

硬质合金等业务拖累 Q3 业绩，光伏钨丝项目快速推进

2022 年 10 月 30 日

► **公司公布 2022 年三季报。**2022 年前三季度，公司实现营收 369.16 亿元，同比增 66.5%；归母净利 13.06 亿元，同比增 31.27%；扣非归母净利 11.63 亿元，同比增 33.73%。**2022Q3** 营收 127.58 亿元，同比增长 60.49%，环比降低 6.55%；归母净利 3.98 亿元，同比增长 29.46%，环比降低 24.80%；扣非归母净利 3.51 亿元，同比增长 24.47%，环比降低 24.80%。业绩低于我们的预期。

► **点评：硬质合金相关业务下滑，同时财务费用上升、投资净收益下降，拖累三季度利润。**2022 年 Q3 公司归母净利润环比下降 1.3 亿，其中钨钼板块受硬质合金，切削刀具等产品销量下滑影响，利润总额环比降低 1.38 亿，同时公司财务费用或受厦钨新能定增影响，环比增 4387 万元；投资净收益或受参股子公司腾远钴业亏损等拖累，环比降低 3984 万元，对三季度净利润形成拖累。

► **钨钼板块：2022Q3 实现利润总额 3.34 亿元，环比降 29.24%，同比降 1.73%。**Q3 硬质合金销量 1371 吨，环比降 7.99%；切削刀具销量 1076 万件，环比下滑 6.03%；细钨丝销量约 87 亿米，环比增 67.31%，增长来自光伏钨丝。2022Q3 新增光伏钨丝 200 亿米/年产能已建成，公司已经具备 245 亿米/年产能，未来还有 600 亿米光伏钨丝产能项目，将于 2023 年建成。

► **能源新材料板块：2022Q3 实现利润总额 3.85 亿元，环比增 3.77%，同比增 123.67%。**2022Q3，公司正极材料销量为 2.24 万吨，环比增长 2.52%，其中三元材料销量达 1.57 万吨。2022 年前三季度，三元材料销量 3.72 万吨，同比增 117%，钴酸锂销量 2.54 万吨，市占率保持第一。公司正加速布局三元、磷酸铁锂材料产能，海璟基地 6 号车间 2 万吨三元材料项目已于 2022 年 8 月投产，该基地还将扩 4.5 万吨三元产能，此外宁德基地将建设 7 万吨三元产能。目前雅安基地首期 2 万吨磷酸铁锂项目已启动，规划总计 10 万吨磷酸铁锂产能。

► **稀土板块：2022Q3 实现利润总额 0.57 亿元，环比下降 48.57%，同比下降 28.62%。**2022Q3 公司磁性材料销量 1581 吨，环比增 21.90%，同比减少 2.19%。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，未来原材料成本有望降低。

► **投资建议：**我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 16.61/25.84/29.73 亿元，同比分别增加 40.7%/55.6%/15.1%，EPS 分别为 1.17/1.82/2.10 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 10 月 28 日收盘价为基准，厦门钨业的 PE 为 17/11/9 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	48,256	65,424	75,428
增长率 (%)	68.0	51.5	35.6	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,181	1,661	2,584	2,973
增长率 (%)	92.2	40.7	55.6	15.1
每股收益 (元)	0.83	1.17	1.82	2.10
PE	24	17	11	9
PB	3.1	2.7	2.3	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.87 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qizuxue@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

电话：010-85127604

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 年半年报业绩点评：Q2 三大业务盈利高增，光伏钨丝蓄势待发-2022/08/27

2. 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

3. 厦门钨业 (600549.SH) 深度报告：材料平台，厚积薄发-2022/05/15

4. 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

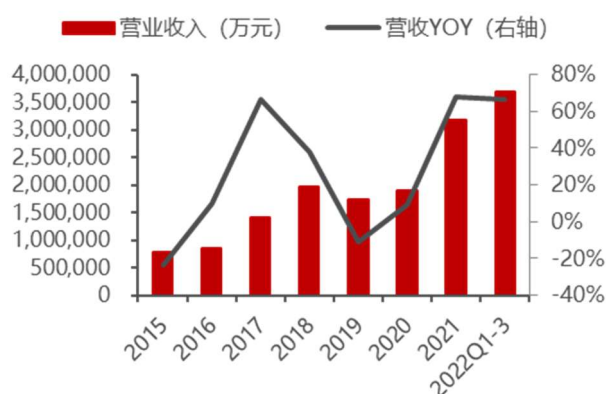
1 事件：2022Q3，公司归母净利同比+29.46%.....	3
2 点评：硬质合金相关业务下滑拖累三季度利润.....	4
3 光伏钨丝，三元材料项目快速推进，贡献业绩稳步增长.....	8
4 盈利预测与投资建议.....	10
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	10
4.2 估值分析.....	11
4.3 投资建议.....	12
5 风险提示.....	13
插图目录.....	15
表格目录.....	15

