933.7	980.5	980.5	980.5	980.5	ROE	9.0%	6.9%	7.7%	9.5%	10.3%
投资性房地产	333.0	347.5	347.5	347.5	347.5	ROA	5.0%	3.6%	3.6%	5.3%	4.8%
固定资产	5,513.7	6,043.8	5,469.6	4,895.4	4,321.2	ROIC	12.6%	8.4%	8.2%	9.3%	10.8%
在建工程	606.2	1,175.9	1,175.9	1,175.9	1,175.9	费用率					
无形资产	773.3	877.5	833.5	789.5	745.5	销售费用率	2.1%	1.8%	2.2%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	929.2	1,076.6	915.1	946.4	946.4	管理费用率	8.6%	3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	18,850.6	22,505.2	26,286.7	21,822.2	27,946.6	财务费用率	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%	1.6%
短期债务	4,867.3	5,867.9	7,001.7	5,680.8	6,089.9	三费/营业收入	12.8%	7.1%	9.4%	8.9%	8.6%
应付帐款	1,896.7	1,565.6	3,135.1	1,732.6	3,482.4	偿债能力					
应付票据	336.6	1,174.8	2,572.1	462.3	2,831.3	资产负债率	53.6%	59.3%	63.5%	52.4%	59.7%
其他流动负债	1,100.1	2,360.4	2,072.8	1,657.0	2,285.0	负债权益比	115.5%	145.6%	173.7%	110.1%	148.2%
长期借款	284.0	188.0	-	-	-	流动比率	1.19	1.09	1.12	1.33	1.32
其他非流动负债	1,618.1	2,186.0	1,900.6	1,901.6	1,996.1	速动比率	0.56	0.52	0.50	0.67	0.59
负债总额	10,102.8	13,342.7	16,682.2	11,434.2	16,684.7	利息保障倍数	4.46	5.11	3.76	4.52	5.42
少数股东权益	1,851.2	1,915.7	2,286.6	2,713.6	3,223.9	分红指标					
股本	1,086.6	1,413.3	1,413.3	1,413.3	1,413.3	DPS(元)	0.15	0.15	0.30	0.26	0.33
留存收益	5,765.1	5,762.6	5,904.6	6,261.1	6,624.7	分红比率	35.1%	42.5%	74.9%	50.8%	56.1%
股东权益	8,747.7	9,162.5	9,604.5	10,388.0	11,261.9	股息收益率	1.0%	1.0%	1.9%	1.7%	2.1%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	934.0	801.7	566.5	725.3	827.9	EPS(元)	0.44	0.35	0.40	0.51	0.59
加: 折旧和摊销	612.7	657.6	618.2	618.2	618.2	BVPS(元)	4.88	5.13	5.18	5.43	5.69
资产减值准备	124.0	187.9	-	-	-	PE(X)	35.8	44.4	39.1	30.6	26.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8
财务费用	300.5	390.2	454.9	439.8	406.5	P/FCF	445.7	41.1	50.3	152.7	154.6
投资收益	-66.0	-31.7	-44.0	-47.2	-41.0	P/S	1.6	1.1	1.0	0.9	0.9
少数股东损益	315.6	302.7	390.4	434.2	522.0	EV/EBITDA	12.1	11.5	13.2	11.4	10.9
营运资金的变动	-2,912.1	-1,728.5	-886.5	91.7	-1,926.0	CAGR(%)	7.5%	19.0%	47.4%	7.5%	19.0%
经营活动产生现金流量	-930.4	371.4	1,099.5	2,262.0	407.5	PEG	4.8	2.3	0.8	4.1	1.4
投资活动产生现金流量	-633.0	-1,405.4	44.0	47.2	41.0	ROIC/WACC	1.4	0.9	0.9	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	1,525.6	1,317.9	-665.6	-2,137.1	-259.1	REP	1.2	2.1	2.1	1.9	1.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

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。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。