

## 光伏钨丝快速放量，正极材料+稀土板块拖累业绩

2023 年 08 月 28 日

► **事件：公司发布 2023 半年报。**2023H1，公司实现营收 187.30 亿元，同比-22.47%，归母净利润 7.91 亿元，同比-12.88%；扣非归母净利 7.21 亿元，同比-11.24%，与前期业绩预告基本一致。分季度看，2023Q2，公司实现营收 101.68 亿元，同比-25.52%、环比+18.77%；归母净利润 3.51 亿元，同比-33.62%、环比-20.19%；扣非归母净利 3.29 亿元，同比-33.10%、环比-15.98%。

► **钨钼板块：钨丝快速放量，23Q2 钨钼板块实现利润总额同比+13.56%。**1) 23H1，钨钼板块实现利润总额 11.02 亿元，同比+32.64%；测算 23Q2 钨钼板块实现利润总额 5.36 亿元，同比+13.56%。2) **光伏钨丝：**光伏钨丝快速放量，产能已达 50 亿米/月。23H1，公司细钨丝销量 340 亿米，同比+291%。1-4 月光伏钨丝销量为 157.78 亿米，同比增长 694.8%，环比增长 78.1%。公司发布定增预案，拟加码 1000 亿米产能，钨丝产能全部投放后，公司光伏钨丝产能将达到 1845 亿米。光伏钨丝未来将成为公司钨钼板块重要的利润增长点。3) **钨矿：**23H1 钨矿价格维持强势，同比+3.26%，矿山端利润基本持平。4) **传统钨钼业务：**硬质合金棒材销量下滑，但受益于管理提升，利润同比增长；切削刀具销量持平，但由于海外市场营收毛利提升，切削刀具利润实现增长。5) **钨钼板块项目进展：**产能逐步释放中，博白县油麻坡钨矿等项目工作有序推进中。

► **能源新材料板块：盈利大幅下滑。**1) 23H1 新能源材料板块实现利润总额 2.74 亿元，同比下降 54.95%；测算 23Q2 新能源材料板块实现利润总额 1.54 亿元，同比下滑 58.49%。2) **公司 23H1 正极材料产品销量 2.68 万吨**，同比下降 33%。其中，钴酸锂产品销量 14,156 吨，同比下降 24.18%，主要受 3C 领域消费需求下滑影响，但市场份额仍稳居龙头地位；三元材料产品销量 12,659 吨，同比下降 41.13%。3) **能源新材料板块项目进展：**海璟基地、宁德基地、雅安基地的产能建设均有序推进中。

► **稀土板块：磁材销量增长。**1) **市场疲软，稀土金属产品营业收入和盈利能力下降。**23H1 稀土板块实现利润总额 1.53 亿元，同比减少 16.85%；测算 23Q2 稀土板块实现利润总额 0.39 亿元，同比下降 64.81%。2) **23H1 磁材销量 3490 吨**，同比增长 32%，测算 Q2 磁材销量 2098 吨，同比增长 61.76%，但由于产品价格下降，盈利下滑。3) **稀土板块项目进展：**公司未来将增加 5000 吨高性能磁材产能（预计 24 年下半年建成）。年处理 15,000 吨稀土废料的稀土二次资源回收项目（一期），预计 24 年项目建设完成。

► **房地产板块：略有减亏。**23H1 房地产业务实现利润总额-0.80 亿元，同比减亏 0.08 亿元，测算 23Q2 利润总额-0.28 亿，同比减亏 0.17 亿元。公司积极剥离房地产业务，对公司业绩拖累有望缓解。

► **投资建议：**公司三个板块业务均有扩产在建项目，未来成长可期。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 15.94/20.04/24.65 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 15/12/10 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，项目不达预期的风险等。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 48,223 | 39,402 | 46,117 | 52,906 |
| 增长率 (%)          | 51.4   | -18.3  | 17.0   | 14.7   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,446  | 1,594  | 2,004  | 2,465  |
| 增长率 (%)          | 22.7   | 10.2   | 25.8   | 23.0   |
| 每股收益 (元)         | 1.02   | 1.12   | 1.41   | 1.74   |
| PE               | 17     | 15     | 12     | 10     |
| PB               | 2.4    | 2.2    | 1.9    | 1.6    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

