

业绩创新高，三大业务未来持续发力

2022 年 04 月 02 日

推荐

首次评级

当前价格：

18.37 元

► **事件：公司发布 2021 年年报。**2021 年，公司实现营收 318.5 亿元，同比增长 68%；归母净利润 11.8 亿元，同比增长 92%，扣非后归母净利达 10.3 亿元，同比增长 125%。单季度看，2021Q4，公司实现营收 96.8 亿元，同比增长 57.56%、环比增长 21.77%；归母净利润 1.9 亿元，同比减少 24%、环比减少 40%；扣非归母净利 1.6 亿元，同比减少 1%、环比减少 43%。

► **钨钼板块：2021 年主营收入同比增长 49.03%至 106.33 亿元，毛利率为 26.76%，同比下降 2.99pct。**2021 年产品量价齐升推动营收增长，同时公司向高端化产品倾斜，盈利能力提升。其中硬质合金产品营收约 23 亿元，同比提升约 36%，毛利率约 28%，同比基本不变；切削刀具约为 7.6 亿元，同比增长约 13%，毛利率约 45%，同比提升约 6pct；细钨丝约为 2 亿元，同比提升约 33%，毛利率约为 39%，同比基本不变。公司向下游深加工业务持续发力，未来将新增可转位刀具 1000 万片，整体刀具 236 万片，光伏用钨丝 800 亿米的年产能。

► **电池材料板块：2021 年主营收入同比大增 94.82%至 155.66 亿元，毛利率同比降低 0.93pct 至 9.55%。**钴酸锂：营收增长来自下游需求增长，同时市占率提升至 42%（2021 年 H1）；毛利率为 8.20%，同比降低 0.93pct，毛利率下降或由于原材料价格上涨所致，但单吨毛利同比增长 1.42%至 2.09 万元/吨。三元材料：营收因产能及下游需求提升，同比大增；毛利率为 13.02%，同比增长 4.90pct，单吨毛利为 1.93 万元/吨，同比增长 120.84%，毛利率的提升或由于公司三元产品向高毛利的产品调整。公司加速布局三元、磷酸铁锂材料产能，2021-2023 年正极材料产能或将由 7 万吨/年增长至约 16 万吨/年。

► **稀土板块：2021 年主营收入同比增长 57.02%至 46.97 亿元，毛利率提升 1.27pct 至 12.96%。**2021 年，公司持续优化产品结构，稀土深加工产品销量增长，拉动稀土业务板块营收和利润增长。磁材业务方面，由于产品结构优化，加大汽车领域客户开发，汽车用磁材销售占比达 30%，同比提升约 10pct。磁材营收同比增长约 71%至约 20 亿元。但受原材料价格攀升影响，磁材毛利率略降低 2pct 至 10%左右。未来公司将重点发展磁材业务，磁材产能将由 2021 年的 8000 吨提升至 2022 年的 1.2 万吨。

► **投资建议：**我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 18.21/21.62/24.04 亿元，同比分别增加 54.22%/18.77%/11.17%，EPS 分别为 1.28/1.52/1.69 元/股。考虑到公司三个板块业务均有扩产在建项目、且下游需求向好，公司成长势头良好，以 2022 年 4 月 1 日收盘价为基准，厦门钨业的 PE 为 14/12/11，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**经济波动影响需求和价格的风险，原材料风险，产业重点项目不达预期的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31,852	49,543	55,298	61,696
增长率（%）	68.0	55.5	11.6	11.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1,181	1,821	2,162	2,404
增长率（%）	92.2	54.2	18.8	11.2
每股收益（元）	0.83	1.28	1.52	1.69
PE	22	14	12	11
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 1 日收盘价）



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：刘小华

执业证号：S0100121120055

电话：021-80508866

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

目录

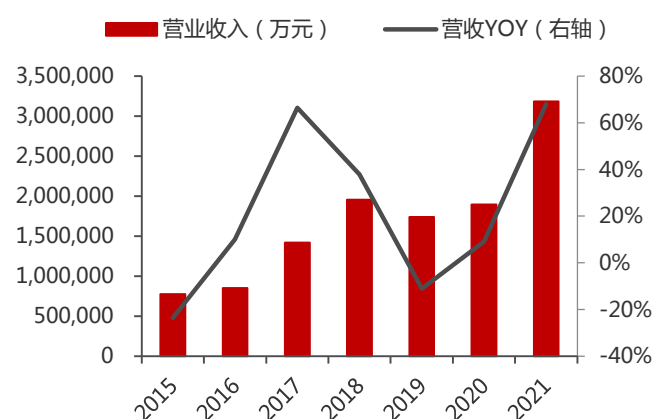
1 事件	3
2 点评	4
2.1 2021 年三大业务齐开花，公司业绩创新高	4
2.2 钨钼板块：向下游深加工产品发力	6
2.3 电池材料板块：量价齐升推动业绩增长	12
2.4 稀土板块：磁材产销大幅增长，营收占比提升至 42.5%	16
3 盈利预测与投资建议	20
3.1 盈利预测假设与业务拆分	20
3.2 估值分析	21
3.3 投资建议	22
4 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 事件

公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 318.5 亿元，同比增长 68%；归母净利润 11.8 亿元，同比增长 92%，扣非后归母净利润达 10.3 亿元，同比增长 125%。

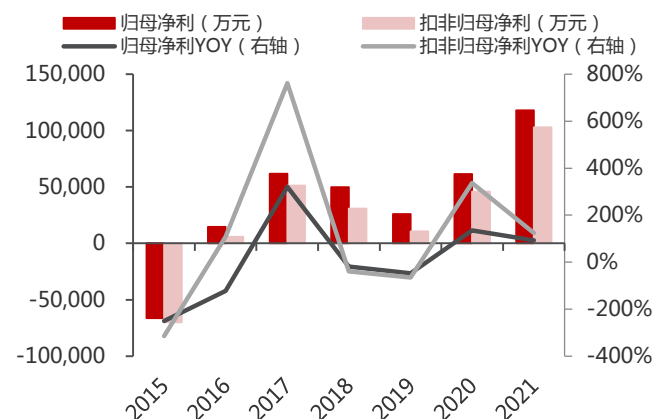
单季度看，2021Q4，公司实现营收 96.8 亿元，同比增长 57.56%、环比增长 21.77%；归母净利润 1.9 亿元，同比减少 24%、环比减少 40%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比减少 1%、环比减少 43%。

图 1：2021 年，公司实现营收 318.5 亿元



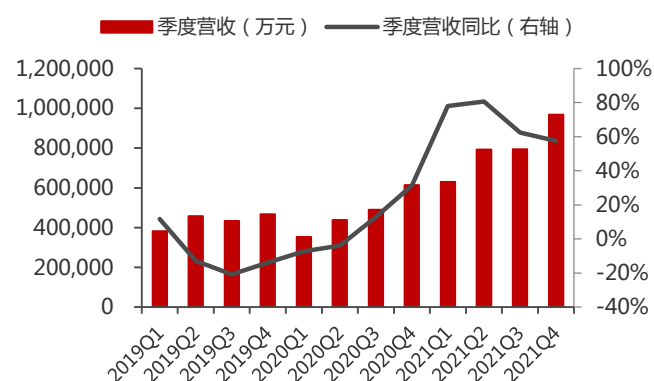
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 11.8 亿元



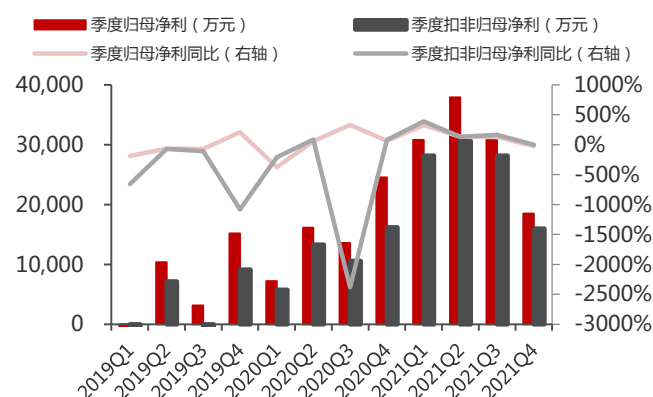
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 96.8 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 1.9 亿元



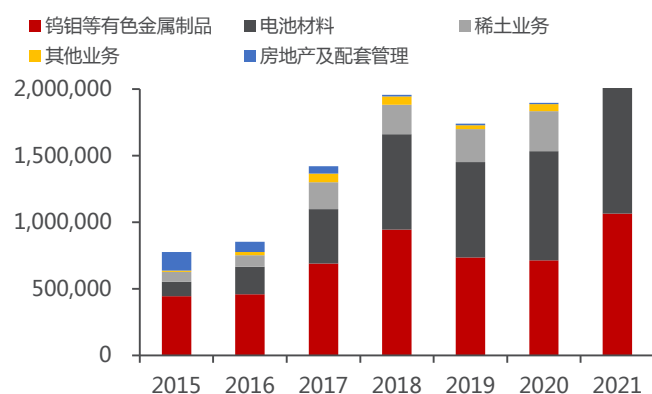
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评

2.1 2021 年三大业务齐开花，公司业绩创新高

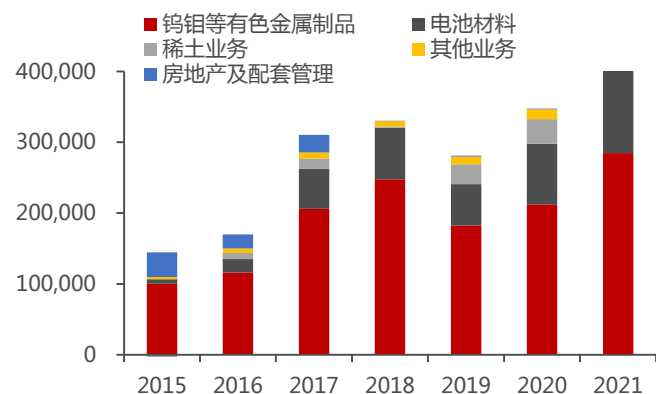
2021 年公司主营业务收入为 312.97 亿元，同比增长 69.82%；主营业务毛利润为 49.7 亿元，同比增长 48.85%；主营业务毛利率为 15.86%，同比下降 2.24pct，略低于公司综合毛利率 16.24%。主营收入方面：电池材料业务营收 158.6 亿元，占比最大为 50.7%；钨钼板块业务营收 106 亿元，占比第二为 34.0%；稀土业务营收 47.0 亿元，占比为 15.0%。毛利方面：钨钼板块毛利润为 28 亿元，占比最大为 65.3%；电池材料业务毛利润 15 亿元，占比第二为 34.7%；稀土业务板块毛利润 6.1 亿元，占比为 12.3%。毛利率方面：钨钼板块毛利率最大为 26.76%，其次为稀土业务 12.96%、电池材料业务 9.53%。

