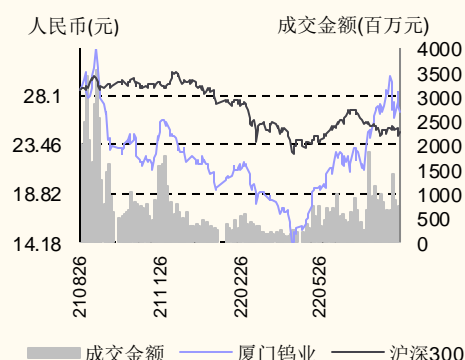


厦门钨业 (600549.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 26.41 元

Q2 业绩略超预期, 期待光伏钨丝放量**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)	374.62
年内股价最高最低(元)	32.50/14.18
沪深 300 指数	4116
上证指数	3246

**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	46,846	55,425	63,693
营业收入增长率	9.02%	67.96%	47.07%	18.31%	14.92%
归母净利润(百万元)	614	1,181	1,835	2,226	2,641
归母净利润增长率	135.58%	92.24%	55.46%	21.27%	18.66%
摊薄每股收益(元)	0.437	0.832	1.294	1.569	1.862
每股经营性现金流净额	0.61	0.70	2.44	2.27	2.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.06%	13.17%	18.08%	19.37%	20.20%
P/E	38.58	27.19	20.41	16.83	14.19
P/B	3.11	3.58	3.69	3.26	2.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 8 月 25 日晚发布 2022 年半年报, 2022 年上半年公司实现营收 241.58 亿元, 同比增长 69.85%; 实现归母净利润 9.08 亿元, 同比增长 32.08%; 实现扣非归母净利润 8.13 亿元, 同比增长 38.16%; 实现 EPS 为 0.65 元, 同比增长 32.08%。

评论

- **Q2 业绩略超预期, 新能源业务盈利大幅提升。**1) 钨钼板块: H1 营收 65.64 亿元, 同增 28.17%; 利润 8.31 亿元, 同增 3.76%, 主要受益于深加工产品销量继续增长。2) 新能源板块: H1 营收 145.62 亿元, 同增 116.76%; 利润 6.08 亿元, 同增 109.04%, 其中三元材料销量 2.15 万吨, 同增 91%, 钴酸锂销量 1.87 万吨, 全球市占率仍稳居行业第一。3) 稀土板块: H1 营收 29.52 亿元, 同增 28.43%; 利润 1.84 亿元, 同增 129.23%。
- **在建项目稳步推进。**1) 钨钼板块, 厦门金鹭 1000 万片可转位刀片项目预计 22 年底建成、210 万件整体刀具项目预计 23Q2 建成等。2) 新能源板块, 公司 8 月 25 日公告投入 24.45 亿元在宁德基地建设年产 7 万吨锂电池正极材料产能; 海璟基地年产 4 万吨项目一期 1 万吨已投产, 二期 1 万吨预计下半年投产。3) 稀土板块, 4000 吨高性能稀土永磁材料扩产项目预计 22 年底建成。此外公司与北方稀土达成战略合作, 与赤峰黄金就稀土资源开发事宜合资设立子公司, 实现优势互补、强强联合。
- **光伏钨丝快速增长, 扩建项目即将投产。**公司钨钼板块中, 上半年细钨丝销量约 87 亿米, 同增 140.86%; 营收实现翻倍增长, 毛利率从 40%提升到 45%左右。目前厦门红鹭 88 亿米钨丝项目 (其中 45 亿米用于光伏钨丝) 已投产, 200 亿米光伏用钨丝项目预计 22Q3 投产, 600 亿米光伏用钨丝项目预计 23 年下半年投产。

盈利预测&投资建议

- 根据上半年业绩情况, 分别上调公司 22-24 年归母净利润 18%、10%、8% 至 18.35 亿元、22.26 亿元、26.41 亿元, 对应 EPS 分别为 1.29 元、1.57 元、1.86 元, 对应 PE 分别为 20 倍、17 倍、14 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. 《三大主业量价齐升, 业绩符合预期-厦门钨业业绩点评》, 2022.4.26
2. 《“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