1 事件：2022Q3，公司归母净利润同比+29.46%

公司发布 2022 年三季报。公司 2022 年前三季度实现营收 369.16 亿元，同比增长 66.5%；归母净利润 13.06 亿元，同比增 31.27%；扣非归母净利润 11.63 亿元，同比增 33.73%。

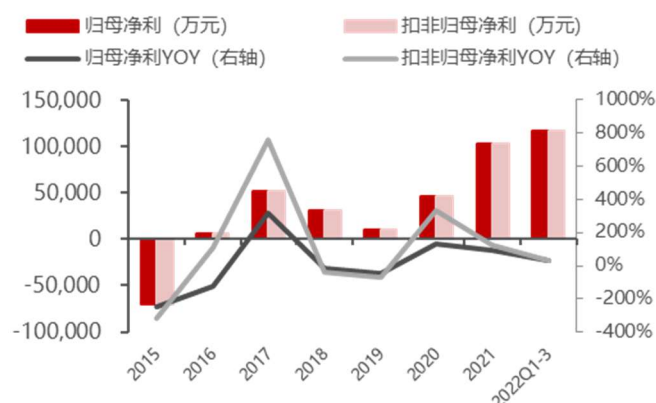
单季度看，2022Q3 公司实现营收 127.58 亿元，同比增长 60.49%，环比降低 6.55%；归母净利润 3.98 亿元，同比增长 29.46%，环比降低 24.80%；扣非归母净利润 3.51 亿元，同比增长 24.47%，环比降低 24.80%。业绩低于我们的预期。

图1：2022 年前三季度，公司实现营收 369.16 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年前三季度，公司实现归母净利润 13.06 亿元



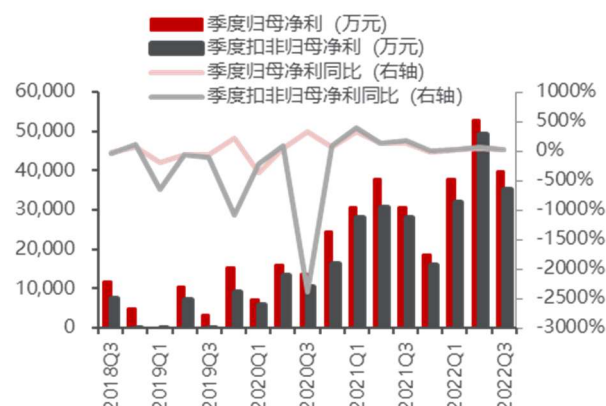
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q3，公司实现营收 127.58 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q3，公司实现归母净利润 3.98 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

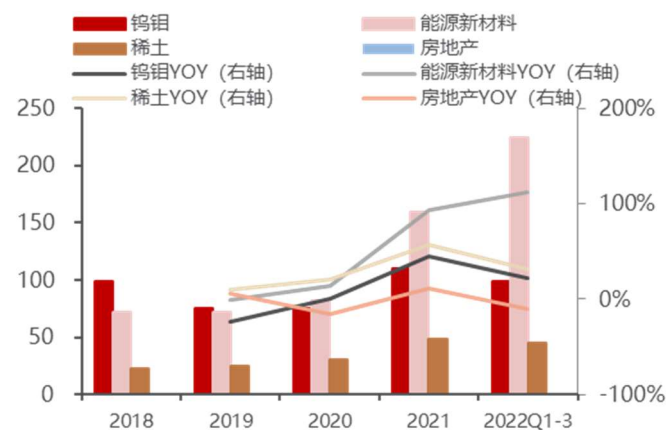
2 点评：硬质合金相关业务下滑拖累三季度利润

2022 年前三季度公司营收为 369.16 亿元，同比增长 66.5%，其中能源新材料营收最大为 224.62 亿元，同比增 114.47%；公司实现利润总额 22.64 亿元，其中钨钼板块利润总额最大为 11.65 亿，同比增 2.37%。

