

强烈推荐-A (首次)

厦门钨业 600549.SH

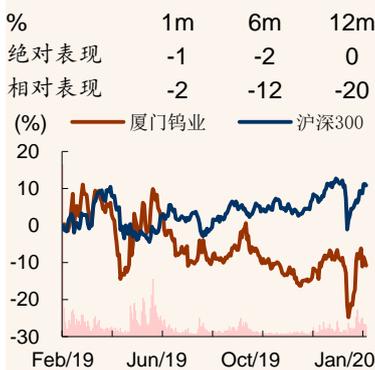
目标估值: Na0.00 元
 当前股价: 12.78 元
 2020 年 02 月 21 日

粉末材料巨头，盈利有望反转

基础数据

上证综指	3031
总股本(万股)	140605
已上市流通股(万股)	140605
总市值(亿元)	180
流通市值(亿元)	180
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	2.2
资产负债率	59.1%
主要股东	福建省稀有稀土(集团)
主要股东持股比例	31.88%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

我们近期对公司进行了电话调研, 发现公司基本面已经发生重大变化。

- **钴价上涨, 正极材料业务盈利回升。**公司是正极材料领域国内龙头公司之一, 产品成功进入松下、三星、ATL、CATL、BYD 和中航锂电等国内外知名企业, 公司 2019 年正极材料出货量 40,080 吨, 国内第一, 同比增长 56%。其中钴酸锂 22,000 吨 (国内第一), NCM 三元材料出货量 18,000 吨。预计 2021 年产能有望达到 8 万吨。公司年消耗钴 15,000 吨以上 (估算), 2019 年之前估价下跌对公司盈利造成较大负面影响, 伴随供需关系改善, 预计钴价缓慢上涨, 公司正极材料业务盈利触底回升。
- **钨价回升途中, 盈利改善空间大。**公司是目前世界上最大的钨冶炼产品加工企业及最大的钨粉生产基地之一, 拥有完整产业链, 在钨冶炼、钨粉末和硬质合金深加工领域拥有较为突出的竞争优势, 公司产能产量持续增长。由于产业链较长, 库存总量较高, 钨无法套期保值, 2019 年钨价下跌 20%, 公司钨业务盈利受损。钨供需格局较好, 2019 年钨价下跌的主要原因是泛亚交易所钨库存被司法拍卖, 市场担忧可流动库存增加。拍卖结束后, 钨价逐步回升, 预计钨价未来缓慢上行。公司钨业务触底回升。
- **公司依托稀土, 大力发展磁性材料。**公司作为六大稀土集团之一, 基本完成了对福建省的稀土资源整合。2019 年公司离子型稀土 (中重稀土) 开采配额 3440 吨, 占到国内配额的 18% (总额 19150 吨), 冶炼分离配额 3963 吨。磁性材料产量从 2015 年的 1316 吨提升到 2018 年 2952 吨, 2019 年新增 3000 吨产能。伴随磁性材料业务产能利用率提升和稀土产量增长, 公司稀土业务毛利率从 2018 年的 1% 提升到 2019 年内的 12%。
- **“强烈推荐-A”投资评级。**伴随钴和钨价格触底回升。我们预计公司 2019-2021 年实现净利润 266、636、819 百万元, 对应 eps 0.19、0.45、0.58 元, 对应 P/E 67.8、28.4、22.0 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 钴酸锂价格下跌、钨价下跌、稀土价格下跌、需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	14188	19557	17420	22703	27541
同比增长	66%	38%	-11%	30%	21%
营业利润(百万元)	1208	992	502	1347	1765
同比增长	254%	-18%	-49%	168%	31%
净利润(百万元)	619	499	266	636	819
同比增长	321%	-19%	-47%	139%	29%
每股收益(元)	0.57	0.35	0.19	0.45	0.58
PE	22.4	36.2	67.8	28.4	22.0
PB	2.0	2.5	2.5	2.3	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

正极材料业务预计将触底回升.....	3
钴酸锂业务受益小型锂电池的快速发展.....	4
钨价触底回升.....	5
稀土磁材一体化，盈亏大幅提升.....	7
治理结构持续改善.....	8
强烈推荐评级.....	9