图 5：2021 年，电池材料营收占比最大为 158.6 亿元（单位：万元）



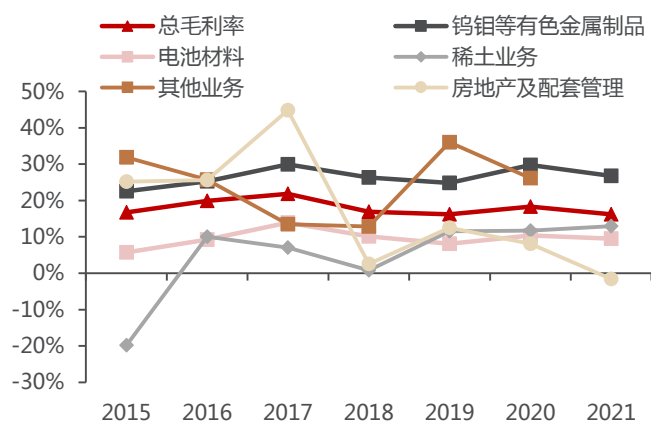
资料来源：wind，民生证券研究院
注：各板块营收均为其主营业务营收

图 6：2021 年，钨钼板块毛利润最大为 28 亿元（单位：万元）



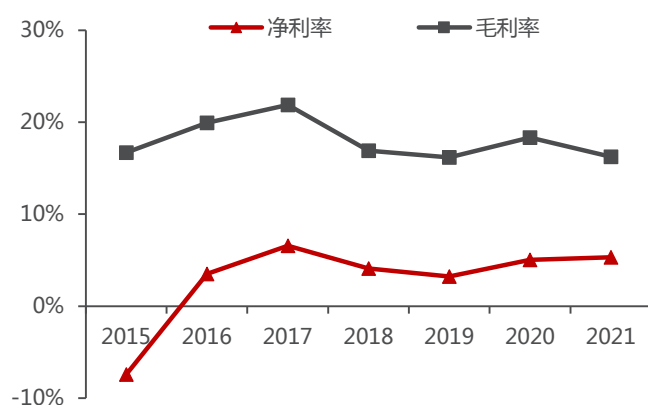
资料来源：wind，民生证券研究院
注：各板块毛利均为其主营业务毛利

图 7：2021 年，钨钼板块毛利率最高为 26.76%

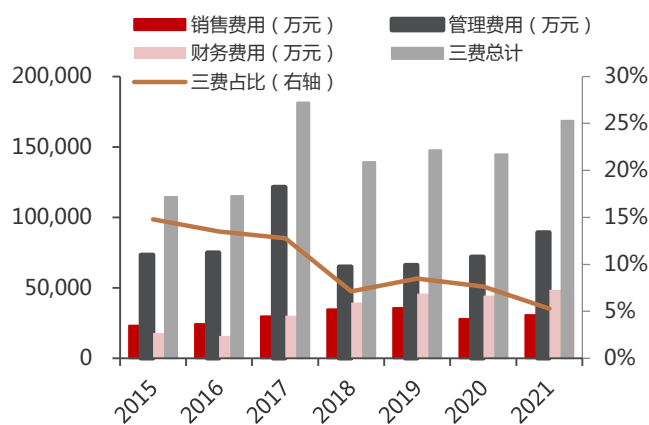


资料来源：wind，民生证券研究院
注：各板块毛利率均为其主营业务毛利率，总毛利率为公司整体综合毛利率

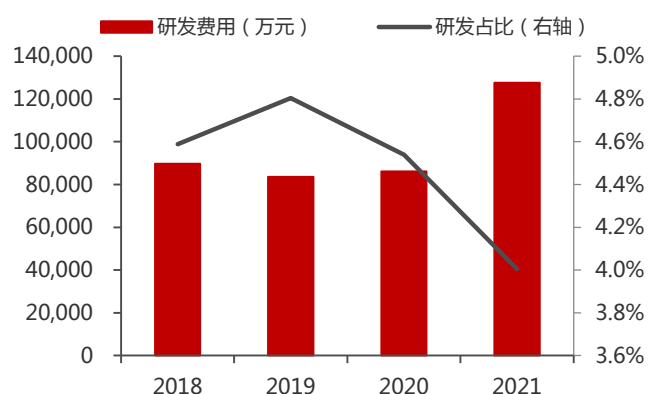
2021 年公司归母净利润为 11.8 亿元，同比增长 92%，净利率同比增 0.28pct 至 5.32%。1) 净利变化：2021 年虽然公司毛利率降低 2.09pct 至 16.24%，但是营收同比增长 68%至 318.5 亿元，使得毛利润同比增加 16.96 亿元；受 2021 年期间费用以及税金同比增长 7.5 亿元，减值损失增加 1.34 亿元等拖累，公司 2021 年归母净利润同比增加 5.66 亿元，净利率提升 0.28pct。2) 期间费用：管理费用同比增长 23.99%至 8.94 亿元，管理费的因薪酬、限制性股票激励费用及维修费等增长而增加。研发费用同比增长 48.20%至 12.76 亿元，研发费用增长来源于研发投入加大：目前公司钴酸锂 4.5V 产品处于在研状态且进展良好，钠离子电池的研发也在进行，切削刀具刀片每年的新品贡献率达到 40%以上，钨丝的自主研发已经获得部分专利，公司正在扶持光电晶体研究所，进行稀土高端应用前沿的研发。3) 减值损失：2021 年公司资产减值损失同比提升 33.64%至 1.43 亿元，原因是计提存货跌价准备增加；信用减值损失同比增加 105.17%至 1.19 亿元，是由于公司销售增加，应收账款增加，计提的预期信用损失上升导致。

图 8：2021 年，公司净利率为 5.32%


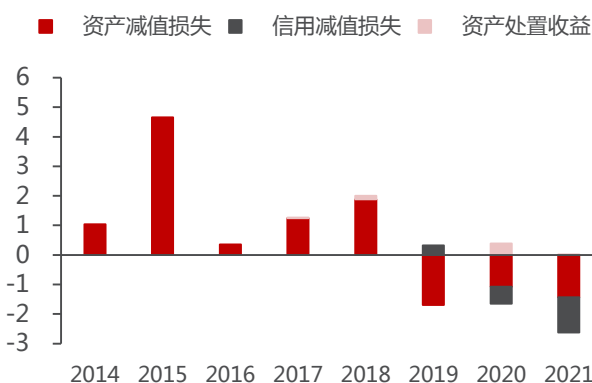
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年，三费增长至 16.85 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

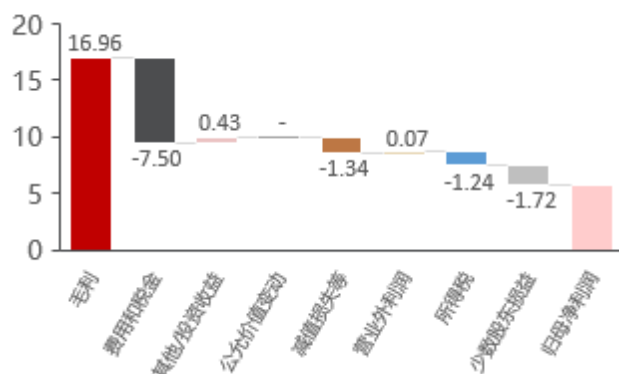
图 10：2021 年，研发费用为增长至 12.76 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年，减值损失及资产处置收益共计-2.6 亿元（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年，归母净利同比增加 5.66 亿元（单位：百万元）

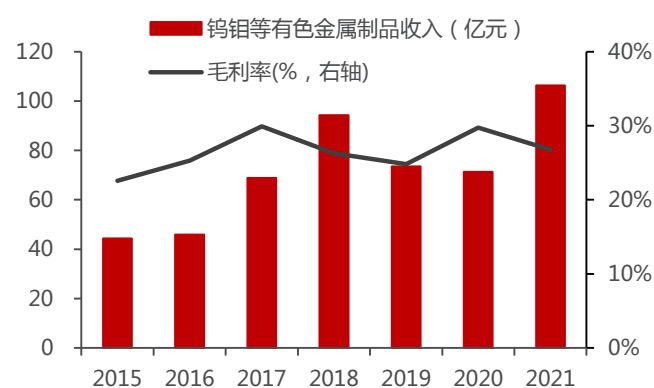


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 钨钼板块：向下游深加工产品发力

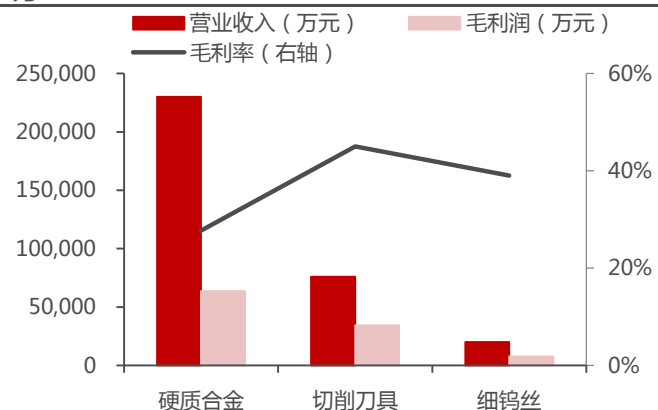
2021 年厦门钨业钨钼等有色金属制品收入同比增长 49.03%至 106.33 亿元，毛利率为 26.76%，同比下降 2.99pct。营收：2015-2021 年，厦门钨业钨钼等有色金属制品收入由 44.38 亿元增长至 106.33 亿元，CAGR 为 15.68%，2021 年，主要产品量价齐升推动营收增长，同时公司产品向高端化倾斜，盈利能力提升。其中硬质合金产品营收约 23 亿元，同比提升约 36%；切削刀具约为 7.6 亿元，同比增长约 13%；细钨丝约为 2 亿元，同比提升约 33%。价格：据公司 2021 年年报估算，公司硬质合金产品均价约为 36 万元/吨、同比提升约 3%，切削刀具产品价格约为 18 元/件、同比提升约 5%，细钨丝产品价格约为 22 元/千米、同比降低 14%。毛利率：2021 年，公司钨钼板块整体毛利率为 26.76%，同比下降 2.99pct，毛利率下降或由于上游原材料价格上涨所致。其中切削刀具毛利率约为 45%，同比提升约 6pct，毛利率的提升来自产品结构的优化，硬质合金产品毛利率约 28%、细钨丝约为 39%，均同比基本保持不变。

图 13：2021 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 49.03%至 106.33 亿元