营业收入：1) 能源新材料业务营收 224.62 亿元，占比最大为 60.85%，营收同比增 114.47%，增长主要来自高电压三元材料销量显著增长，销量为 3.72 万吨，同比增 117%，钴酸锂销量 2.54 万吨，保持行业龙头地位。2) 钨钼板块业务营收 98.58 亿元，占比第二为 26.70%，营收同比增 22.1%，增长主要来自切削工具、细钨丝等主要深加工产品销量增长，切削刀具同比增 6%至 3428 万件，细钨丝销量同比增 181%至 174 亿米，主要因光伏钨丝销量大幅增长。但是硬质合金产品略下滑，同比减少 7%至 4403 吨。3) 稀土业务营收 44.81 亿元，占比为 12.14%，同比增 31.53%，磁性材料等产品销量提升，磁材销量 4,227 吨，同比增 5%。4) 房地产业务营收 1.15 亿元，同比降 10.56%。

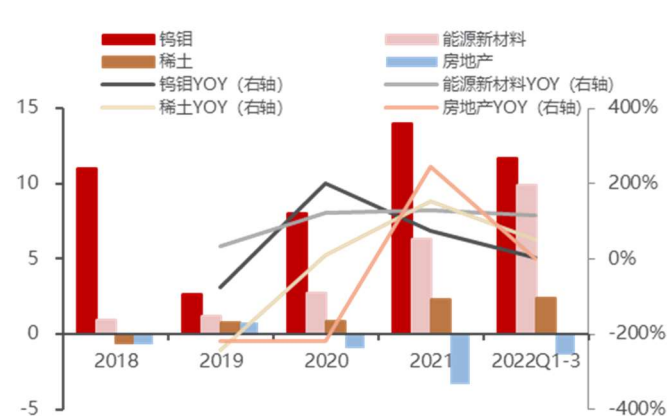
利润总额：钨钼板块利润总额为 11.65 亿元，占比最大为 51.46%；能源新材料业务 9.93 亿元，占比第二为 43.86%；稀土业务板块 2.41 亿元，占比为 10.64%；房地产业务利润总额为-1.35 亿元。

图5：2022 前三季度，能源新材料营收最大为 224.62 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022 前三季度，钨钼板块利润总额最大为 11.65 亿元（单位：亿元）

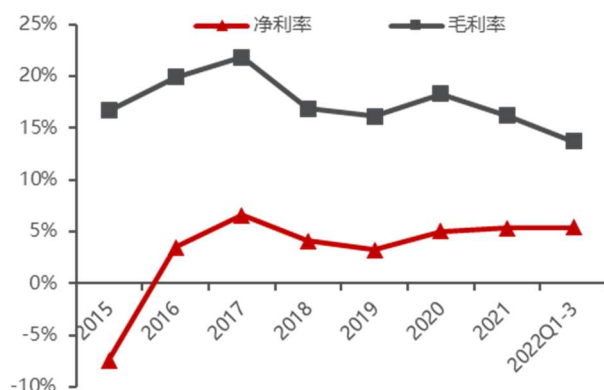


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年前三季度公司归母净利为 13.06 亿元，同比增 31.27%，净利率同比降低 1.04pct 至 5.42%。1) 净利变化：2022 年前三季度虽然公司毛利同比增加 13.44 亿元，受期间费用以及税金同比增长 5.5 亿元，减值损失增加 1.83 亿元等拖累，公司 2022 年前三季度归母净利同比增加 3.11 亿元，净利率同比降低 1.04pct 至 5.42%。2) 期间费用：公司期间费用为 25.35 亿元，同比增长约 25.16%，其中，管理费用同比增长 12.75%至 6.94 亿元，研发费用同比增长 57.52%至 13.06 亿元，销售费用同比增 9.12%至 2.32 亿，财务费用同比降低 17.71%至 3.03 亿。

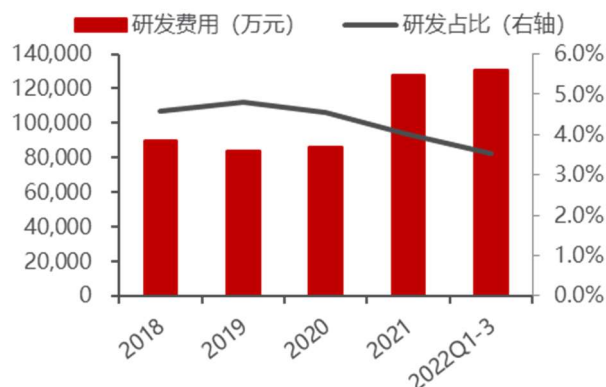
3) 减值损失: 2022 年前三季度公司资产减值损失同比提升 156.96%至 2.01 亿元, 原因是部分稀土产品存货和电池材料存货计提跌价准备增加; 信用减值损失同比增加 78.02%至 1.36 亿元, 主要为公司应收账款增加, 相应计提的预期信用损失同比增加。

