

厦门钨业 (600549.SH)

库存损失拖累 19H1 业绩

● 受原料跌价影响, 19H1 盈利跌 77%

据公司业绩预告, 公司 19H1 实现营收 83.8 亿元, 同降 3%, 实现归母净利润 0.8 亿元, 同降 77%。上半年盈利下降主要是: 受钨价下跌影响, 钨业务存货跌价, 钨钼板块实现利润总额 1.3 亿元, 同降 77%; 原料跌价带动电池材料价格下降, 电池材料板块实现利润总额-0.4 亿元, 同降 144%。

● 泛亚库存消化后, 钨价有望企稳回升

据中钨在线, 泛亚交易所目前累计 APT 库存接近 3 万吨, 而随着交易所库存拍卖出售, 在需求整体较疲软的情况下, 大批量的供给释放预期对钨价产生较大冲击, 年初以来钨精矿价格下跌 24%, 随着泛亚 APT 库存释放完毕, 钨价有望企稳回升; 同时, 随着厦门金鹭和天津百斯图刀具项目建成投产, 公司钨钼业务板块业绩有望稳步上涨。

● 期待锂钴价格企稳后, 电池材料盈利步入正轨

据亚洲金属网, 19 年年初至今, 碳酸锂和金属钴的价格分别下跌 12% 和 52%, 目前锂钴价格均阶段性企稳, 毛利率将回归正常水平, 电池材料行业产能集中度逐步提升, 公司在电池材料领域的技术和规模优势将逐步显现, 叠加公司三明、宁德和海沧基地项目逐步投产, 电池材料板块盈利水平将持续提升。

● 给予公司“增持”评级

预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.34/0.54/0.66 元/股, 对应 7 月 15 日收盘价的 PE 分别为 40/25/20 倍。考虑钨价有望企稳回升, 公司在建项目不断投产, 将带动盈利持续提升, 我们维持 4 月 15 日年报点评观点, 维持合理价值 17.2 元/股不变, 维持“增持”评级。

● 风险提示

锂钴价格继续下跌造成存货跌价; 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	18,177	19,688	20,355
增长率(%)	66.4	37.8	-7.1%	8.3%	3.4%
EBITDA(百万元)	2,015	1,933	1,828	2,249	2,434
净利润(百万元)	618	499	476	763	929
增长率(%)	320.7	-19.3	-4.6%	60.2%	21.8%
EPS(元/股)	0.57	0.35	0.34	0.54	0.66
市盈率(P/E)	45.23	34.21	39.57	24.69	20.27
市净率(P/B)	4.06	2.36	2.44	2.22	2.00
EV/EBITDA	16.78	12.86	14.19	11.61	10.62

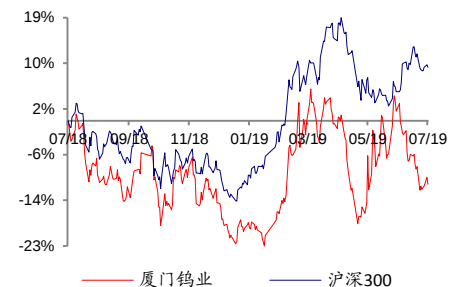
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	13.33 元
合理价值	17.2 元
前次评级	增持
报告日期	2019-07-16

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

赵鑫



SAC 执证号: S0260515090002

021-60759794



gzzhaoxin@gf.com.cn

分析师:

姜永刚



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, 姜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:

