

## 钨价格下跌影响利润，稀土、电池有望增利

## ——厦门钨业（600549）年报点评报告

**事件：**近期公司发布2019公司年报，2019年由于钨产品价格震荡下行、锂电池行业需求放缓，公司实现营业收入173.96亿元，同比下降11.05%，净利润2.61亿元，同比下降47.76%。

**投资要点：**

- 钨铜板块需求低迷，毛利率略有下滑：**2019年，公司钨相关产品营收降幅明显，实现营业收入73.53亿元，同比下降22.00%，盈利能力略有下降、毛利率为24.84%，比上年下降1.45个百分点。受新冠疫情影响，预计钨行业需求短期难以复苏，中长期内因经济衰退或导致钨下游需求增速放缓；供给端来看，短期内供应过剩或将持续。我们认为2020年该板块毛利或将小幅下降。
- 优化库存降本增效，稀土业务盈利改善：**2019年，受缅甸矿进口封关和开关、贸易摩擦等因素影响，稀土价格出现阶段性涨落。由于子公司福建长汀金龙调整原材料采购策略、进行库存管理，磁性材料、发光材料产品盈利能力有所改善，公司该板块实现营收24.63亿元，同比增加10.33%，毛利率为11.50%，比上年增加10.68个百分点。
- 新能源汽车补贴延期，电池材料有望增利：**2019年，受新能源汽车补贴退坡、3C市场需求低迷影响，电池材料需求增速趋缓，该板块实现营收71.63亿元，同比增加0.02%，毛利率下降2.01个百分点至8.12%。短期内新能源汽车产业链受疫情冲击明显，但不改新能源汽车长期发展趋势，叠加目前钴锂行业供应过剩，预计2022年该板块盈利能力或将有所提升。
- 经营活动现金流大幅提升，现金结构改善：**报告期内，受益于公司加强营运资金管理、控制采购和库存，经营活动产生的现金流量净额为19.05亿元、比去年增加412.81%。由于现金充足，报告期内资金需求减少、筹资净流入下降，现金流结构改善。
- 盈利预测与投资建议：**考虑到公司产品结构不断改善、成本得以有效控制，预计20-22年公司归母净利润分别为2.51亿元、3.18亿元和4.46亿元，EPS分别为0.18、0.23和0.32元/股，维持“增持”评级。
- 风险因素：**钨相关产品需求不及预期，电池材料行业竞争加剧导致产品需求增速低于预期，经济衰退风险。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	173.96	182.84	181.47	188.94
增长比率(%)	-11.05	5.11	-0.75	4.12
归母净利润(亿元)	2.61	2.51	3.18	4.46
增长比率(%)	-47.76	-3.61	26.65	40.13
每股收益(元)	0.19	0.18	0.23	0.32
市盈率(倍)	62.46	64.80	51.16	36.51

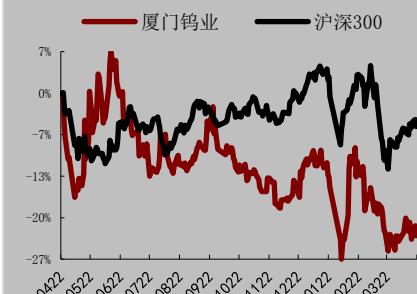
资料来源：Wind，万联证券研究所

**增持（维持）**

日期：2020年04月22日

**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)	1,406.05
流通A股(百万股)	1,406.05
收盘价(元)	11.34
总市值(亿元)	159.45
流通A股市值(亿元)	159.45