图7: 2022 前三季度, 净利率同比降低 1.04pct 至 5.42%



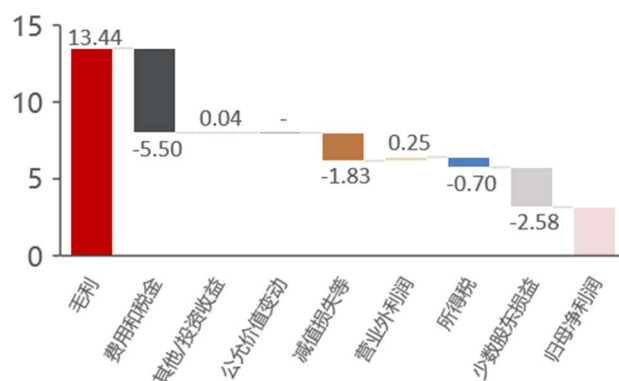
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2022 前三季度, 研发费用增长至 13.06 亿元



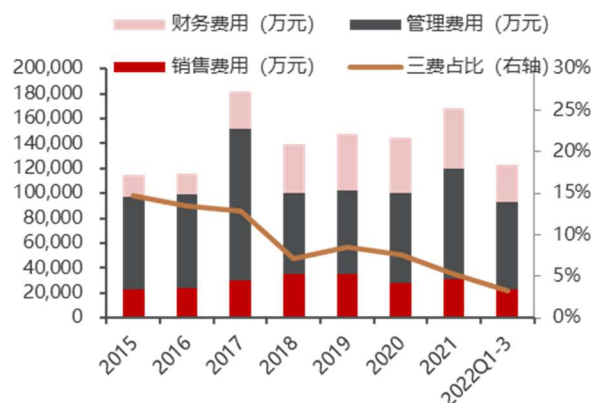
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022 年前三季度, 归母净利同比增加 3.11 亿元 (单位: 亿元)



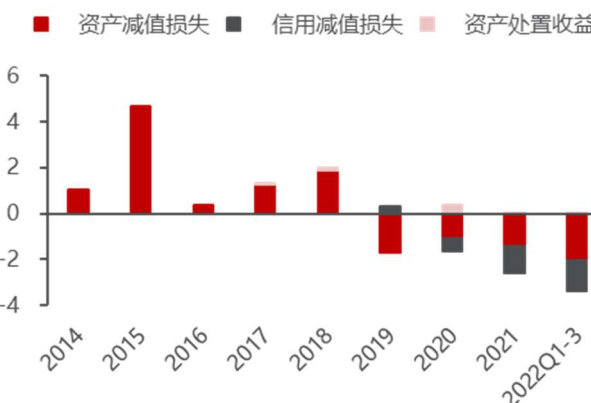
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022 前三季度, 三费同比增长至 12.29 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022 前三季度, 减值损失共计-3.37 亿元 (单位: 亿元)

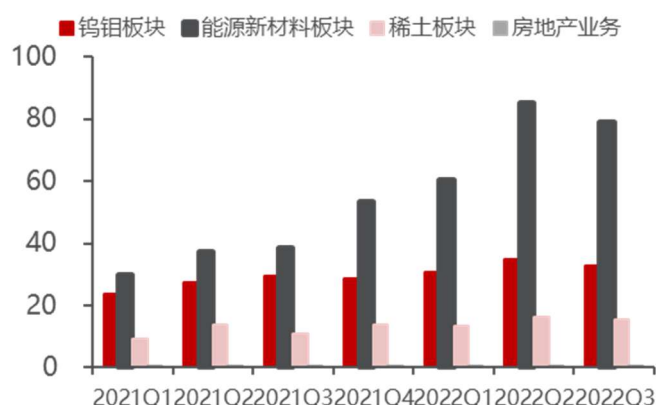


资料来源: wind, 民生证券研究院

环比分业务板块看，营业收入：2022Q3，1) 能源新材料业务营收 79.00 亿元，环比降低 7.28%，下降或来自产品价格下滑影响，正极材料出货量约 2.24 万吨，环比增长 2.52%。2) 钨钼板块业务营收 32.94 亿元，环比降低 5.04%，主要因硬质合金、切削刀具等产品销量下滑，硬质合金销量约 1371 吨，环比下降 7.99%，切削刀具 1076 万件，环比下滑 6.03%。但是细钨丝产量环比增长 67.31%至 87 亿米，主要因光伏钨丝增量迅速。3) 稀土业务营收 15.29 亿元，环比下滑 5.79%，下滑或来自磁性材料等产品价格下跌，磁材销量 1581 吨，环比增 21.90%。4) 房地产业务营收 1.15 亿元，同比降 10.56%。

