

► **公司公布 2022 年半年报。**2022H1 公司实现营收 241.58 亿元，同比增长 69.85%；归母净利 9.08 亿元，同比增 32.08%；扣非归母净利 8.13 亿元，同比增 38.2%。2022Q2 公司实现营收 136.52 亿元，同比增长 72.26%，环比增长 29.95%；归母净利 5.29 亿元，同比增长 39.17%，环比增长 39.54%；扣非归母净利 4.92 亿元，同比增长 60.67%，环比增长 53.70%。业绩符合我们的预期。

► **点评：Q2 三大板块盈利高增，期待光伏钨丝，正极材料放量推动业绩。**2022 年 Q2 公司归母净利润环比增长 1.5 亿，主要来自钨钼、能源新材料板块营收环比大增，但受期间费用环比增加（+5049 万元），稀土产品存货和电池材料存货计提跌价准备增加、导致的资产减值环比增加（-845 万元），以及应收账款增加、相应计提的预期信用损失增加（-1370 万元）所拖累，净利润释放受到影响。

► **钨钼板块。**2022Q2 实现利润总额 4.72 亿元，环比增 31.48%，同比增 4.89%。2022Q2 公司细钨丝销量约 52 亿米，环比增长 48.57%，切削刀具销量 1145 万件，同比增长 12.38%，环比减少约 5.14%。2022H1，厦门虹鹭受益于光伏钨丝产品的放量，实现净利润 1.19 亿元，同比增 43.65%，新增的 200 亿/600 亿米光伏钨丝项目，预计分别于 2022Q3/2023H2 建成。

► **能源新材料板块：**2022Q2 实现利润总额 3.71 亿元，环比增 56.54%，同比增 139.76%。2022Q2，公司正极材料销量为 2.18 万吨，环比增长 19.06%，销量增长主要由三元材料推动。2022H1，公司三元材料销量 2.15 万吨，同比增 91%；钴酸锂销量 1.87 万吨，市占率保持全球第一。公司正在快速扩产，海璟基地 4 万吨三元材料项目预计 2022 年 8 月投产，未来海璟基地还将扩总计 4.5 万吨三元材料产能，宁德基地将扩总计 7 万吨的三元材料产能，雅安基地将建设首期 2 万吨，总计 10 万吨的磷酸铁锂产能。

► **稀土板块：**2022Q2 实现利润总额 1.11 亿元，环比增 51.45%，同比增 260.97%。2022Q2 公司磁性材料销量 1297 吨，环比减少 3.85%，同比减少 10.32%。2022H1 子公司长汀金龙深化精益生产，产品提质降本，优化产品结构，实现净利润 1.46 亿元，同比增长 37.53%；其中磁材业务毛利约 1.44 亿，同比增约 87%。公司目前在建 4000 吨磁材项目已经完成设备安装，预计今年年底磁材毛坯产能将增长至 1.2 万吨/年。此外公司在稀土资源端加速布局，与赤峰黄金和北方稀土签订战略合作协议，未来有望降低原材料成本。

► **房地产业务：**公司拟挂牌转让厦门滕王阁 60% 的股权，剥离亏损的房地产业务。2022Q2 年房地产业务营收为 0.4 亿元，环比基本不变，同比下降 9.29%；实现利润总额-4479 万元，环比增亏 216 万元，同比减亏 3542 万元。

► **投资建议：**我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 18.40/26.11/29.91 亿元，同比分别增加 55.9%/41.9%/14.5%，EPS 分别为 1.30/1.84/2.11 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 8 月 26 日收盘价为基准，厦门钨业的 PE 为 22/15/13 倍，维持“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。

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	51,496	67,101	79,836
增长率 (%)	68.0	61.7	30.3	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,181	1,840	2,611	2,991
增长率 (%)	92.2	55.9	41.9	14.5
每股收益 (元)	0.83	1.30	1.84	2.11
PE	34	22	15	13
PB	4.5	3.9	3.1	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.39 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 刘小华

执业证书：S0100121120055

电话：021-80508866

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

1. 厦门钨业 (600549.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩超预期，光伏钨丝、三元材料放量迅速-2022/07/16
2. 厦门钨业 (600549.SH) 深度报告：材料平台，厚积薄发-2022/05/15
3. 厦门钨业 (600549.SH) 2021 年年报点评：业绩创新高，三大业务未来持续发力-2022/04/02

目录

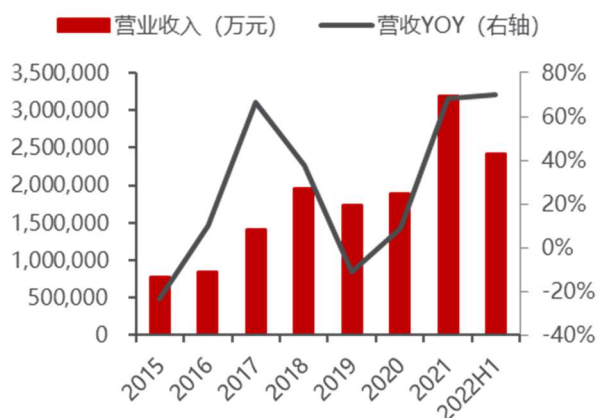
1 事件：2022Q2，公司归母净利环比+39.17%	3
2 点评：Q2 三大板块盈利高增，期待光伏钨丝，正极材料放量推动业绩	4
2.1 钨钼板块：Q2 钨丝等深加工产品销量提升增厚业绩	7
2.2 能源新材料：三元材料出货量大增，拉动业绩高增	11
2.3 稀土板块：磁材等产品量价提升，盈利水平快速提升	14
3 盈利预测与投资建议	17
3.1 盈利预测假设与业务拆分	17
3.2 估值分析	18
3.3 投资建议	19
4 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 事件：2022Q2，公司归母净利环比+39.17%

公司发布 2022 年半年报。公司 2022 年上半年实现营收 241.58 亿元，同比增长 69.85%；归母净利 9.08 亿元，同比增 32.08%；扣非归母净利 8.13 亿元，同比增 38.2%。

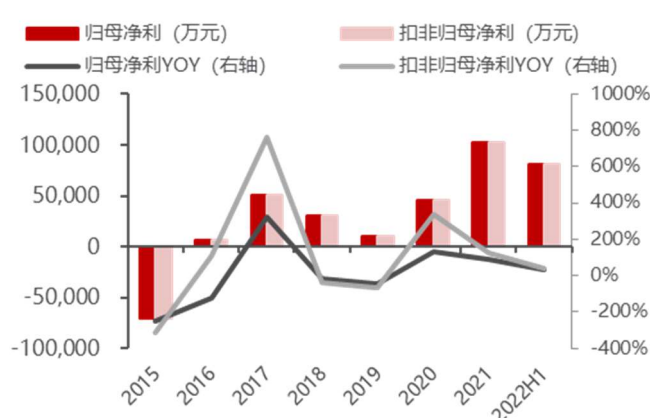
单季度看，22022Q2，公司实现营收 136.52 亿元，同比增长 72.26%，环比增长 29.95%；归母净利 5.29 亿元，同比增长 39.17%，环比增长 39.54%；扣非归母净利 4.92 亿元，同比增长 60.67%，环比增长 53.70%。业绩符合我们的预期。

图1：2022 上半年，公司实现营收 241.58 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 上半年，公司实现归母净利润 9.08 亿元



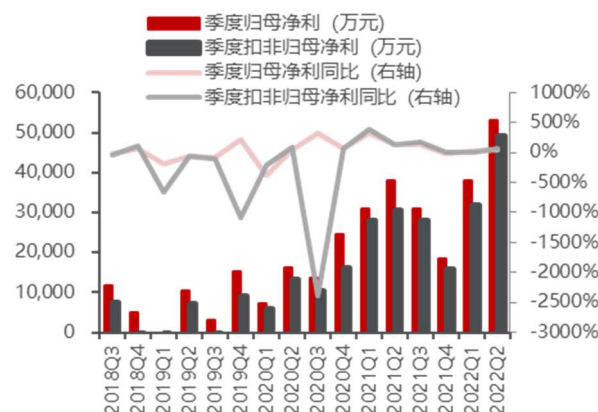
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2，公司实现营收 136.52 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2，公司实现归母净利润 5.29 亿元

