民生证券 MINSHENG SECURITIES

厦门钨业（600549）

公司研究/简评报告

短期波动不改长期向好局面

—2017 年第三季度报告点评

简评报告/有色金属　　2017 年 10 月 17 日

一、事件概述

公司发布 2017 年第三季度报告，营业收入 101.42 亿元，同比增长 79.73%，归属于上市公司股东净利润 5.88 亿元，同比增长 283.85%，扣非后净利润 5.16 亿元，同比增长 467.07%，基本每股收益 0.54 元，同比增长 285.71%。符合我们上篇报告的预期。

二、分析与判断

➢ **钴价上涨造成电池材料成本上升，短期利润率受到拖累**

2017 第三季度单季净利润 1.35 亿元，环比下降 58%，我们认为主要原因是钴价上涨导致电池材料成本上升，盈利水平下降。2017 上半年，受益于低价的钴库存，公司电池材料业务利润同比大幅增长，但目前已经消耗殆尽，今年钴价涨幅较大，电池材料价格涨幅有限，下半年该业务盈利水平有所下滑。我们认为随着新能源汽车产销量的提升，电池材料需求量将大幅增长，价格将上涨，公司该业务毛利率将回归正常水平。

➢ **钨产品均价高于二季度，行业步入景气周期**

2017 第三季度黑钨精矿均价为 98026 元/吨，比第二季度的 80625 元/吨高出了 21%，第三季度仲钨酸铵均价为 150387 元/吨，比第二季度的 125193 元/吨高出 20%，公司第三季度产销量平稳，由于均价上涨，我们认为第三季度钨产业利润环比有小幅上升。长期看，钨行业需求已经回暖，供给增速有限，行业盈利能力将逐渐好转。

➢ **短期钨产品价格有一定程度回调，是正常调整**

9 月中旬起，钨产品价格出现了一定程度的回调，主要原因是前期涨幅过大，速度过快，上游出货较多，下游库存积压，短期成交量下滑。但我们认为钨产品价格下滑是短期现象，是产业上下游利润转移后的正常调整，行业供需格局已经好转。预计第四季度钨产品业务盈利水平将保持稳定。

三、盈利预测与投资建议

根据我们对公司及行业未来发展的判断，预计 2017-2019 年 EPS 为 0.69 元、1.13 元和 1.67 元，对应 PE 为 45 倍、28 倍和 19 倍，根据可比公司（中钨高新、盛和资源、北方稀土、云海金属）的平均 PE34 倍，保守给予公司 2018 年 30-33 倍 PE，合理估值区间为 34 元-37 元，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：钨、稀土、电池材料价格回落，钴价上涨。

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	12454.00	14388.00	16552.00
增长率（%）	9.98%	46.03%	15.53%	15.04%
归属母公司股东净利润（百万元）	147.00	746.94	1225.02	1811.70
增长率（%）	122.19%	408.11%	64.01%	47.89%
每股收益（元）	0.14	0.69	1.13	1.67
PE（现价）	253.47	45.49	27.77	18.80
PB	5.74	5.15	4.40	3.63

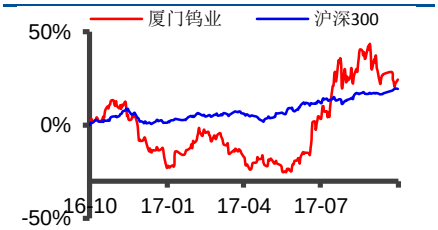
资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐　维持评级

合理估值：　34—37 元

交易数据	2017-10-16
收盘价（元）	31.39
近 12 个月最高/最低	36.23/19.04
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）	335
流通市值（亿元）	273

