

厦门钨业（600549）

公司研究/动态报告

钨精矿急速上涨，厦钨业绩持续改善

动态研究报告/有色金属

2017 年 09 月 04 日

报告摘要：

● 环保、安监造成短期内价格急速上涨

8 月下旬以来，随着环保、安监等部门频繁检查，钨矿山无法保持正常开工运行，产量同比下降严重，造成库存急剧下降，市场供不应求，钨精矿价格爆发性上涨，半个月从 9.3 万元/吨上涨到 11.5 万元/吨，涨幅达到 24%。尽管目前价格已经可以实现全行业盈利，但是产能无法在短期内完全释放，市场仍然是供不应求的局面，我们预计钨精矿短期内仍将维持上涨势头。

● 供需格局改善是价格长期上涨的原动力

在经历了 4 年的价格下跌局面，钨矿及钨冶炼企业曾面临全行业亏损局面，产能自动去化。钨下游主要用来生产硬质合金，硬质合金主要用于矿山开采、基建、切削等行业，随着全球经济的回暖，这些行业的需求也开始平稳增长。随着供需格局的改善，钨精矿价格稳步上涨。从 2016 年 7 月开始，累计上涨幅度已接近一倍。随着上游原材料的涨价，预计下游 APT、钨粉、硬质合金产品的价格也将被推高。

● “泛亚”库存短期无法释放，无需过度担心

“泛亚”冻结库存约 3 万吨 APT，我们认为无需过度担心：第一、目前钨精矿价格 11 万元/吨，距 14 万元/吨（泛亚 APT 收购均价对应钨精矿价格）仍有 30% 的上涨空间；第二、“泛亚”涉及面广，社会影响大，短期内还没有完全合适的解决方案，即便收购其库存具有经济效益，但短期内也无法释放出来，供给冲击非常有限，仅存在于心理层面；第三，即便被收购，库存也非一次性释放，假设分十年释放，每年释放量仅约 3000 吨 APT，市场冲击较小。

风险提示：库存释放过快

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	8528.39	13090.00	14388.00	16552.00
增长率（%）	9.98%	53.49%	9.92%	15.04%
归属母公司股东净利润（百万元）	147.00	900.93	1129.96	1814.54
增长率（%）	122.19%	512.86%	25.42%	60.58%
每股收益（元）	0.14	0.83	1.04	1.67
PE（现价）	261.89	42.73	34.07	21.22
PB	5.93	5.21	4.52	3.73

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

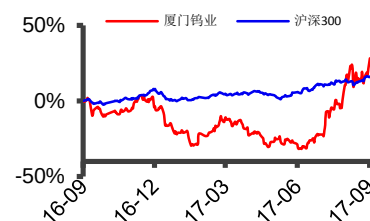
合理估值： 41—43 元

交易数据

2017-9-1

收盘价（元）	35.43
近 12 个月最高/最低（元）	36.10/17.84
总股本（百万股）	1,087
流通股本（百万股）	887
流通股比例（%）	81.59
总市值（亿元）	375
流通市值（亿元）	306

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：喻罗毅

执业证号： S0100115090003

电话： 0755-22662081

邮箱： yuluoyi@mszq.com

相关研究

- 1.【民生有色】厦门钨业（600549）2017 年中报点评：行业回暖，业绩亮眼
- 2.【民生有色】细分行业龙头梳理：经济稳中向好，金属乐观向上
- 3.【民生有色】厦门钨业（600549）中报快报点评：业务全面增长，业绩突飞

