

**厦门钨业(600549.SH) 买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 14.37元

**三大主业量价齐升，业绩符合预期****市场数据(人民币)****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,964	31,852	40,146	48,905	59,526
营业收入增长率	9.02%	67.96%	26.04%	21.82%	21.72%
归母净利润(百万元)	614	1,181	1,549	2,016	2,447
归母净利润增长率	135.58%	92.24%	31.24%	30.10%	21.40%
摊薄每股收益(元)	0.437	0.832	1.092	1.421	1.725
每股经营性现金流净额	0.61	0.70	1.02	1.77	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.06%	13.17%	15.52%	18.01%	19.33%
P/E	38.58	27.19	13.16	10.11	8.33
P/B	3.11	3.58	2.04	1.82	1.61

来源：公司年报、国金证券研究所

**事件**

- 公司4月26日晚发布2022年一季报，2022年一季度公司实现营收105.06亿元，同比增长66.83%；实现归母净利润3.79亿元，同比增长23.3%；实现扣非归母净利润3.20亿元，同比增长13.85%；实现EPS为0.27元，同比增长23.32%。

**评论**

- **Q1三大主业经营稳健，业绩符合预期。** 1) 钨钼业务：Q1营收30.95亿元，同增31.29%；利润3.59亿元，同增3.22%。其中硬质合金销量1542吨，同增0.14%；切削工具销量1207万件，同增5.87%；细钨丝销量35亿米，同增107.46%。2) 新能源业务：Q1营收60.42亿元，同增103.21%；利润2.37亿元，同增74.12%。其中正极材料销量1.84万吨，同增57.22%。3) 稀土业务：Q1营收13.29亿元，同增43.49%；利润0.73亿元，同增47.63%。其中磁材销量0.13万吨，同增40.06%。
- **厦钨新能源海璟基地扩产1.5万吨高镍三元项目。** 为满足市场对高镍三元需求，公司投资4.71亿元在海璟基地建设1.5万吨高镍三元项目，预计22年7月启动，23年12月投产。海璟基地目前正在建设4+3万吨三元项目，高镍三元项目投产后海璟基地年产能将达到8.5万吨。此外公司在四川雅安规划建设10万吨磷酸铁锂项目，首期建设2万吨。
- **钨钼新材料建设项目持续推进。** 公司厦门金鹭硬质合金工业园项目预计一期22年下半年投产、二期24年投产；泰国金鹭硬质合金二期项目预计24年投产，厦门金鹭1000万片可转位刀片项目预计22年底投产；厦门金鹭210万件整体刀具项目预计23年底投产；厦门虹鹭288亿米细钨丝项目预计22年下半年投产、600亿米光伏用钨丝项目预计23年底投产。

**盈利预测&投资建议**

- 由于公司在建项目大部分在23年之后投产，分别下调公司22-23年归母净利润34%、41%，预计公司22-24年归母净利润分别为15.49亿元、20.16亿元、24.47亿元，对应EPS分别为1.09元、1.42元、1.73元，对应PE分别为13倍、10倍、8倍，维持“买入”评级。

