经营持续向好，多因素助力业绩超预期

厦门钨业(600549)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	27.73
合理价格区间(元):	31.50~34.50

李斌 执业证书编号：S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

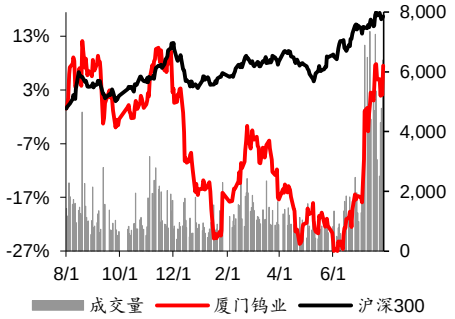
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

1《厦门钨业(600549,增持)：锂电续航，稀土钨钼开新章》2017.07
2《厦门钨业(600549,增持)：立足资源，布局正极领域》2017.02
3《厦门钨业(600549):钨价逐步回升，主业盈利好转》2016.10

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本（百万股）	1,082
流通A股（百万股）	886.57
52周内股价区间（元）	19.04-29.17
总市值（百万元）	29,992
总资产（百万元）	16,236
每股净资产（元）	6.12

资料来源：公司公告

发布17年中报业绩预告，上半年利润超预期

公司发布17年中报预告，预计上半年营业收入61.81亿元，同比增长76.62%，归属母公司净利润为4.53亿元，同比增长562.12%；二季度单季归属公司净利润为3.22亿元，环比增长约146%。报告期利润情况超出此前市场预期，主要由于各项业务盈利状况好转，钨主业量价齐升，盈利能力大幅增长，锂电材料受益于低价钴原料库存、价量提升，且上半年房地产等业务利润同比增长。

钴价大涨利好电池材料业务，规模和盈利水平同步增长

17年上半年钴价出现较快上涨，MB钴价半年涨幅达到约92.8%。上半年公司受益于低价钴原料库存和锂电材料价量的提升，业务利润得到改善。公司基于1.6万吨正极材料产能进一步提高产能利用率，继续推进在建产能。厦门和三明新建的共计1.6万吨产能预计18年下半年投产；长期来看，还将新增宁德地区的4万吨产能。产能利用率的提升带来盈利逐步改善，公司与国内外主流电池厂商合作密切，预计今年全年公司锂电材料业务盈利将有明显改善。

钨精矿价格底部回升，深加工市场持续拓展中

17年3月以来，钨精矿价格上涨超过20%，7月28日市场价格达8.9万元/吨。公司可采资源金属量超过80万吨，三个矿山目前钨精矿年产能可达1.2万吨，钨精矿盈利弹性领先行业。按照当前价格假设下，公司仅自产钨精矿年化利润可达3个亿;每万元的价格上对应理论利润增加值约1.2亿元。17年以来公司钨深加工产品稳定发展，销售规模稳步提升；九江和洛阳两个合金生产基地近年来均有项目投产，市场竞争优势稳定提升。

福建省主要稀土整合平台，后续有望继续受益行业改善

2016Q4至今，主要稀土品种涨幅40%以上，公司作为国务院和工信部认证的全国六大稀土企业集团组建单位之一，是福建省稀土资源的整合平台。公司稀土业务16年实现了扭亏，稀土矿和冶炼产量预期稳定在1000吨和2000吨的水平。我们预计2017年稀土处于供需紧平衡并将维持，环保督查和收储常态化有效控制供给，社会库存和月产量已经难满足收储和刚需；公司下半年有望继续受益行业规范化和品种价格的抬升。

多业务板块业绩改善明显，维持“增持”评级

17年上半年公司业绩改善超预期，我们适当上调盈利预测。修改17-19年钨精矿均价假设为8.5、9、9.5万元/吨，17年稀土均价同比上涨30%；锂电材料业务保持30%的增速，毛利率同比提升。预计公司2017-2019年营业收入分别为105.39、119.16和131.63亿元，归母净利润分别为7.50、8.73和10.03亿元，对应当前股价PE为40、34、30倍。参考同行业PE水平，给予17年PE45-50倍，对应股价区间31.50-34.50元。维持公司“增持”评级。

风险提示：公司项目进度不及预期；钨稀土等金属价格下跌。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7,755	8,528	10,539	11,916	13,163
+/-%	(23.54)	9.98	23.58	13.06	10.47
归属母公司净利润（百万元）	(662.48)	147.00	750.64	873.49	1,003
+/-%	(250.18)	122.19	410.63	16.37	14.80
EPS（元，最新摊薄）	(0.61)	0.14	0.69	0.81	0.93
PE（倍）	(45.27)	204.02	39.96	34.34	29.91

