

厦门钨业 (600549.SH)

拟对金龙稀土增资扩股并引入员工持股，打造稀土材料平台

事件：为优化股权结构及改善公司治理，引进战略投资者，同时建立利益共享、风险共担的长效激励约束机制，厦门钨业全资子公司金龙稀土拟实施增资扩股，并同步引入员工持股暨混合所有制改革。

- **公司稀土业务以精深加工带动稀土产业链的高质量 and 可持续发展为目标，着眼于稀土全产业链的发展。**公司在做好稀土资源及原料保障的基础上，以高性能磁性材料、稀土光电晶体材料为稀土业务的发展重点，通过不断加强磁性材料的加工能力，从成本端、降镨降钕、晶界扩散技术的应用、高性能牌号的开发以及新能源客户的开发等各方面同时发力，努力提升磁性材料的毛利率水平，发挥全产业链协同优势。目前，公司产品后端应用领域主要有风电、汽车、智慧家电、工业电机等。尤其近几年来不断加强新能源车领域磁性材料客户的开发工作，汽车领域销售占比逐年提升。
- **技术创新优势。**公司下设省级福建省稀土材料及应用工程研究中心，建立了包括稀土开采，稀土分离冶炼，稀土永磁材料、发光材料、光电晶体等应用和研发的完整体系，拥有全球排名前列的钕铁硼永磁材料专利数，树立了以深加工带动产业发展的稀土开发模式之典范，并在国内率先实现“晶界扩散技术”产业化，引领磁性材料领域的核心技术发展。
- **全产业链协同优势。**公司作为稀土大集团之一，拥有从矿端到稀土深加工应用的完整且稳定的稀土产业链，并计划开展稀土回收项目，进一步强化稀土资源综合利用能力。公司已开展建设年处理 15,000 吨稀土废料的二次资源回收项目（一期），预计 2024 年第二季度完成建设。
- **金龙稀土本次拟通过增资扩股的方式引进 10 类投资者，其中以公开方式引进 2 类战略投资者，其他 8 类投资者以非公开协议方式引进。**以 2022 年 2 月 28 日为基准日，增资后的注册资本预计为 247,500 万元（注册资本、股东结构及股权比例根据实际出资情况确定），拟募集资金约 12.14 亿元。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**本次增资扩股将进一步强大公司在稀土板块的发展实力，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 17.03、23.97、30.39 亿元，对应市盈率 16.5、11.7、9.3 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**本次交易尚有不不确定性、硬质合金下游需求超预期下滑、新能源需求不及预期、稀土价格下跌等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	18964	31852	46186	55423	63745
同比增长	9%	68%	45%	20%	15%
营业利润(百万元)	1126	1981	2904	4076	5160
同比增长	98%	76%	47%	40%	27%
归母净利润(百万元)	614	1181	1703	2397	3039
同比增长	136%	92%	44%	41%	27%
每股收益(元)	0.43	0.83	1.20	1.69	2.14
PE	45.8	23.8	16.5	11.7	9.3
PB	3.7	3.1	2.7	2.3	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

周期/金属及材料
目标估值：NA
当前股价：19.82 元

基础数据

总股本 (万股)	141846
已上市流通股 (万股)	141101
总市值 (亿元)	281
流通市值 (亿元)	280
每股净资产 (MRQ)	6.9
ROE (TTM)	15.2
资产负债率	61.8%
主要股东	福建省稀有稀土(集团)有限
主要股东持股比例	31.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-10	-8
相对表现	-9	4	14



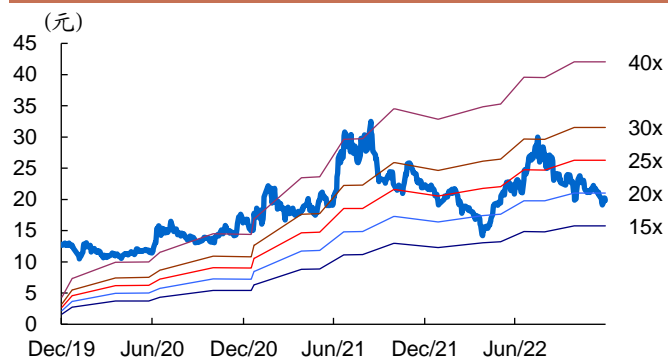
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《厦门钨业 (600549) — 光伏钨丝亮眼，环比业绩受钨钼与稀土拖累》2022-10-28
- 《厦门钨业 (600549) — 子公司新投磷酸铁锂项目，完善锂电板块布局》2021-12-17
- 《厦门钨业 (600549) — 三大业务齐头并进，电池材料业绩耀眼》2021-05-02