**风险提示**

- 原材料供应和价格波动风险；下游客户集中度较高的风险；政策风险等。

**倪文祎** 分析师SAC执业编号: S1130519110002  
 niwenyi@gjzq.com.cn

### 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	17,396	18,964	31,852	40,146	48,905	59,526	货币资金	1,656	1,146	1,551	1,827	2,681	
增长率	9.0%	68.0%	26.0%	21.8%	21.7%		应收账款	3,907	4,475	6,814	7,621	8,613	
主营业务成本	-14,582	-15,488	-26,680	-33,628	-40,764	-49,515	存货	4,812	5,261	8,077	10,134	12,285	
%销售收入	83.8%	81.7%	83.8%	83.8%	83.4%	83.2%	其他流动资产	432	591	1,272	1,366	1,427	
毛利	2,813	3,475	5,172	6,518	8,141	10,012	流动资产	10,808	11,473	17,713	20,948	25,006	
%销售收入	16.2%	18.3%	16.2%	16.2%	16.6%	16.8%	%总资产	46.0%	45.7%	54.6%	58.3%	62.2%	
营业税金及附加	-252	-181	-278	-350	-460	-560	长期投资	2,040	2,467	2,552	2,552	2,552	
%销售收入	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	8,166	8,802	9,748	9,902	10,018	
销售费用	-357	-280	-306	-386	-509	-619	%总资产	34.8%	35.1%	30.1%	27.5%	24.9%	
%销售收入	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	1,491	1,434	1,272	1,343	1,411	
管理费用	-660	-721	-894	-1,127	-1,389	-1,691	非流动资产	12,664	13,631	14,708	15,007	15,381	
%销售收入	3.8%	3.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	%总资产	54.0%	54.3%	45.4%	41.7%	37.8%	
研发费用	-836	-861	-1,276	-1,608	-2,078	-2,679	<b>资产总计</b>	<b>23,471</b>	<b>25,104</b>	<b>32,421</b>	<b>35,954</b>	<b>40,196</b>	
%销售收入	4.8%	4.5%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%	<b>短期借款</b>	<b>6,276</b>	<b>6,944</b>	<b>5,520</b>	<b>6,708</b>	<b>7,685</b>	
息税前利润 (EBIT)	708	1,433	2,418	3,047	3,705	4,464	<b>应付款项</b>	<b>2,577</b>	<b>3,337</b>	<b>7,629</b>	<b>8,463</b>	<b>9,910</b>	
%销售收入	4.1%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.5%	<b>其他流动负债</b>	<b>2,002</b>	<b>2,308</b>	<b>1,917</b>	<b>1,907</b>	<b>2,002</b>	
财务费用	-459	-446	-485	-643	-752	-1,003	<b>流动负债</b>	<b>10,855</b>	<b>12,590</b>	<b>15,066</b>	<b>17,078</b>	<b>19,598</b>	
%销售收入	2.6%	2.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%	<b>长期贷款</b>	<b>614</b>	<b>2,071</b>	<b>3,516</b>	<b>3,516</b>	<b>3,516</b>	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	<b>其他长期负债</b>	<b>2,226</b>	<b>517</b>	<b>1,111</b>	<b>1,092</b>	<b>1,084</b>	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>13,696</b>	<b>15,177</b>	<b>19,693</b>	<b>21,686</b>	<b>24,198</b>	
投资收益	169	71	93	80	80	80	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,374</b>	<b>7,615</b>	<b>8,961</b>	<b>9,981</b>	<b>11,190</b>	
%税前利润	30.5%	6.6%	4.8%	3.3%	2.7%	2.3%	其中：股本	1,406	1,406	1,418	1,418	1,418	
营业利润	568	1,126	1,981	2,485	3,033	3,541	未分配利润	2,313	2,754	3,699	4,629	5,838	
营业利润率	3.3%	5.9%	6.2%	6.2%	6.2%	5.9%	少数股东权益	2,401	2,312	3,767	4,287	4,807	
营业外收支	-14	-50	-43	-50	-50	-50	<b>负债股东权益合计</b>	<b>23,471</b>	<b>25,104</b>	<b>32,421</b>	<b>35,954</b>	<b>40,196</b>	
税前利润	554	1,076	1,938	2,435	2,983	3,491	<b>比率分析</b>						
利润率	3.2%	5.7%	6.1%	6.1%	6.1%	5.9%							
所得税	7	-119	-243	-365	-447	-524	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	
所得税率	-1.2%	11.1%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	560	956	1,695	2,069	2,536	2,967	每股收益	0.185	0.437	0.832	1.092	1.421	
净利润	560	956	1,695	2,069	2,536	2,967	每股净资产	5.245	5.416	6.317	7.036	7.889	
少数股东损益	300	342	514	520	520	520	每股经营现金净流	1.355	0.607	0.697	1.018	1.773	
非经营收益	888	244	1,218	936	974	1,015	每股股利	0.100	0.150	0.260	0.437	0.568	
营运资金变动	193	290	321	581	668	735							
经营活动现金净流	263	-636	-2,246	-2,142	-1,663	-2,253	<b>回报率</b>						
资本开支	1,905	854	989	1,444	2,516	2,464	净资产收益率	3.53%	8.06%	13.17%	15.52%	18.01%	
投资	-1,564	-923	-1,305	-1,268	-1,207	-1,257	总资产收益率	1.11%	2.45%	3.64%	4.31%	5.01%	
其他	-563	-401	-194	0	0	0	投入资本收益率	3.89%	6.71%	9.44%	10.30%	11.31%	
投资活动现金净流	-2,079	-1,296	-1,475	-1,188	-1,127	-1,177	<b>增长率</b>						
股权筹资	641	152	1,498	90	0	0	主营业务收入增长率	-11.05%	9.02%	67.96%	26.04%	21.82%	
债权筹资	-316	837	202	1,188	978	1,055	EBIT增长率	-44.45%	102.30%	68.77%	26.03%	21.59%	
其他	260	-1,839	-813	-1,247	-1,505	-1,744	净利润增长率	-47.76%	135.58%	92.24%	31.24%	30.10%	
筹资活动现金净流	585	-851	887	31	-527	-688	总资产增长率	4.29%	6.96%	29.15%	10.90%	11.80%	
现金净流量	415	-1,301	413	287	862	600	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	48.8	47.1	45.4	50.0	45.0	
							存货周转天数	139.1	118.7	91.2	110.0	110.0	
							应付账款周转天数	40.0	44.6	46.9	57.0	55.0	
							固定资产周转天数	149.6	153.6	95.1	70.5	53.5	
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	71.18%	79.28%	62.00%	61.70%	55.80%	
							EBIT利息保障倍数	1.5	3.2	5.0	4.7	4.9	
							资产负债率	58.35%	60.46%	60.74%	60.32%	60.20%	
												60.10%	

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
买入	0	2	2	2	4
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.33	1.33	1.00

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

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402