

# 厦门钨业 (600549.SH)

## 18年钨钼盈利继续增长

### ● 18年归母净利润降19%，钨钼主业仍维持增长

据公司年报，公司18年实现营收196亿元，同增38%，实现利润总额10亿元，同降17%，实现归母净利5亿元，同降19%。18年盈利下降主要是：滕王阁房地产净利下降1.3亿元，长汀金龙稀土下降0.9亿元，厦钨新能源下降0.9亿元，而公司钨矿开采业务（豫鹭、行洛坑、都昌金鼎）净利增加1.1亿元，钨钼加工业务净利增加0.7亿元。

### ● 受益钨钼价格高位以及刀具项目投产，钨钼板块盈利有望维持增长

厦门金鹭年产4千万片刀片和年产7百万件刀具的扩产项目已于18年底完成车间主体工程，19年3月土建竣工；天津百斯图刀体扩产项目19年2月主体工程开工，公司钨钼下游新材料业务持续投产。同时，据公司18年年报中引用的安泰科数据，18年钨需求增长5.3%，叠加国内供给端持续紧张，钨价有望高位运行，钨钼板块盈利或持续增长。

### ● 锂钴价格阶段性企稳，公司毛利电池材料毛利率或将回升

公司三明基地二期项目将于19年8月投产，宁德和海沧基地二期正在安装调试，电池材料将持续投产；据亚洲金属网，进入19年以来，锂钴均价已经高位回落后阶段性企稳，电池材料产能也开始向龙头企业集中，公司在电池材料领域的技术和规模优势将逐步体现，毛利率水平或将提升。

### ● 给予公司“增持”评级

预计公司19-21年EPS分别为0.43/0.54/0.66元/股，对应4月12日收盘价的PE分别为36/28/23倍。公司18年以来的PE平均水平为42倍，考虑公司钨钼和电池材料项目不断投产，将带来公司业绩的持续提升，我们认为给予公司19年40倍PE估值比较合理，对应合理价值17.2元/股，给予公司“增持”评级。

### ● 风险提示

锂钴价格下跌；新能源汽车发展不及预期；扩建项目进度不及预期。

### 盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,188	19,557	19,068	19,688	20,355
增长率(%)	66.4	37.8	-2.5%	3.3%	3.4%
EBITDA(百万元)	2,015	1,933	1,977	2,204	2,367
净利润(百万元)	618	499	602	769	933
增长率(%)	320.7	-19.3	20.7%	27.6%	21.4%
EPS(元/股)	0.57	0.35	0.43	0.54	0.66
市盈率(P/E)	45.23	34.21	35.59	27.88	22.97
市净率(P/B)	4.06	2.36	2.73	2.49	2.25
EV/EBITDA	16.78	12.86	14.28	12.58	11.44

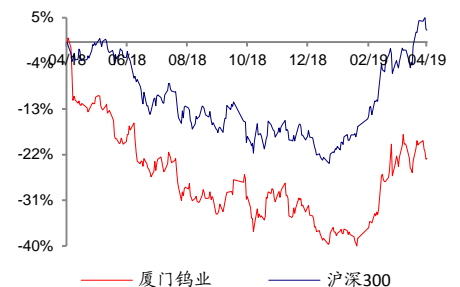
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

增持

当前价格	15.17元
合理价值	17.20元
前次评级	增持
报告日期	2019-04-15

### 相对市场表现



### 分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

### 分析师：

赵鑫



SAC 执证号：S0260515090002



021-60759794



gzzhaoxin@gf.com.cn

### 分析师：

娄永刚



SAC 执证号：S0260519010003



010-59136699



louyonggang@gf.com.cn

### 分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003



SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

请注意，赵鑫、娄永刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

联系人：黄礼恒 0755-88286912  
huangliheng@gf.com.cn

表 1: 厦门钨业可比公司 PE 估值情况 (股价统计截止 2019.04.12 收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE 估值水平		
				2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
章源钨业	002378.SZ	钨矿、钨粉、硬质合金	6.72	0.03	0.05	0.04	338	94	172
中钨高新	000657.SZ	钨粉、硬质合金	6.91	0.20	0.15	0.25	44	35	28

