

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 厦门钨业（600549.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2017.10.20

## 范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaiibo@cindasc.com

## 吴漪 行业分析师

执业编号：S1500512110003

联系电话：+86 10 83326720

邮箱：wuyi@cindasc.com

## 丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 83326718

邮箱：dingshitao@cindasc.com

## 王伟 行业分析师

执业编号：S1500515070001

联系电话：+86 10 83326719

邮箱：wangwei2@cindasc.com

## 唐伊辰 研究助理

联系电话：+86 10 83326717

邮箱：tangyichen@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## “钨” + “三元材料” 双轮驱动 助力业绩持续提升

2018年4月3日

**事件：**3月30日，厦门钨业发布2017年年报。2017年，公司实现营业收入141.88亿元，同比增加66.37%；归属于上市公司股东的净利润6.18亿元，同比增加320.66%；实现基本每股收益0.5717元。根据公司发布的现金分红方案，拟每10股派息2.0元（含税），合计派发现金红利2.17亿元（含税），占合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的35.16%。此外根据公司资本公积金转增股本方案，拟每10股转增3股，共转增326,147,610股。

## 点评：

- **钨产品产销两旺，板块盈利大幅提升。**报告期内，由于全球经济逐步回暖，钨下游产品需求持续提升，同时受国家供给侧改革等政策的影响，供给端整体呈略微偏紧态势，致使钨精矿价格持续稳定上升。公司目前拥有较为完整的钨产业链，受益行业景气度提升，各类钨产品产销量均有所突破。2017年公司共销售ATP1.68万吨，同比增长13.64%，创历史新高，此外钨粉末产品及硬质合金也较上年同期分别增长35.68%和51.73%。公司钨产品量价齐升带动钨钼有色金属板块营业收入达到68.87亿元，同比大增49.96%，板块毛利率也较上年提升4.61个百分点，达到29.92%。
- **电池材料业务发展迅速，未来有望继续壮大。**2017年我国动力电池市场规模迅速扩张，据高工锂电统计，全年出货量高达44.5GWh。在此背景下电池材料行业继续高歌猛进，公司锂电材料也实现产销两旺，全年锂离子材料生产量为1.92万吨，同比增长31.47%；销售量1.73万吨，同比增长28.51%。报告期内公司电池材料业务营收高达40.81亿元，体量已超过稀土业务成为公司第二大业务板块。随着新能源汽车和消费电子的快速发展，公司电池材料业务盈利能力有望进一步提升。
- **产业结构持续升级。**报告期内，公司持续优化产业结构，积极发展盈利前景好的产品，包括新增60万件整体刀具产线、新增年产1,000吨硬质合金棒材生产线、扩产3,000吨磁性材料生产线以及新建三明年产6,000吨三元正极材料生产线等。而对竞争力稍弱且处于长期亏损状态的生产线采取果断关停措施，例如赣州虹飞钨绞丝加热子、成都虹波粗钨丝等生产线。未来随着新建项目的不断投产以及产业结构的优化升级，公司综合竞争力将稳步提升。
- **看好钨、稀土价格走势。**自2016年下半年以来，黑色和有色商品价格回暖，企业盈利回升，设备支出有望继续回升，则对钨的需求形成支撑。当前钨价格逐渐步入合理区间，钨精矿供给有限而需求稳定将对钨价存在一定支撑，下行空间较小。稀土行业通过专项督查以及产能整合，将从源头打击黑稀土的开采，对供给形成严格控制，稀土行业低迷或已见底，稀土价格在多重政策利好下将迎来中长期修复行情。

- **盈利预测及评级:** 根据公司当前股本, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.79 元、1.00 元、1.11 元, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 产品价格波动; 安全和环保问题导致停产; 房地产结算晚于预期; 电池材料销售不及预期; 全球经济增速继续回落。

### 公司报告首页财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,528.39	14,188.32	17,018.58	19,095.62	20,780.25
增长率 YoY %	9.98%	66.37%	19.95%	12.20%	8.82%
归属母公司净利润(百万元)	147.00	618.38	857.20	1,083.84	1,208.53
增长率 YoY%	-122.19%	320.66%	38.62%	26.44%	11.50%
毛利率%	19.93%	21.88%	24.27%	25.41%	25.60%
净资产收益率 ROE%	2.24%	9.24%	11.70%	13.07%	12.80%
EPS (摊薄) (元)	0.14	0.57	0.79	1.00	1.11
市盈率 P/E(倍)	189	45	32	26	23
市净率 P/B(倍)	4.28	4.02	3.58	3.14	2.76