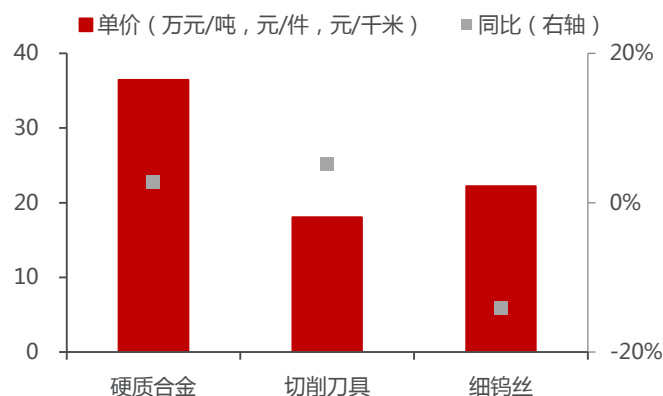


资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年硬质合金营收约为 23 亿元，毛利率约为 28%



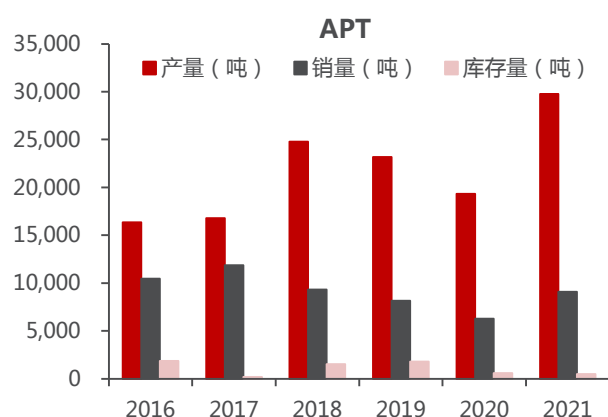
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021 年，公司硬质合金、切削刀具价格上涨


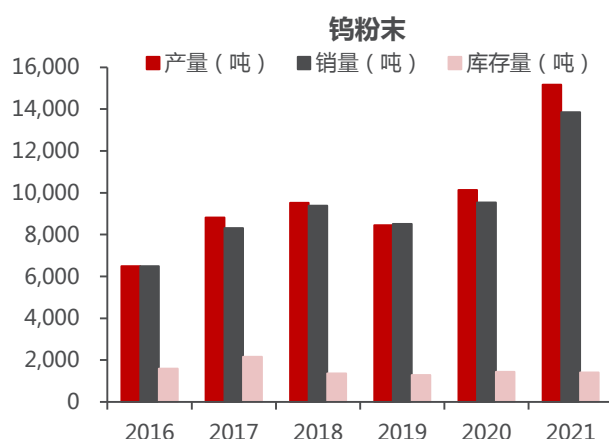
资料来源：wind，民生证券研究院

注：硬质合金、切削刀具、细钨丝的单位分别是万元/吨、元/件、元/千米

2021 年，厦门钨业 APT 及钨粉末产销量实现增长，APT 产量同比提升 54.03% 至 2.98 万吨，销量同比提升 44.30% 至 9,075 吨，产销率为 30.47%。产销率较低是因为公司会自用大部分 APT，2021 年的库存量为 497 吨。钨粉末产量同比增长 49.84% 至 1.52 万吨，销量同比增长 45.38% 至 1.39 万吨，产销率为 91.30%，库存量为 1413 吨。

图 16：2021 年 APT 产量同比提升 54.03% 至 2.98 万吨，销量同比提升 44.30% 至 9075 吨


资料来源：公司公告，民生证券研究院

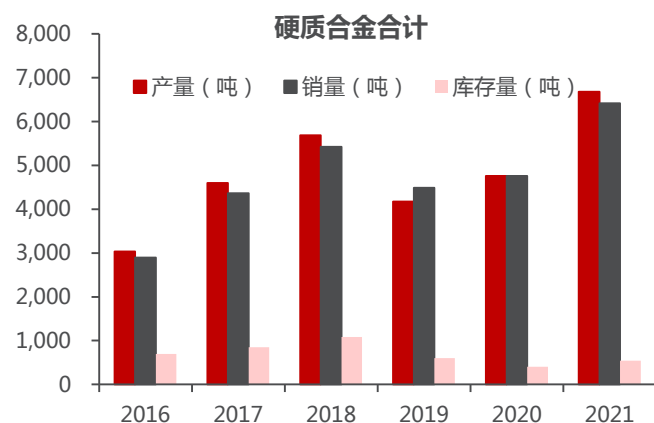
图 17：2021 年钨粉末产量同比增长 49.84% 至 1.52 万吨，销量同比增长 45.38% 至 1.39 万吨


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年，厦门钨业硬质合金及下游产品产销量实现增长。硬质合金产量同比增长 95.99% 至 6684 吨，销量同比增长 34.82% 至 6416 吨，产销率为 95.99%。数控刀片产量同比增长 36.99% 至 4500 万件，销量同比增长 13.13% 至 3688 万件，产销率为 99.24%。整体刀具产量同比增长 28.82% 至 800 万件，销量同比下降

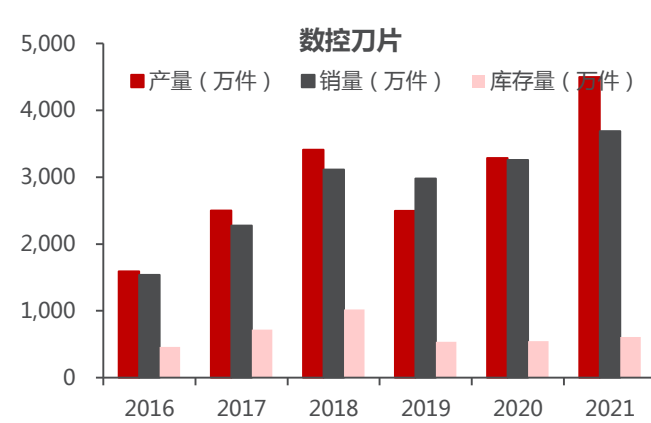
5.11%至 650 万件,产销率为 81.25%。细钨丝产量同比增长 62.07%至 94 亿米,销量同比增长 55.17%至 90 亿米,产销率为 95.74%。

图 18 : 2021 年厦门钨业硬质合金产销量分别为 6684 吨、6416 吨



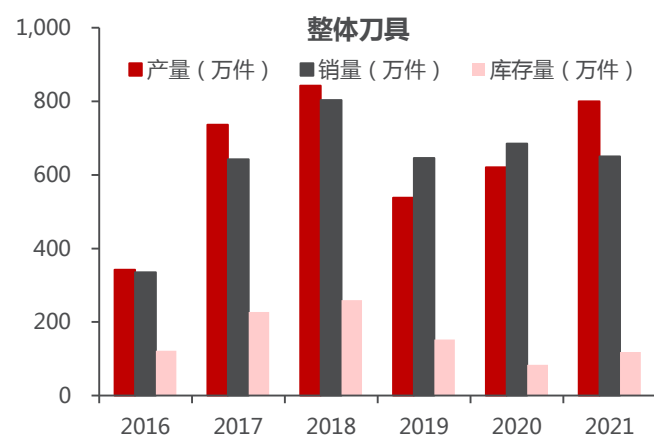
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 19 : 2021 年厦门钨业数控刀片产销量分别为 4500 万件、3688 万件



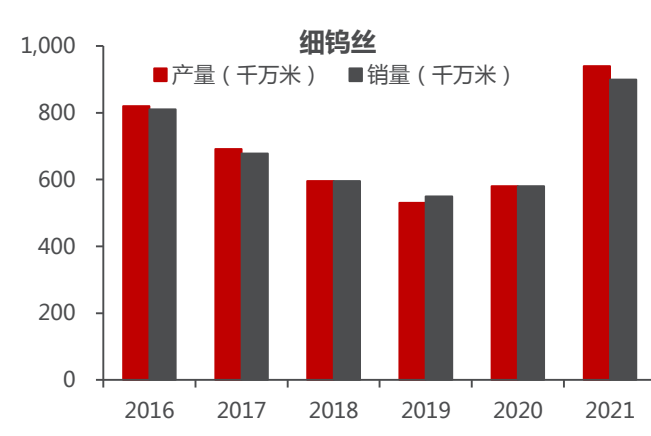
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 20 : 2021 年厦门钨业整体刀具产销量分别为 800 万件、650 万件



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 21 : 2021 年厦门钨业细钨丝产销量分别约为 94 亿米、90 亿米



资料来源:公司公告,民生证券研究院

公司共有宁化行洛坑钨矿、都昌阳储山钨钼矿、洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿、博白巨典油麻坡钨钼矿四个矿山,截止 2021 年,钨储量共计 36.53 万吨、平均品位为 0.25% (不包括洛阳豫鹭回收钼尾矿)、钼储量 2.2 万吨 (平均品位为 0.035%),未来大湖塘矿山有望注入。其中 1) 宁化行洛坑钨矿主要生产黑钨、白钨,年处理量为 170.46 万吨,钨储量为 23.59 万吨,平均品位为 0.21%。2) 都昌阳储山钨钼矿主要生产白钨和钼,年处理量为 148.5 万吨,钨储量为 4.94 万吨、平均品位为 0.16%,钼储量为 2.20 万吨、平均品位为 0.035%。3) 洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿年处理量为 619 万吨。4) 博白巨典油麻坡钨钼矿。2022 年 1 月,公司完成收购博白县巨典矿业有限公司 100% 股权,博白巨典拥有油麻坡钨钼

矿采矿权，该矿具有约 8 万吨 WO_3 储量。5) 大湖塘矿山有望注入。公司母公司控股子公司江西巨通具有大湖塘钨矿的采矿权，据 2014 年统计，大湖塘拥有约 62.16 万吨 WO_3 储量。矿山注入已通过董事会审核，但由于江西巨通处于诉讼纠纷中，交易尚未完成。

表 1：截止 2022 年 3 月厦门钨业钨矿矿山情况

矿山名称	主要品种	储量（万吨）	品位	年处理量（万吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
宁化行洛坑钨矿	主要为黑钨、白钨	23.59	0.21%	170.46	至 2085 年	至 2034 年 9 月
都昌阳储山钨钼矿	白钨、钼	钨：4.9381 钼：2.1953	钨：0.159% 钼：0.035%	148.5	至 2035 年	至 2023 年 2 月
洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿	白钨	-	-	619	-	-
博白巨典油麻坡钨钼矿	钨矿、硫铁矿等	7.9988	0.44%	66	-	至 2041 年 1 月
大湖塘钨矿	钨矿	62.159	0.18%	0.24	-	至 2017 年 6 月

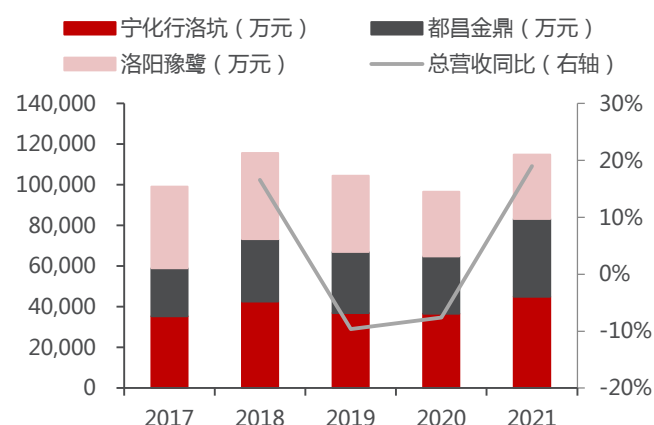
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