17.06 元


**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 孙二春**

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

## 相关研究

1. 厦门钨业 (600549.SH) 23H1 业绩快报点评：光伏钨丝快速放量，电池材料+稀土板块有所拖累-2023/07/16
2. 厦门钨业 (600549.SH) 事件点评：定增加码钨钼板块产能，房地产剥离预期加速-2023/05/22
3. 厦门钨业 (600549.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：光伏钨丝持续放量，一季度钨钼板块表现强劲-2023/04/27
4. 厦门钨业 (600549.SH) 2022 年三季报点评：硬质合金等业务拖累 Q3 业绩，光伏钨丝项目快速推进-2022/10/30
5. 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

# 目录

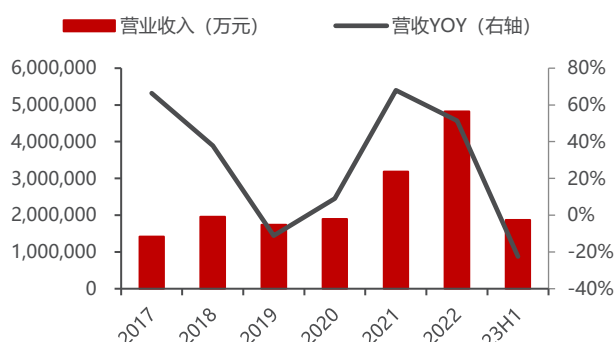
|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| <b>1 事件：公司发布 2023 年半年报</b>                | <b>3</b>  |
| <b>2 点评：光伏钨丝快速放量，正极材料+稀土板块拖累业绩</b>        | <b>5</b>  |
| 2.1 钨钼板块：钨丝快速放量，23Q2 钨钼板块实现利润总额同比+13.56%。 | 5         |
| 2.2 新能源材料板块：盈利大幅下滑                        | 11        |
| 2.3 稀土板块：磁材销量增长，板块盈利下滑                    | 13        |
| 2.4 房地产板块：略有减亏                            | 14        |
| <b>3 盈利预测与投资建议</b>                        | <b>15</b> |
| <b>4 风险提示</b>                             | <b>16</b> |
| <b>插图目录</b>                               | <b>18</b> |
| <b>表格目录</b>                               | <b>18</b> |

# 1 事件：公司发布 2023 年半年报

**公司发布 2023 年半年报：**2023H1，公司实现营收 187.30 亿元，同比-22.47%；归母净利润 7.91 亿元，同比-12.88%；扣非归母净利润 7.21 亿元，同比-11.24%，与前期业绩快报基本一致。

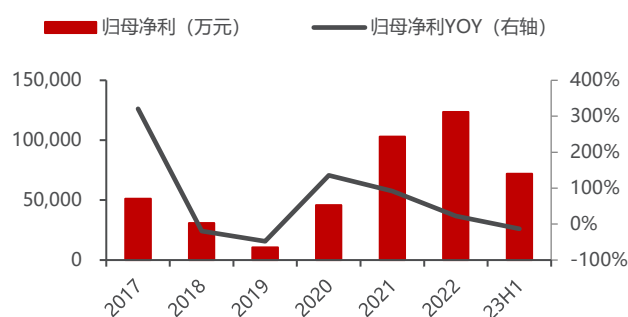
**分季度看，**2023Q2，公司实现营收 101.68 亿元，同比-25.52%、环比+18.77%；归母净利润 3.51 亿元，同比-33.62%、环比-20.19%；扣非归母净利润 3.29 亿元，同比-33.10%、环比-15.98%。