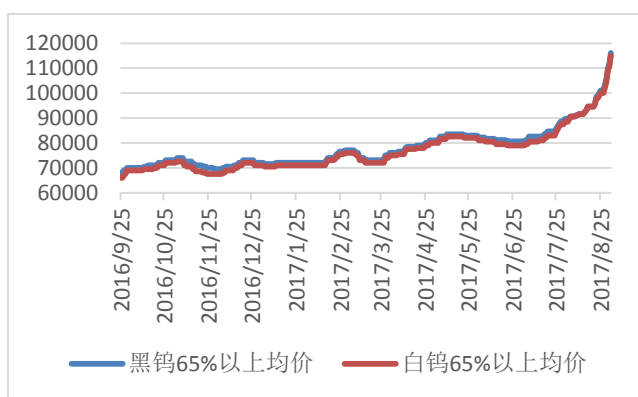
一、环保、安监钨价爆发性上涨

8月下旬以来,随着环保、安监等部门频繁检查,钨矿山无法保持正常开工运行,产量同比下降严重,造成库存急剧下降,市场供不应求,钨精矿价格爆发性上涨,半个月从9.3万元/吨上涨到11.5万元/吨,涨幅达到24%。

全国钨精矿的成本在7-9万元/吨左右,尽管目前价格已经可以实现全行业盈利,但是产能无法在短期内完全释放,市场仍然是供不应求的局面。

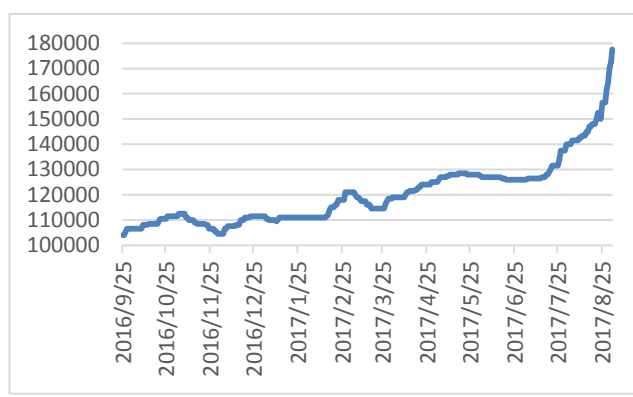
我们预计钨精矿短期内仍将维持上涨势头。

图1: 钨精矿价格快速上涨



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

图2: APT 价格快速上涨



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

二、供需格局改善，长期看仍将上涨

供给方面: 在经历了4年的价格下跌局面,钨矿及钨冶炼企业曾面临全行业亏损局面,产能自动去化。

需求方面: 钨下游主要用来生产硬质合金,硬质合金主要用于矿山开采、基建、切削等行业,随着全球经济的回暖,这些行业的需求也开始平稳增长。

随着供需格局的改善,钨精矿价格稳步上涨。从2016年7月开始,累计上涨幅度已接近一倍。随着上游原材料的涨价,预计下游APT、钨粉、硬质合金产品的价格也将被推高。

三、泛亚遗留库存短期无法释放，无需过度担心

昆明泛亚有色金属交易所推出APT交易产品后,据我们统计,累计库存大约3万吨(折合钨精矿约4.2万吨),平均交易价格约25.5万元/吨,在正常情况下,对应钨精矿价格约14万元/吨。

我们认为无需过度担忧“泛亚”库存: 第一,目前钨精矿价格11万元/吨,距14万元/吨仍有30%的上涨空间,钨矿盈利能力仍将提高; 第二、泛亚有色涉及面广,社会影响大,短期内还没有完全合适的解决方案,即便收购其库存具有经济效益,但短期内也无法释放出来,供给冲击非常有限,仅存在于心理层面; 第三,即便被收购,库存也非一次性释放,假

