

分析师: 刘智  
 登记编码: S0730520110001  
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775  
 研究助理: 李泽森  
 登记编码: S0730121070006  
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

## 营收保持高增, 重点项目持续推进

——厦门钨业(600549)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

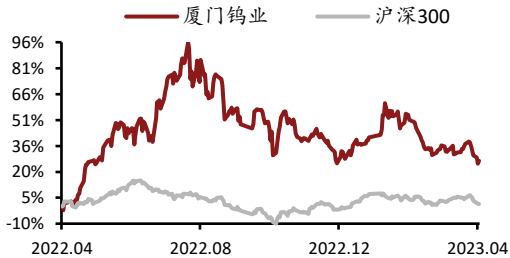
#### 市场数据(2023-04-26)

收盘价(元)	19.37
一年内最高/最低(元)	29.98/15.15
沪深 300 指数	3,959.23
市净率(倍)	2.63
流通市值(亿元)	273.31

#### 基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	7.37
每股经营现金流(元)	0.00
毛利率(%)	17.63
净资产收益率_摊薄(%)	4.21
资产负债率(%)	55.65
总股本/流通股(万股)	141,845.92/141,101.14
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

#### 相关报告

《厦门钨业(600549)公司点评报告: 业绩实现较快增长, 主营板块营收盈利稳步提升》

2023-02-28

《厦门钨业(600549)公司点评报告: 中期业绩同比下降, 环比呈现改善》 2019-07-16

《厦门钨业(600549)公司点评报告: 受益于钨企限产和稀土新政, 公司业绩有望改善》

2019-06-12

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 04 月 27 日

**事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年度实现营业收入 482.23 亿元, 同比增长 51.40%; 实现归母净利润 14.46 亿元, 同比增长 22.68%; 实现扣非归母净利润 12.36 亿元, 同比增长 19.97%; 基本每股收益 0.31 元/股。

#### 投资要点:

- 公司主要产品营收保持增长。**2022 年公司钨钼等有色金属产品/稀土业务产品/电池材料产品/房地产及配套管理营业收入分别为 126.34/58.98/285.96/0.97 亿元, 分别同比增长 18.82%/25.57%/80.28%/-7.92%; 毛利率分别为 24.47%/11.57%/8.48%/-3.07%, 分别比 2021 年减少 2.06%/1.39%/1.05%/1.50%。钨钼业务方面, 2022 年公司钨钼业务整体向好, 主要深加工产品销量持续增长, 钨钼等有色金属业务实现营业收入 131.60 亿元, 同比增长 20.09%; 实现利润总额 14.51 亿元, 同比增长 3.69%, 若剔除公司联营企业投资收益的影响, 公司钨钼业务利润同比增长 14.02%。**2022 年公司稀土业务实现营业收入 61.40 亿元, 同比增长 27.81%; 实现利润总额 3.17 亿元, 同比增长 38.63%。**因上年同期稀土业务板块的数据包含厦门钨电机业务, 而 2022 年该业务不在合并范围内, 若剔除该事项影响, 公司稀土业务利润总额同比增长 17.04%。公司稀土氧化物、稀土金属产品受益于产品价格上涨及产品结构持续优化, 利润总额同比增长; 磁性材料产品采取优化产品与客户结构、内部降本、工艺改进等措施应对原料成本上涨的影响, 盈利能力和利润总额同比增长; 发光材料产品因公司及时有效调整经营策略, 利润总额同比增长。**公司持续开拓三元材料市场, 积极巩固钴酸锂的市场份额。**全年公司三元材料销量 4.64 万吨, 同比增长 71.32%, 其中高电压车载三元材料由于性价比优势明显, 订单充足, 销量同比显著增加, 规模效应进一步显现, 盈利能力持续提升。钴酸锂销量 3.32 万吨, 市场份额仍稳居龙头地位。2022 年, 公司产品单吨毛利提升, 上游锂、钴、镍等主要原材料价格同比上涨, 在行业通行的“主要原料成本+加工费+目标利润”的定价模式下, 公司锂电正极材料产品毛利率同比被动下降。2022 年公司能源新材料业务实现营业收入 287.42 亿元, 同比增长 80.52%; 实现利润总额 12.41 亿元, 同比增长 95.03%。房地产业务方面。2022 年度公司房地产业务实现营业收入 1.80 亿元, 同比增长 7.12%; 利润总额-4.37 亿元, 同比减少 1.09 亿元, 主要为本年度存货和投资性房地产计提减值准备增加所致。