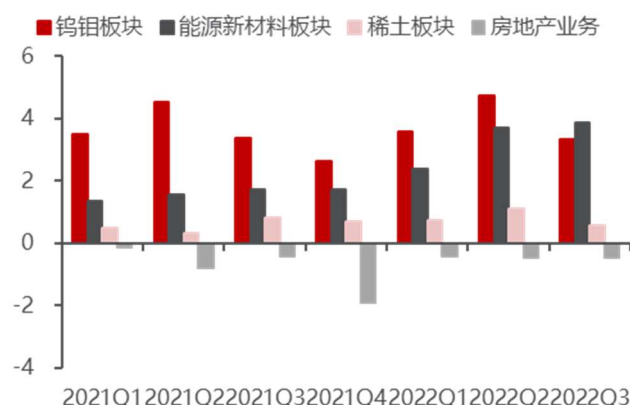
利润总额：2022Q3，能源新材料业务 3.85 亿元，占比最大为 52.81%，环比增 3.77%；钨钼板块利润总额为 3.34 亿元，占比第二为 45.82%，环比下降 29.24%；稀土业务板块 0.57 亿元，占比为 7.82%，环比下降 48.57%；房地产业务利润总额为-0.48 亿元，环比增亏 0.03 亿。

图12：2022Q3，能源新材料营收最大为 79 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

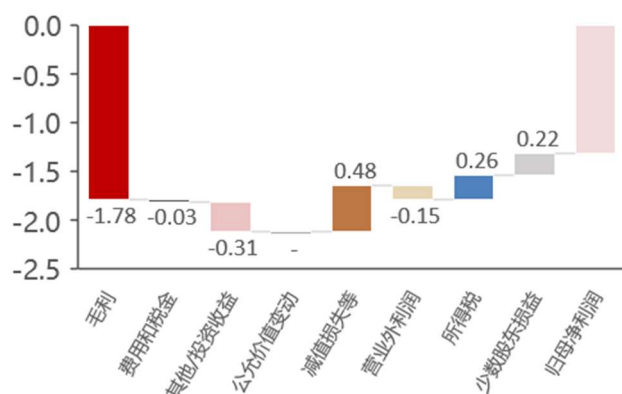
图13：2022Q3，能源新材料利润总额最大为 3.85 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

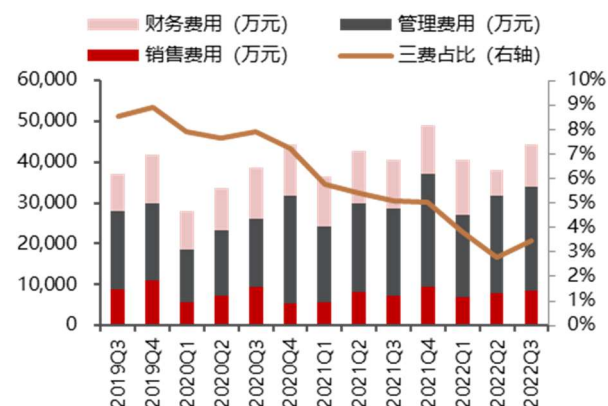
环比整体看，1) 净利变化：2022Q3 公司毛利环比减少 1.78 亿元，同时还受期间费用以及税金环比下降 0.03 亿元，其他/投资收益减少 0.31 亿元，营业外利润下降 0.15 亿元拖累，公司归母净利环比下滑 1.3 亿元，净利率环比下滑 0.79pct 至 5.09%。2) 期间费用：2022Q3 期间费用为 8.67 亿元，环比提升约 0.89%，其中，财务费用环比增 70.62%至 1.06 亿，主要可能受子公司厦钨新能定增影响；销售费用环比增 9.03%至 0.85 亿元，管理费用环比增长 5.54%至 2.54 亿元，研发费用环比降低 11.79%至 4.23 亿元。3) 投资净收益：2022Q3 公司投资收益损失为 0.17 亿元，亏损环比增加 0.4 亿元，可能主要由于公司参股的腾远钴业三季度亏损所致。