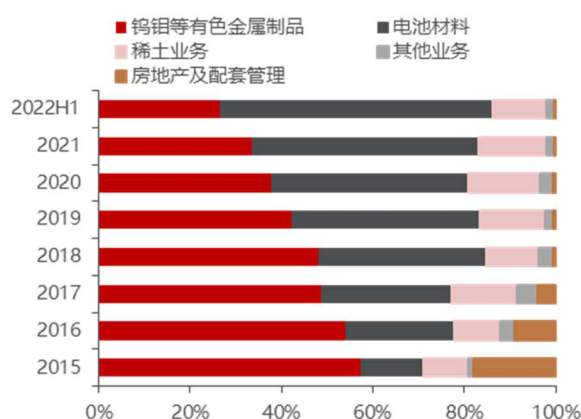


资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：Q2 三大板块盈利高增，期待光伏钨丝，正极材料放量推动业绩

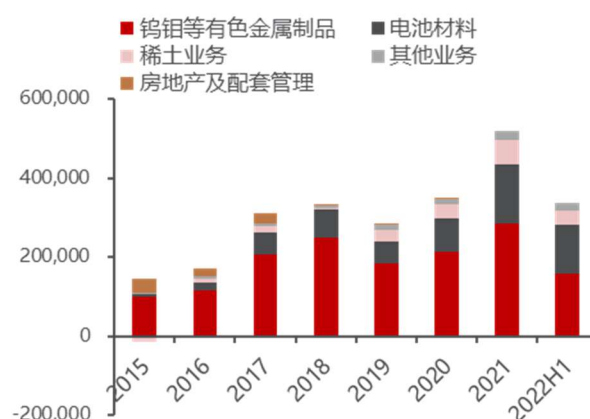
2022 年上半年公司主营业务收入为 241.58 亿元，同比增长 69.85%；主营业务毛利润为 33.65 亿元，同比增长 48.85%；主营业务毛利率为 13.93%，同比下降 2.94pct。主营收入方面：电池材料业务营收 144.53 亿元，占比最大为 59.8%；钨钼板块业务营收 64.13 亿元，占比第二为 26.5%；稀土业务营收 28.35 亿元，占比为 11.7%。毛利方面：钨钼板块毛利润为 15.78 亿元，占比最大为 46.8%；电池材料业务毛利润 12.44 亿元，占比第二为 37.0%；稀土业务板块毛利润 3.55 亿元，占比为 10.6%。毛利率方面：主营业务中，钨钼板块毛利率最大为 24.54%，其次为稀土业务 12.52%、电池材料业务 8.61%。

图5：2022H1，电池材料营收最大为 144.53 亿元，占比为 59.8%



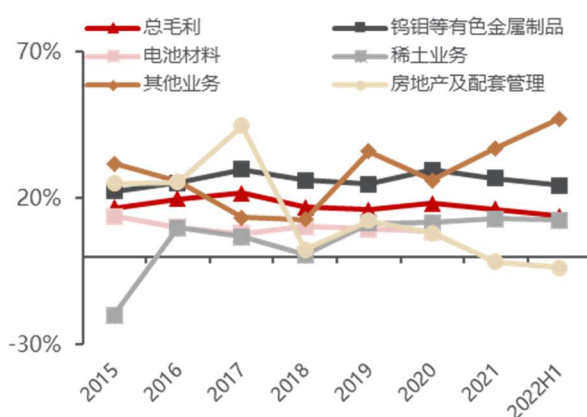
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022H1，钨钼板块毛利润最大为 15.78 亿元（单位：万元）



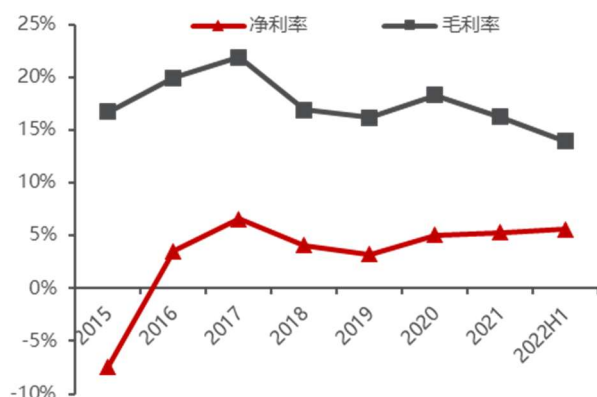
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022 年 H1，主营业务中钨钼板块毛利率最高为 24.54%

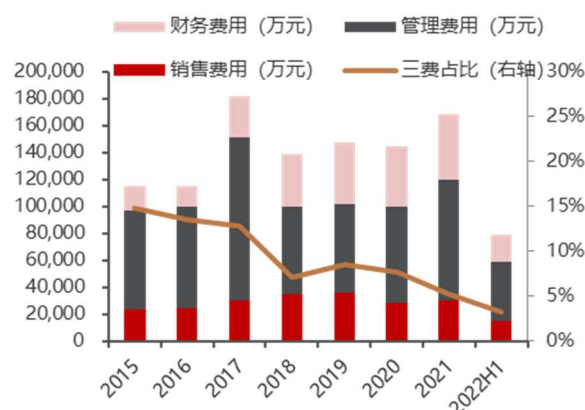


资料来源：wind，民生证券研究院

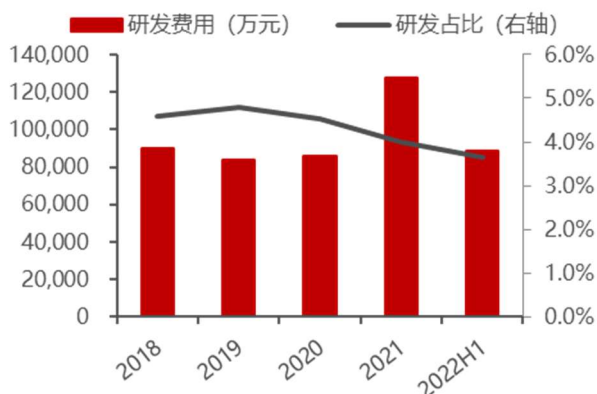
2022 年上半年公司归母净利为 9.08 亿元，同比增 32.08%，净利率同比降低 1.11pct 至 5.60%。1) 净利变化：2022 年上半年虽然公司毛利同比增加 9.66 亿元，受期间费用以及税金同比增长 4.1 亿元，减值损失增加 1.36 亿元等拖累，公司 2022 年归母净利同比增加 2.23 亿元，净利率同比降低 1.11pct 至 5.60%。2) 期间费用：公司期间费用为 16.68 亿元，同比增长约 29%，管理费用同比增长 9.08%至 4.4 亿元，主要是因薪酬和维修费增加，管理费用同比增长。研发费用同比增长 75.64%至 8.84 亿元，研发费用增长来源于子公司研发投入增加。3) 减值损失：2022 年公司资产减值损失同比提升 253.46%至 1.47 亿元，原因是部分稀土产品存货和电池材料存货计提跌价准备增加；信用减值损失同比增加 42.33%至 1.01 亿元，主要为公司销售增加，应收账款增加，相应计提的预期信用损失同比增加。