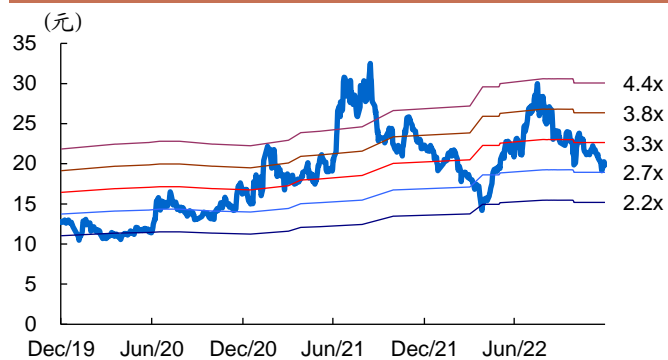
刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn
杜开欣 研究助理
dukaixin@cmschina.com.cn

图 1: 厦门钨业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 厦门钨业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《厦门钨业（600549）—子公司新投磷酸铁锂项目，完善锂电板块布局》2021-12-17
- 2、《厦门钨业（600549）—三大业务齐头并进，电池材料业绩耀眼》2021-05-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11473	17713	27750	33174	37809
现金	1146	1551	4283	5139	5634
交易性投资	0	201	201	201	201
应收票据	22	37	53	64	73
应收款项	2822	5101	7368	8841	10169
其它应收款	578	538	780	936	1076
存货	5261	8077	11858	14146	16232
其他	1644	2210	3208	3847	4424
非流动资产	13631	14708	14868	15012	15143
长期股权投资	1643	2157	2157	2157	2157
固定资产	7979	8298	8599	8869	9111
无形资产商誉	1268	1119	1007	906	816
其他	2742	3135	3104	3079	3060
资产总计	25104	32421	42617	48186	52952
流动负债	12590	15066	23186	25824	26946
短期借款	4900	4794	9846	10193	9228
应付账款	2738	6866	10091	12038	13813
预收账款	111	138	203	242	278
其他	4840	3267	3046	3350	3627
长期负债	2588	4627	4627	4627	4627
长期借款	2071	3516	3516	3516	3516
其他	517	1111	1111	1111	1111
负债合计	15177	19693	27812	30450	31572
股本	1406	1418	1418	1418	1418
资本公积金	2883	3280	3280	3280	3280
留存收益	3326	4262	5597	7483	9803
少数股东权益	2312	3767	4510	5554	6878
归属于母公司所有者权益	7615	8961	10295	12182	14501
负债及权益合计	25104	32421	42617	48186	52952

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1644	989	100	2390	3483
净利润	956	1695	2445	3442	4363
折旧摊销	869	937	1021	1035	1049
财务费用	436	478	452	497	430
投资收益	(71)	(93)	(308)	(308)	(308)
营运资金变动	(490)	(1945)	(3524)	(2285)	(2059)
其它	(56)	(83)	13	9	8
投资活动现金流	(1296)	(1475)	(873)	(873)	(873)
资本支出	(994)	(1316)	(1181)	(1181)	(1181)
其他投资	(302)	(159)	308	308	308
筹资活动现金流	(851)	887	3505	(660)	(2115)
借款变动	1651	573	4326	348	(966)
普通股增加	0	12	0	0	0
资本公积增加	(212)	397	0	0	0
股利分配	(141)	(211)	(369)	(511)	(719)
其他	(2149)	115	(452)	(497)	(430)
现金净增加额	(502)	401	2732	857	495

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18964	31852	46186	55423	63745
营业成本	15488	26680	39212	46777	53673
营业税金及附加	181	278	403	483	556
营业费用	280	306	444	533	613
管理费用	721	894	1155	1330	1530
研发费用	861	1276	1616	1774	2040
财务费用	446	485	452	497	430
资产减值损失	(126)	(260)	(308)	(261)	(51)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	194	215	215	215	215
投资收益	71	93	93	93	93
营业利润	1126	1981	2904	4076	5160
营业外收入	11	9	9	9	9
营业外支出	61	52	52	52	52
利润总额	1076	1938	2861	4033	5117
所得税	119	243	415	591	754
少数股东损益	342	514	742	1045	1324
归属于母公司净利润	614	1181	1703	2397	3039

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	9%	68%	45%	20%	15%
营业利润	98%	76%	47%	40%	27%
归母净利润	136%	92%	44%	41%	27%
获利能力					
毛利率	18.3%	16.2%	15.1%	15.6%	15.8%
净利率	3.2%	3.7%	3.7%	4.3%	4.8%
ROE	8.2%	14.2%	17.7%	21.3%	22.8%
ROIC	7.8%	10.5%	11.4%	13.0%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	60.7%	65.3%	63.2%	59.6%
净负债比率	35.9%	27.9%	31.4%	28.5%	24.1%
流动比率	0.9	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.1	1.2	1.2	1.3
存货周转率	3.1	4.0	3.9	3.6	3.5
应收账款周转率	7.7	8.0	7.4	6.8	6.7
应付账款周转率	6.6	5.6	4.6	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	0.43	0.83	1.20	1.69	2.14
每股经营净现金	1.16	0.70	0.07	1.68	2.46
每股净资产	5.37	6.32	7.26	8.59	10.22
每股股利	0.15	0.26	0.36	0.51	0.64
估值比率					
PE	45.8	23.8	16.5	11.7	9.3
PB	3.7	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	23.8	16.9	12.8	10.0	8.5

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科，中国注册会计师（CPA）。2021年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。