图14: 2022Q3, 归母净利环比减少 1.3 亿元 (单位: 亿元)



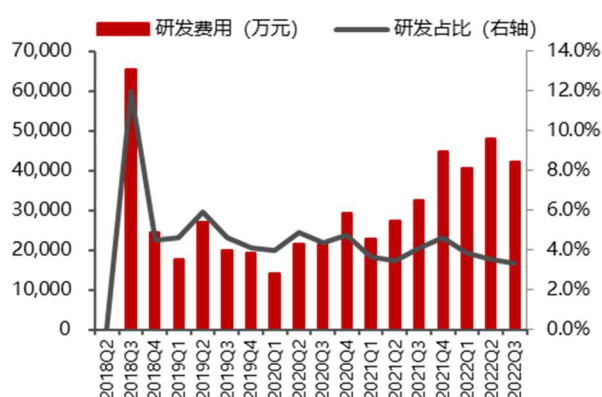
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2022Q3, 三费增长至 4.44 亿元



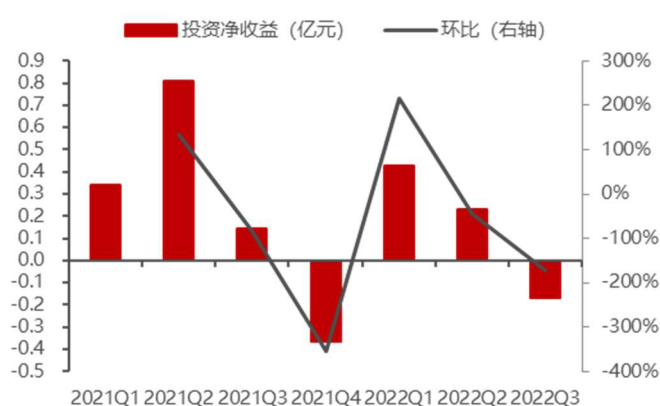
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022 年 Q3, 研发费用环比下降至 4.23 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2022Q3, 投资净收益环比下降至-0.17 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 光伏钨丝, 三元材料项目快速推进, 贡献业绩稳步增长

钨钼板块: 公司向下游深加工业务持续发力, 预计到 2024 年, 公司细钨丝产能增长至 1088 亿米 (其中光伏用钨丝 845 亿米), 整体刀片 1000 万片, 可转位刀具 6000 万片。

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 8 月公司披露将建设 88 亿米细钨丝产能, 其中有 45 亿米用于光伏领域, 2022H1 该项目已建成投产, 2021 年 12 月公司披露将投资 2.52 亿建设 200 亿米/年细钨丝产能, 2022Q3 已经基本建设完成, 目前公司光伏钨丝产能已达到 245 亿米/年。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)	800	800	1010	1010
		数控刀片 (万件)	5000	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, 民生证券研究院整理

注: 2022-2024 年产能是根据公司公告预测; 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

厦钨新能加速布局三元、磷酸铁锂正极材料产能, 预计名义产能将从 2021 年的 8 万吨/年, 提升至 2023 年约 18 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), 2022Q3 三期 2 万吨项目已经建成。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, 2022H1 该项目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。3) 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, 届时海璟基地正极产能或将达到 8.5 万吨。4) 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。5) 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。6) 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: 公司公告, 民生证券研究院整理

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, 2022 年 8 月, 公司陆续与赤峰黄金, 北方稀土签订战略合作框架协议。2022 年 9 月公司与赤峰黄金已成立合资公司, 公司持股 49%, 未来将以此平台合作开发老挝稀土资源, 未来公司有望降低稀土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, 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

4 盈利预测与投资建议

4.1 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约 8 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：2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 16.61/25.84/29.73 亿元，同比分别增加 40.7%/55.6%/15.1%。

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	12,696.35	15,032.03	18,911.74
钨钼板块成本（百万元）	7,787.56	9,154.68	10,859.91	14,138.91
钨钼板块毛利（百万元）	2,845.66	3,541.67	4,172.12	4,772.83
正极材料板块收入（百万元）	15,861.47	28,826.73	42,996.42	48,483.46
正极材料板块成本（百万元）	14,349.45	26,420.60	38,606.18	43,500.05
正极板块毛利（百万元）	1,512.02	2,406.13	4,390.25	4,983.41
稀土板块收入（百万元）	4,697.24	6,041.19	6,706.85	7,345.64
稀土板块成本（百万元）	4,088.25	5,365.64	5,914.88	6,466.84
稀土板块毛利（百万元）	608.99	675.55	791.97	878.80

