

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.86
总股本/流通股本(亿股)	14.18 / 14.11
总市值/流通市值(亿元)	282 / 280
52周内最高/最低价	29.98 / 14.37
资产负债率(%)	60.3%
市盈率	23.65
第一大股东	福建省稀有稀土(集团)有限公司
持股比例(%)	31.8%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 魏欣
SAC 登记编号: S1340123020001
Email: weixin@cnpsec.com

厦门钨业(600549)

三驾马车稳步发展，重点项目陆续投产

● 投资要点

事件：公司发布 2022 年度报告和 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 482.23 亿元，较上年增长 51.40%；实现归母净利润 14.46 亿元，较上年增长 22.68%，实现扣非归母净利润 12.36 亿元，较上年增长 19.97%。2022 年 Q4 公司实现营收/归母净利润 113.07/1.40 亿元，同比变化 16.81%/-23.84%，环比减少 11.37%/64.82%，2023 年 Q1 公司实现营收/归母净利润 85.62/4.40 亿元，同比变化-18.51%/16.05%，环比变化-24.28%/214.29%。

光伏用钨丝销量大增，产品结构持续优化。公司钨钼等有色金属业务实现营业收入/毛利 126.34/31.20 亿元，同比增长 18.82%/9.63%，主要由于钨精矿价格上涨和深加工产品产销两旺影响。其中硬质合金、切削工具等受厂房搬迁，原材料涨价等影响表现持平，硬面材料、顶锤产品等通过提质增效，开拓客户的策略持续改善盈利能力，光伏领域景气带动钨钼丝材产品销售收入及利润总额大幅增长，细钨丝销量同比增长 202.22%。

看好下半年稀土价格企稳回升。稀土业务方面，2022 年稀土价格呈前高后低走势，镨钕氧化物价格同比上涨 38.40%，氧化镓/氧化钽价格同比变化-4.18%/57.51%，公司稀土业务受益价格上涨，磁材产能扩至 12000 吨，板块实现营业收入/毛利 58.98/6.82 亿元，较去年上涨 25.57%/11.99%。根据 2023 年第一批开采指标，轻稀土矿产品增加 22.1%，重稀土矿产品指标减少 4.8%，供给较去年收紧，需求方面新能源汽车、风电等持续景气，空调、消费电子等需求有望在政策刺激下缓慢复苏，下半年稀土价格或将企稳回升，支撑板块收入继续增长。

三元材料市场开拓卓有成效。能源新材料方面，公司巩固钴酸锂市场龙头地位，持续开拓三元材料市场，其中高电压车载三元材料性价比优势明显，订单充足，带动三元材料产销量同比增长 71.32%达到 4.64 万吨，实现营业收入/利润总额 287.42/12.41 亿元，同比增长 80.52%/95.03%。由于公司采用成本加成定价，2023 年受锂价下跌影响盈利能力或被削弱。

重点项目陆续投产，产量进一步提升。2023 年公司预计投产多个重点项目，包括年产 210 万件整体刀具生产线项目、年产 2000 万片刀片毛坯生产线项目、600 亿米光伏用钨丝产线建设项目、年产 10 万吨磷酸铁锂生产线首期 2 万吨项目等。

投资建议：公司立足钨钼业务、稀土业务、能源新材料业务三驾马车，开发高端刀具、光伏用钨丝、三元材料等优势产品，实现保质保量增长，我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 557.01/638.11/764.01 亿元，分别同比增长 15.51%/14.56%/19.73%；归母净利润分别为 21.82/30.50/36.12 亿

元，分别同比增长 50.88%/39.77%/18.44%，对应 EPS 分别为 1.54/2.15/2.55 元。

以 2023 年 4 月 21 日收盘价 19.86 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 12.91/9.24/7.80 倍。首次覆盖，给予“买入”评级