图表目录

图 1 公司正极材料产量（吨）.....	3
图 2 公司钴酸锂和镍钴锰三元材料出货量.....	3
图 3 硫酸钴价格在 2019 年上半年之前大幅下跌.....	4
图 4 厦门钨业电池材料业务毛利率大幅下滑.....	4
图 5 厦门钨业钴酸锂市占率 33%.....	4
图 6 国内钴酸锂产能利用率提升.....	5
图 7 公司的钨产业链较长.....	5
图 8 2019 年钨价大幅下跌 18%.....	7
图 9 镨钕价格位于底部.....	8
图 10 重稀土价格供需紧张，价格偏高.....	8
图 11：厦门钨业历史 PE Band.....	9
图 12：厦门钨业历史 PB Band.....	9
表 1：厦门钨业的正极材料公司.....	3
表 2：公司钨矿储量丰富.....	5
表 3：钨矿业务盈利能力强（百万元）.....	6
表 4：钨深加工产品快速增长.....	6
表 5：部分深加工产品维持较高毛利率（百万元）.....	6
表 6：钨钼业务 2019 年钨价下跌盈利恶化.....	6
表 7：磁性材料业务盈利能力大幅提升.....	7
附：财务预测表.....	10

正极材料业务预计将触底回升

公司是正极材料领域国内龙头公司之一，建设了锂电正极材料和镍氢电池负极材料（贮氢合金）两大产品线，其中锂电正极材料覆盖了钴酸锂、三元材料、锰酸锂和磷酸铁锂等主流品种。产品成功进入松下、三星、ATL、CATL 等国内外知名企业，成为中国主要的车载动力电池材料供应商之一。

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

根据高工锂电数据，公司 2019 年正极材料出货量 40,080 吨，国内第一，同比增长 56%。其中钴酸锂 22,000 吨，NCM 三元材料出货量 18,000 吨。

图 1 公司正极材料产量（吨）



资料来源：公司年报，招商证券

图 2 公司钴酸锂和镍钴锰三元材料出货量



资料来源：高工锂电，招商证券

截止日前，公司正极材料产能 5 万吨，预计 2020 年新增产能 1 万吨。若需求旺盛，预计公司 2021 年继续新增产能 2 万吨。届时公司的产能可以达到 8 万吨。

公司的正极材料主要通过这三个平台公司生产。

表 1：厦门钨业的正极材料公司

	持股比例	收入 (万元)		净利润	
		2018 年	2019H1	2018	2019H1
厦门厦钨新能源材料有限公司	53%	702,781	329,517	8,035	-1,776
三明厦钨新能源材料有限公司	48.28				
宁德厦钨新能源材料有限公司	70%				

资料来源：公司年报，三明厦钨和宁德厦钨为间接持股，收入利润未公告。

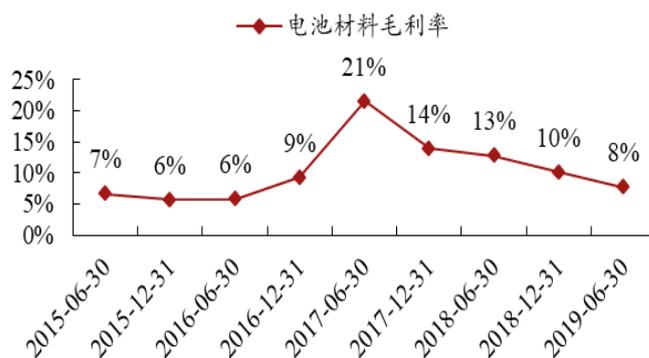
钴酸锂成本中钴含量 60%，锂含量 38%（折碳酸锂）。三元材料中钴含量也在 12% 左右。正极材料采用成本加成方式定价，在原材料价格下跌周期中，原材料先于产品售价下跌，造成毛利率下降。原材料和正极材料的价格下跌也会引发下游客户的去库存行为，对订单量造成负面影响。

图3 硫酸钴价格在2019年上半年之前大幅下跌



资料来源: wind, 招商证券

图4 厦门钨业电池材料业务毛利率大幅下滑



资料来源: wind, 招商证券

钴价触底回升, 公司电池材料业务盈利也触底回升。公司2019上半年消化期初高价钴原料库存, 造成亏损, 2019年第三季度主要原料钴价格回升, 库存钴跌价风险消除, **2019第三季度公司电池材料业务实现盈利, 实现利润总额2,598万元, 但同比仍减少52%。**

