

厦门钨业 (600549.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

钨钼板块贡献突出，静待需求回暖

事件

公司8月25日发布2023年半年报，1H23实现营收187.3亿元，同降22.47%；实现归母净利润7.91亿元，同降12.88%；实现扣非归母净利润7.21亿元，同降11.24%。2Q23公司实现营收101.68亿元，环增18.76%；实现归母净利润3.51亿元，环降20.23%，实现扣非归母净利润3.29亿元，环降16.07%。

评论

上半年钨钼经营稳健，稀土和新能源板块业绩承压。1) 钨钼板块：1H23营收79.13亿元，同增20.55%；利润11.02亿元，同增32.64%，主要系钨丝产品产销量提升以及钼精矿价格上涨。2) 新能源板块：受终端消费不佳，产品价格下降，1H23实现营收81.21亿元，同降44.23%；利润2.74亿元，同降54.95%，钴酸锂销量14156吨，同降24.18%。3) 稀土板块：稀土氧化物、金属受原材料价格持续下行，销量和盈利同比下降，1H23实现营收26.16亿元，同降11.36%；利润1.53亿元，同降16.88%。

重点项目持续推进，静待需求回暖盈利修复。厦门金鹭年产1000万片可转位刀片项目已投产，年产210万片整体刀具项目预计下半年陆续投产。厦门虹鹭600亿米光伏用钨丝预计23年下半年项目建设完成。九江金鹭年产2000万片刀片毛坯项目已逐步投产。长汀金龙5000吨节能电机用稀土永磁项目预计2H24建成；1.5万吨稀土回收项目预计1H24建成；4000吨高性能稀土永磁扩产项目正进行设备安装，陆续投产。新能源板块锂离子电池项目均有序推进，期待需求回暖下稀土和新能源材料的盈利改善。

新能源全球化完善布局，钨丝产能稳步扩张。公司权属公司欧洲厦钨新能分别与Orano CAM和Orano PCAM就在法国共同出资设立电池正极材料合资公司和前驱体合资公司，进一步完善公司海外布局，加快新能源材料海外开拓。钨丝方面，公司200亿米光伏用钨丝项目已投产，600亿米光伏用钨丝项目预计23年下半年投产，同时公司定增募资建设“硬质合金切削工具扩产项目”、“1000亿米光伏用钨丝产线建设项目”，进一步夯实主业，实现产能扩张。

盈利预测&投资建议

预计公司23-25年营收分别为456.7亿元、528.0亿元、615.9亿元，归母净利润分别为20.57亿元、26.06亿元、31.44亿元，对应EPS分别为1.45元、1.84元、2.22元，对应PE分别为12倍、9倍、8倍，维持“买入”评级。

风险提示

产能释放不达预期；原材料价格大幅波动；需求增速不达预期。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.06元

相关报告：

- 《厦门钨业公司点评：Q1 新能源板块承压，期待钨丝放量》，2023.4.22
- 《Q3 盈利稳定，光伏钨丝加速放量-厦门钨业业绩点评》，2022.10.27
- 《Q2 业绩略超预期，期待光伏钨丝放量-厦门钨业业绩点评》，2022.8.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,852	48,223	45,670	52,802	61,594
营业收入增长率	67.96%	51.40%	-5.29%	15.62%	16.65%
归母净利润(百万元)	1,181	1,446	2,057	2,606	3,144
归母净利润增长率	92.24%	22.50%	42.21%	26.70%	20.66%
摊薄每股收益(元)	0.832	1.020	1.450	1.837	2.216
每股经营性现金流净额	0.70	-0.25	4.79	3.54	4.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.17%	14.48%	18.24%	20.30%	21.35%
P/E	27.19	19.18	11.77	9.29	7.70
P/B	3.58	2.78	2.15	1.88	1.64

