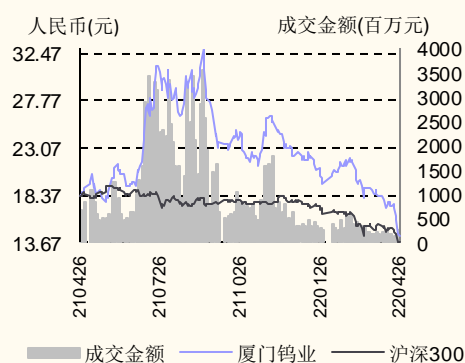


**厦门钨业 (600549.SH) 买入 (维持评级)****公司点评**

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)**

总股本(亿股)	14.18
已上市流通 A 股(亿股)	14.06
总市值(亿元)	203.83
年内股价最高最低(元)	32.93/14.37
沪深 300 指数	3784
上证指数	2886

**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。

**相关报告**

1. 《“新材料+新能源”平台公司雏形已现-厦门钨业深度研究》, 2021.9.23

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

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	17,396	18,964	31,852	40,146	48,905	59,526
增长率		9.0%	68.0%	26.0%	21.8%	21.7%
主营业务成本	-14,582	-15,488	-26,680	-33,628	-40,764	-49,515
%销售收入	83.8%	81.7%	83.8%	83.8%	83.4%	83.2%
毛利	2,813	3,475	5,172	6,518	8,141	10,012
%销售收入	16.2%	18.3%	16.2%	16.2%	16.6%	16.8%
营业税金及附加	-252	-181	-278	-350	-460	-560
%销售收入	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-357	-280	-306	-386	-509	-619
%销售收入	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-660	-721	-894	-1,127	-1,389	-1,691
%销售收入	3.8%	3.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用	-836	-861	-1,276	-1,608	-2,078	-2,679
%销售收入	4.8%	4.5%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	708	1,433	2,418	3,047	3,705	4,464
%销售收入	4.1%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.5%
财务费用	-459	-446	-485	-643	-752	-1,003
%销售收入	2.6%	2.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	169	71	93	80	80	80
%税前利润	30.5%	6.6%	4.8%	3.3%	2.7%	2.3%
营业利润	568	1,126	1,981	2,485	3,033	3,541
营业利润率	3.3%	5.9%	6.2%	6.2%	6.2%	5.9%
营业外收支	-14	-50	-43	-50	-50	-50
税前利润	554	1,076	1,938	2,435	2,983	3,491
利润率	3.2%	5.7%	6.1%	6.1%	6.1%	5.9%
所得税	7	-119	-243	-365	-447	-524
所得税率	-1.2%	11.1%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	560	956	1,695	2,069	2,536	2,967
少数股东损益	300	342	514	520	520	520
归属于母公司的净利润	261	614	1,181	1,549	2,016	2,447
净利率	1.5%	3.2%	3.7%	3.9%	4.1%	4.1%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	560	956	1,695	2,069	2,536	2,967
少数股东损益	300	342	514	520	520	520
非现金支出	888	244	1,218	936	974	1,015
非经营收益	193	290	321	581	668	735
营运资金变动	263	-636	-2,246	-2,142	-1,663	-2,253
经营活动现金净流	1,905	854	989	1,444	2,516	2,464
资本开支	-1,564	-923	-1,305	-1,268	-1,207	-1,257
投资	-563	-401	-194	0	0	0
其他	47	28	24	80	80	80
投资活动现金净流	-2,079	-1,296	-1,475	-1,188	-1,127	-1,177
股权募资	641	152	1,498	90	0	0
债权募资	-316	837	202	1,188	978	1,055
其他	260	-1,839	-813	-1,247	-1,505	-1,744
筹资活动现金净流	585	-851	887	31	-527	-688
现金净流量	415	-1,301	413	287	862	600

来源：公司年报、国金证券研究所

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,656	1,146	1,551	1,827	2,681	3,274
应收款项	3,907	4,475	6,814	7,621	8,613	9,995
存货	4,812	5,261	8,077	10,134	12,285	14,922
其他流动资产	432	591	1,272	1,366	1,427	1,503
流动资产	10,808	11,473	17,713	20,948	25,006	29,694
%总资产	46.0%	45.7%	54.6%	58.3%	62.2%	65.9%
长期投资	2,040	2,467	2,552	2,552	2,552	2,552
固定资产	8,166	8,802	9,748	9,902	10,018	10,144
%总资产	34.8%	35.1%	30.1%	27.5%	24.9%	22.5%
无形资产	1,491	1,434	1,272	1,343	1,411	1,479
非流动资产	12,664	13,631	14,708	15,007	15,189	15,381
%总资产	54.0%	54.3%	45.4%	41.7%	37.8%	34.1%
资产总计	23,471	25,104	32,421	35,954	40,196	45,075
短期借款	6,276	6,944	5,520	6,708	7,685	8,741
应付款项	2,577	3,337	7,629	8,463	9,910	11,661
其他流动负债	2,002	2,308	1,917	1,907	2,002	2,093
流动负债	10,855	12,590	15,066	17,078	19,598	22,495
长期贷款	614	2,071	3,516	3,516	3,516	3,516
其他长期负债	2,226	517	1,111	1,092	1,084	1,079
负债	13,696	15,177	19,693	21,686	24,198	27,089
普通股股东权益	7,374	7,615	8,961	9,981	11,190	12,658
其中：股本	1,406	1,406	1,418	1,418	1,418	1,418
未分配利润	2,313	2,754	3,699	4,629	5,838	7,306
少数股东权益	2,401	2,312	3,767	4,287	4,807	5,327
负债股东权益合计	23,471	25,104	32,421	35,954	40,196	45,075

### 比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.185	0.437	0.832	1.092	1.421	1.725
每股净资产	5.245	5.416	6.317	7.036	7.889	8.924
每股经营现金净流	1.355	0.607	0.697	1.018	1.773	1.737
每股股利	0.100	0.150	0.260	0.437	0.568	0.690
回报率						
净资产收益率	3.53%	8.06%	13.17%	15.52%	18.01%	19.33%
总资产收益率	1.11%	2.45%	3.64%	4.31%	5.01%	5.43%
投入资本收益率	3.89%	6.71%	9.44%	10.30%	11.31%	12.28%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.05%	9.02%	67.96%	26.04%	21.82%	21.72%
EBIT增长率	-44.45%	102.30%	68.77%	26.03%	21.59%	20.48%
净利润增长率	-47.76%	135.58%	92.24%	31.24%	30.10%	21.40%
总资产增长率	4.29%	6.96%	29.15%	10.90%	11.80%	12.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.8	47.1	45.4	50.0	45.0	42.0
存货周转天数	139.1	118.7	91.2	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	40.0	44.6	46.9	57.0	57.0	55.0
固定资产周转天数	149.6	153.6	95.1	70.5	53.5	40.4
偿债能力						
净负债/股东权益	71.18%	79.28%	62.00%	61.70%	55.80%	52.20%
EBIT利息保障倍数	1.5	3.2	5.0	4.7	4.9	4.4
资产负债率	58.35%	60.46%	60.74%	60.32%	60.20%	60.10%

**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