苏晨

 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
 suchen@gjzq.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	46,846	55,425	63,693
增长率		9.0%	68.0%	47.1%	18.3%	14.9%
主营业务成本	-14,582	-15,488	-26,680	-39,464	-46,500	-53,183
%销售收入	83.8%	81.7%	83.8%	84.2%	83.9%	83.5%
毛利	2,813	3,475	5,172	7,382	8,925	10,510
%销售收入	16.2%	18.3%	16.2%	15.8%	16.1%	16.5%
营业税金及附加	-252	-181	-278	-408	-521	-599
%销售收入	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-357	-280	-306	-451	-576	-688
%销售收入	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
管理费用	-660	-721	-894	-1,315	-1,574	-1,809
%销售收入	3.8%	3.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用	-836	-861	-1,276	-1,874	-2,356	-2,866
%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	3,334	3,898	4,548
%销售收入	4.1%	7.6%	7.6%	7.1%	7.0%	7.1%
财务费用	-459	-446	-485	-594	-698	-860
%销售收入	2.6%	2.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
资产减值损失	-137	-165	-261	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%	2.9%	2.5%	2.2%
营业利润	568	1,126	1,981	2,821	3,280	3,769
营业利润率	3.3%	5.9%	6.2%	6.0%	5.9%	5.9%
营业外收支	-14	-50	-43	-50	-50	-50
税前利润	554	1,076	1,938	2,771	3,230	3,719
利润率	3.2%	5.7%	6.1%	5.9%	5.8%	5.8%
所得税	7	-119	-243	-416	-485	-558
所得税率	-1.2%	11.1%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	560	956	1,695	2,355	2,746	3,161
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	1,835	2,226	2,641
净利率	1.5%	3.2%	3.7%	3.9%	4.0%	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	2,355	2,746	3,161
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	542	517	497
营运资金变动	263	-636	-2,246	-378	-1,020	-1,169
经营活动现金净流	1,905	854	989	3,455	3,217	3,503
资本开支	-1,564	-923	-1,305	-1,207	-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	-1,127	-1,127	-1,177
股权募资	641	152	1,498	90	0	0
债权募资	-316	837	202	-502	-243	-355
其他	260	-1,839	-813	-1,306	-1,437	-1,583
筹资活动现金净流	585	-851	887	-1,718	-1,680	-1,938
现金净流量	415	-1,301	413	610	410	388

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	2,150	2,552	2,935
应收款项	3,907	4,475	6,814	8,892	9,762	10,694
存货	4,812	5,261	8,077	8,650	10,192	11,657
其他流动资产	432	591	1,272	1,417	1,478	1,535
流动资产	10,808	11,473	17,713	21,109	23,983	26,821
%总资产	46.0%	45.7%	54.6%	58.6%	61.3%	63.7%
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%	25.6%	24.1%
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	14,929	15,112	15,303
%总资产	54.0%	54.3%	45.4%	41.4%	38.7%	36.3%
资产总计	23,471	25,104	32,421	36,038	39,095	42,124
短期借款	6,276	6,944	5,520	5,017	4,775	4,419
应付款项	2,577	3,337	7,629	9,932	11,304	12,525
其他流动负债	2,002	2,308	1,917	2,040	2,120	2,185
流动负债	10,855	12,590	15,066	16,989	18,198	19,129
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	1,094	1,086	1,080
负债	13,696	15,177	19,693	21,599	22,800	23,725
普通股股东权益	7,374	7,615	8,961	10,152	11,488	13,072
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	4,800	6,136	7,720
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	36,038	39,095	42,124

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.185	0.437	0.832	1.294	1.569	1.862
每股净资产	5.245	5.416	6.317	7.157	8.099	9.216
每股经营现金净流	1.355	0.607	0.697	2.436	2.268	2.470
每股股利	0.100	0.150	0.260	0.518	0.628	0.745
回报率						
净资产收益率	3.53%	8.06%	13.17%	18.08%	19.37%	20.20%
总资产收益率	1.11%	2.45%	3.64%	5.09%	5.69%	6.27%
投入资本收益率	3.89%	6.71%	9.44%	12.00%	13.13%	14.33%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.05%	9.02%	67.96%	47.07%	18.31%	14.92%
EBIT增长率	-44.45%	102.30%	68.77%	37.90%	16.90%	16.68%
净利润增长率	-47.76%	135.58%	92.24%	55.46%	21.27%	18.66%
总资产增长率	4.29%	6.96%	29.15%	11.16%	8.48%	7.75%
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	80.0	80.0	80.0
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	60.4	47.2	37.8
偿债能力						
净负债/股东权益	71.18%	79.28%	62.00%	47.02%	37.71%	29.38%
EBIT利息保障倍数	1.5	3.2	5.0	5.6	5.6	5.3
资产负债率	58.35%	60.46%	60.74%	59.93%	58.32%	56.32%

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	1	3	5	11
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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
2	2022-04-26	买入	14.51	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。

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。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

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