- 公司重点项目持续推进。**宁化行洛坑钨矿、都昌金鼎碎矿系统抛废

富集项目已逐步投产。博白县油麻坡钨钼矿建设项目目前正在进行矿山建设前期准备工作。厦门金鹭硬质合金工业园项目一期棒材生产线项目搬迁已完成并复产，新增产线预计 2023 年底陆续投产；二期粉末及矿用合金生产线项目预计于 2024 年底完成建设，搬迁预计于 2025 年进行。泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目预计 2025 年下半年项目建设完成。厦门金鹭同安精密刀具工业园项目可转位刀片生产线项目已逐步投产；整体刀具生产线项目预计 2023 年下半年陆续投产。九江金鹭刀片毛坯项目预计 2023 年上半年项目建设完成。厦门虹鹭细钨丝产线建设项目细钨丝产线设备项目已逐步投产；光伏用钨丝产线建设项目目前处于厂房建设、设备制作阶段，预计 2023 年下半年项目建设完成。成都鼎泰新材料建设项目中钨新材料项目预计 2023 年进行投产。韩国厦钨氧化钨生产基地项目预计 2024 年上半年项目建设完成。长汀金龙高性能稀土磁性材料项目高性能稀土永磁材料扩产项目已逐步投产；节能电机用高性能稀土永磁材料扩产项目预计 2024 年下半年项目建设完成。长汀金龙稀土二次资源回收项目目前正在进行前期准备工作，预计 2024 年上半年项目建设完成。厦门钨业与赤峰黄金合资设立参股子公司赤金厦钨开发老挝稀土资源项目目前正在进行前期的勘探和申请证照等相关准备工作。厦钨新能海璟基地、厦钨新能宁德基地、厦钨新能四川雅安磷酸铁锂项目、福泉厦钨新能源厦钨新能与中色国贸合资设立参股子公司中色正元建设正极材料前驱体项目均有序推进。

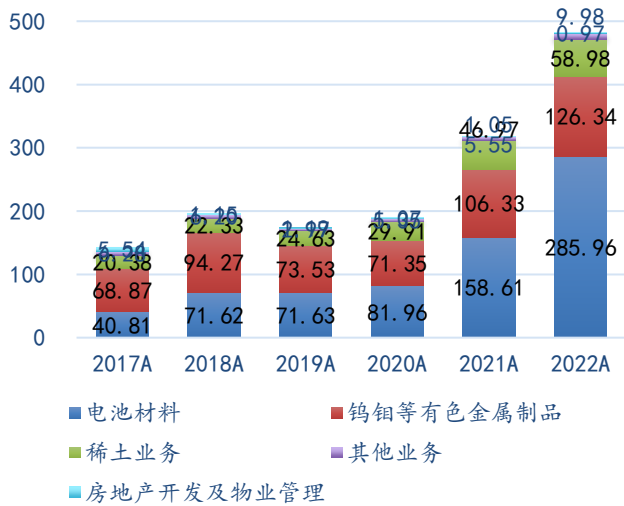
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观环境变化、公司经营情况，我们调整公司 2023/2024 年营业收入 562.38/631.89 亿元至 522.38/602.89 亿元，调整 2023/2024 年归母净利润 22.02/28.16 亿元至 20.04/25.08 亿元，预计公司 2023、2024 和 2025 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.41 元、1.77 元和 2.16 元，按照 4 月 26 日 19.37 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 13.71 倍、10.96 倍和 8.96 倍。近期欧美衰退预期增强，美联储加息不确定性有所增强，金属价格波动加大；随着未来产能的扩张释放，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 疫情反复超预期；(4) 行业政策发生变化；(5) 钨、钼和稀土价格大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,852	48,223	52,238	60,289	68,339
增长比率(%)	67.96	51.40	8.33	15.41	13.35
净利润(百万元)	1,179	1,446	2,004	2,508	3,068
增长比率(%)	91.96	22.68	38.55	25.15	22.35
每股收益(元)	0.83	1.02	1.41	1.77	2.16
市盈率(倍)	23.31	19.00	13.71	10.96	8.96