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 以上 19 年盈利预测来自 Wind 一致预测。

## 资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>9,742</b>	<b>11,984</b>	<b>11,340</b>	<b>12,106</b>	<b>13,046</b>
货币资金	984	1,243	1,733	2,237	2,894
应收及预付	3,099	3,665	3,357	3,463	3,578
存货	5,185	6,301	5,548	5,693	5,851
其他流动资产	474	775	703	713	723
<b>非流动资产</b>	<b>9,108</b>	<b>10,521</b>	<b>10,982</b>	<b>11,405</b>	<b>11,791</b>
长期股权投资	934	980	980	980	980
固定资产	5,514	6,044	5,923	5,768	5,579
在建工程	640	1,176	1,712	2,248	2,784
无形资产	773	878	923	965	1,004
其他长期资产	1,248	1,443	1,443	1,443	1,443
<b>资产总计</b>	<b>18,851</b>	<b>22,505</b>	<b>22,322</b>	<b>23,511</b>	<b>24,837</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,201</b>	<b>10,969</b>	<b>10,366</b>	<b>10,453</b>	<b>10,547</b>
短期借款	4,867	5,868	5,868	5,868	5,868
应付及预收	1,852	2,826	2,257	2,317	2,382
其他流动负债	1,481	2,275	2,241	2,268	2,298
<b>非流动负债</b>	<b>1,902</b>	<b>2,374</b>	<b>1,878</b>	<b>1,878</b>	<b>1,878</b>
长期借款	284	188	188	188	188
应付债券	1,224	1,720	1,224	1,224	1,224
其他非流动负债	394	466	466	466	466
<b>负债合计</b>	<b>10,103</b>	<b>13,343</b>	<b>12,244</b>	<b>12,331</b>	<b>12,425</b>
股本	1,087	1,413	1,413	1,413	1,413
资本公积	3,349	3,065	3,065	3,065	3,065
留存收益	2,416	2,698	3,300	4,069	5,002
归属母公司股东权益	6,896	7,247	7,840	8,609	9,542
少数股东权益	1,851	1,916	2,239	2,571	2,870
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,851</b>	<b>22,505</b>	<b>22,322</b>	<b>23,511</b>	<b>24,837</b>

## 利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>14,188</b>	<b>19,557</b>	<b>19,068</b>	<b>19,688</b>	<b>20,355</b>
营业成本	11,084	16,252	15,700	16,112	16,559
营业税金及附加	188	135	131	136	140
销售费用	297	348	370	366	386
管理费用	533	650	675	676	710
研发费用	681.88	897.26	895.59	914.02	950.54
财务费用	301.23	394.78	418.04	420.54	385.05
资产减值损失	123.95	187.89	34.89	3.86	4.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.98	31.68	50.00	50.00	50.00
<b>营业利润</b>	<b>1208.02</b>	<b>992.38</b>	<b>1149.47</b>	<b>1366.67</b>	<b>1526.76</b>
营业外收支	-17.19	-5.06	-10.00	-10.00	-10.00
<b>利润总额</b>	<b>1,191</b>	<b>987</b>	<b>1,139</b>	<b>1,357</b>	<b>1,517</b>
所得税	257	186	214	255	285
<b>净利润</b>	<b>934</b>	<b>802</b>	<b>925</b>	<b>1,102</b>	<b>1,232</b>
少数股东损益	316	303	323	333	298
<b>归属母公司净利润</b>	<b>618</b>	<b>499</b>	<b>602</b>	<b>769</b>	<b>933</b>
EBITDA	2015.34	1932.64	1977.17	2203.73	2366.54
EPS (元)	0.57	0.35	0.43	0.54	0.66

## 现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-930</b>	<b>371</b>	<b>2,521</b>	<b>2,035</b>	<b>2,156</b>
净利润	934	802	925	1,102	1,232
折旧摊销	613	658	681	719	757
营运资金变动	-2,801	-1,577	496	-179	-193
其它	324	489	419	393	360
<b>投资活动现金流</b>	<b>-633</b>	<b>-1,405</b>	<b>-1,102</b>	<b>-1,102</b>	<b>-1,102</b>
资本支出	-745	-1,358	-1,152	-1,152	-1,152
投资变动	83	-53	0	0	0
其他	29	6	50	50	50
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,526</b>	<b>1,318</b>	<b>-930</b>	<b>-429</b>	<b>-396</b>
银行借款	2,946	151	0	0	0
股权融资	107	16	0	0	0
其他	-1,528	1,152	-930	-429	-396
<b>现金净增加额</b>	<b>-38</b>	<b>284</b>	<b>490</b>	<b>504</b>	<b>658</b>
期初现金余额	1,020	942	1,243	1,733	2,237
期末现金余额	942	1,222	1,733	2,237	2,894

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	66.4	37.8	-2.5	3.3	3.4
营业利润增长	255.8	-17.9	15.8	18.9	11.7
归母净利润增长	320.7	-19.3	20.7	27.6	21.4
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.9	16.9	17.7	18.2	18.7
净利率	6.6	4.1	4.9	5.6	6.1
ROE	9.0	6.9	7.7	8.9	9.8
ROIC	7.6	6.1	6.2	6.9	7.3
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	53.6	59.3	54.8	52.4	50.0
净负债比率	36.2	40.1	38.2	36.2	34.3
流动比率	1.19	1.09	1.09	1.16	1.24
速动比率	0.51	0.47	0.51	0.57	0.64
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.83	0.95	0.85	0.86	0.84
应收账款周转率	6.48	6.59	6.59	6.59	6.59
存货周转率	2.53	2.83	2.83	2.83	2.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.57	0.35	0.43	0.54	0.66
每股经营现金流	-0.86	0.26	1.78	1.44	1.53
每股净资产	6.35	5.13	5.55	6.09	6.75
<b>估值比率</b>					
P/E	45.23	34.21	35.59	27.88	22.97
P/B	4.06	2.36	2.73	2.49	2.25
EV/EBITDA	16.78	12.86	14.28	12.58	11.44

## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经历，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。