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：喻罗毅

执业证号：　S0100517090001

电话：　0755-22662081

邮箱：　yuluoyi@mszq.com

相关研究

1.【民生有色】厦门钨业（600549）点评：钨价有望企稳回升

2.【民生有色】厦门钨业（600549）动态报告：钨精矿急速上涨，厦钨业绩持续改善

3.【民生有色】厦门钨业（600549）2017 年中报点评：行业回暖，业绩亮眼

4.【民生有色】细分行业龙头梳理：经济稳中向好，金属乐观向上

5.【民生有色】厦门钨业（600549）中

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**	**12454.00**	**14388.00**	**16552.00**
营业成本	6828.79	9963.20	11078.76	12414.00
营业税金及附加	204.92	299.25	345.72	397.72
销售费用	243.05	354.92	410.04	471.71
管理费用	750.52	750.00	750.00	750.00
EBIT	640.87	1293.63	2010.48	2725.57
财务费用	158.56	195.19	208.99	61.31
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**	**1011.43**	**1714.50**	**2577.26**
营业外收支	83.40	87.00	87.00	87.00
利润总额	**424.58**	**1098.43**	**1801.50**	**2664.26**
所得税	125.48	164.77	270.22	399.64
净利润	299.10	933.67	1531.27	2264.62
归属于母公司净利润	**147.00**	**746.94**	**1225.02**	**1811.70**
EBITDA	**1257.71**	**2367.49**	**3084.35**	**3823.19**

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	889.63	3736.20	4316.40	4965.60
应收账款及票据	1861.38	2348.92	2000.79	2558.84
预付款项	207.38	342.63	268.96	416.34
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**	**10250.99**	**10109.38**	**11064.01**
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**	**17732.82**	**17037.35**	**17044.36**
短期借款	644.00	1866.67	2075.66	1526.58
应付账款及票据	2508.94	96.31	96.31	96.31
其他流动负债	1498.11	2203.36	1667.46	2392.85
流动负债合计	**4651.05**	**4166.34**	**3839.43**	**4015.73**
长期借款	1936.29	4333.74	2433.91	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	4515.41	2615.58	181.67
负债合计	**6769.00**	**8681.75**	**6455.01**	**4197.40**
股本	1081.57	1081.57	1081.57	1081.57
少数股东权益	1628.23	1814.96	2121.21	2574.14
股东权益合计	**8117.40**	**9051.07**	**10582.34**	**12846.96**
负债和股东权益合计	**14886.40**	**17732.82**	**17037.35**	**17044.36**

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	9.98%	46.03%	15.53%	15.04%
EBIT 增长率	325.68%	101.86%	55.41%	35.57%
净利润增长率	151.82%	212.16%	64.01%	47.89%
盈利能力				
毛利率	19.93%	20.00%	23.00%	25.00%
净利润率	3.51%	7.50%	10.64%	13.68%
总资产收益率 ROA	4.31%	7.30%	11.80%	15.99%
净资产收益率 ROE	2.27%	10.32%	14.48%	17.64%
偿债能力				
流动比率	1.54	2.46	2.63	2.76
速动比率	0.64	1.54	1.72	1.98
现金比率	0.19	0.90	1.12	1.24
资产负债率	45.47%	48.96%	37.89%	24.63%
经营效率				
应收账款周转天数	68.91	46.25	40.53	35.67
存货周转天数	188.16	115.63	94.23	72.50
总资产周转率	0.57	0.70	0.84	0.97
每股指标（元）				
每股收益	0.14	0.69	1.13	1.67
每股净资产	5.97	6.66	7.79	9.45
每股经营现金流	1.06	0.15	2.69	3.47
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	253.47	45.49	27.77	18.80
PB	5.74	5.15	4.40	3.63
EV/EBITDA	32.82	19.04	14.17	10.77
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	933.67	1531.27	2264.62
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**	**167.69**	**2926.08**	**3769.56**
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**	**3424.93**	**-1899.83**	**-3044.31**
现金净流量	**542.81**	**2846.57**	**580.20**	**649.20**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

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，对铝、铜、钨、黄金、锂等有深入的研究，成功挖掘多个细分领域投资机会。

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。