注 1：储量为折 WO_3 储量

注 2：截止 2022 年 3 月大湖塘矿还未完成注入

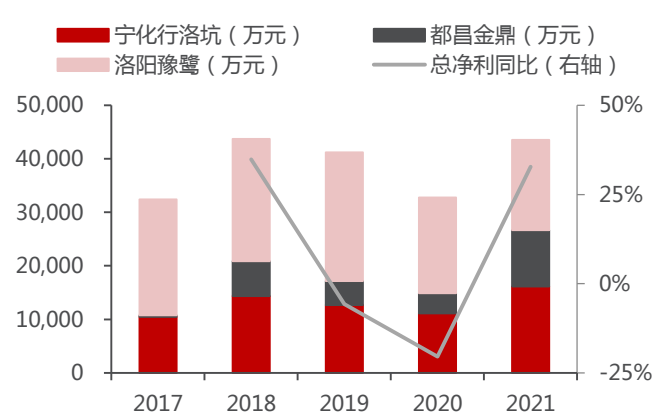
2021 年，厦门钨业旗下矿山企业，宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭总计实现营收 11.49 亿元、同比增长 19% 实现归母净利润 4.35 亿元、同比增长 32.75%。其中，宁化行洛坑营收为 4.50 亿元、同比增 22.64%，归母净利为 1.61 亿元、同比增 44.89%。都昌金鼎营收为 3.82 亿元、同比增 35.62%，归母净利为 1.05 亿元、同比增 183.45%。宁化行洛坑和都昌金鼎的营收增长来自于钨矿价格上涨以及销量增长，此外都昌金鼎致力于提高尾矿的资源综合利用，2021 年尾砂利用量为 37.2 万吨，较去年增加 27.2 万吨，降低了尾砂输送负荷及输送电量，从而使得归母净利增幅较大。洛阳豫鹭营收为 3.18 亿元、同比增 0.06%，归母净利为 1.68 亿元、同比降低 6.08%。洛阳豫鹭产销量下滑，使得营收增幅较小，净利润下降。

图 22：2021 年，厦门钨业三家矿企营收同比增长 19% 至 11.49 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：2021 年，厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 32.75% 至 4.35 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年，公司子公司厦门金鹭、洛阳金鹭、厦门虹鹭、厦门嘉鹭营收和净利润均实现同比增长。

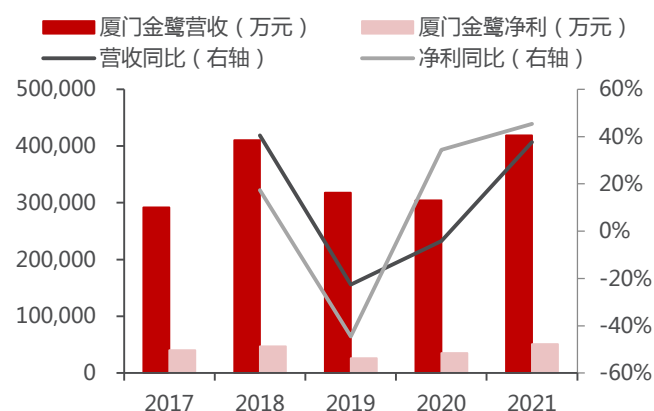
1) 厦门金鹭：营收同比增长 37.58%至 41.88 亿元，净利同比增长 45.30%至 5.11 亿元；厦门金鹭主要生产硬质合金制品、钨粉和碳化钨粉等产品，受产品价格提升和销量增加影响，盈利能力增强。

2) 洛阳金鹭：营收同比增长 54.37%至 6.37 亿元，净利扭亏为 2,830.85 万元；洛阳金鹭也是进行钨粉末、硬质合金产品的生产销售，2021 年洛阳金鹭产品质量提升、同时降本增效，扭转亏损状况。

3) 厦门虹鹭：营收同比增长 29.62%至 11.45 亿元，净利同比增长 49.97%至 1.53 亿元；厦门虹鹭主要进行钨钼丝材、制品的生产和销售，下游需求回暖、以及公司主动拓展市场、发展光伏用钨丝产品，使得营收、净利增长。

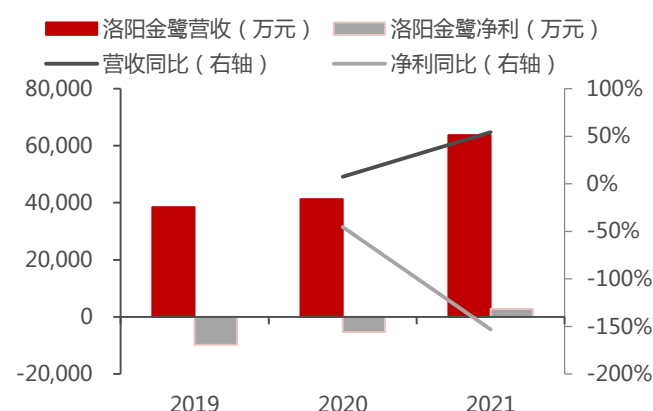
4) 厦门嘉鹭：营收同比增长 22.27%至 5.22 亿元，净利同比增长 90.01%至 3,403.93 万元；厦门嘉鹭主要负责生产销售钨冶炼产品-APT、氧化钨等，营收以及净利的增长来自于国内外市场需求增加。

图 24：2021 年，厦门金鹭营收同比增长 37.58%至 41.88 亿元，净利同比增长 45.30%至 5.11 亿元



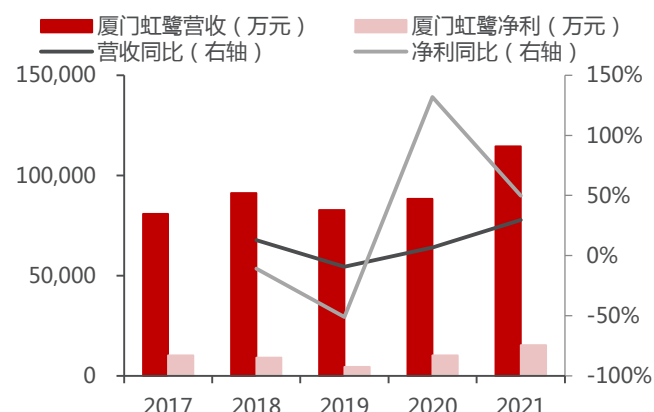
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25 2021 年 洛阳金鹭营收同比增长 54.37%至 6.37 亿元，净利扭亏为 2,830.85 万元



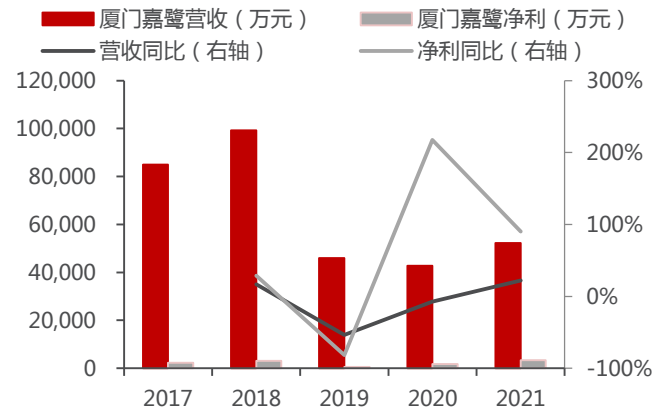
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 26：2021 年，厦门虹鹭营收同比增长 29.62%至 11.45 亿元，净利同比增长 49.97%至 1.53 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 27 2021 年 厦门嘉鹭营收同比增长 22.27%至 5.22 亿元，净利同比增长 90.01%至 3,403.93 万元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司向下游深加工业务持续发力,未来将新增可转位刀具 1000 万片、整体刀具 236 万片,光伏用钨丝 800 亿米/年。据 2021 年 5 月公告,公司将投资 1.498 亿元,建设年产 1000 万片可转位刀片生产线项目,该项目预计于 2022 年底建成、2023 年达产。此外,公司还将投资 3.88 亿元建设泰国硬质合金生产基地二期项目,预计 2024 年建成。2021 年 6 月公司披露将投资 1.15 亿元建设年产 900 吨棒材生产线项目,项目预计于 2022 年底建成、2023 年达产。2021 年 8 月公司披露将投资约 2.92 亿元,建设年产 210 万件整体刀具项目,预计 2023 年底完成。2021 年 12 月公司 200 亿米/年细钨丝产线扩产项目,预计 2022 年年底建设完成。2022 年 1 月公司披露将投资 8.42 亿元建设年产 600 亿米光伏用钨丝产线项目,预计 2023 年下半年完成建设。预计 2021-2024 年,公司产能变化:钨粉末由约 2.4 增长至 3 万吨,硬质合金由 8000 吨增长至 1 万吨以上,整体刀片由 700-800 万片增长至 936-1036 万片,可转位刀具由 4000-4500 万片增长至 5000-5500 万片,细钨丝由 200 多亿米增长至 1000 多亿米。

表 2: 厦门钨业钨钼业务板块在建工程和计划建设情况

项目实施公司	在建项目名称	工程进度
宁化行洛坑钨矿有限公司	宁化行洛坑钨矿碎矿系统抛废富集项目	预计 2022 年下半年完成建设投产
江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司	都昌金鼎碎矿系统抛废富集项目	预计 2022 年下半年完成建设投产。
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目(建设 3000 吨钨粉末)	
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目(搬迁 800 吨,扩产 200 吨棒材)	预计 2024 年底项目建设完成。
厦门金鹭特种合金有限公司	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目(建设 1200 吨混合料)	
	新增年产 26 万整体刀具生产线项目	该项目预计 2022 年底完成
	年产 210 万件整体刀具生产线项目	预计 2023 年底项目建设完成。
	新增年产 1000 万片可转位刀片生产线项目	预计 2022 年底项目建设完成。
	硬质合金工业园(二期)粉末及矿用合金生产线项目(新增 900 吨矿用合金)	
	硬质合金工业园(二期)粉末及矿用合金生产线项目(新增 5200 吨混合料)	建设项目预计于 2024 年底完成建设,现有产线搬迁预计于 2025 年上半年进行。
	硬质合金工业园(二期)粉末及矿用合金生产线项目(搬迁 7500 吨、新增 4500 吨粉末)	
厦门金鹭硬质合金有限公司	新增年产 900 吨棒材生产线项目	计划于 2021 年 8 月开始,预计于 2022 年底完成项目建设
	硬质合金工业园(一期)-海沧金鹭投资建设棒材生产线项目(其中 5000 吨搬迁,2000 吨新增)	预计 2022 年下半年建成投产。
厦门虹鹭钨钼工业有限公司	年产 88 亿米细钨丝生产线项目	预计 2022 年下半年项目建设完成。
	光伏用钨丝产线建设项目(新增产能 600 亿米/年)	预计 2023 年下半年项目建设完成。