钴酸锂业务受益小型锂电池的快速发展

除了传统的手机和笔记本外, 钴酸锂在无人机、航模、电子烟、蓝牙耳机等领域焕发新机。最近4年我国钴酸锂出货量保持约20%的增速。2019年我国出货量66,200吨, 同比增长22%。钴酸锂市场格局相对稳定, 前十大供应商市占率96%, 前五大供应商市占率78%。

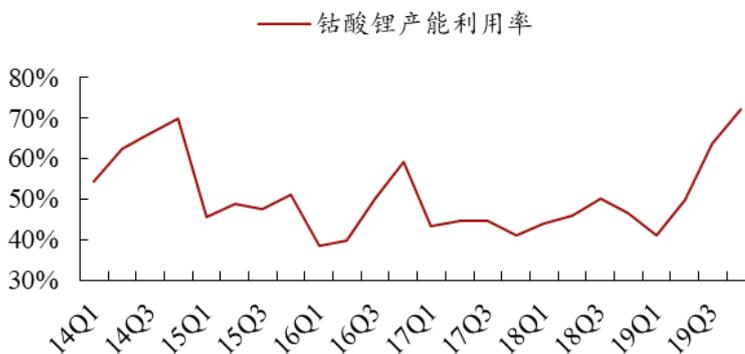
厦钨新能源开发了4.45V高电压钴酸锂, 处于行业领先地位。公司2019年出货量约40,080吨, 增长33%, 市占率从27%升到33%。

图5 厦门钨业钴酸锂市占率33%



资料来源: 高工锂电, 招商证券

图 6 国内钴酸锂产能利用率提升

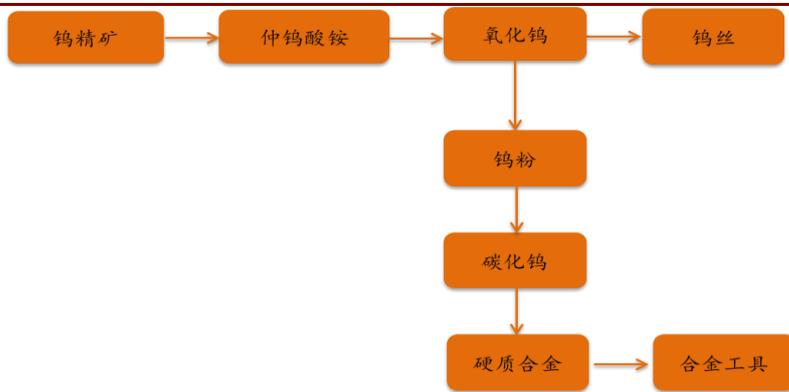


资料来源：高工锂电，招商证券

钨价触底回升

公司是目前世界上最大的钨冶炼产品加工企业及最大的钨粉生产基地之一，拥有完整产业链，在钨冶炼、钨粉末和硬质合金深加工领域拥有较为突出的竞争优势。生产的钨丝占国内市场约 70% 的份额，在高端市场上占有约 80% 的份额；生产的硬质合金产品具有质量优、单价高的特点，产销规模为国内前列。公司多款“金鹭”牌钨合金和“虹鹭”牌钨丝产品获得国家重点新产品和福建省名牌产品称号。

图 7 公司的钨产业链较长



资料来源：招商证券

目前控制三个矿业公司，合计钨储量 88.6 万吨，权益量 83.3 万吨，占全国累计探明储量（637.5 万吨）的 14%。钨精矿产能为 8,000 吨，因成本较低，公司钨精矿盈利能力较强。

表 2：公司钨矿储量丰富

矿山	钨储量(万)	品位(%)	权益(%)	权益储量	类型	所在地
宁化行洛	24.86	0.21	99	24.6	黑白钨	福建
洛阳豫鹭	12.78	0.16	60	7.7	白钨、钼	河南
都昌金鼎	51	0.145	100	51	钨、钼	江西
合计	88.64			83.3		

资料来源：公司公告

表 3: 钨矿业务盈利能力强 (百万元)

	收入			归母净利润			净利润率		
	2017	2018	2019H1	2017	2018	2019H1	2017	2018	2019H1
宁化行洛坑钨矿有限公司	353	425	181	104	144	61	30%	34%	34%
洛阳豫鹭矿业有限公司	402	424	164	216	228	89	54%	54%	54%
江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司	237	307	151	3	65	31	1%	21%	20%