图8：2022H1，净利率同比降低 1.11pct 至 5.60%


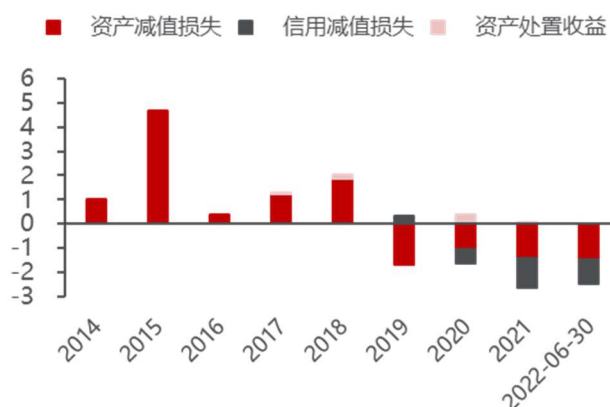
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022H1，三费同比增长至 15.21 亿元


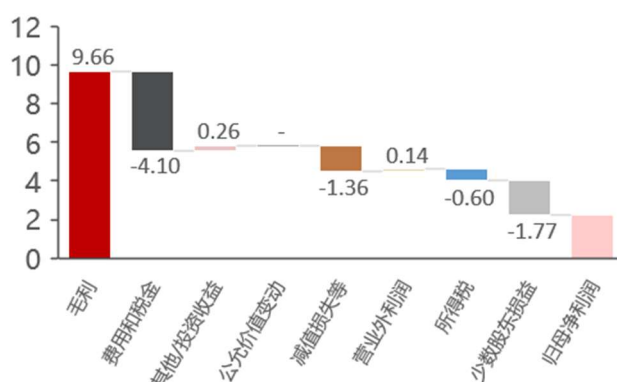
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022H1，研发费用为增长至 8.84 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

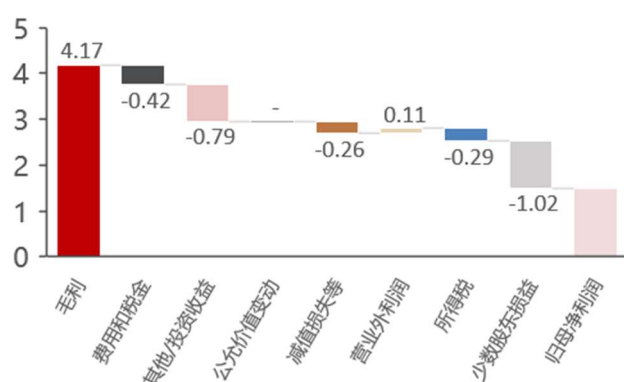
图11：2022H1，减值损失共计-2.48 亿元（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

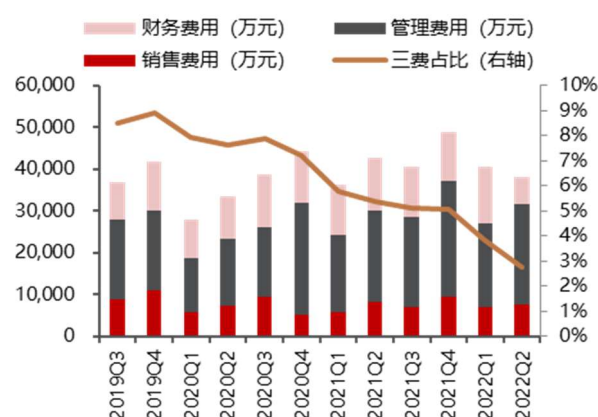
图12：2022 年 H1，归母净利同比增加 2.23 亿元（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

环比看，1) 净利变化：2022Q2 虽然公司毛利环比增加 4.17 亿元，受期间费用以及税金环比增长 0.42 亿元，其他/投资收益减少 0.79 亿元，减值损失增加 0.26 亿元等拖累，公司 2022 年归母净利环比增加 1.5 亿元，净利率环比提升 0.64pct 至 5.88%。**2) 期间费用：**2022Q2 期间费用为 8.59 亿元，环比提升约 62%，其中管理费用环比增长 20.39%至 2.4 亿元。研发费用环比增长 18.50%至 4.79 亿元。**3) 减值损失：**2022Q2 公司资产减值损失为 0.78 亿元，环比增加 0.09 亿元，信用损失为 0.57 亿元，环比增加 0.13 亿元，资产处置收益为-0.02 亿元，环比减少 0.04 亿元。

图13：2022Q2，归母净利环比增加 1.5 亿元（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2022Q2，三费提升至 7.8 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022 年 Q2，研发费用环比增长至 4.79 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

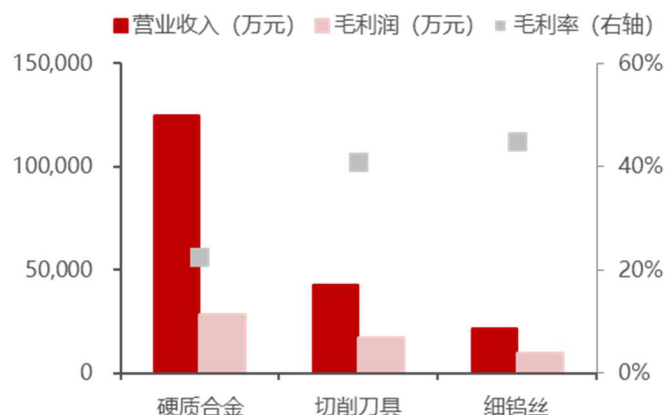
2.1 钨钼板块：Q2 钨丝等深加工产品销量提升增厚业绩

2022H1，钨钼等有色金属业务实现营收 65.64 亿元，同比增长 28.17%；实现利润总额 8.31 亿元，同比增长 3.76%；其中，钨钼等有色金属制品收入同比增长 28.72%至 64.13 亿元，毛利率为 24.54%，同比下降 3.87pct。营收：2022 年 H1，主要深加工产品量价齐升推动营收增长。其中硬质合金产品营收约 12.5 亿元，同比提升约 9%；切削刀具约为 4.3 亿元，同比增长约 15%；细钨丝约为 2 亿元，同比提升约 143%。销量：硬质合金销量 3000 吨，同比下降约 8%，切削工具 2352 万件，同比提升 8.94%，细钨丝销量 87 亿米，同比提升 140.86%。价格：据公司 2022 年半年报估算，公司硬质合金产品均价约为 42 万元/吨、较 2021 年提升约 14.38%，切削刀具产品价格约为 18 元/件、基本持平，细钨丝产品价格约为 25 元/千米、同比提升 10%。毛利率：2022H1，公司钨钼板块整体毛利率为 24.54%，同比下降 3.87pct，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 41%，同比下滑约 4pct；硬质合金产品毛利率约 23%，同比下滑约 4pct；但细钨丝毛利率约为 45%，同比提升约 5pct。

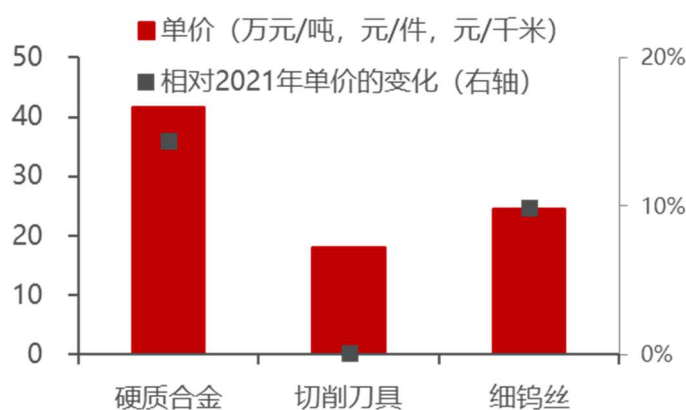
环比看，2022Q2 主营收入约 34.69 亿元，环比增长 12.08%，同比增长 25.51%；实现利润总额 4.72 亿元，环比增 31.48%，同比增 4.89%。2022Q2 公司细钨丝销量约 52 亿米，环比增长 48.57%，切削刀具销量 1145 万件，同比增长 12.38%，环比减少约 5.14%。