细钨丝产线扩产项目（新增产能 200 亿米）

预计 2022 年年底项目建设完成。

成都鼎泰新材料
有限责任公司
年产 8000 吨钼新材料生产线
年产 3000 吨钼新材料生产线

预计 2022 年年底投产。原虹波钼业的钼酸铵旧生产线预计 2022 年下半年开始搬迁，2023 年在新厂区投产。

预计 2023 年第二季度完成项目建设、设备调试并试生产

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

注：工程进度披露截止时间为 2022 年 3 月 30 日

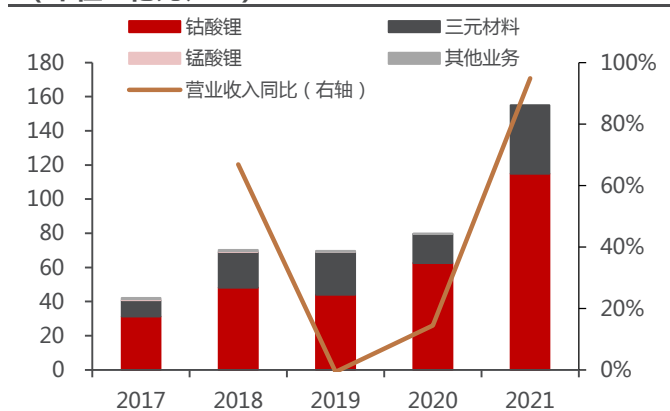
2.3 电池材料板块：量价齐升推动业绩增长

2021 年营收同比大增 94.82%至 155.66 亿元，销售毛利率同比下降 0.93pct

至 9.55%。1)营业收入：2021 年钴酸锂营收为 114.8 亿元，同比增长 83.62%，三元材料营收为 40.2 亿元，同比增长 134.88%。2021 年钴酸锂营收增长来自下游需求增长，同时公司产品市占率进一步提升，钴酸锂市占率由 2020 年的 39% 提升至 2021H1 的 42%。三元材料营收因产能及下游需求的提升，也同比大增。

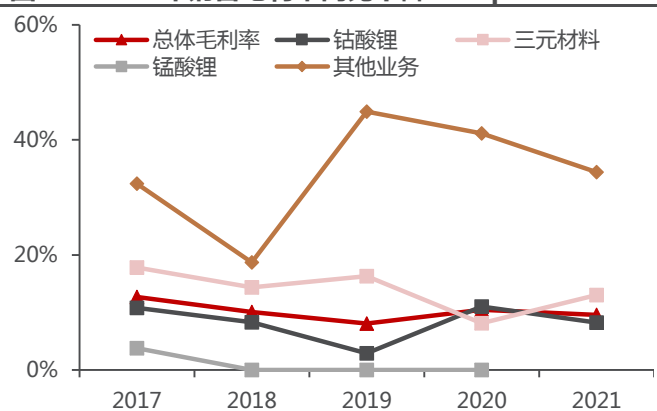
2)毛利率：2021 年钴酸锂毛利率为 8.20%，同比降低 0.93pct，毛利率下降或由于原材料价格上涨所致。NCM 三元材料毛利率为 13.02%，同比增长 4.90pct，毛利率的提升或由于公司三元产品向高毛利的产品调整。**3) 单价：**2021 年，公司钴酸锂产品均价为 25.43 万元/吨、同比提升 36.17%，三元正极材料产品均价约为 14.86 万元/吨、同比提升 37.73%。**4) 单吨毛利：**2021 年钴酸锂单吨毛利为 2.09 万元/吨，同比增长 1.42%。三元材料单吨毛利为 1.93 万元/吨，同比增长 120.84%。

图 28：2021 年营收同比大增 94.82%至 155.66 亿元
(单位：亿元、%)



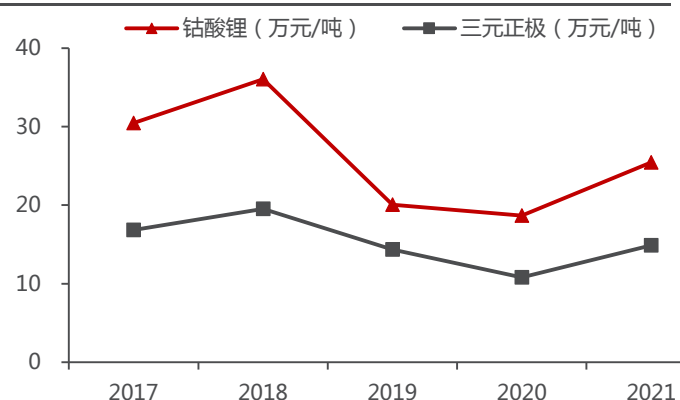
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29 2021 年销售毛利率同比下降 0.93pct 至 9.55%



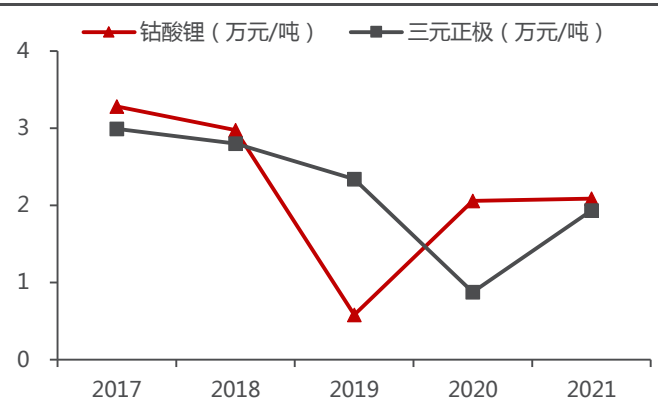
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：2021 年，公司钴酸锂均价为 25.43 万元/吨、三元正极材料均价约为 14.86 万元/吨



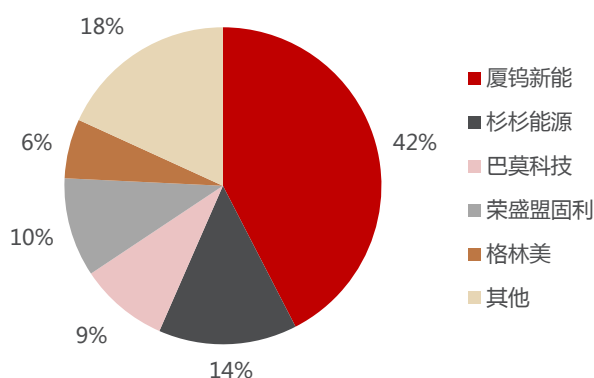
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：2021 年，钴酸锂、三元正极材料的单吨盈利分别 2.09 万元/吨，1.93 万元/吨



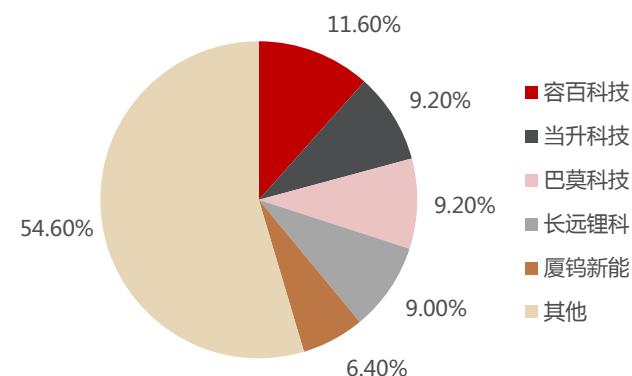
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：2021 年上半年厦钨新能的市占率提升至 42%



资料来源：中金企信，民生证券研究院

图 33：2020 年厦钨新能三元材料市占率为 6.4%



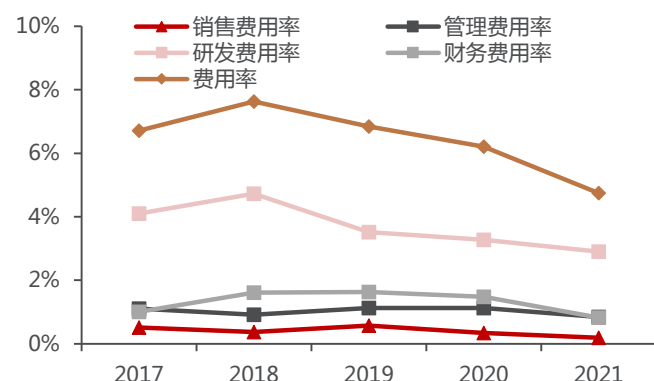
资料来源：厦钨新能招股说明书，民生证券研究院

2021 年，厦钨新能的期间费用率下降 1.46pct 至 4.75%；2021 年归母净利润同比大增 121.66%至 5.55 亿元。

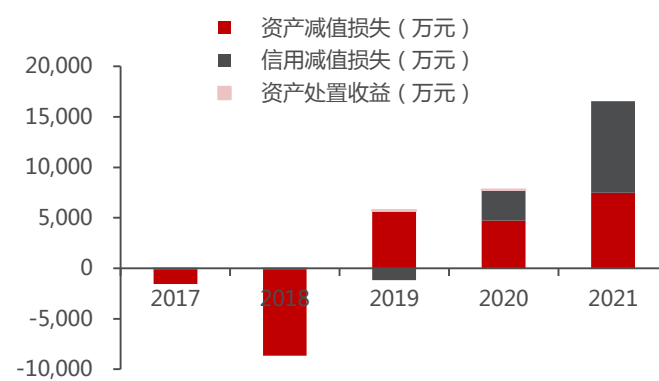
1) 期间费用：2021 年期间费用率中研发费用率最高为 2.90%，公司主要研发项目有 18 项，研发费用总计 4.52 亿元。财务费用主要用于公司的利息支出。管理费用由管理人员薪酬、维修费等项目构成。销售费用包括保险费、销售服务费、销售人员薪酬等。

2) 减值损失：2021 年减值损失为 1.65 亿元。其中信用减值损失为 9051.44 万元，同比增 199%，信用损失来自应收账款坏账损失增加。资产减值损失为 7496.04 万元，同比增 58%，原因是存货跌价损失及合同履约成本减值损失增加。

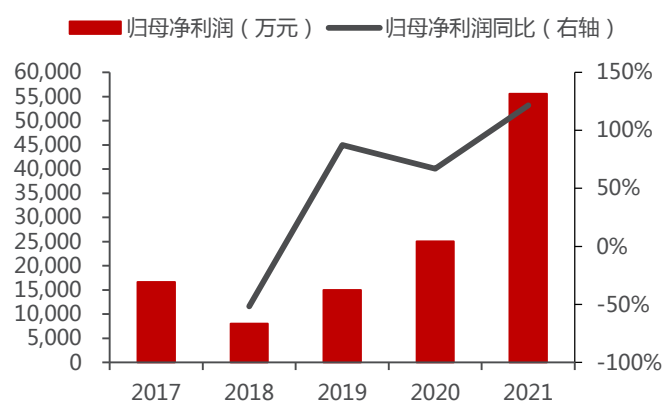
2) 归母净利润：2021 年归母净利润为 5.55 亿元，较 2020 年大增 121.66%。盈利增长主要来源于公司 3C 产品及新能源汽车领域需求持续增长，产品的产销规模增加。