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	18,964	31,852	48,223	45,670	52,802	61,594
增长率	68.0%	51.4%	-5.3%	15.6%	16.7%	
主营业务成本	-15,488	-26,680	-41,659	-38,106	-43,723	-50,833
%销售收入	81.7%	83.8%	86.4%	83.4%	82.8%	82.5%
毛利	3,475	5,172	6,564	7,563	9,079	10,761
%销售收入	18.3%	16.2%	13.6%	16.6%	17.2%	17.5%
营业税金及附加	-181	-278	-249	-288	-333	-388
%销售收入	1.0%	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-280	-306	-339	-402	-465	-542
%销售收入	1.5%	1.0%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-721	-894	-890	-1,096	-1,267	-1,478
%销售收入	3.8%	2.8%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-861	-1,276	-1,729	-1,708	-1,975	-2,304
%销售收入	4.5%	4.0%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	1,433	2,418	3,357	4,070	5,040	6,049
%销售收入	7.6%	7.6%	7.0%	8.9%	9.5%	9.8%
财务费用	-446	-485	-463	-611	-668	-821
%销售收入	2.4%	1.5%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
资产减值损失	-165	-261	-584	-80	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	71	93	-29	0	0	0
%税前利润	6.6%	4.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,126	1,981	2,589	3,478	4,359	5,228
营业利润率	5.9%	6.2%	5.4%	7.6%	8.3%	8.5%
营业外收支	-50	-43	-17	0	0	0
税前利润	1,076	1,938	2,572	3,478	4,359	5,228
利润率	5.7%	6.1%	5.3%	7.6%	8.3%	8.5%
所得税	-119	-243	-389	-522	-654	-784
所得税率	11.1%	12.5%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	956	1,695	2,183	2,957	3,706	4,444
少数股东损益	342	514	737	900	1,100	1,300
归属于母公司的净利润	614	1,181	1,446	2,057	2,606	3,144
净利率	3.2%	3.7%	3.0%	4.5%	4.9%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	956	1,695	2,183	2,957	3,706	4,444
少数股东损益	342	514	737	900	1,100	1,300
非现金支出	1,034	1,218	1,645	1,272	1,388	1,616
非经营收益	290	321	488	659	583	616
营运资金变动	-636	-2,246	-4,676	1,900	-661	-776
经营活动现金净流	1,644	989	-360	6,787	5,015	5,900
资本开支	-923	-1,305	-1,715	-2,263	-2,563	-2,863
投资	-401	-194	-304	0	0	0
其他	28	24	73	0	0	0
投资活动现金净流	-1,296	-1,475	-1,946	-2,263	-2,563	-2,863
股权募资	152	1,498	1,230	50	0	0
债权募资	837	202	2,289	-2,793	490	554
其他	-1,839	-813	-631	-1,482	-1,625	-1,874
筹资活动现金净流	-851	887	2,887	-4,225	-1,134	-1,320
现金净流量	-511	413	619	299	1,317	1,717

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,146	1,551	2,172	2,456	3,763	5,472
应收款项	4,475	6,814	10,608	9,376	10,407	11,633
存货	5,261	8,077	8,707	7,621	8,505	9,610
其他流动资产	591	1,272	1,065	1,056	1,129	1,222
流动资产	11,473	17,713	22,553	20,510	23,804	27,936
%总资产	45.7%	54.6%	56.7%	52.9%	55.1%	57.5%
长期投资	2,467	2,552	3,215	3,135	3,135	3,135
固定资产	8,802	9,748	11,259	12,313	13,471	14,701
%总资产	35.1%	30.1%	28.3%	31.8%	31.2%	30.3%
无形资产	1,434	1,272	1,736	1,757	1,778	1,798
非流动资产	13,631	14,708	17,246	18,238	19,413	20,661
%总资产	54.3%	45.4%	43.3%	47.1%	44.9%	42.5%
资产总计	25,104	32,421	39,799	38,748	43,217	48,597
短期借款	6,944	5,520	5,484	2,690	3,181	3,735
应付款项	3,337	7,629	8,088	7,653	8,781	10,210
其他流动负债	2,308	1,917	2,014	2,026	2,224	2,443
流动负债	12,590	15,066	15,585	12,369	14,186	16,388
长期贷款	2,071	3,516	5,327	5,327	5,327	5,327
其他长期负债	517	1,111	2,827	2,807	2,796	2,789
负债	15,177	19,693	23,739	20,504	22,310	24,503
普通股股东权益	7,615	8,961	9,991	11,275	12,838	14,724
其中：股本	1,406	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418
未分配利润	2,754	3,699	4,690	5,924	7,487	9,374
少数股东权益	2,312	3,767	6,070	6,970	8,070	9,370
负债股东权益合计	25,104	32,421	39,799	38,748	43,217	48,597

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.437	0.832	1.020	1.450	1.837	2.216
每股净资产	5.416	6.317	7.043	7.948	9.051	10.380
每股经营现金净流	1.169	0.697	-0.254	4.785	3.535	4.159
每股股利	0.150	0.260	0.350	0.580	0.735	0.887
回报率						
净资产收益率	8.06%	13.17%	14.48%	18.24%	20.30%	21.35%
总资产收益率	2.45%	3.64%	3.63%	5.31%	6.03%	6.47%
投入资本收益率	6.71%	9.44%	9.77%	12.12%	13.51%	14.51%
增长率						
主营业务收入增长率	9.02%	67.96%	51.40%	-5.29%	15.62%	16.65%
EBIT增长率	102.30%	68.77%	38.83%	21.24%	23.84%	20.02%
净利润增长率	135.58%	92.24%	22.50%	42.21%	26.70%	20.66%
总资产增长率	6.96%	29.15%	22.76%	-2.64%	11.53%	12.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.1	45.4	47.5	53.0	50.0	47.0
存货周转天数	118.7	91.2	73.5	73.0	71.0	69.0
应付账款周转天数	44.6	46.9	35.7	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	153.6	95.1	75.5	84.2	77.4	70.6
偿债能力						
净负债/股东权益	79.28%	62.00%	64.96%	40.31%	31.28%	22.35%
EBIT利息保障倍数	3.2	5.0	7.2	6.7	7.5	7.4
资产负债率	60.46%	60.74%	59.65%	52.92%	51.62%	50.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-23	买入	27.55	43.00~43.00
2	2022-04-26	买入	14.51	N/A
3	2022-08-26	买入	26.41	N/A
4	2022-10-27	买入	21.20	N/A
5	2023-04-22	买入	19.86	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806