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	48,255.50	65,423.96	75,428.17
同比	67.96%	51.50%	35.58%	15.29%
营业成本（百万元）	26,680.42	41,074.01	55,500.75	64,213.61
同比	72.26%	53.95%	35.12%	15.70%
毛利率	16.24%	14.88%	15.17%	14.87%

净利润 (百万元)	1,694.95	2,516.02	3,914.44	4,504.74
同比	77.22%	48.44%	55.58%	15.08%
净利率	5.32%	5.21%	5.98%	5.97%
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	1,180.53	1,660.57	2,583.53	2,973.13
同比	92.24%	40.66%	55.58%	15.08%
每股收益 (元)	0.83	1.17	1.82	2.10
市盈率	24	17	11	9

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4.2 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 10 月 28 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 23/17/13 倍，正极材料同行业 3 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 18/13/10 倍，稀土同行业 3 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 30/15/13 倍，按 2022 年各板块毛利（钨钼板块 40%、正极板块 50%、稀土板块 10%）占比作为权重，计算的同行业 PE 为 21/15/11 倍，厦门钨业的 PE 为 17/11/9 倍，低于计算的同行业平均水平。

表6：钨钼同行业上市公司估值

代码	简称	股价		EPS			PE			
		2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000657.SZ	中钨高新	14.10	0.49	0.55	0.79	1.04	33	26	18	14
688308.SH	欧科亿	69.82	2.22	2.72	3.62	4.65	31	26	19	15
688059.SH	华锐精密	112.38	3.69	4.56	6.41	8.75	43	25	18	13
688257.SH	新锐股份	31.99	1.85	1.86	2.51	3.40	35	17	13	9
均值							35	23	17	13

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

表7：正极材料同行业上市公司估值

代码	简称	股价		EPS			PE			
		2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688005.SH	容百科技	74.88	2.03	3.73	5.80	7.89	57	20	13	9
300073.SZ	当升科技	58.11	2.15	3.96	4.98	6.23	40	15	12	9
688707.SH	振华新材	49.88	0.93	2.63	3.24	4.32	54	19	15	12
均值							50	18	13	10

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

表8：稀土同行业上市公司估值

代码	简称	股价		EPS			PE			
		2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600111.SH	北方稀土	24.77	1.41	1.80	1.97	2.26	32	14	13	11

600010.SH	包钢股份	1.79	0.06	0.03	0.08	0.09	46	60	22	20
600392.SH	大地熊	49.19	1.90	3.17	4.59	5.73	40	16	11	9
	均值						40	30	15	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

4.3 投资建议

我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 16.61/25.84/29.73 亿元，同比分别增加 40.7%/55.6%/15.1%，EPS 分别为 1.17/1.82/2.10 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 10 月 28 日收盘价为基准，厦门钨业的 PE 为 17/11/9 倍，维持“推荐”评级。

5 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	48,256	65,424	75,428
营业成本	26,680	41,074	55,501	64,214
营业税金及附加	278	241	327	377
销售费用	306	386	523	603
管理费用	894	1,110	1,505	1,659
研发费用	1,276	1,930	2,650	2,942
EBIT	2,381	4,042	5,423	6,140
财务费用	485	413	446	417
资产减值损失	-143	-334	-297	-328
投资收益	93	58	59	60
营业利润	1,981	2,877	4,449	5,120
营业外收支	-43	-2	-1	-1
利润总额	1,938	2,875	4,448	5,119
所得税	243	359	534	614
净利润	1,695	2,516	3,914	4,505
归属于母公司净利润	1,181	1,661	2,584	2,973
EBITDA	3,338	4,991	6,393	7,118

