

厦门钨业 (600549)

证券研究报告

2017年08月16日

三箭齐发助力中报飘红，稀土全产业链强者恒强

中报业绩超出预期，主营业务持续向好。公司2017年上半年实现营收61.8亿元，同比增长76.62%，归属母公司所有者净利润4.53亿元，同比增长562.12%。EPS 0.42元。业绩略超出市场预期。

稀土价格底部回弹，资源整合优势显著。稀土业务上半年实现营业收入7.48亿元，同比增长83.3%。公司下属金龙稀土实现归属母公司净利润2,762.18万元。年初至今持续“打黑”，稀土行业供需关系改善，价格稳步走高，标志性稀土产品氧化镨钕均价累计上涨54%左右，且增长动力强劲。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。预计未来公司在稀土板块仍有较大成长空间，利润增长可期。

钨产业链全线回暖，利润增长后劲强劲。公司钨板块业务实现收入29.7亿元，同比增长41.03%。17上半年钨精矿价格回升，报告期钨精矿价格在7.00~8.50万元/吨区间运行，最高涨幅21.43%。受益于钨价上涨，公司下属三家钨矿山企业盈利好转，实现归属母公司净利润1.35亿元，同比增长108%。硬质合金深加工产品稳定发展，棒材、刀具、矿用合金、耐磨件及顶锤的产销均有较好的表现，盈利继续保持增长的态势，2017年上半年公司下属三家硬质合金公司实现营业收入1.72亿元，比上年同期增长49.40%，实现归属母公司净利润1.83亿元，同比增长104%。钨价上涨或可持续，公司业绩有望持续大幅度提高。

锂电材料量价齐升，产能扩张盈利可期。公司上半年锂电材料业务实现收入17.9亿元，同比增长116.17%。上半年受益于低价钴库存，锂电材料量价齐升，公司锂电板块业务盈利大幅提升。公司下属厦钨新能源实现归属母公司净利润1.15亿元。锂电材料报告期实现销量7,536吨（其中钴酸锂4,526吨，三元材料2,748吨），比上年同期（5,391吨）增长39.79%，随着全球经济平稳向好发展，下游3C和新能源汽车将持续拉动锂电需求。年产能2万吨高镍三元材料生产线预计于19年正式投产，届时锂电材料放量，将有望大幅提高公司业绩，未来盈利值得期待。

盈利预测及评级：我们预测公司2017-2019年EPS分别为0.65元，1.00元和1.28元，对应8月15日收盘价32.15元，动态P/E分别为49.46倍，32.15倍和25.10倍。公司未来业绩有望持续增长，维持公司“增持”评级。

风险提示：锂电材料需求不及预期，钨矿价格下行风险

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	32.15元
目标价格	36元
上次目标价	28.27元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,086.63
流通A股股本(百万股)	886.57
A股总市值(百万元)	34,935.11
流通A股市值(百万元)	28,503.35
每股净资产(元)	6.22
资产负债率(%)	51.76
一年内最高/最低(元)	35.90/18.01

作者

田源 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

杨诚笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《厦门钨业-首次覆盖报告:钨价上涨弹性最大，稀土锂电锦上添花》
2017-03-05

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,754.84	8,528.39	11,598.61	13,918.33	17,815.47
增长率(%)	(23.54)	9.98	36.00	20.00	28.00
EBITDA(百万元)	185.53	1,098.62	1,536.36	2,222.25	2,785.03
净利润(百万元)	(662.48)	147.00	703.07	1,081.28	1,385.63
增长率(%)	(250.18)	(122.19)	378.27	53.80	28.15
EPS(元/股)	(0.61)	0.14	0.65	1.00	1.28
市盈率(P/E)	(52.73)	237.65	49.69	32.31	25.21
市净率(P/B)	5.26	5.38	5.20	4.85	4.71
市销率(P/S)	4.50	4.10	3.01	2.51	1.96
EV/EBITDA	128.09	24.32	23.79	15.21	12.26

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	430.67	1,040.96	1,247.97	4,216.26	4,766.31
应收账款	1,484.50	1,392.77	2,377.64	1,599.28	3,491.18
预付账款	147.50	207.38	268.86	242.75	425.37
存货	3,955.81	3,569.10	2,822.33	2,165.07	2,078.47
其他	1,629.29	1,091.84	1,797.71	1,725.55	1,970.03
流动资产合计	7,647.77	7,302.04	8,514.51	9,948.90	12,731.36
长期股权投资	644.41	610.33	610.33	610.33	610.33
固定资产	5,389.24	5,490.87	5,439.86	5,263.38	5,058.60
在建工程	466.63	255.75	189.45	161.67	127.00
无形资产	767.00	726.05	684.33	642.61	600.88
其他	1,072.09	1,114.49	1,106.68	1,103.88	1,070.92
非流动资产合计	8,339.37	8,197.50	8,030.66	7,781.86	7,467.74
资产总计	15,987.14	15,499.54	16,545.18	17,730.77	20,199.11
短期借款	1,087.03	644.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,048.75	1,065.08	1,918.10	1,433.25	2,748.04
其他	3,728.81	3,362.58	4,813.53	5,458.13	5,606.93
流动负债合计	5,864.59	5,071.66	6,731.63	6,891.38	8,354.97
长期借款	1,229.20	413.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	302.13	1,523.29	815.07	880.16	1,072.84
其他	356.59	374.20	347.97	359.58	360.58
非流动负债合计	1,887.91	2,310.49	1,163.04	1,239.75	1,433.42
负债合计	7,752.50	7,382.14	7,894.66	8,131.12	9,788.39
少数股东权益	1,599.03	1,628.23	1,929.54	2,392.95	2,986.79
股本	1,081.57	1,081.57	1,086.63	1,086.63	1,086.63
资本公积	3,365.35	3,273.97	3,273.97	3,273.97	3,273.97
留存收益	5,448.70	5,288.01	5,634.34	6,120.07	6,337.30
其他	(3,260.00)	(3,154.38)	(3,273.97)	(3,273.97)	(3,273.97)
股东权益合计	8,234.64	8,117.40	8,650.51	9,599.64	10,410.72
负债和股东权益总	15,987.14	15,499.54	16,545.18	17,730.77	20,199.11