资料来源: 公司公告, 招商证券

公司钨深加工业务维持较高的增速, 公司目前拥有 3 万吨 APT、15000 吨钨粉、6000 吨硬质合金产能。以整体刀具和棒材为代表的深加工产品毛利率始终维持在高位。

表 4: 钨深加工产品快速增长

产量	2015	2016	2017	2018
APT(吨)	17,583	16,352	16,793	24,783
钨粉末产品(吨)	6,261	6,495	8,813	9,526
硬质合金合计(吨)	2,583	3,031	4,599	5,688
PCB 工具(万件)	2,210	2,603	2,916	3,413
整体刀具(万件)	387	342	737	842
数控刀片(万件)	998	1,590	2,504	3,411
同比增速				
APT(吨)		-7%	3%	48%
钨粉末产品(吨)		4%	36%	8%
硬质合金合计(吨)		17%	52%	24%
PCB 工具(万件)		18%	12%	17%
整体刀具(万件)		-12%	115%	14%
数控刀片(万件)		59%	57%	36%

资料来源: 公司公告

表 5: 部分深加工产品维持较高毛利率 (百万元)

	收入		增速	毛利率	
	2017	2018		2017	2018
合金棒材	531	935	76%	38%	27%
数控刀片	221	319	44%	37%	39%
整体刀具	297	366	23%	41%	38%

资料来源: 公司公告

钨价下跌, 预计 2019 年钨加工利润受损。预计 2020 年伴随钨价止跌回升, 该部分业务利润弹性较大。

表 6: 钨钼业务 2019 年钨价下跌盈利恶化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2020
收入	6,240	5,636	5,696	5,548	4,438	4,593	6,887	9,427	3,732	
毛利	1,762	1,438	1,633	1,404	1,002	1,163	2,061	2,478	872	
毛利率(%)	28.24	25.51	28.68	25.30	22.57	25.31	29.92	26.29	23.36	
价格:	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
钨精矿:65%	135,974	120,144	126,926	109,406	74,747	69,241	90,154	106,185	87,504	87,645
APT:88.50%	212,132	185,492	194,335	167,169	116,281	105,614	138,470	168,092	135,488	134,533
涨幅:										
钨精矿:65%		-12%	6%	-14%	-32%	-7%	30%	18%	-18%	0%
APT:88.50%		-13%	5%	-14%	-30%	-9%	31%	21%	-19%	-1%

资料来源：公司公告。价格单位为元/吨

图 8 2019 年钨价大幅下跌 18%



资料来源：wind，招商证券

稀土磁材一体化，盈亏大幅提升

有“稀土矿商开发—冶炼—分离磁性材料”以及电机产业的完整产业链。目前公司重点发展后端深加工。磁性材料近两年在风电、家电、电机领域的产销持续增长，2018 年磁材收入达 8 亿，属于国内行业前列。

公司作为六大稀土集团之一，基本完成了对福建省的稀土资源整合。2019 年公司离子型稀土（中重稀土）开采配额 3440 吨，占到国内配额的 18%（总额 19150 吨），冶炼分离配额 3963 吨。

2019 年长汀中坊稀土矿获得福建省发改委的建设项目核准批复，同意长汀中坊稀土矿项目开工建设。中坊稀土矿位于长汀县河田镇，矿区面积 6 平方公里，保有资源量为矿石量 224.47×104t，离子相稀土氧化物（REO）1258t。长汀中坊稀土矿建设项目核准是国家组建“六大”稀土集团之后，南方离子型稀土矿获得国家相关部门核准批复的第一个稀土矿山项目，也是福建省稀土矿山获得的第一个核准项目，对于将来稀土矿山公司申报稀土矿开发建设项目具有重大借鉴和指导意义。

目前公司积极开展稀土采矿证移证扩证工作、压覆性稀土回收工作以及现有稀土资源的开采回收。另外，公司积极寻找海外原材料资源，为下步拓展原料渠道打下基础。

公司依托稀土资源，大力发展磁性材料业务。公司的磁性材料产能产量持续扩张。截止 2020 年初，公司已经形成 6000 吨的稀土永磁产能，其中 2019 年新增了 3000 吨产能，产能利用率位居高位。