● **风险提示：**

项目进度不及预期；市场竞争加剧风险；全球经济衰退拖累下游市场；政策超预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	48223	55701	63811	76401
增长率(%)	51.40	15.51	14.56	19.73
EBITDA（百万元）	4229.15	5398.00	6871.37	7903.15
归属母公司净利润（百万元）	1446.19	2181.94	3049.70	3612.06
增长率(%)	22.68	50.88	39.77	18.44
EPS(元/股)	1.02	1.54	2.15	2.55
市盈率(P/E)	19.48	12.91	9.24	7.80
市净率(P/B)	2.82	2.31	1.85	1.50
EV/EBITDA	9.14	6.82	5.28	4.01

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	48223	55701	63811	76401	营业收入	51.4%	15.5%	14.6%	19.7%
营业成本	41659	48119	54373	65389	营业利润	30.8%	49.7%	39.8%	18.4%
税金及附加	249	290	332	397	归属于母公司净利润	22.7%	50.9%	39.8%	18.4%
销售费用	339	392	435	505	获利能力				
管理费用	890	997	1108	1287	毛利率	13.6%	13.6%	14.8%	14.4%
研发费用	1729	1997	2219	2577	净利率	3.0%	3.9%	4.8%	4.7%
财务费用	463	387	336	319	ROE	14.5%	17.9%	20.0%	19.2%
资产减值损失	-465	0	0	0	ROIC	9.2%	11.4%	13.6%	14.0%
营业利润	2589	3875	5417	6415	偿债能力				
营业外收入	18	0	0	0	资产负债率	59.6%	56.6%	50.8%	49.1%
营业外支出	35	0	0	0	流动比率	1.45	1.52	1.82	1.95
利润总额	2572	3875	5417	6415	营运能力				
所得税	389	581	812	962	应收账款周转率	7.68	7.68	7.68	7.68
净利润	2183	3294	4604	5453	存货周转率	5.75	5.75	5.83	5.80
归母净利润	1446	2182	3050	3612	总资产周转率	1.33	1.32	1.37	1.44
每股收益(元)	1.02	1.54	2.15	2.55	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.02	1.54	2.15	2.55
货币资金	2172	3892	3875	7862	每股净资产	7.04	8.58	10.73	13.28
交易性金融资产	450	550	650	750	估值比率				
应收票据及应收账款	7508	7098	9635	10400	PE	19.48	12.91	9.24	7.80
预付款项	504	583	658	792	PB	2.82	2.31	1.85	1.50
存货	8707	10679	11227	15118	现金流量表				
流动资产合计	22553	26018	30179	39424	净利润	2183	3294	4604	5453
固定资产	9978	11382	11333	11235	折旧和摊销	1060	1136	1119	1169
在建工程	1281	1281	1281	1281	营运资本变动	-4676	451	-4049	-943
无形资产	1572	1516	1460	1404	其他	1072	430	413	396
非流动资产合计	17246	18600	18503	18355	经营活动现金流净额	-360	5311	2088	6076
资产总计	39799	44618	48681	57779	资本开支	-1715	-2497	-1029	-1029
短期借款	4224	3654	3084	2514	其他	-230	-93	-93	-93
应付票据及应付账款	6941	9008	9014	12659	投资活动现金流净额	-1946	-2590	-1122	-1122
其他流动负债	4420	4449	4472	5042	股权融资	1230	0	0	0
流动负债合计	15585	17110	16569	20214	债务融资	2289	-570	-570	-570
其他	8154	8154	8154	8154	其他	-631	-430	-413	-396
非流动负债合计	8154	8154	8154	8154	筹资活动现金流净额	2887	-1001	-984	-966
负债合计	23739	25264	24723	28368	现金及现金等价物净增加额	619	1720	-17	3987
股本	1418	1418	1418	1418					
资本公积金	3277	3277	3277	3277					
未分配利润	4690	6545	9137	12207					
少数股东权益	6070	7182	8736	10577					
其他	605	932	1389	1931					
所有者权益合计	16060	19354	23958	29411					
负债和所有者权益总计	39799	44618	48681	57779					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048