图 34：2021 年厦钨新能期间费用率下降至 4.75%


资料来源：Wind，民生证券研究院

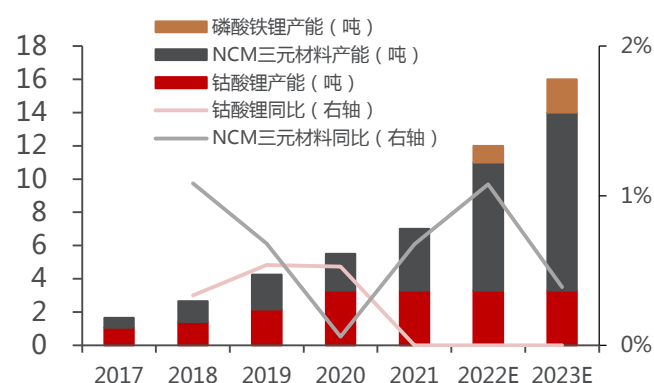
图 35：2021 年，厦钨新能减值损失为 1.65 亿元


资料来源：Wind，民生证券研究院

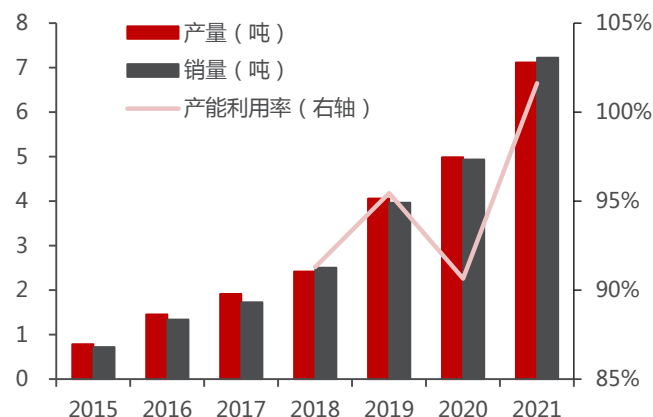
图 36：2021 年，归母净利润同比大增 121.66%至 5.55 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年厦钨新能的锂离子材料产能约为 7 万吨，产销量分别为 7.1 万吨、7.2 万吨；预计 2021-2024 年，产能将由约 7 万吨增长至约 16 万吨。1)产能：2017-2021 年，厦钨新能锂离子材料的产能逐步提升，从 1.65 万吨增长至约 7 万吨，未来随着新项目投产，公司正极材料产能有望提升至 16 万吨。2)产销量：2015 年-2021 年，厦钨新能锂离子材料的产量从 7,836 吨增长至 7.1 万吨，销量从 7,243 吨增长至 7.2 万吨。2021 年钴酸锂产销量分别为 4.46 万吨、4.51 万吨，同比提升 32.21%、34.84%；三元材料产销量分别为 2.65 万吨、2.71 万吨，同比提升 64.53%、70.54%。

图 37：厦钨新能锂离子材料产能情况


资料来源：厦钨新能公告，民生证券研究院

图 38：厦钨新能产销量情况


资料来源：厦钨新能公告，民生证券研究院

厦钨新能加速布局三元、磷酸铁锂正极材料产能，预计 2021-2023 年正极材料产能将由 7 万吨/年增长至约 16 万吨/年。 1) 年产 4 万吨锂离子电池材料产业化项目（一、二期、三期）项目生产线（主要产品为高镍 NCM 三元材料，型号包括 Ni6 系及以上的高镍 NCM 三元材料（镍含量在 60% 以上），预计该项目将于 2022 年建成。2) 3 万吨锂离子电池正极材料扩产项目是海璟基地锂离子电池材料产业化三期项目，目前该项目处于厂房平面布置设计中。在年产 4 万吨锂离子电池材料产业化项目及 3 万吨扩建项目完成后，海璟基地将达到年产 7 万吨锂电池正极材料的产能。3) 宁德厦钨 5000 吨三元材料技改扩能项目预计将于 2022 年建设成功，宁德基地产能将达到 2.5 万吨。4) 雅安基地年产 10 万吨磷酸铁锂一期 2 万吨项目预计于 2023 年建成，将形成年产 2 万吨磷酸铁锂（含前驱体）的产能，同时建设的厂房和公用配套设施能满足未来扩产至年产 10 万吨磷酸铁锂及其前驱体规模的生产需要。

表 3：厦钨新能投资项目

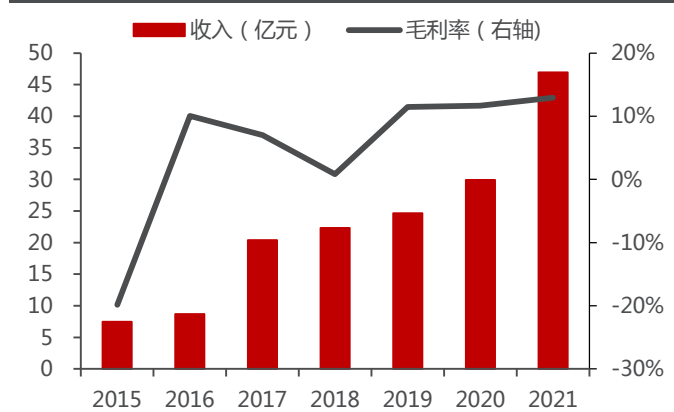
序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募投资额/自筹（万元）
1	年产 40,000 吨锂离子电池材料产业化项目（一、二期 20000 吨）	184,793.40	IPO 募资 90,000
2	补充流动资金	60,000.00	IPO 募资 54,707.70
3	年产 40,000 吨锂离子电池材料产业化项目（三期 20000 吨）	62,006.60	自筹 62,006.60
4	海璟基地 9# 车间锂离子电池正极材料 30000 吨扩产项目	99,000.00	自筹 99,000
5	宁德厦钨新能源材料有限公司 5000 吨三元材料技改扩能项目	10,113	-
6	雅安基地年产 100,000 吨磷酸铁锂项目（一期 20000 吨）	92,655.11	自筹 92,655.11

资料来源：厦钨新能公告，民生证券研究院整理

2.4 稀土板块 :磁材产销大幅增长 ,营收占比提升至 42.5%

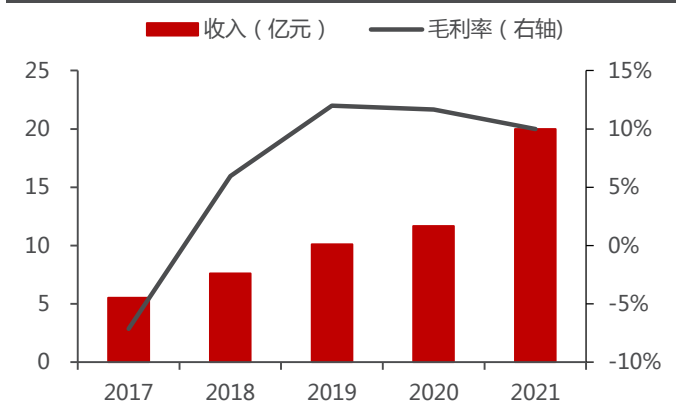
2021 年稀土业务板块主营收入同比增长 57.02%至 46.97 亿元,毛利率提升 1.27pct 至 12.96%;其中,磁性材料营收同比增长至约 20 亿元,占比提升约 4pct 至 42.5%。2021 年,公司持续优化产品结构,稀土深加工产品销量增长,拉动稀土业务板块营收和利润增长。其中磁性材料业务方面,由于产品结构优化,加大汽车领域客户开发,汽车用磁材销售占比达到 30%,同比提升约 10pct。磁材单价同比增加 21.67%至 32.47 万元/吨,助力磁材营收同比增长约 71%至约 20 亿元。但是受原材料价格攀升的影响,磁材毛利率略降低 2pct 至 10%左右。

图 39 : 稀土业务板块营收及毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

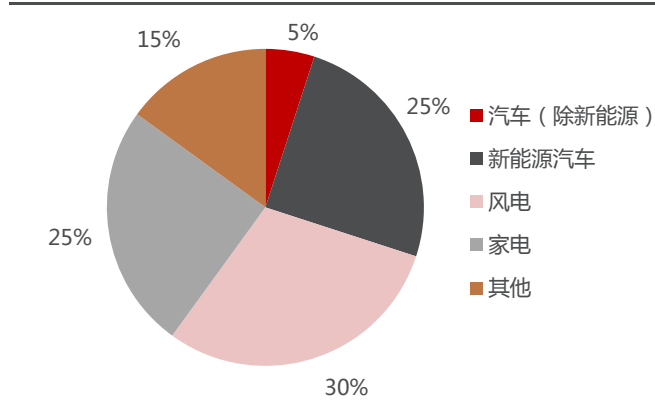
图 40 : 磁性材料营收及毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

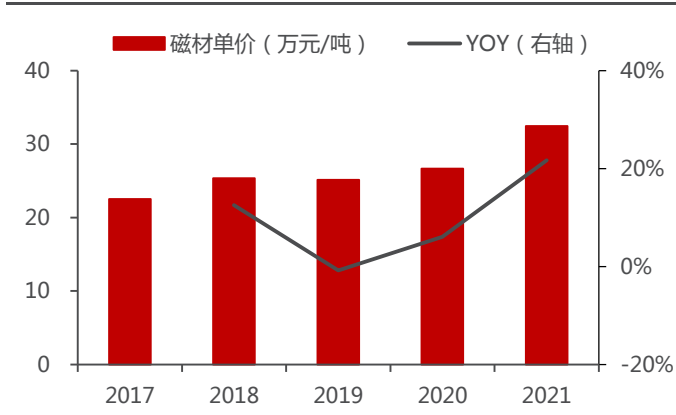
注：2020-2021 年数据为根据对应年份年报估算值

图 41 : 2021 年,下游销售领域中,汽车领域最大为 30%,其中 25%为新能源汽车



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 42 :2021 年,磁材价格同比增长 21.67%至约 32 万元/吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