设分十年释放，每年释放量仅约 3000 吨 APT，市场冲击较小。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	8528.39	13090.00	14388.00	16552.00
营业成本	6828.79	10341.10	11222.64	12414.00
营业税金及附加	204.92	314.53	345.72	397.72
销售费用	243.05	373.05	410.04	471.71
管理费用	750.52	750.00	750.00	750.00
EBIT	640.87	1518.32	1866.60	2725.57
财务费用	158.56	193.43	204.89	57.13
资产减值损失	35.63	0.00	0.00	0.00
投资收益	34.25	0.00	0.00	0.00
营业利润	341.18	1237.89	1574.71	2581.45
营业外收支	83.40	87.00	87.00	87.00
利润总额	424.58	1324.89	1661.71	2668.45
所得税	125.48	198.73	249.26	400.27
净利润	299.10	1126.16	1412.45	2268.18
归属于母公司净利润	147.00	900.93	1129.96	1814.54
EBITDA	1257.71	2592.19	2940.47	3823.19

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	889.63	3927.00	4316.40	4965.60
应收账款及票据	1861.38	2398.86	1950.85	2608.77
预付款项	207.38	363.49	256.04	429.26
存货	3569.10	3200.00	2900.00	2500.00
其他流动资产	623.23	623.23	623.23	623.23
流动资产合计	7150.71	10512.59	10046.53	11126.87
长期股权投资	610.33	610.33	610.33	610.33
固定资产	5490.87	4881.48	4007.20	3870.93
无形资产	726.05	624.42	522.79	421.16
非流动资产合计	7735.70	7481.83	6927.97	5980.35
资产合计	14886.40	17994.42	16974.49	17107.22
短期借款	644.00	1869.46	2074.36	1456.51
应付账款及票据	2508.94	96.31	96.31	96.31
其他流动负债	1498.11	2259.05	1611.77	2448.54
流动负债合计	4651.05	4224.82	3782.43	4001.36
长期借款	1936.29	4344.37	2354.38	0.00
其他长期负债	181.67	181.67	181.67	181.67
非流动负债合计	2117.95	4526.04	2536.05	181.67
负债合计	6769.00	8750.86	6318.48	4183.03
股本	1081.57	1081.57	1081.57	1081.57
少数股东权益	1628.23	1853.46	2135.95	2589.58
股东权益合计	8117.40	9243.56	10656.01	12924.19
负债和股东权益合计	14886.40	17994.42	16974.49	17107.22

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	9.98%	53.49%	9.92%	15.04%
EBIT 增长率	325.68%	136.92%	22.94%	46.02%
净利润增长率	151.82%	276.51%	25.42%	60.58%
盈利能力				
毛利率	19.93%	21.00%	22.00%	25.00%
净利润率	3.51%	8.60%	9.82%	13.70%
总资产收益率 ROA	4.31%	8.44%	11.00%	15.93%
净资产收益率 ROE	2.27%	12.19%	13.26%	17.56%
偿债能力				
流动比率	1.54	2.49	2.66	2.78
速动比率	0.64	1.58	1.72	2.00
现金比率	0.19	0.93	1.14	1.24
资产负债率	45.47%	48.63%	37.22%	24.45%
经营效率				
应收账款周转天数	68.91	44.00	40.53	35.67
存货周转天数	188.16	111.40	93.03	72.50
总资产周转率	0.57	0.73	0.85	0.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.83	1.04	1.67
每股净资产	5.97	6.80	7.84	9.51
每股经营现金流	1.06	0.32	2.60	3.46
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	261.89	42.73	34.07	21.22
PB	5.93	5.21	4.52	3.73
EV/EBITDA	33.80	17.89	15.26	11.08
股息收益率	0.01	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	299.10	1126.16	1412.45	2268.18
折旧和摊销	616.84	1073.86	1073.86	1097.61
营运资金变动				
经营活动现金流	1148.25	343.31	2825.44	3754.60
资本开支				
投资				
投资活动现金流	293.44	-746.05	-446.05	-76.05
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	2585.82	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-932.05	3440.12	-1989.99	-3029.35
现金净流量	542.81	3037.37	389.40	649.20

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

喻罗毅，新加坡管理大学应用金融硕士，华中科技大学材料成型及控制工程学士，曾供职于大型钢铁集团，2015年加入民生证券，从事有色金属及新材料行业研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。