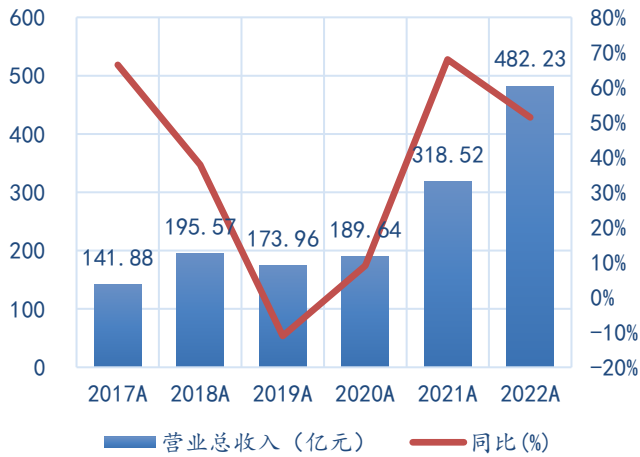
资料来源：中原证券

图 1：公司主营业务构成占比（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比



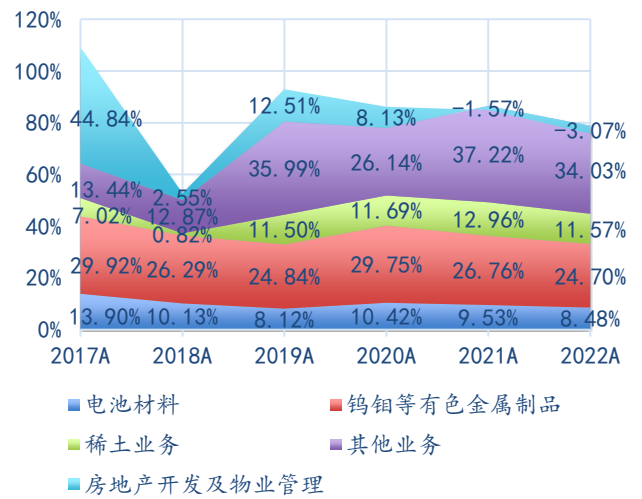
资料来源：Wind，中原证券

图 5：钨精矿价格（万元/吨）



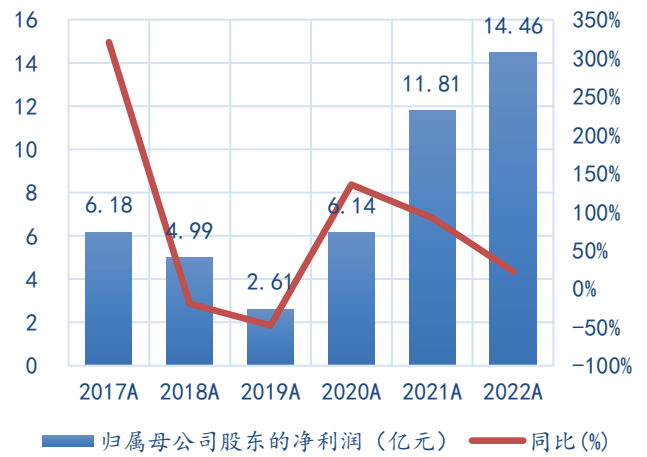
资料来源：百川盈孚，中原证券

图 2：公司主营业务毛利率



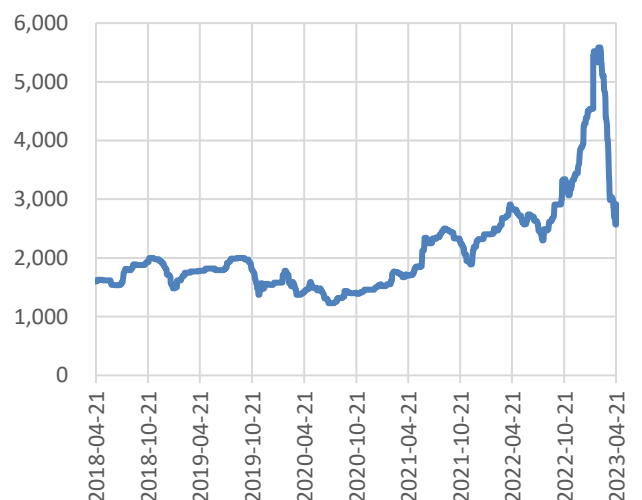
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：钼精矿价格（元/吨度）