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 4 月 3 日收盘价 25.52 元

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7,302.04	9,742.37	11,279.61	13,049.37	14,971.39
货币资金	1,040.96	984.32	1,072.18	1,762.83	2,750.65
应收票据	468.60	811.85	973.80	1,092.64	1,189.04
应收账款	1,163.84	1,937.80	2,324.35	2,608.03	2,838.11
预付账款	207.38	349.34	406.21	448.92	487.28
存货	3,569.10	5,184.88	6,028.89	6,662.78	7,232.14
其他	852.17	474.17	474.17	474.17	474.17
<b>非流动资产</b>	8,197.50	9,108.19	9,214.37	9,342.45	9,476.08
长期投资	610.33	933.66	933.66	933.66	933.66
固定资产	5,490.87	5,513.69	5,896.78	6,286.10	6,383.35
无形资产	726.05	773.25	787.81	814.86	831.46
其他	1,370.24	1,887.59	1,596.11	1,307.83	1,327.60
<b>资产总计</b>	15,499.54	18,850.56	20,493.97	22,391.82	24,447.46
<b>流动负债</b>	5,071.66	8,200.72	8,549.42	8,810.23	9,040.52
短期借款	644.00	4,867.32	4,867.32	4,867.32	4,867.32
应付账款	968.77	1,423.10	1,654.76	1,828.74	1,985.01
其他	3,458.89	1,910.30	2,027.34	2,114.17	2,188.19
<b>非流动负债</b>	2,310.49	1,902.12	1,902.12	1,902.12	1,902.12
长期借款	413.00	284.00	284.00	284.00	284.00
其他	1,897.49	1,618.12	1,618.12	1,618.12	1,618.12
<b>负债合计</b>	7,382.14	10,102.85	10,451.54	10,712.36	10,942.64
少数股东权益	1,628.23	1,851.24	2,288.75	2,841.94	3,458.76
归属母公司股东权益	6,489.18	6,896.48	7,753.68	8,837.53	10,046.06
<b>负债和股东权益</b>	15499.54	18850.56	20493.97	22391.82	24447.46

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,528.39	14,188.32	17,018.58	19,095.62	20,780.25
同比	9.98%	66.37%	19.95%	12.20%	8.82%
归属母公司净利润	147.00	618.38	857.20	1,083.84	1,208.53
同比	-122.19%	320.66%	38.62%	26.44%	11.50%
毛利率	19.93%	21.88%	24.27%	25.41%	25.60%
ROE	2.24%	9.24%	11.70%	13.07%	12.80%
EPS (摊薄) (元)	0.14	0.57	0.79	1.00	1.11
P/E	189	45	32	26	23
P/B	4.28	4.02	3.58	3.14	2.76
EV/EBITDA	26.02	16.42	14.67	12.17	11.12

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	8,528.39	14,188.32	17,018.58	19,095.62	20,780.25
营业成本	6,828.79	11,084.47	12,888.83	14,243.99	15,461.18
营业税金及附加	204.92	188.46	226.05	253.64	276.02
营业费用	243.05	297.50	356.84	400.39	435.71
管理费用	750.52	1,215.24	1,457.65	1,635.55	1,779.84
财务费用	158.56	301.23	322.68	335.36	335.87
资产减值损失	35.63	123.95	82.33	91.52	108.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.25	65.98	45.56	48.60	53.38
<b>营业利润</b>	341.18	1,208.02	1,729.74	2,183.76	2,436.84
营业外收入	105.24	14.12	26.73	26.73	26.73
营业外支出	21.84	31.31	30.18	27.78	29.76
<b>利润总额</b>	424.58	1,190.83	1,726.29	2,182.71	2,433.81
所得税	125.48	256.84	431.57	545.68	608.45
<b>净利润</b>	299.10	934.00	1,294.72	1,637.03	1,825.36
少数股东损益	152.10	315.62	437.51	553.19	616.83
<b>归属母公司净利润</b>	147.00	618.38	857.20	1,083.84	1,208.53
EBITDA	1,190.50	2,104.01	2,357.28	2,840.43	3,110.04
EPS	0.14	0.57	0.79	1.00	1.11

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1,205.98	-930.35	780.87	1,424.86	1,739.41
净利润	299.10	934.00	1,294.72	1,637.03	1,825.36
折旧摊销	616.84	612.69	334.19	356.28	374.88
财务费用	149.08	300.50	296.80	301.44	301.35
投资损失	-34.25	-65.98	-45.56	-48.60	-53.38
营运资金变动	161.76	-2,802.22	-1,183.01	-909.82	-812.07
其它	13.44	90.67	83.73	88.53	103.27
<b>投资活动现金流</b>	293.44	-632.97	-396.21	-432.78	-450.24
资本支出	-315.16	-744.95	-441.76	-481.37	-503.62
长期投资	8,378.92	5,305.17	45.56	48.60	53.38
其他	-7,770.33	-5,193.19	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-932.05	1,525.58	-296.80	-301.44	-301.35
吸收投资	12.25	107.02	0.00	0.00	0.00
借款	-3,092.34	2,946.46	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	582.35	650.36	296.80	301.44	301.35
<b>现金净增加额</b>	600.55	-78.86	87.86	690.64	987.82

## 有色金属与钢铁小组简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

**唐伊辰**，有色金属行业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。