图16：2022H1，钨钼等有色金属制品营收同比增长28.72%至64.13亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2022H1，硬质合金营收约为12.5亿元，毛利率约为23%


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2022年H1，硬质合金制品、细钨丝均价上涨


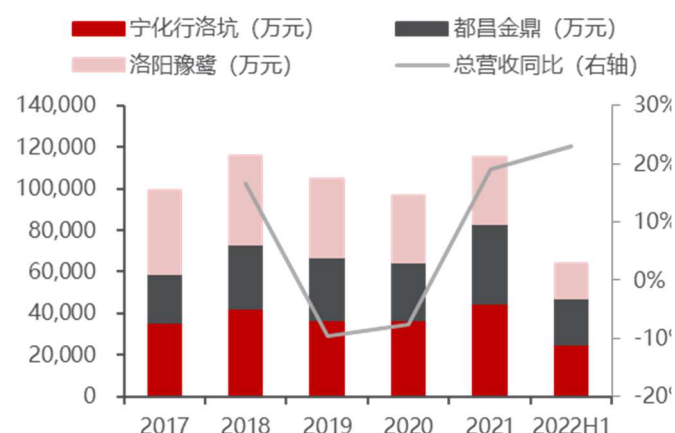
资料来源：wind，民生证券研究院

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

2022年H1，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6.38亿元、同比增长23%，实现归母净利润2.35亿元、同比增长34%。

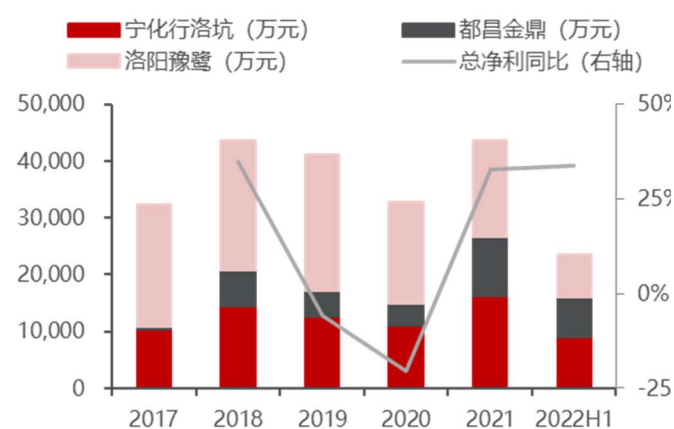
其中，宁化行洛坑营业收入24,974.8万元，同比增加25.01%，实现净利润8,926.87万元，同比增加36.01%；都昌金鼎营业收入22,476.62万元，同比增加35.59%，实现净利润7,177.39万元，同比增加63.27%。洛阳豫鹭受钨矿价格上涨影响，2022H1实现营收16,347.38万元，同比增加6.79%，实现净利润7,437.79万元，同比减少12.29%，主要受产销量下降影响。

图19: 2022H1, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 23%至 6.38 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

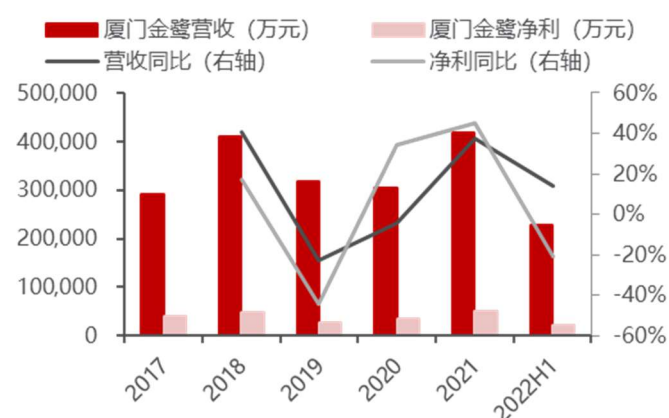
图20: 2022H1, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 34%至 2.35 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

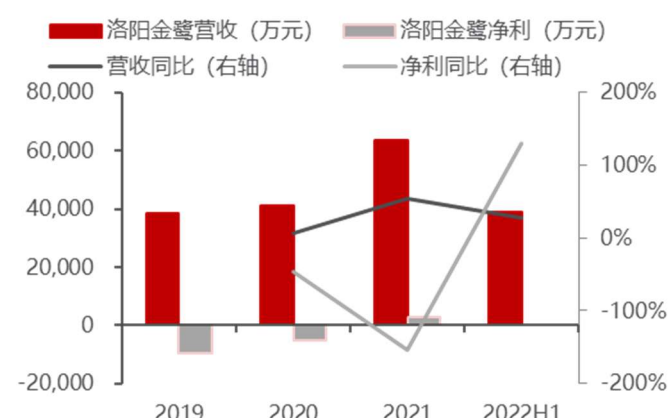
2022H1, 公司子公司洛阳金鹭、厦门虹鹭、厦门嘉鹭营收和净利润均实现同比增长。 1) 厦门金鹭: 实现营收 22.8 亿元, 同比增加 13.81%, 受产品主要原材料价格上涨的影响, 实现净利润 2.2 亿元, 同比减少 21.03%。2) 洛阳金鹭: 营收同比增长 26.93%至 3.9 亿元, 净利为 3,585.38 万元, 同比增加 130.18%, 洛阳金鹭提升产品质量、降本增效, 盈利能力得到提升。3) 厦门虹鹭: 营收同比增长 32.27%至 7.7 亿元, 净利同比增长 43.65%至 1.19 亿元; 厦门虹鹭主要进行钨钼丝材、制品的生产和销售, 光伏用钨丝的快速放量增厚业绩。4) 厦门嘉鹭: 营收同比下滑 2.29%至 3.18 亿元, 净利同比减少 0.75%至 1,684.33 万元; 厦门嘉鹭主要负责生产销售钨冶炼产品-APT、氧化钨等。

图21: 2022H1, 厦门金鹭净利同比减少 21.03%至 2.22 亿元

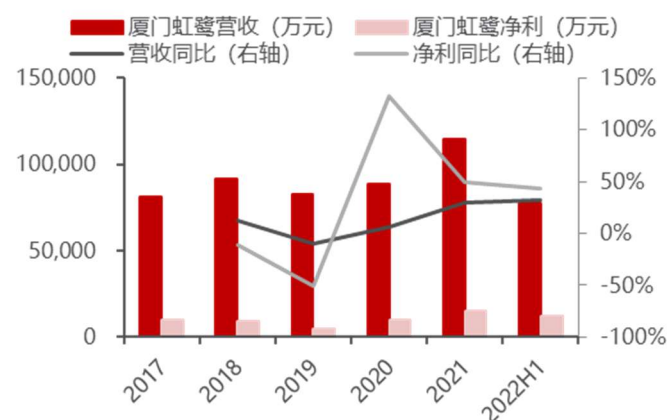


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

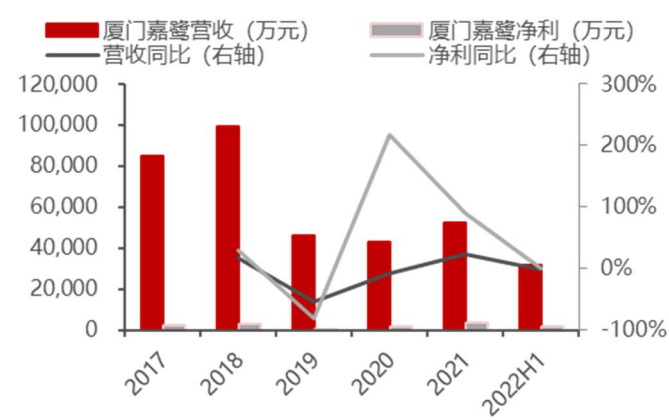
图22: 2022H1, 洛阳金鹭净利同比增 130.18%至 3,585.38 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23：2022H1，厦门虹鹭净利同比增长 43.65%至 1.19 亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：2022H1，厦门嘉鹭净利同比减少 0.75%至 1,684.33 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，预计到 2024 年，公司整体刀片 1000 万片，可转位刀具 6000 万片，细钨丝 1088 亿米（其中光伏用钨丝 845 亿米）。