表 7：磁性材料业务盈利能力大幅提升

产量(吨)	2015	2016	2017	2018	2019H1
稀土氧化物	1,634	1,364	1,668	3,288	
稀土金属	520	751	1,808	1,990	
磁性材料	1,316	1,541	2,467	2,952	
产量增速					
稀土氧化物		-17%	22%	97%	
稀土金属		44%	141%	10%	
磁性材料		17%	60%	20%	

产量(吨)	2015	2016	2017	2018	2019H1
收入(百万元)			2,038	2,233	1049
稀土氧化物			643	420	
稀土金属			770	963	
磁性材料			551	761	
毛利率			7%	1%	12%
稀土氧化物			6%	-14%	
稀土金属			5%	3%	
磁性材料			-1%	6%	
毛利			143	18	128
稀土氧化物			37	(58)	
稀土金属			41	32	
磁性材料			(7)	45	

资料来源：公司公告

图 9 镨钕价格位于底部



资料来源：招商证券

图 10 重稀土价格供需紧张，价格偏高



资料来源：招商证券

治理结构持续改善

(1) 继续推进创新各种激励措施。实施第一期员工持股计划，并于 2019 年 2 月份完成购买公司股票工作；公司下属厦钨新能源增资扩股同步引入员工持股方案稳步推进。

(2) 深化实施产品事业部制。完善事业部运行机制，落实事业部权限，实行市场化核算，深度调整各基地产品结构。

(3) 革新工程技术中心运营机制。建立工程技术中心业务指挥与协调机制，实施研发项目专家辅导制，引进国内外专家，筹备院士工作站与专家工作站，与北京科技大学、北京工业大学、厦门大学、中南大学、西北工业大学等国内院校建立合作研发关系。

(4) 全面建设人才培养体系，建设精英总部，强化监督协调职能管理。实施全员培训计划，全年开展了班组长班、中阶主管班、高管班等针对 M1-M6 的层级培训；实施高端人才联合培养计划；制订吸引高端人才的优惠措施；加强核心团队引进与培养；改善核心人才的评审办法。公司重点从加强日常监督管理、建设专业协作组织和实施人才培养体系三个方面，建设精英总部。

(5) 系统改进财务分析体系。实行集团财务分析工作标准化、制度化、体系化，建立“集团总部-权属公司-产品事业部”三级财务分析体系；规范优化财务分析，建立产品事业部运营健康指标库与体检表，完善各层级的定期运营财务分析模式，实现产品事业部-权属公司-总部的财务分析成果层层承接；标准化各类分析模板和时限。

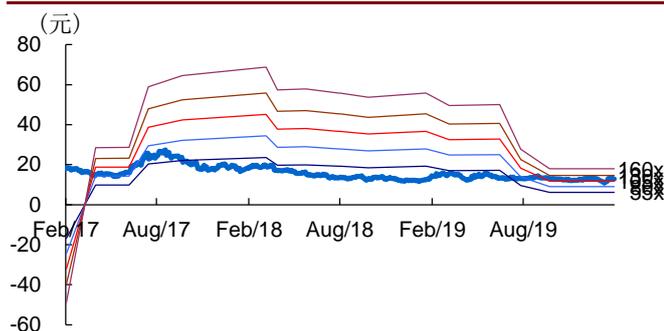
强烈推荐评级

“强烈推荐-A”投资评级。伴随钴和钨价格触底回升。我们预计公司 2019-2021 年实现净利润 266、636、819 百万元，对应 eps 0.19、0.45、0.58 元，对应 P/E 67.8、28.4、22.0 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：商品价格下跌风险、新能源需求不及预期风险。