**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：2020年04月21日

**相关研究**

万联证券研究所 20191028\_厦门钨业季报点评\_AAA

万联证券研究所 20190506\_厦门钨业年报点评\_AAA

万联证券研究所 20180330\_公司点评报告\_AAA\_厦门钨业（600549）点评报告

**分析师：** 王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

**研究助理：** 夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

**资产负债表**

至12月31日	单位:亿元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	108.08	119.43	122.91	127.20
货币资金	16.56	15.60	21.50	23.19
应收票据及应收账款	20.80	21.86	21.70	22.59
其他应收款	3.80	3.65	3.70	3.87
预付账款	1.24	2.98	2.66	2.61
存货	48.12	57.42	55.08	56.75
其他流动资产	17.56	17.91	18.27	18.18
<b>非流动资产</b>	126.64	139.10	151.36	165.28
长期股权投资	11.82	12.82	13.33	14.08
固定资产	71.31	81.14	89.01	97.28
在建工程	10.35	8.93	8.93	9.93
无形资产	12.68	15.58	18.78	21.86
其他长期资产	20.48	20.62	21.31	22.13
<b>资产总计</b>	234.71	258.52	274.27	292.48
<b>流动负债</b>	108.55	126.50	133.96	142.33
短期借款	61.85	61.85	67.85	71.85
应付票据及应付账款	19.72	20.86	20.65	21.35
预收账款	0.87	0.93	0.90	0.94
其他流动负债	26.11	42.86	44.57	48.18
<b>非流动负债</b>	28.40	29.53	33.08	37.08
长期借款	6.14	8.27	10.27	11.27
应付债券	17.25	16.25	17.80	20.80
其他非流动负债	5.01	5.01	5.01	5.01
<b>负债合计</b>	136.96	156.03	167.05	179.41
股本	14.06	14.06	14.06	14.06
资本公积	30.95	30.95	30.95	30.95
留存收益	27.46	29.28	30.96	33.81
归属母公司股东权益	73.74	75.56	77.24	80.09
少数股东权益	24.01	26.93	29.98	32.98
<b>负债和股东权益</b>	234.71	258.52	274.27	292.48

**现金流量表**

至12月31日	单位:亿元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	19.05	15.04	21.35	19.32
净利润	5.60	5.43	6.23	7.46
折旧摊销	7.51	7.42	5.91	6.05
营运资金变动	2.63	0.38	6.76	3.10
其它	3.31	1.81	2.44	2.71
<b>投资活动现金流</b>	-20.79	-18.65	-16.83	-18.52
资本支出	-15.64	-18.28	-16.84	-18.39
投资变动	-5.63	-0.91	-0.60	-0.85
其他	0.47	0.54	0.61	0.73
<b>筹资活动现金流</b>	5.85	2.64	1.39	0.88
银行借款	88.36	2.13	8.00	5.00
债券融资	0.00	-1.00	1.55	3.00
股权融资	6.41	0.00	0.00	0.00
其他	-88.92	1.51	-8.16	-7.12
<b>现金净增加额</b>	4.15	-0.97	5.91	1.69
<b>期初现金余额</b>	12.22	16.56	15.60	21.50
<b>期末现金余额</b>	16.37	15.60	21.50	23.19

资料来源: 公司公告, 万联证券

**利润表**

至12月31日	单位:亿元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	173.96	182.84	181.47	188.94
营业成本	145.82	154.29	152.70	157.90
营业税金及附加	2.52	2.65	2.63	2.74
销售费用	3.57	3.75	3.72	3.88
管理费用	6.60	6.94	6.89	7.17
研发费用	8.36	8.78	8.72	9.08
财务费用	4.59	3.41	3.65	4.00
资产减值损失	-1.69	0.56	0.05	0.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.69	1.13	1.20	1.32
资产处置收益	0.00	0.04	0.04	0.04
<b>营业利润</b>	5.68	5.99	6.68	7.93
营业外收入	0.15	0.20	0.25	0.25
营业外支出	0.29	0.20	0.20	0.20
<b>利润总额</b>	5.54	5.99	6.73	7.98
所得税	-0.07	0.55	0.49	0.52
<b>净利润</b>	5.60	5.43	6.23	7.46
少数股东损益	3.00	2.92	3.05	3.00
归属母公司净利润	2.61	2.51	3.18	4.46
EBITDA	14.59	13.85	12.72	14.23
EPS (元)	0.19	0.18	0.23	0.32

**主要财务比率**

至12月31日	单位:亿元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-11.05%	5.11%	-0.75%	4.12%
营业利润	-42.80%	5.48%	11.55%	18.77%
归属于母公司净利润	-47.76%	-3.61%	26.65%	40.13%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.17%	15.62%	15.85%	16.43%
净利率	3.22%	2.97%	3.43%	3.95%
ROE	3.53%	3.33%	4.12%	5.57%
ROIC	3.90%	2.98%	3.05%	3.48%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.35%	60.36%	60.91%	61.34%
净负债比率	140.10%	152.25%	155.80%	158.67%
流动比率	1.00	0.94	0.92	0.89
速动比率	0.54	0.47	0.49	0.48
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.74	0.71	0.66	0.65
应收账款周转率	8.40	8.40	8.40	8.40
存货周转率	3.62	3.18	3.29	3.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.19	0.18	0.23	0.32
每股经营现金流	1.35	1.07	1.52	1.37
每股净资产	5.24	5.37	5.49	5.70
<b>估值比率</b>				
P/E	62.46	64.80	51.16	36.51
P/B	2.21	2.15	2.11	2.03
EV/EBITDA	17.33	17.35	18.94	17.28

## 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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

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提供。

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

电话：021-60883482 传真：021-60883484

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