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(577.18)	299.10	703.07	1,081.28	1,385.63
折旧摊销	586.86	616.84	322.68	328.18	332.48
财务费用	163.27	149.08	20.00	25.00	40.00
投资损失	(36.44)	(34.25)	(62.51)	(62.51)	(62.51)
营运资金变动	(1,304.69)	(0.74)	848.23	2,029.25	(809.03)
其它	(94.79)	175.94	301.31	463.41	593.84
经营活动现金流	(1,262.97)	1,205.98	2,132.78	3,864.61	1,480.42
资本支出	768.62	389.15	186.23	68.38	49.00
长期投资	113.44	(34.08)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,428.61)	(61.64)	(283.71)	(85.87)	(36.49)
投资活动现金流	(546.55)	293.44	(97.49)	(17.49)	12.51
债权融资	3,259.04	3,374.41	1,989.65	1,749.96	2,019.01
股权融资	(51.02)	(175.21)	(26.30)	64.64	46.12
其他	(2,035.44)	(4,131.26)	(3,791.63)	(2,693.44)	(3,008.01)
筹资活动现金流	1,172.58	(932.05)	(1,828.28)	(878.84)	(942.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(636.94)	567.36	207.01	2,968.28	550.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,754.84	8,528.39	11,598.61	13,918.33	17,815.47
营业成本	6,458.74	6,828.79	8,466.99	9,742.83	12,470.83
营业税金及附加	284.15	204.92	579.25	695.10	889.73
营业费用	231.55	243.05	280.67	336.80	431.11
管理费用	734.90	750.52	957.51	1,149.02	1,470.74
财务费用	179.22	158.56	20.00	25.00	40.00
资产减值损失	465.58	35.63	163.03	163.03	163.03
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	62.51	62.51	62.51
其他	(72.88)	(68.51)	(125.03)	(125.03)	(125.03)
营业利润	(562.87)	341.18	1,193.68	1,869.07	2,412.55
营业外收入	61.89	105.24	107.16	107.16	107.16
营业外支出	37.41	21.84	45.37	45.37	45.37
利润总额	(538.39)	424.58	1,255.48	1,930.86	2,474.35
所得税	38.79	125.48	251.10	386.17	494.87
净利润	(577.18)	299.10	1,004.38	1,544.69	1,979.48
少数股东损益	85.30	152.10	301.31	463.41	593.84
归属于母公司净利润	(662.48)	147.00	703.07	1,081.28	1,385.63
每股收益(元)	(0.61)	0.14	0.65	1.00	1.28

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-23.54%	9.98%	36.00%	20.00%	28.00%
营业利润	-146.46%	-160.61%	249.87%	56.58%	29.08%
归属于母公司净利润	-250.18%	-122.19%	378.27%	53.80%	28.15%
获利能力					
毛利率	16.71%	19.93%	27.00%	30.00%	30.00%
净利率	-8.54%	1.72%	6.06%	7.77%	7.78%
ROE	-9.98%	2.27%	10.46%	15.00%	18.66%
ROIC	-3.80%	3.50%	10.34%	18.17%	32.27%
偿债能力					
资产负债率	48.49%	47.63%	47.72%	45.86%	48.46%
净负债率	41.42%	50.05%	34.30%	48.51%	20.79%
流动比率	1.30	1.44	1.26	1.44	1.52
速动比率	0.63	0.74	0.85	1.13	1.28
营运能力					
应收账款周转率	5.53	5.93	6.15	7.00	7.00
存货周转率	1.77	2.27	3.63	5.58	8.40
总资产周转率	0.47	0.54	0.72	0.81	0.94
每股指标(元)					
每股收益	-0.61	0.14	0.65	1.00	1.28
每股经营现金流	-1.16	1.11	1.96	3.56	1.36
每股净资产	6.11	5.97	6.19	6.63	6.83
估值比率					
市盈率	-52.73	237.65	49.69	32.31	25.21
市净率	5.26	5.38	5.20	4.85	4.71
EV/EBITDA	128.09	24.32	23.79	15.21	12.26
EV/EBIT	-61.94	53.47	30.12	17.85	13.93

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com