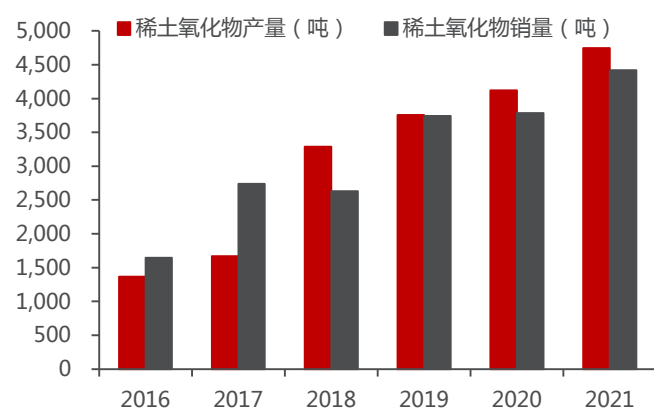
注：2020-2021 年数据为根据对应年份年报估算值

2021 年,下游需求增加,公司的稀土产品产销量同比增长。稀土氧化物产量同

比增长 15.13%至 4745 吨，销量同比增长 16.84%至 4420 吨，产销率为 93%。

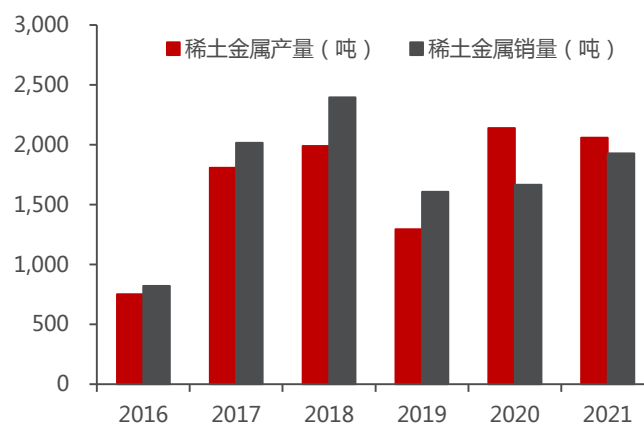
稀土金属产量同比下降 3.8%至 2059 吨，销量同比增长 15.81%至 1929 吨，产销率为 94%。**磁性材料**产量同比增长 34.93%至 5907 吨，销量同比增长 40.93%至 6160 吨，产销率为 104.28%。

图 43：厦门钨业稀土氧化物产销量情况



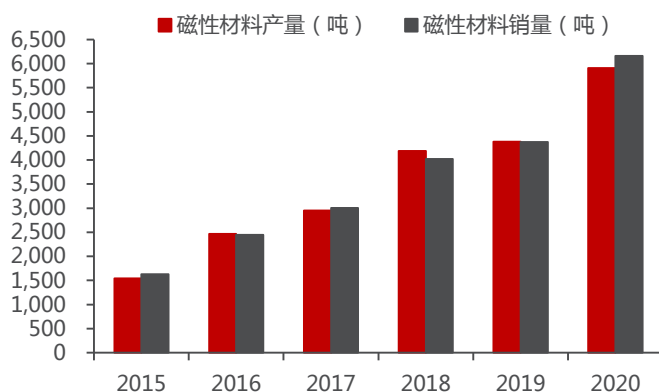
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 44：厦门钨业稀土金属产销量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 45：厦门钨业磁性材料产销量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司拥有 5 个稀土矿山，稀土氧化物储量共计 1818.45 吨、品位在 0.04%-0.09%。其中长汀中坊稀土矿为受托管理矿，储量为 1258.45 吨，平均品位为 0.09%，年处理量为 120 吨稀土氧化物，计划于 2022 年进行矿山开采工作，其余矿山均有证无矿，无开采价值。2018-2021 年，公司矿产品指标（3440 吨）与冶炼指标（3963 吨）保持不变。

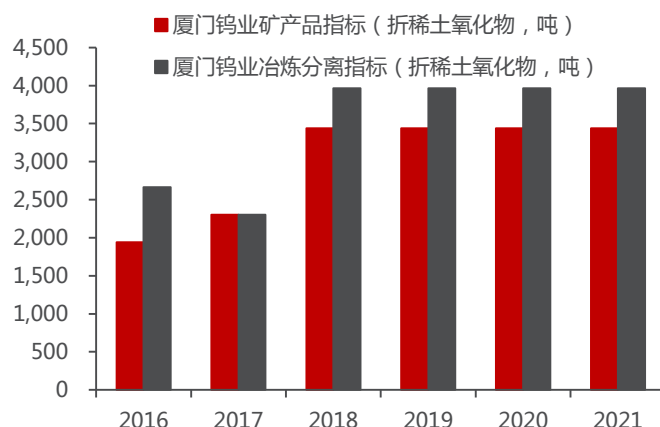
表 4：2021 年厦门钨业自有稀土矿矿山情况

矿山名称	主要品种	储量（吨）	品位	年处理量（吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
连城县文坊稀土矿	稀土矿	220	0.04%	-		至 2029 年 4 月

连城县黄坊稀土矿	稀土矿	30	0.05%			至 2030 年 4 月
上杭县加庄稀土矿	稀土矿	50	0.05%			至 2026 年 4 月
长汀县杨梅坑稀土矿	稀土矿	260	0.05%			至 2029 年 4 月
长汀中坊稀土矿	稀土矿	1,258.45	0.09%	120 吨稀土金属氧化物/年	预计开采 6 年	至 2027 年 4 月

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

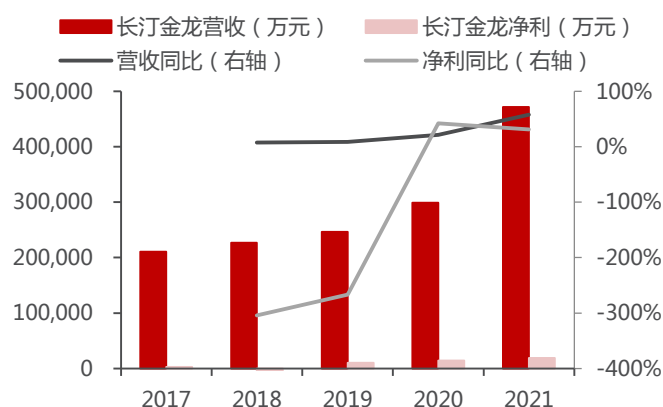
图 46：厦门钨业稀土矿产品及冶炼分离指标



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年，公司稀土板块子公司长汀金龙营收同比增长 37.58%至 41.88 亿元，净利同比增长 45.30%至 5.11 亿元。长汀金龙主要生产销售稀土氧化物、稀土金属、磁性材料、晶体材料产品。晶体材料产品包括闪烁晶体、激光及调制晶体，由厦门晶体研究所研发，公司为研发投入提供支持。为公司 2021 年长汀金龙通过深化精益生产、使得产品质量提升，同时不断地优化产品结构，公司销量增长，盈利能力提升。

图 47：2021 年，长汀金龙营收同比增长 37.58%至 41.88 亿元，净利同比增长 45.30%至 5.11 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司将重点发展下游磁材业务，磁材产能将由 2021 年的 8000 吨提升至 2022 年的 1.2 万吨。稀土板块在建工程为 4000 吨高性能稀土永磁材料扩产项目，该项目将投入 4.23 亿元，预计 2022 年底建成并且达产，届时磁材产能将提升至 1.2 万吨。

表 5：厦门钨业稀土业务板块在建项目

项目名称	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度	资金来源
4000 吨高性能稀土永磁材料扩建项目	6.72	未完工	自筹

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院整理

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司利润释放的关键在于：(1)三大业务板块在建项目带来的产能提升，(2)产品结构优化，向高毛利产品调整。

关键假设如下：

钨钼板块：2021-2024 年整体刀具产能新增 236 万件，数控刀片产能新增 1000 万片，硬质合金合计新增 4000 吨，钨粉末新增 7500 吨，产能利用率、产销率根据历史情况假设。2022 年部分产品价格结合目前市场价格，以及公司 2021 年价格与市场价格的差异假设；部分产品根据毛利率和成本定价。2023-2024 年价格保持稳定。

正极材料板块：2021-2024 年公司三元正极材料产能将新增约 7 万吨，产能利用率、产销率根据历史情况假设。2022 年部分产品价格结合目前市场价格，以及公司 2021 年价格与市场价格的差异假设，部分产品根据毛利率和成本定价。2023-2024 年价格保持稳定。

稀土业务板块：假设稀土冶炼产品产量将上升，磁性材料 4000 吨项目 2023 年达产。2022 年部分产品价格增速为市场价格指数增速；部分产品根据毛利率和成本定价。2023-2024 年价格保持稳定。

据此假设下：我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 18.21/21.62/24.04 亿元，同比分别增加 54.22%/18.77%/11.17%。

表 6：分板块业务主营收入、成本与毛利

	2021A	2022E	2023E	2024E
钨钼板块收入（百万元）	10,633.22	14,288.45	16,675.94	19,707.17
钨钼板块成本（百万元）	7,787.56	10,663.34	12,592.79	15,125.50
钨钼板块毛利（百万元）	2,845.66	3,625.10	4,083.15	4,581.67
正极材料板块收入（百万元）	15,861.47	26,200.89	28,391.15	30,545.28
正极材料板块成本（百万元）	14,349.45	24,007.69	25,992.76	27,948.05
正极板块毛利（百万元）	1,512.02	2,193.20	2,398.39	2,597.23
稀土板块收入（百万元）	4,697.24	8,393.64	9,570.42	10,781.47
稀土板块成本（百万元）	4,088.25	7,499.80	8,560.86	9,650.95
稀土板块毛利（百万元）	608.99	893.84	1,009.57	1,130.52

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

表 7：2022-2024 年厦门钨业盈利预测结果

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	31,852.20	49,542.76	55,297.86	61,695.77
同比	67.96%	55.54%	11.62%	11.57%
营业成本（百万元）	26,680.42	42,625.34	47,601.33	53,180.80

同比	66.43%	59.76%	11.67%	11.72%
毛利率	16.24%	13.96%	13.92%	13.80%
净利润（百万元）	1,694.95	2,600.89	3,089.04	3,434.22
同比	77.22%	53.45%	18.77%	11.17%
净利率	5.32%	5.25%	5.59%	5.57%
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	1,180.53	1,820.63	2,162.33	2,403.95
同比	92.24%	54.22%	18.77%	11.17%
每股收益（元）	0.83	1.28	1.52	1.69
市盈率	27	14	12	11

资料来源：民生证券研究院测算

3.2 估值分析

选取钨钼、正极材料、稀土同行业 13 家上市公司进行对比，以 2022 年 4 月 1 日的收盘价计算，钨钼同行业 6 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 23/17/11，正极材料同行业 4 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 23/17/14，稀土同行业 3 家公司的 2022/2023 年的 PE 均值为 18/15，厦门钨业的 PE 为 14/12/11，低于同行业平均水平。

表 8：钨钼同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价		EPS			PE			
		2022/4/1	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600549.SH	厦门钨业	18.37	0.83	1.28	1.52	1.69	27	14	12	11
	均值						40	23	17	11
000657.SZ	中钨高新	11.49	0.48	0.63	0.78	-	34	18	15	-
600259.SH	广晟有色	38.87	0.68	0.80	1.15	-	72	49	34	-
603993.SH	洛阳钼业	5.28	0.24	0.39	0.42	0.61	24	14	13	9
688308.SH	欧科亿	56.06	2.22	2.90	3.85	4.86	32	19	15	12
688059.SH	华锐精密	111.89	3.69	4.98	6.83	9.36	43	22	16	12
688257.SH	新锐股份	39.14	1.85	2.32	3.08	-	36	17	13	-

资料来源：Wind，民生证券研究院测算（注：洛阳钼业为已覆盖公司，其他可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 1 日）