2021 年 5 月，公司公告将投资 1.498 亿万元，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 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 年第二季度建设完成。

2021 年 12 月公司披露将投资 2.52 亿投资 200 亿米/年细钨丝产线扩产项目，预计 2022 年第三季度建设完成。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

表1：厦门钨业钨钼业务板块产能建设情况

产能建设主体		产品	2021	2022E	2023E	2024E
厦门金鹭	泰国基地	钨粉末（吨）	-	-	-	3000
		硬质合金棒材（吨）	800	800	500	1000
		混合料（吨）	-	-	-	1200
	同安精密刀具工业园	整体刀具（万件）	700-800	800	1010	1010
		数控刀片（万件）	4000-4500	6000	6000	6000
	硬质合金工业园	粉末-钨粉（吨）	7500	7500	7500	12000
		RTP 混合料（吨）	6000	6000	6000	11200
		矿用合金（吨）	1100	1100	1100	2000
		硬质合金棒材（吨）	-	5000	7000	7000
	九江金鹭	刀片毛坯（万片）	5000	5000	7000	7000
厦门虹鹭		细钨丝（亿米）	240	488	1088	1088
成都鼎泰		钼新材料（吨）	-	8000	11000	11000

资料来源：公司公告，公开信息，民生证券研究院整理

注：2022-2024 年产能是根据公司公告，公开信息预测；2023 年泰国基地硬质合金棒材产能下降是因为考虑产能搬迁的影响

2.2 能源新材料：三元材料出货量大增，拉动业绩高增

2022H1，能源新材料（含锂电正极材料、贮氢合金）业务实现营收 145.62 亿元，同比增长 116.76%；实现利润总额 6.08 亿元，同比增长 109.04%；其中厦钨新能营收同比大增 117.75%至 143.02 亿元，综合毛利率同比下降 0.46pct 至 9.22%。

1) 营业收入：2022H1，钴酸锂营收约为 80 亿元，同比增长 60%，三元材料营收约为 61 亿元，同比增长 307%。2022H1 三元材料营收增长主要来自销量的大幅提升，三元材料销量为 2.15 万吨，同比增长 91%，钴酸锂产品销量为 1.87 万吨，市占率仍保持全球第一。

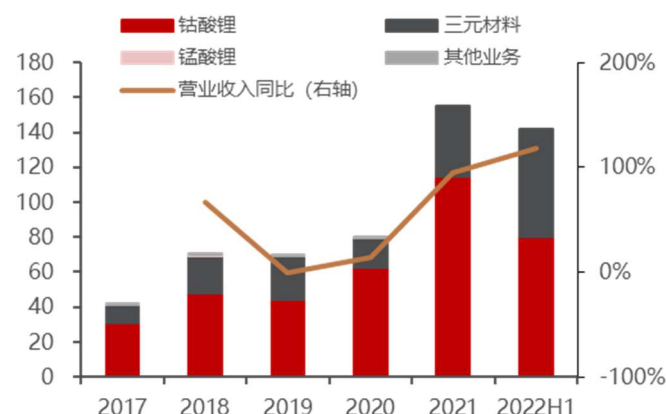
2) 毛利率：2022H1，钴酸锂毛利率约为 6%，同比降低约 1pct，NCM 三元材料毛利率约为 12%，同比降低约 3pct，毛利率下降或由于原材料价格上涨所致。

3) 单价：2022H1，公司钴酸锂产品均价为 42.78 万元/吨、较 2021 年提升 68%，三元正极材料产品均价约为 28.37 万元/吨、同比提升 91%。

4) 单吨毛利：2022H1，钴酸锂单吨毛利为 2.57 万元/吨，较 2021 年提升 23%。三元材料单吨毛利为 3.4 万元/吨，较 2021 年增长 76%。

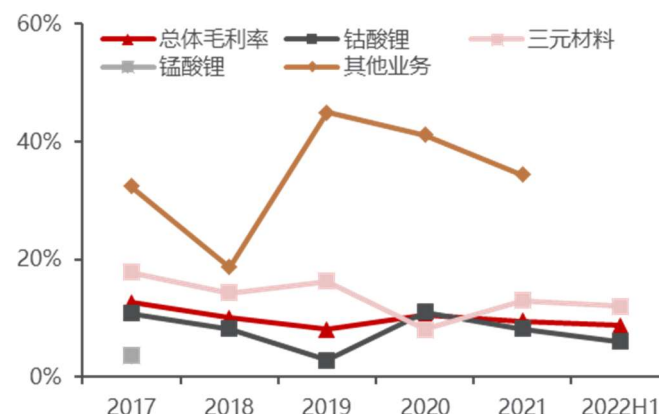
环比看，2022Q2，能源材料板块营收约 85.2 亿元，环比增长 41.01%，同比增长 127.52%；实现利润总额 3.71 亿元，环比增 56.54%，同比增 139.76%。2022Q2，公司正极材料销量为 2.18 万吨，环比增长 19.06%，销量增长主要由三元材料推动。

图25：2022H1 厦钨新能营收同比大增 117.75%至 143.02 亿元（单位：亿元、%）

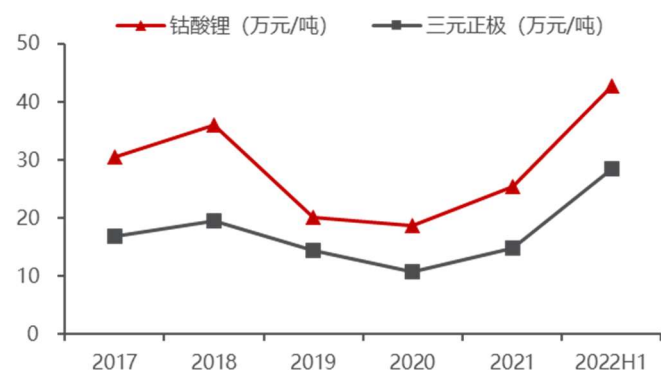


资料来源：Wind，民生证券研究院

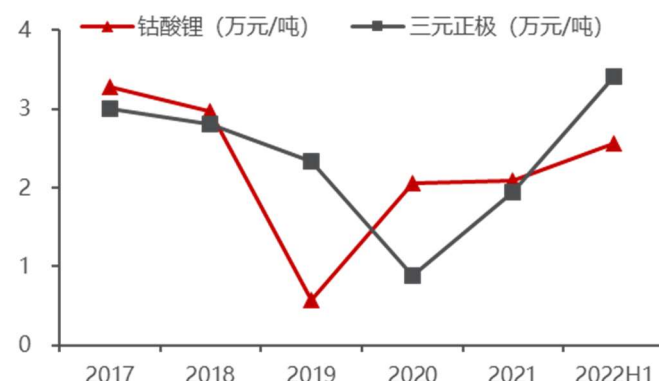
图26：2022H1 厦钨新能综合毛利率同比下降 0.46pct 至 9.22%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图27：公司钴酸锂均价约为 42.78 万元/吨、三元正极材料均价约为 28.37 万元/吨