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,551	4,354	6,044	7,119
应收账款及票据	5,137	7,746	9,821	11,198
预付款项	195	288	389	449
存货	8,077	7,994	9,587	10,580
其他流动资产	2,753	3,195	3,773	4,253
流动资产合计	17,713	23,576	29,613	33,599
长期股权投资	2,157	2,217	2,277	2,337
固定资产	8,298	8,916	9,457	9,947
无形资产	1,102	1,589	1,622	1,666
非流动资产合计	14,708	15,788	16,466	17,105
资产合计	32,421	39,364	46,080	50,705
短期借款	4,794	6,294	6,404	5,404
应付账款及票据	6,866	7,877	10,644	11,963
其他流动负债	3,405	3,395	3,239	3,247
流动负债合计	15,066	17,567	20,287	20,614
长期借款	3,516	5,116	5,116	5,116
其他长期负债	1,111	1,758	2,358	2,958
非流动负债合计	4,627	6,873	7,473	8,073
负债合计	19,693	24,440	27,760	28,688
股本	1,418	1,418	1,418	1,418
少数股东权益	3,767	4,623	5,954	7,485
股东权益合计	12,728	14,923	18,319	22,017
负债和股东权益合计	32,421	39,364	46,080	50,705

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	51.50	35.58	15.29
EBIT 增长率	62.71	69.75	34.19	13.21
净利润增长率	92.24	40.66	55.58	15.08
盈利能力 (%)				
毛利率	16.24	14.88	15.17	14.87
净利率	3.71	3.44	3.95	3.94
总资产收益率 ROA	3.64	4.22	5.61	5.86
净资产收益率 ROE	13.17	16.12	20.89	20.46
偿债能力				
流动比率	1.18	1.34	1.46	1.63
速动比率	0.57	0.82	0.93	1.06
现金比率	0.10	0.25	0.30	0.35
资产负债率 (%)	60.74	62.09	60.24	56.58
经营效率				
应收账款周转天数	58.45	60.00	54.00	54.00
存货周转天数	110.49	74.00	65.00	62.00
总资产周转率	1.11	1.34	1.53	1.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.17	1.82	2.10
每股净资产	6.32	7.26	8.72	10.24
每股经营现金流	0.70	1.18	2.81	3.09
每股股利	0.26	0.37	0.57	0.65
估值分析				
PE	24	17	11	9
PB	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	10.88	7.43	5.55	4.78
股息收益率 (%)	1.31	1.84	2.86	3.30

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,695	2,516	3,914	4,505
折旧和摊销	957	950	969	978
营运资金变动	-2,246	-2,691	-1,809	-2,079
经营活动现金流	989	1,673	3,992	4,378
资本开支	-1,305	-1,906	-1,587	-1,557
投资	-194	-2	-2	-2
投资活动现金流	-1,475	-1,719	-1,375	-1,559
股权募资	1,498	0	0	0
债务募资	202	3,613	125	-400
筹资活动现金流	887	2,850	-927	-1,745
现金净流量	413	2,804	1,690	1,074

插图目录

图 1: 2022 年前三季度, 公司实现营收 369.16 亿元	3
图 2: 2022 年前三季度, 公司实现归母净利润 13.06 亿元	3
图 3: 2022Q3, 公司实现营收 127.58 亿元	3
图 4: 2022Q3, 公司实现归母净利润 3.98 亿元	3
图 5: 2022 前三季度, 能源新材料营收最大为 224.62 亿元 (单位: 亿元)	4
图 6: 2022 前三季度, 钨钼板块利润总额最大为 11.65 亿元 (单位: 亿元)	4
图 7: 2022 前三季度, 净利率同比降低 1.04pct 至 5.42%	5
图 8: 2022 前三季度, 三费同比增长至 12.29 亿元	5
图 9: 2022 前三季度, 研发费用增长至 13.06 亿元	5
图 10: 2022 前三季度, 减值损失共计-3.37 亿元 (单位: 亿元)	5
图 11: 2022 年前三季度, 归母净利同比增加 3.11 亿元 (单位: 亿元)	5
图 12: 2022Q3, 能源新材料营收最大为 79 亿元 (单位: 亿元)	6
图 13: 2022Q3, 能源新材料利润总额最大为 3.85 亿元 (单位: 亿元)	6
图 14: 2022Q3, 归母净利环比减少 1.3 亿元 (单位: 亿元)	7
图 15: 2022Q3, 三费增长至 4.44 亿元	7
图 16: 2022 年 Q3, 研发费用环比下降至 4.23 亿元	7
图 17: 2022Q3, 投资净收益环比下降至-0.17 亿元	7

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	8
表 2: 厦钨新能投资项目	9
表 3: 厦门钨业稀土业务板块在建项目	9
表 4: 分板块业务主营收入、成本与毛利	10
表 5: 2022-2024 年厦门钨业盈利预测结果	10
表 6: 钨钼同行业上市公司估值	11
表 7: 正极材料同行业上市公司估值	11
表 8: 稀土同行业上市公司估值	11
公司财务报表数据预测汇总	14

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