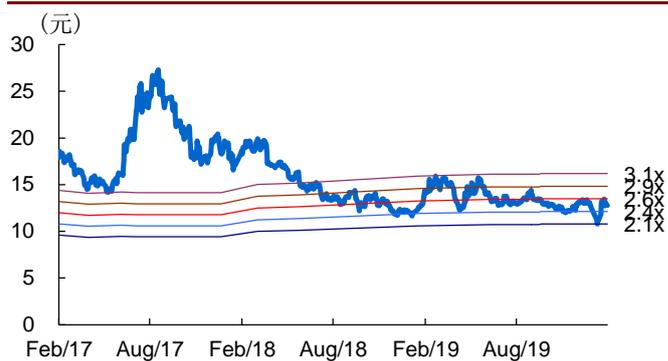
PE-PB Band

图 11：厦门钨业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 12：厦门钨业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9742	11984	11302	14547	17642
现金	984	1243	1722	2173	2608
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	812	605	539	702	852
应收款项	1938	2580	2281	2973	3606
其它应收款	237	366	326	425	516
存货	5185	6301	5640	7246	8813
其他	587	889	794	1027	1248
非流动资产	9108	10521	10353	9928	9549
长期股权投资	934	980	980	980	980
固定资产	5514	6044	5992	5669	5379
无形资产	773	878	790	711	640
其他	1888	2619	2591	2568	2550
资产总计	18851	22505	21655	24474	27191
流动负债	8201	10969	9815	11655	13197
短期借款	4867	5868	6242	7375	8228
应付账款	1760	2740	2456	3156	3838
预收账款	93	86	77	99	120
其他	1481	2275	1040	1025	1011
长期负债	1902	2374	2374	2374	2374
长期借款	284	188	188	188	188
其他	1618	2186	2186	2186	2186
负债合计	10103	13343	12189	14029	15571
股本	1087	1413	1413	1413	1413
资本公积金	3281	2998	2998	2998	2998
留存收益	2529	2836	2961	3517	4146
少数股东权益	1851	1916	2093	2517	3064
归属于母公司所有者权益	6896	7247	7372	7928	8556
负债及权益合计	18851	22505	21655	24474	27191

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(930)	371	2180	(180)	250
净利润	619	499	266	636	819
折旧摊销	613	658	746	726	680
财务费用	300	390	417	421	477
投资收益	(66)	(32)	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	(2654)	(1388)	877	(2094)	(1978)
其它	258	244	174	431	552
投资活动现金流	(633)	(1405)	(277)	0	0
资本支出	(750)	(1455)	(577)	(300)	(300)
其他投资	117	50	300	300	300
筹资活动现金流	1526	1318	(1425)	632	185
借款变动	2090	1154	(866)	1133	853
普通股增加	5	327	0	0	0
资本公积增加	7	(283)	0	0	0
股利分配	0	(54)	(141)	(80)	(191)
其他	(577)	175	(417)	(421)	(477)
现金净增加额	(38)	284	479	451	435

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14188	19557	17420	22703	27541
营业成本	11084	16252	14566	18714	22761
营业税金及附加	188	135	120	156	190
营业费用	297	348	361	408	455
管理费用	533	650	654	719	791
研发费用	682	897	911	1049	1215
财务费用	301	395	417	421	477
资产减值损失	124	188	188	188	188
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	231	300	300	300	300
营业利润	1208	992	502	1347	1765
营业外收入	14	15	15	15	15
营业外支出	31	20	20	20	20
利润总额	1191	987	497	1342	1759
所得税	257	186	53	281	394
净利润	934	802	444	1060	1365
少数股东损益	316	303	178	424	546
归属于母公司净利润	619	499	266	636	819

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	66%	38%	-11%	30%	21%
营业利润	254%	-18%	-49%	168%	31%
净利润	321%	-19%	-47%	139%	29%
获利能力					
毛利率	21.9%	16.9%	16.4%	17.6%	17.4%
净利率	4.4%	2.6%	1.5%	2.8%	3.0%
ROE	9.0%	6.9%	3.6%	8.0%	9.6%
ROIC	7.7%	6.2%	4.2%	7.2%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	53.6%	59.3%	56.3%	57.3%	57.3%
净负债比率	29.7%	32.4%	29.7%	30.9%	31.0%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
存货周转率	2.5	2.8	2.4	2.9	2.8
应收帐款周转率	6.5	6.6	5.8	7.0	6.8
应付帐款周转率	5.3	7.2	5.6	6.7	6.5
每股资料 (元)					
EPS	0.57	0.35	0.19	0.45	0.58
每股经营现金	-0.86	0.26	1.54	-0.13	0.18
每股净资产	6.35	5.13	5.22	5.61	6.05
每股股利	0.05	0.10	0.06	0.14	0.17
估值比率					
PE	22.4	36.2	67.8	28.4	22.0
PB	2.0	2.5	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.1	14.6	17.4	11.6	9.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。7年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind 最具影响力分析师等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，8年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。