厦门钨业 (600549.SH):18 2019-04-15

年钨钼盈利继续增长

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,742	11,984	10,640	11,119	11,666
货币资金	984	1,243	1,420	1,250	1,515
应收及预付	3,099	3,665	3,203	3,463	3,578
存货	5,185	6,301	5,328	5,693	5,851
其他流动资产	474	775	689	713	723
非流动资产	9,108	10,521	11,416	12,251	13,025
长期股权投资	934	980	980	980	980
固定资产	5,514	6,044	6,304	6,508	6,656
在建工程	640	1,176	1,712	2,248	2,784
无形资产	773	878	977	1,072	1,161
其他长期资产	1,248	1,443	1,443	1,443	1,443
资产总计	18,851	22,505	22,057	23,370	24,692
流动负债	8,201	10,969	10,235	10,453	10,547
短期借款	4,867	5,868	5,868	5,868	5,868
应付及预收	1,852	2,826	2,167	2,317	2,382
其他流动负债	1,481	2,275	2,200	2,268	2,298
非流动负债	1,902	2,374	1,878	1,878	1,878
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
负债合计	10,103	13,343	12,113	12,331	12,425
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	3,174	3,937	4,866
归属母公司股东权益	6,896	7,247	7,714	8,477	9,406
少数股东权益	1,851	1,916	2,230	2,562	2,861
负债和股东权益	18,851	22,505	22,057	23,370	24,692

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,188	19,557	18,177	19,688	20,355
营业成本	11,084	16,252	15,078	16,112	16,559
营业税金及附加	188	135	125	136	140
销售费用	297	348	352	366	386
管理费用	533	650	644	676	710
研发费用	681.88	897.26	853.77	914.02	950.54
财务费用	301.23	394.78	418.04	422.11	389.99
资产减值损失	123.95	187.89	29.15	9.60	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
营业利润	1208.02	992.38	982.97	1359.36	1521.83
营业外收支	-17.19	-5.06	-10.00	-10.00	-10.00
利润总额	1,191	987	973	1,349	1,512
所得税	257	186	183	254	284
净利润	934	802	790	1,096	1,228
少数股东损益	316	303	314	333	298
归属母公司净利润	618	499	476	763	929
EBITDA	2015.34	1932.64	1827.55	2248.97	2434.40
EPS (元)	0.57	0.35	0.34	0.54	0.66

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-930	371	2,665	1,818	2,220
净利润	934	802	790	1,096	1,228
折旧摊销	613	658	704	764	825
营运资金变动	-2,801	-1,577	758	-440	-193
其它	324	489	413	399	360
投资活动现金流	-633	-1,405	-1,559	-1,559	-1,559
资本支出	-745	-1,358	-1,609	-1,609	-1,609
投资变动	83	-53	0	0	0
其他	29	6	50	50	50
筹资活动现金流	1,526	1,318	-930	-429	-396
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
现金净增加额	-38	284	176	-170	265
期初现金余额	1,020	942	1,243	1,420	1,250
期末现金余额	942	1,222	1,420	1,250	1,515

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	66.4	37.8	-7.1	8.3	3.4
营业利润增长	255.8	-17.9	-0.9	38.3	12.0
归母净利润增长	320.7	-19.3	-4.6	60.2	21.8
获利能力					
毛利率	21.9	16.9	17.0	18.2	18.7
净利率	6.6	4.1	4.3	5.6	6.0
ROE	9.0	6.9	6.2	9.0	9.9
ROIC	7.6	6.1	5.4	6.6	6.8
偿债能力(%)					
资产负债率	53.6	59.3	54.9	52.8	50.3
净负债比率	36.2	40.1	38.6	36.5	34.5
流动比率	1.19	1.09	1.04	1.06	1.11
速动比率	0.51	0.47	0.48	0.47	0.50
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.95	0.82	0.87	0.85
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
每股指标(元)					
每股收益	0.57	0.35	0.34	0.54	0.66
每股经营现金流	-0.86	0.26	1.89	1.29	1.57
每股净资产	6.35	5.13	5.46	6.00	6.66
估值比率					
P/E	45.23	34.21	39.57	24.69	20.27
P/B	4.06	2.36	2.44	2.22	2.00
EV/EBITDA	16.78	12.86	14.19	11.61	10.62

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 赵鑫：联席首席分析师，CFA，上海交通大学材料学硕士，2年国际铜业公司工作经验，7年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 姜永刚：资深分析师，中南大学冶金学硕士，8年行业管理协调工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 黄礼恒：联系人，中国地质大学（北京）地质学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。

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
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。