表 9：正极材料同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价		EPS			PE			
		2022/4/1	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600549.SH	厦门钨业	18.37	0.83	1.28	1.52	1.69	27	14	12	11
	均值						38	23	17	14
600884.SH	杉杉股份	28.03	1.51	1.55	2.00	-	22	18	14	-
688005.SH	容百科技	130.60	2.03	4.40	6.54	8.85	57	30	20	15
300073.SZ	当升科技	75.41	2.15	2.81	3.84	5.40	40	27	20	14
603799.SH	华友钴业	97.62	3.52	5.24	6.63	-	31	19	15	-

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

注：华友钴业为已覆盖公司，其他可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 1 日

表 10：稀土同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价		EPS			PE			
		2022/4/1	2021A	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600549.SH	厦门钨业	18.37	0.83	1.28	1.52	1.69	27	14	12	11
	均值						29	18	15	-
600111.SH	北方稀土	38.62	1.38	2.02	2.37	-	33	19	16	-
600010.SH	包钢股份	2.24	0.12	0.15	0.18	-	23	15	12	-
600392.SH	盛和资源	17.22	0.61	0.89	1.00	-	32	19	17	-

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

注：北方稀土、包钢股份为已覆盖公司，盛和资源数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 1 日

3.3 投资建议

我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 18.21/21.62/24.04 亿元，同比分别增加 54.22%/18.77%/11.17%，EPS 分别为 1.28/1.52/1.69 元/股。考虑到公司三个板块业务均有扩产在建项目、且下游需求向好，公司成长势头良好，以 2022 年 4 月 1 日收盘价为基准，厦门钨业的 PE 为 14/12/11，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 经济波动影响需求和价格的风险。公司钨钼、稀土、能源新材料产品与宏观经济紧密相关。全球经济的波动将影响公司有色金属产品的价格和下游需求,特别是出口需求,进而导致公司的收入和利润产生波动。

2) 原材料风险。公司钨钼材料、稀土业务所需原材料部分靠自有矿山或废料回收供给,部分自外部采购取得,电池材料原料大部分需向外采购,原材料供应安全存在一定风险。此外如钨、稀土、钴锂等原材料的价格发生大幅波动,将对公司的经营业绩产生较大的不利影响。

3) 产业重点项目不达预期的风险。未来行业政策、市场环境、技术进步等因素可能发生较大变化或不达预期,同时在项目建设过程中可能存在不可控事项,以上不确定因素将直接影响项目的建设进度、投资回报和公司的预期收益。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	31,852	49,543	55,298	61,696
营业成本	26,680	42,625	47,601	53,181
营业税金及附加	278	431	426	475
销售费用	306	347	387	432
管理费用	894	991	1,023	1,141
研发费用	1,276	1,585	1,659	1,851
EBIT	2,381	3,563	4,202	4,616
财务费用	485	840	979	1,109
资产减值损失	-143	-126	-143	-121
投资收益	93	149	171	187
营业利润	1,981	2,998	3,553	3,945
营业外收支	-43	-42	-43	-42
利润总额	1,938	2,956	3,510	3,903
所得税	243	355	421	468
净利润	1,695	2,601	3,089	3,434
归属于母公司净利润	1,181	1,821	2,162	2,404
EBITDA	3,338	4,535	5,225	5,686

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,551	2,243	3,053	4,314
应收账款及票据	5,137	6,739	7,576	8,385
预付款项	195	298	333	372
存货	8,077	11,200	14,135	16,195
其他流动资产	2,753	3,321	3,655	3,902
流动资产合计	17,713	23,802	28,752	33,169
长期股权投资	2,157	2,601	3,071	3,540
固定资产	8,298	8,412	8,481	8,505
无形资产	1,102	1,012	943	884
非流动资产合计	14,708	15,131	15,677	16,278
资产合计	32,421	38,933	44,430	49,447
短期借款	4,794	4,794	4,794	4,794
应付账款及票据	6,866	9,343	10,564	11,219
其他流动负债	3,405	3,579	3,566	3,453
流动负债合计	15,066	17,716	18,924	19,467
长期借款	3,516	4,516	5,516	6,516
其他长期负债	1,111	1,742	2,312	2,722
非流动负债合计	4,627	6,258	7,828	9,238
负债合计	19,693	23,974	26,751	28,704.3
股本	1,418	1,418	1,418	1,418
少数股东权益	3,767	4,548	5,474	6,505
股东权益合计	12,728	14,959	17,678	20,742.4
负债和股东权益合计	32,421	38,933	44,430	49,447

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	67.96	55.54	11.62	11.57
EBIT 增长率	62.71	49.66	17.91	9.86
净利润增长率	92.24	54.22	18.77	11.17
盈利能力 (%)				
毛利率	16.24	13.96	13.92	13.80
净利润率	5.32	5.25	5.59	5.57
总资产收益率 ROA	3.64	4.68	4.87	4.86
净资产收益率 ROE	13.17	17.49	17.72	16.88
偿债能力				
流动比率	1.18	1.34	1.52	1.70
速动比率	0.60	0.67	0.73	0.83
现金比率	0.10	0.13	0.16	0.22
资产负债率 (%)	60.74	61.58	60.21	58.05
经营效率				
应收账款周转天数	58.45	50.00	49.00	49.00
存货周转天数	110.49	97.00	109.50	112.00
总资产周转率	0.98	1.27	1.24	1.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.28	1.52	1.69
每股净资产	8.97	10.55	12.46	14.62
每股经营现金流	0.70	1.11	1.44	2.03
每股股利	0.26	0.26	0.26	0.26
估值分析				
PE	27	14	12	11
PB	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.24	7.75	6.87	6.34
股息收益率 (%)	1.42	1.42	1.42	1.42

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,695	2,601	3,089	3,434
折旧和摊销	957	972	1,023	1,070
营运资金变动	-2,246	-2,974	-3,168	-2,801
经营活动现金流	989	1,571	2,047	2,881
资本开支	-1,305	-1,206	-1,255	-1,307
投资	-194	-236	-361	-410
投资活动现金流	-1,475	-1,281	-1,433	-1,518
股权募资	1,498	0	0	0
债务募资	202	1,631	1,570	1,410
筹资活动现金流	887	403	196	-102
现金净流量	413	692	810	1,261

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 318.5 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 11.8 亿元.....	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 96.8 亿元.....	3
图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 1.9 亿元.....	3
图 5：2021 年，电池材料营收占比最大为 158.6 亿元（单位：万元）.....	4
图 6：2021 年，钨钼板块毛利润最大为 28 亿元（单位：万元）.....	4
图 7：2021 年，钨钼板块毛利率最高为 26.76%.....	4
图 8：2021 年，公司净利率为 5.32%.....	5
图 9：2021 年，三费增长至 16.85 亿元.....	5
图 10：2021 年，研发费用为增长至 12.76 亿元.....	5
图 11：2021 年，减值损失及资产处置收益共计-2.6 亿元（单位：亿元）.....	5
图 12：2021 年，归母净利同比增加 5.66 亿元（单位：百万元）.....	6
图 13：2021 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 49.03%至 106.33 亿元.....	6
图 14：2021 年硬质合金营收约为 23 亿元，毛利率约为 28%.....	6
图 15：2021 年，公司硬质合金、切削刀具价格上涨.....	7
图 16：2021 年 APT 产量同比提升 54.03%至 2.98 万吨，销量同比提升 44.30%至 9075 吨.....	7
图 17：2021 年钨粉末产量同比增长 49.84%至 1.52 万吨，销量同比增长 45.38%至 1.39 万吨.....	7
图 18：2021 年厦门钨业硬质合金产销量分别为 6684 吨、6416 吨.....	8
图 19：2021 年厦门钨业数控刀片产销量分别为 4500 万件、3688 万件.....	8
图 20：2021 年厦门钨业整体刀具产销量分别为 800 万件、650 万件.....	8
图 21：2021 年厦门钨业细钨丝产销量分别约为 94 亿米、90 亿米.....	8
图 22：2021 年，厦门钨业三家矿企营收同比增长 19%至 11.49 亿元.....	9
图 23：2021 年，厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 32.75%至 4.35 亿元.....	9
图 24：2021 年，厦门金鹭营收同比增长 37.58%至 41.88 亿元，净利同比增长 45.30%至 5.11 亿元.....	10
图 25：2021 年，洛阳金鹭营收同比增长 54.37%至 6.37 亿元，净利扭亏为 2,830.85 万元.....	10
图 26：2021 年，厦门虹鹭营收同比增长 29.62%至 11.45 亿元，净利同比增长 49.97%至 1.53 亿元.....	10
图 27：2021 年，厦门嘉鹭营收同比增长 22.27%至 5.22 亿元，净利同比增长 90.01%至 3,403.93 万元.....	10
图 28：2021 年营收同比大增 94.82%至 155.66 亿元（单位：亿元、%）.....	12
图 29：2021 年销售毛利率同比下降 0.93pct 至 9.55%.....	12
图 30：2021 年，公司钴酸锂均价为 25.43 万元/吨、三元正极材料均价约为 14.86 万元/吨.....	13
图 31：2021 年，钴酸锂、三元正极材料的单吨盈利分别 2.09 万元/吨，1.93 万元/吨.....	13
图 32：2021 年上半年厦钨新能的市占率提升至 42%.....	13
图 33：2020 年厦钨新能三元材料市占率为 6.4%.....	13
图 34：2021 年厦钨新能期间费用率下降至 4.75%.....	14
图 35：2021 年，厦钨新能减值损失为 1.65 亿元.....	14
图 36：2021 年，归母净利同比大增 121.66%至 5.55 亿元.....	14
图 37：厦钨新能锂离子材料产能情况.....	15
图 38：厦钨新能产销量情况.....	15
图 39：稀土业务板块营收及毛利率情况.....	16
图 40：磁性材料营收及毛利率情况.....	16
图 41：2021 年，下游销售领域中，汽车领域最大为 30%，其中 25%为新能源汽车.....	16
图 42：2021 年，磁材价格同比增长 21.67%至约 32 万元/吨.....	16
图 43：厦门钨业稀土氧化物产销量情况.....	17
图 44：厦门钨业稀土金属产销量情况.....	17
图 45：厦门钨业磁性材料产销量情况.....	17
图 46：厦门钨业稀土矿产品及冶炼分离指标.....	18
图 47：2021 年，长汀金龙营收同比增长 37.58%至 41.88 亿元，净利同比增长 45.30%至 5.11 亿元.....	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：截止 2022 年 3 月厦门钨业钨矿矿山情况	9
表 2：厦门钨业钨钼业务板块在建工程和计划建设情况	11
表 3：厦钨新能投资项目	15
表 4：2021 年厦门钨业自有稀土矿矿山情况	17
表 5：厦门钨业稀土业务板块在建项目	19
表 6：分板块业务主营收入、成本与毛利	20
表 7：2022-2024 年厦门钨业盈利预测结果	20
表 8：钨钼同行业上市公司估值对比	21
表 9：正极材料同行业上市公司估值对比	21
表 10：稀土同行业上市公司估值对比	22
公司财务报表数据预测汇总	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001