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,648	7,302	10,512	10,461	12,658
现金	430.67	1,041	2,451	1,634	3,068
应收账款	1,044	1,164	1,388	1,594	1,758
其他应收账款	440.69	228.94	369.29	425.46	447.30
预付账款	147.50	207.38	211.70	242.93	272.08
存货	3,956	3,569	4,576	5,034	5,543
其他流动资产	1,629	1,092	1,516	1,531	1,570
非流动资产	8,339	8,197	7,559	6,984	6,386
长期投资	644.41	610.33	608.46	615.08	612.08
固定投资	5,389	5,491	5,097	4,629	4,126
无形资产	767.00	726.05	683.04	639.98	596.97
其他非流动资产	1,539	1,370	1,171	1,099	1,051
资产总计	15,987	15,500	18,070	17,445	19,044
流动负债	5,865	5,072	7,401	5,726	6,161
短期借款	1,087	644.00	1,904	0.00	0.00
应付账款	912.82	968.77	1,156	1,280	1,421
其他流动负债	3,865	3,459	4,341	4,446	4,740
非流动负债	1,888	2,310	1,741	1,819	1,874
长期借款	1,229	413.00	413.00	413.00	413.00
其他非流动负债	658.71	1,897	1,328	1,406	1,461
负债合计	7,752	7,382	9,142	7,546	8,035
少数股东权益	1,599	1,628	1,905	2,227	2,597
股本	1,082	1,082	1,082	1,082	1,082
资本公积	3,365	3,274	3,274	3,274	3,274
留存公积	2,083	2,014	2,668	3,316	4,057
归属母公司股	6,636	6,489	7,024	7,672	8,413
负债和股东权益	15,987	15,500	18,070	17,445	19,044

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(1,263)	1,206	724.66	1,303	1,622
净利润	(577.18)	299.10	1,027	1,196	1,373
折旧摊销	586.86	616.84	582.72	591.87	596.29
财务费用	179.22	158.56	117.41	81.08	(2.81)
投资损失	(36.44)	(34.25)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,986)	161.76	(1,052)	(583.52)	(333.40)
其他经营现金	570.76	3.96	99.01	68.14	39.11
投资活动现金	(546.55)	293.44	104.40	14.12	29.39
资本支出	587.76	328.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	(30.50)	(517.15)	(71.96)	18.16	2.91
其他投资现金	10.72	104.29	32.44	32.29	32.30
筹资活动现金	1,173	(932.05)	580.69	(2,134)	(217.54)
短期借款	285.55	(443.03)	1,260	(1,904)	0.00
长期借款	1,008	(816.20)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	249.59	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(235.58)	(91.37)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(135.02)	418.55	(679.31)	(230.09)	(217.54)
现金净增加额	(610.14)	600.55	1,410	(816.76)	1,434

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,755	8,528	10,539	11,916	13,163
营业成本	6,459	6,829	7,867	8,871	9,814
营业税金及附加	284.15	204.92	152.82	172.78	190.87
营业费用	231.55	243.05	305.14	343.19	379.77
管理费用	734.90	750.52	931.03	1,064	1,168
财务费用	179.22	158.56	117.41	81.08	(2.81)
资产减值损失	465.58	35.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.44	34.25	50.00	50.00	50.00
营业利润	(562.87)	341.18	1,216	1,434	1,663
营业外收入	61.89	105.24	102.41	100.51	98.17
营业外支出	37.41	21.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	(538.39)	424.58	1,318	1,534	1,761
所得税	38.79	125.48	290.82	338.41	388.50
净利润	(577.18)	299.10	1,027	1,196	1,373
少数股东损益	85.30	152.10	276.84	322.15	369.83
归属母公司净利润	(662.48)	147.00	750.64	873.49	1,003
EBITDA	203.21	1,117	1,916	2,106	2,256
EPS (元)	(0.61)	0.14	0.69	0.81	0.93

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(23.54)	9.98	23.58	13.06	10.47
营业利润	(146.46)	160.61	256.38	17.90	16.00
归属母公司净利润	(250.18)	122.19	410.63	16.37	14.80
获利能力 (%)					
毛利率	16.71	19.93	25.36	25.55	25.44
净利率	(8.54)	1.72	7.12	7.33	7.62
ROE	(9.98)	2.27	10.69	11.39	11.92
ROIC	(4.12)	3.79	10.79	12.36	13.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.49	47.63	50.59	43.25	42.19
净负债比率 (%)	38.14	25.08	36.00	18.51	17.23
流动比率	1.30	1.44	1.42	1.83	2.05
速动比率	0.58	0.71	0.77	0.91	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.54	0.63	0.67	0.72
应收账款周转率	6.58	6.96	7.46	7.23	7.09
应付账款周转率	6.11	7.26	7.40	7.28	7.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.61)	0.14	0.69	0.81	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.17)	1.12	0.67	1.20	1.50
每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.00	6.49	7.09	7.78
估值比率					
PE (倍)	(45.27)	204.02	39.96	34.34	29.91
PB (倍)	4.52	4.62	4.27	3.91	3.57
EV_EBITDA (倍)	162.01	29.49	17.18	15.63	14.59

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com