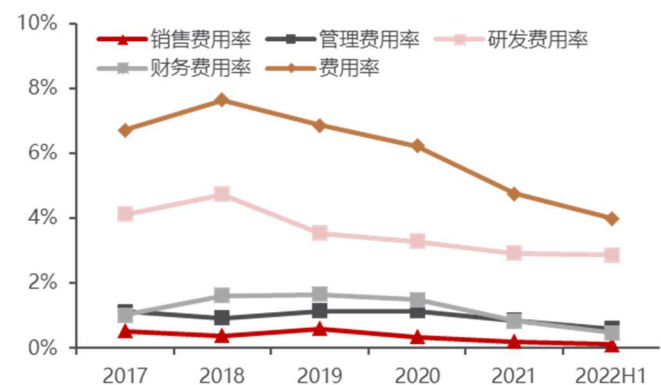
资料来源：Wind，民生证券研究院

图28：2022H1，钴酸锂、三元正极材料的单吨盈利分别 2.57 万元/吨，3.4 万元/吨


资料来源：Wind，民生证券研究院

2022H1，厦钨新能的期间费用率下降至 3.98%，归母净利同比大增 112.19%

至 5.32 亿元。 1) **期间费用**：2022H1，期间费用率中研发费用率最高为 2.85%，研发费用同比增 148.89%至 4.07 亿元，公司重视研发投入，在三元材料、钴酸锂、磷酸铁锂等多个产品和技术方向进行全面布局，研发投入不断增加。管理费用率为 0.59%，管理费用同比增 73.58%至 8437.82 万元，主要因公司管理人员薪酬、维修费等费用增加。2) **减值损失**：2022H1，减值损失为 1.65 亿元。其中信用减值损失为 8284.71 万元，同比增约 5367 万元，信用损失来自应收账款坏账损失增加。资产减值损失为 8199.94 万元，同比增约 6948 万元，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**：2022H1，归母净利为 5.32 亿元，同比大增 112.19%。盈利增长主要来源于公司持续开拓三元材料市场，中镍高电压产品性价比优势明显，销量同比大增，规模效应显现，同时钴酸锂业务也保持稳定增长。

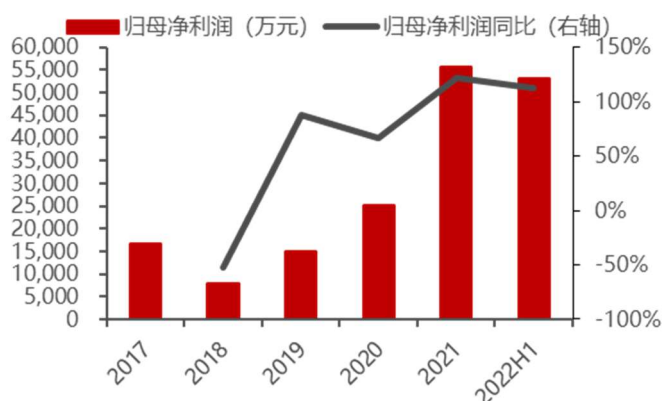
图29：2022H1 厦钨新能期间费用率下降至 3.98%


资料来源：Wind，民生证券研究院

图30：2022H1，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

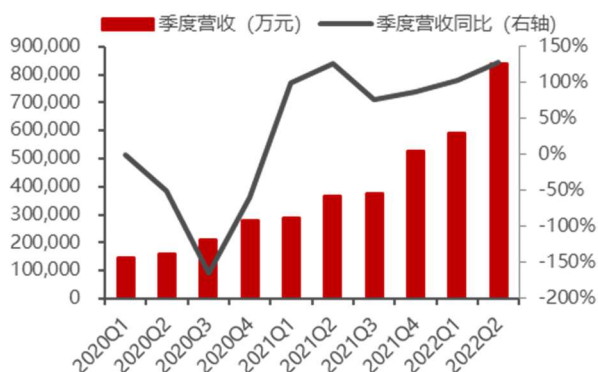
图31：2022H1，厦钨新能归母净利同比大增 112.19%至 5.32 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

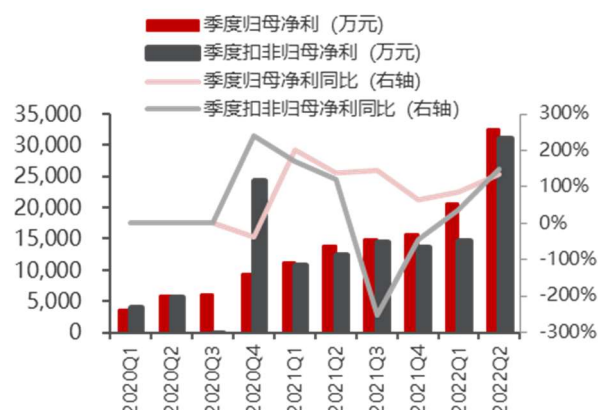
环比看，2022Q2，厦钨新能实现营收 83.93 亿元，同比增长 129.19%，环比增长 42.04%；归母净利 3.26 亿元，同比增长 140.55%，环比增长 57.33%；扣非归母净利 3.1 亿元，同比增长 148%，环比增长 111.02%。

图32：2022Q2，厦钨新能营收同比提升 129.19%至 83.93 亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图33：2022Q2，厦钨新能归母净利润同比提升 133.98%至 3.26 亿元



资料来源：Wind，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，预计产能将从 2021 年的 7 万吨/年，提升至远期的约 38.5 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 8 月底投产。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，该项目目前正在进行全过程咨询公开招标，项目施工图已完成初步设计并进行造价预算。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。5) 海璟基地锂离子电池材料综合生产车间 1.5 万吨扩产项目, 本项目已完成全过程咨询公开招标, 预计 2023 年 12 月投产。6) 宁德基地年产 7 万吨锂离子电池正极材料项目, 本项目 C、D 生产车间分期投产, 其中, C 车间计划于 2024 年 8 月投产, D 车间计划于 2025 年 8 月投产。届时宁德基地将达到年产 9.5 万吨的产能。

表2: 厦钨新能投资项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募资投资额/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	增发募资
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
7	海璟基地锂离子电池材料综合生产车间 15,000 吨扩产项目	47,112.00	自筹 47,112.00
8	宁德基地投资建设年产 70000 吨锂离子电池正极材料项目	244,508.68	自筹 244508.68

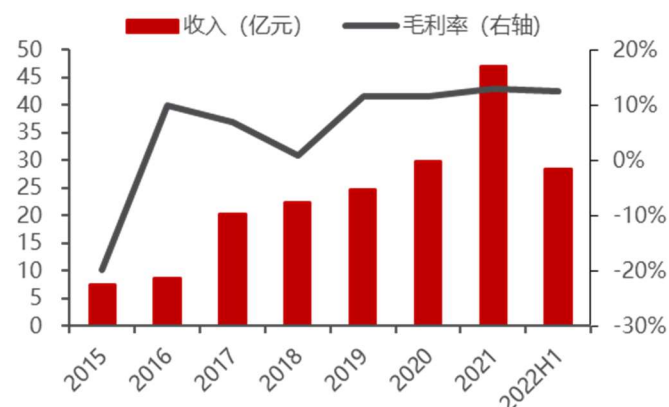
资料来源: 厦钨新能公告, 民生证券研究院整理

2.3 稀土板块: 磁材等产品量价提升, 盈利水平快速提升

2022H1, 公司稀土业务实现营收 29.52 亿元, 同比增长 28.43%; 实现利润总额 1.84 亿元, 同比增长 129.23%; 其中, 主营收入同比增长 24.54%至 28.35 亿元, 毛利率下降 1.18pct 至 12.52%; 其中, 磁性材料营收同比增长至约 12.5 亿元, 占稀土主营收入的比例提升至约 44%。2022H1, 公司持续优化产品结构, 稀土深加工产品销量增长, 产品结构优化, 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, 2022H1 磁材销量约为 2646 吨, 同比提升 8.94%, 磁材单价相较 2021 年增加约 46%至约 47 万元/吨, 助力磁材营收同比增长约 56%至约 12.5 亿元, 此外, 受益于产品定价方式调整及产品加工成本下降, 磁材毛利率同比提升约 1pct 至 12.5%左右。