资料来源：百川盈孚，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>17,716</b>	<b>22,553</b>	<b>25,753</b>	<b>31,348</b>	<b>36,485</b>
现金	1,551	2,172	4,260	5,787	8,391
应收票据及应收账款	5,137	7,508	7,807	9,090	10,187
其他应收款	538	1,098	1,223	1,322	1,563
预付账款	197	504	536	620	703
存货	8,077	8,707	9,179	11,350	12,038
其他流动资产	2,216	2,563	2,747	3,179	3,604
<b>非流动资产</b>	<b>15,187</b>	<b>17,246</b>	<b>18,786</b>	<b>19,089</b>	<b>19,917</b>
长期投资	2,157	2,831	3,155	3,368	3,593
固定资产	8,301	9,978	11,155	11,802	12,416
无形资产	1,568	1,572	1,632	1,597	1,563
其他非流动资产	3,160	2,865	2,844	2,322	2,346
<b>资产总计</b>	<b>32,902</b>	<b>39,799</b>	<b>44,539</b>	<b>50,436</b>	<b>56,402</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,132</b>	<b>15,585</b>	<b>16,042</b>	<b>17,220</b>	<b>18,037</b>
短期借款	4,794	4,224	3,887	3,655	3,318
应付票据及应付账款	6,866	6,941	7,707	8,940	9,930
其他流动负债	3,471	4,420	4,449	4,625	4,789
<b>非流动负债</b>	<b>4,716</b>	<b>8,154</b>	<b>9,305</b>	<b>10,283</b>	<b>11,048</b>
长期借款	3,516	5,327	6,149	6,788	7,411
其他非流动负债	1,200	2,827	3,156	3,495	3,637
<b>负债合计</b>	<b>19,848</b>	<b>23,739</b>	<b>25,348</b>	<b>27,503</b>	<b>29,086</b>
少数股东权益	3,767	6,070	7,197	8,432	9,747
股本	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418
资本公积	3,740	3,277	3,277	3,277	3,277
留存收益	4,147	5,224	7,228	9,736	12,804
归属母公司股东权益	9,287	9,991	11,994	14,502	17,570
<b>负债和股东权益</b>	<b>32,902</b>	<b>39,799</b>	<b>44,539</b>	<b>50,436</b>	<b>56,402</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,040</b>	<b>-360</b>	<b>4,719</b>	<b>3,132</b>	<b>5,161</b>
净利润	1,693	2,183	3,131	3,743	4,383
折旧摊销	958	1,060	1,307	1,383	1,490
财务费用	478	450	569	611	642
投资损失	-93	29	-84	-96	-109
营运资金变动	-2,192	-4,676	-611	-2,844	-1,507
其他经营现金流	195	593	406	336	262
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,527</b>	<b>-1,946</b>	<b>-2,877</b>	<b>-1,738</b>	<b>-2,344</b>
资本支出	-1,356	-1,715	-2,446	-1,394	-2,016
长期投资	-194	-304	-529	-454	-451
其他投资现金流	24	73	98	110	123
<b>筹资活动现金流</b>	<b>887</b>	<b>2,887</b>	<b>246</b>	<b>134</b>	<b>-213</b>
短期借款	-106	-570	-337	-232	-337
长期借款	1,445	1,811	822	639	623
普通股增加	12	0	0	0	0
资本公积增加	764	-462	0	0	0
其他筹资现金流	-1,228	2,108	-240	-272	-500
<b>现金净增加额</b>	<b>413</b>	<b>619</b>	<b>2,088</b>	<b>1,527</b>	<b>2,604</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>31,852</b>	<b>48,223</b>	<b>52,238</b>	<b>60,289</b>	<b>68,339</b>
营业成本	26,680	41,659	44,687	51,663	58,563
营业税金及附加	278	249	261	301	342
营业费用	306	339	355	410	465
管理费用	897	890	919	965	1,093
研发费用	1,276	1,729	1,881	2,170	2,460
财务费用	486	463	543	577	608
资产减值损失	-143	-465	-234	-184	-173
其他收益	215	309	355	368	417
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	-29	84	96	109
资产处置收益	4	1	1	1	2
<b>营业利润</b>	<b>1,979</b>	<b>2,589</b>	<b>3,640</b>	<b>4,353</b>	<b>5,097</b>
营业外收入	9	18	21	22	23
营业外支出	52	35	37	43	47
<b>利润总额</b>	<b>1,936</b>	<b>2,572</b>	<b>3,624</b>	<b>4,332</b>	<b>5,073</b>
所得税	243	389	493	589	690
<b>净利润</b>	<b>1,693</b>	<b>2,183</b>	<b>3,131</b>	<b>3,743</b>	<b>4,383</b>
少数股东损益	514	737	1,127	1,235	1,315
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,179</b>	<b>1,446</b>	<b>2,004</b>	<b>2,508</b>	<b>3,068</b>
EBITDA	3,336	4,229	5,953	6,663	7,391
EPS (元)	0.84	1.03	1.41	1.77	2.16

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	67.96	51.40	8.33	15.41	13.35
营业利润 (%)	75.83	30.79	40.60	19.60	17.09
归属母公司净利润 (%)	91.96	22.68	38.55	25.15	22.35
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	16.24	13.61	14.45	14.31	14.31
净利率 (%)	3.70	3.00	3.84	4.16	4.49
ROE (%)	12.69	14.48	16.71	17.29	17.46
ROIC (%)	9.14	9.22	12.12	12.13	12.02
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.32	59.65	56.91	54.53	51.57
净负债比率 (%)	152.04	147.81	132.08	119.92	106.48
流动比率	1.17	1.45	1.61	1.82	2.02
速动比率	0.57	0.85	0.99	1.12	1.31
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.10	1.33	1.24	1.27	1.28
应收账款周转率	8.04	7.68	6.79	7.06	7.06
应付账款周转率	7.78	10.22	12.00	12.00	12.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.83	1.02	1.41	1.77	2.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.73	-0.25	3.33	2.21	3.64
每股净资产 (最新摊薄)	6.55	7.04	8.46	10.22	12.39
<b>估值比率</b>					
P/E	23.31	19.00	13.71	10.96	8.96
P/B	2.96	2.75	2.29	1.89	1.56
EV/EBITDA	12.06	9.14	6.24	5.46	4.63



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。