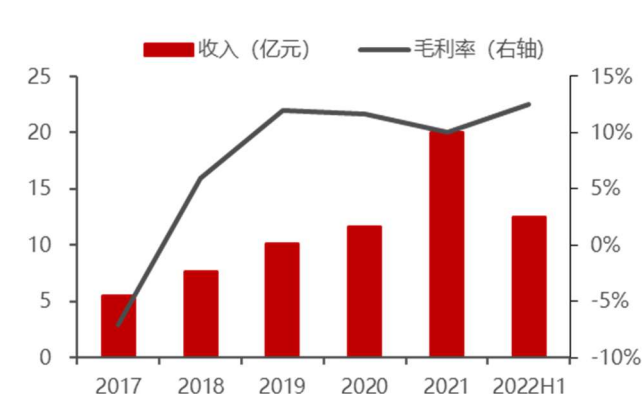
环比看, 2022Q2, 稀土板块主营收入约 16.23 亿元, 环比增长 22.12%, 同比增长 18.27%; 实现利润总额 1.11 亿元, 环比增 51.45%, 同比增 260.97%。2022Q2 公司磁性材料销量 1,297 吨, 环比减少 3.85%, 同比减少 10.32%。

图34：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35：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：2020-2022年H1数据为根据对应年份年报估算值

图36：2022H1，磁材价格增长至约 47 万元/吨

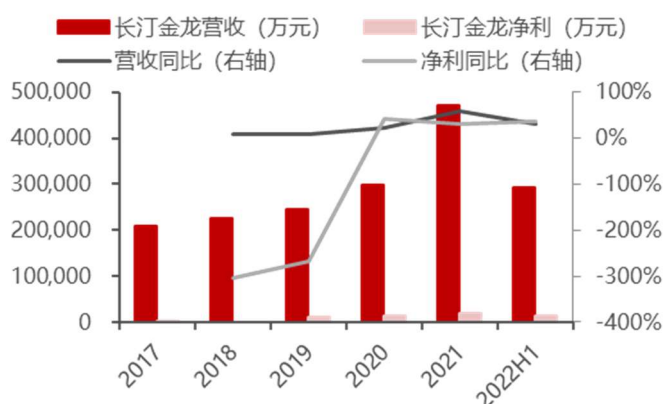


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：2020-2022年H1年数据为根据对应年份年报估算值

2022H1，公司子公司长汀金龙营收同比增长 31.76%至 29.42 亿元，净利同比增长 37.53%至 1.46 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。2022 年上半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及降低产品加工成本等，公司销量增长，盈利能力提升。

图37：2022H1，长汀金龙营收同比增长 31.76%至 29.42 亿元，净利同比增长 37.53%至 1.46 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

未来公司将持续推进资源端布局，大力发展下游深加工业务，1) 上游资源，公司 2022 年 8 月，陆续与赤峰黄金，北方稀土签订战略合作框架协议，通过与赤峰黄金的合作，未来将提升公司稀土资源储备能力，有望降低原材料采购风险及成本。与北方稀土的合作方面，公司除了在原材料供应得到进一步保障之外，在产品、技术未来发展等多方面将与之携手共进。**2) 下游深加工，**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，目前新厂房土建基础施工已经完成，正在进行设备安装工作，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。此外，在高端稀土应用方面，公司也在进行稀土功能靶材及稀土金属合金生产线项目建设，未来公司稀土金属产销量有望进一步提升。

表3：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

关键假设如下：

钨钼板块：2022-2024 年整体刀具产能新增 210 万件，数控刀片产能新增 1000 万片，硬质合金棒材新增 2200 吨，钨粉末新增 4500 吨，光伏钨丝新增 845 亿米，产能利用率、产销率大部分根据历史情况假设。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至少约 7.5 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：预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 18.40/26.11/29.91 亿元，同比分别增加 55.87%/41.90%/14.54%。

表4：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	13,063.62	15,476.25	18,342.30
钨钼板块成本（百万元）	7,787.56	9,843.37	11,555.69	14,061.31
钨钼板块毛利（百万元）	2,845.66	3,220.25	3,920.56	4,280.99
正极材料板块收入（百万元）	15,861.47	31,623.16	43,952.75	53,166.79
正极材料板块成本（百万元）	14,349.45	28,626.35	39,487.01	47,617.33
正极板块毛利（百万元）	1,512.02	2,996.81	4,465.73	5,549.46
稀土板块收入（百万元）	4,697.24	6,149.22	7,012.00	7,665.50
稀土板块成本（百万元）	4,088.25	5,346.14	6,088.54	6,646.96
稀土板块毛利（百万元）	608.99	803.08	923.46	1,018.54

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

表5：2022-2024 年厦门钨业盈利预测结果

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	31,852.20	51,495.77	67,101.34	79,836.45
同比	67.96%	61.67%	30.30%	18.98%
营业成本（百万元）	26,680.42	43,911.69	57,217.49	68,403.22
同比	72.26%	64.58%	30.30%	19.55%
毛利率	16.24%	14.73%	14.73%	14.32%

净利润 (百万元)	1,694.95	2,746.43	3,897.24	4,463.97
同比	77.22%	62.04%	41.90%	14.54%
净利率	5.32%	5.33%	5.81%	5.59%
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	1,180.53	1,840.11	2,611.15	2,990.86
同比	92.24%	55.87%	41.90%	14.54%
每股收益 (元)	0.83	1.30	1.84	2.11
市盈率	34	22	15	13

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 10 家上市公司进行对比，以 2022 年 8 月 26 日的收盘价计算，钨钼同行业 4 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 20/15/11 倍，正极材料同行业 3 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 24/18/13 倍，稀土同行业 3 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 23/16/13 倍，按 2022 年各板块毛利（钨钼板块 50%、正极板块 40%、稀土板块 10%）占比作为权重，计算的同行业 PE 为 22/16/12 倍，厦门钨业的 PE 为 22/15/13 倍，与计算的同行业平均水平相当。

表6：钨钼同行业上市公司估值

代码	简称	股价			EPS			PE		
		2022/8/26	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000657.SZ	中钨高新	14.16	0.49	0.64	0.84	1.11	33	22	17	13
688308.SH	欧科亿	50.51	2.22	2.75	3.66	4.71	31	18	14	11
688059.SH	华锐精密	111.74	3.69	4.94	6.81	9.02	43	23	16	12
688257.SH	新锐股份	35.25	1.85	2.02	2.79	3.82	35	17	13	9
均值							36	20	15	11

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；注：中钨高新为已覆盖公司，其他公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 8 月 26 日

表7：正极材料同行业上市公司估值

代码	简称	股价			EPS			PE		
		2022/8/26	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688005.SH	容百科技	104.88	2.03	4.42	6.64	9.04	57	24	16	12
300073.SZ	当升科技	83.49	2.15	3.49	4.74	6.06	40	24	18	14
688707.SH	振华新材	56.12	0.93	2.20	2.92	3.80	54	26	19	15
均值							50	24	18	13

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 8 月 26 日

表8：稀土同行业上市公司估值

代码	简称	股价			EPS			PE		
		2022/8/26	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600111.SH	北方稀土	30.84	1.41	1.80	1.97	2.26	32	17	16	14

600010.SH	包钢股份	2.09	0.06	0.07	0.13	0.15	46	30	16	14
600392.SH	大地熊	70.16	1.90	3.17	4.58	5.71	40	22	15	12
均值							40	23	16	13

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；注：北方稀土、包钢股份、大地熊为已覆盖公司，股价时间为 2022 年 8 月 26 日

3.3 投资建议

我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 18.40/26.11/29.91 亿元，同比分别增加 55.87%/41.90%/14.54%，EPS 分别为 1.30/1.84/2.11 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 8 月 26 日收盘价为基准，厦门钨业的 PE 为 22/15/13 倍，维持“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	51,496	67,101	79,836
营业成本	26,680	43,912	57,217	68,403
营业税金及附加	278	376	490	599
销售费用	306	360	470	559
管理费用	894	1,133	1,476	1,756
研发费用	1,276	2,060	2,684	3,193
EBIT	2,381	4,064	5,257	5,871
财务费用	485	536	640	723
资产减值损失	-143	-328	-143	-121
投资收益	93	134	154	200
营业利润	1,981	3,139	4,455	5,102
营业外收支	-43	0	-1	-0
利润总额	1,938	3,139	4,454	5,102
所得税	243	392	557	638
净利润	1,695	2,746	3,897	4,464
归属于母公司净利润	1,181	1,840	2,611	2,991
EBITDA	3,338	5,093	6,367	7,058

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,551	2,800	5,135	7,084
应收账款及票据	5,137	8,033	11,012	13,226
预付款项	195	307	401	479
存货	8,077	9,848	10,541	12,752
其他流动资产	2,753	3,557	4,147	4,847
流动资产合计	17,713	24,546	31,236	38,388
长期股权投资	2,157	2,601	3,071	3,540
固定资产	8,298	8,753	9,335	9,842
无形资产	1,102	1,012	943	884
非流动资产合计	14,708	15,822	17,207	18,575
资产合计	32,421	40,369	48,443	56,963
短期借款	4,794	5,294	5,879	6,774
应付账款及票据	6,866	10,211	12,041	13,800
其他流动负债	3,405	3,640	4,012	4,121
流动负债合计	15,066	19,145	21,932	24,696
长期借款	3,516	4,216	4,916	5,616
其他长期负债	1,111	1,902	2,593	3,184
非流动负债合计	4,627	6,118	7,509	8,800
负债合计	19,693	25,263	29,440	33,495
股本	1,418	1,418	1,418	1,418
少数股东权益	3,767	4,674	5,960	7,433
股东权益合计	12,728	15,106	19,003	23,467
负债和股东权益合计	32,421	40,369	48,443	56,963

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	61.67	30.30	18.98
EBIT 增长率	62.71	70.69	29.35	11.68
净利润增长率	92.24	55.87	41.90	14.54
盈利能力 (%)				
毛利率	16.24	14.73	14.73	14.32
净利率	3.71	3.57	3.89	3.75
总资产收益率 ROA	3.64	4.56	5.39	5.25
净资产收益率 ROE	13.17	17.64	20.02	18.65
偿债能力				
流动比率	1.18	1.28	1.42	1.55
速动比率	0.57	0.70	0.88	0.98
现金比率	0.10	0.15	0.23	0.29
资产负债率 (%)	60.74	62.58	60.77	58.80
经营效率				
应收账款周转天数	44.77	46.00	50.00	54.00
存货周转天数	89.98	74.00	65.00	62.00
总资产周转率	1.11	1.41	1.51	1.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.30	1.84	2.11
每股净资产	6.32	7.35	9.20	11.30
每股经营现金流	0.70	1.69	2.39	2.07
每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	34	22	15	13
PB	4.5	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	14.50	9.65	7.66	6.95
股息收益率 (%)	0.92	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,695	2,746	3,897	4,464
折旧和摊销	957	1,029	1,110	1,187
营运资金变动	-2,246	-2,233	-2,388	-3,523
经营活动现金流	989	2,399	3,388	2,934
资本开支	-1,305	-2,114	-2,138	-2,147
投资	-194	-236	-361	-410
投资活动现金流	-1,475	-2,204	-2,333	-2,345
股权募资	1,498	0	0	0
债务募资	202	1,991	1,976	2,186
筹资活动现金流	887	1,055	1,280	1,360
现金净流量	413	1,250	2,335	1,949

插图目录

图 1: 2022 上半年, 公司实现营收 241.58 亿元.....	3
图 2: 2022 上半年, 公司实现归母净利润 9.08 亿元.....	3
图 3: 2022Q2, 公司实现营收 136.52 亿元.....	3
图 4: 2022Q2, 公司实现归母净利润 5.29 亿元.....	3
图 5: 2022H1, 电池材料营收最大为 144.53 亿元, 占比为 59.8%.....	4
图 6: 2022H1, 钨钼板块毛利润最大为 15.78 亿元 (单位: 万元).....	4
图 7: 2022 年 H1, 主营业务中钨钼板块毛利率最高为 24.54%.....	4
图 8: 2022H1, 净利率同比降低 1.11pct 至 5.60%.....	5
图 9: 2022H1, 三费同比增长至 15.21 亿元.....	5
图 10: 2022H1, 研发费用为增长至 8.84 亿元.....	5
图 11: 2022H1, 减值损失共计-2.48 亿元 (单位: 亿元).....	5
图 12: 2022 年 H1, 归母净利同比增加 2.23 亿元 (单位: 百万元).....	6
图 13: 2022Q2, 归母净利环比增加 1.5 亿元 (单位: 百万元).....	6
图 14: 2022Q2, 三费提升至 7.8 亿元.....	6
图 15: 2022 年 Q2, 研发费用环比增长至 4.79 亿元.....	7
图 16: 2022H1, 钨钼等有色金属制品营收同比增长 28.72%至 64.13 亿元.....	8
图 17: 2022H1, 硬质合金营收约为 12.5 亿元, 毛利率约为 23%.....	8
图 18: 2022 年 H1, 硬质合金制品、细钨丝均价上涨.....	8
图 19: 2022H1, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 23%至 6.38 亿元.....	9
图 20: 2022H1, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 34%至 2.35 亿元.....	9
图 21: 2022H1, 厦门金鹭净利同比减少 21.03%至 2.22 亿元.....	9
图 22: 2022H1, 洛阳金鹭净利同比增 130.18%至 3,585.38 万元.....	9
图 23: 2022H1, 厦门虹鹭净利同比增长 43.65%至 1.19 亿元.....	10
图 24: 2022H1, 厦门嘉鹭净利同比减少 0.75%至 1,684.33 万元.....	10
图 25: 2022H1 厦钨新能营收同比大增 117.75%至 143.02 亿元 (单位: 亿元、%).....	11
图 26: 2022H1 厦钨新能综合毛利率同比下降 0.46pct 至 9.22%.....	11
图 27: 公司钴酸锂均价约为 42.78 万元/吨、三元正极材料均价约为 28.37 万元/吨.....	12
图 28: 2022H1, 钴酸锂、三元正极材料的单吨盈利分别 2.57 万元/吨, 3.4 万元/吨.....	12
图 29: 2022H1 厦钨新能期间费用率下降至 3.98%.....	12
图 30: 2022H1, 厦钨新能减值损失为 1.65 亿元.....	12
图 31: 2022H1, 厦钨新能归母净利同比大增 112.19%至 5.32 亿元.....	13
图 32: 2022Q2, 厦钨新能营收同比提升 129.19%至 83.93 亿元.....	13
图 33: 2022Q2, 厦钨新能归母净利润同比提升 133.98%至 3.26 亿元.....	13
图 34: 稀土业务板块营收及毛利率情况.....	15
图 35: 磁性材料营收及毛利率情况.....	15
图 36: 2022H1, 磁材价格增长至约 47 万元/吨.....	15
图 37: 2022H1, 长汀金龙营收同比增长 31.76%至 29.42 亿元, 净利同比增长 37.53%至 1.46 亿元.....	16

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 厦门钨业钨钼业务板块产能建设情况.....	10
表 2: 厦钨新能投资项目.....	14
表 3: 厦门钨业稀土业务板块在建项目.....	16
表 4: 分板块业务主营收入、成本与毛利.....	17
表 5: 2022-2024 年厦门钨业盈利预测结果.....	17
表 6: 钨钼同行业上市公司估值.....	18
表 7: 正极材料同行业上市公司估值.....	18
表 8: 稀土同行业上市公司估值.....	18
公司财务报表数据预测汇总.....	21

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。	公司评级	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
	行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026