**图1：2023H1，公司实现营收 187.30 亿元**



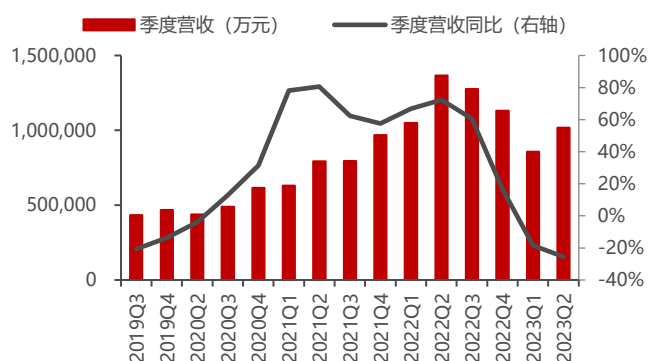
资料来源：wind，民生证券研究院

**图2：2023H1，公司实现归母净利润 7.91 亿元**



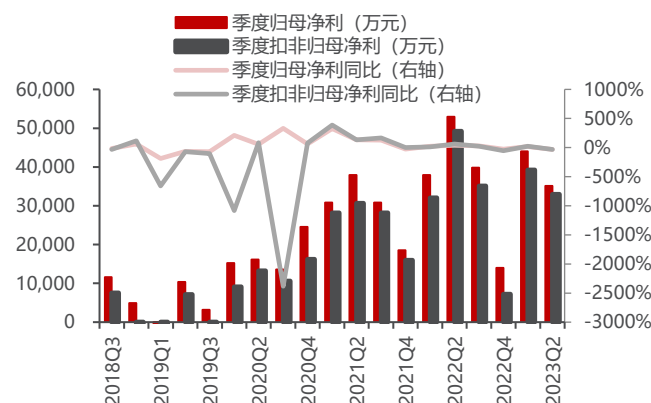
资料来源：wind，民生证券研究院

**图3：2023Q2，公司实现营收 101.68 亿元**



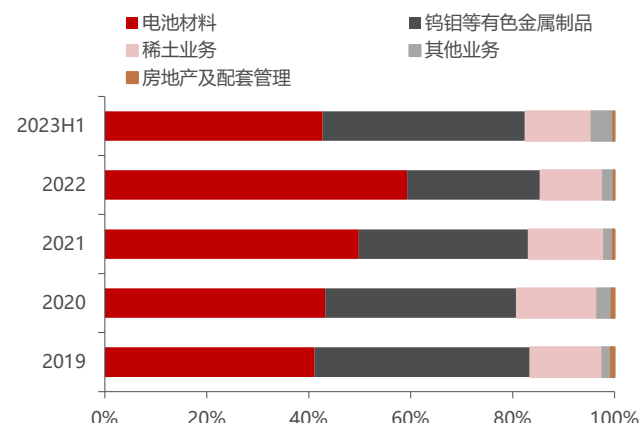
资料来源：wind，民生证券研究院

**图4：2023Q2，公司实现归母净利润 3.51 亿元**

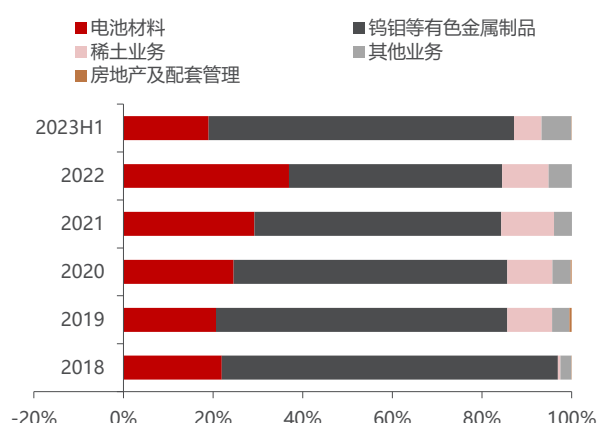


资料来源：wind，民生证券研究院

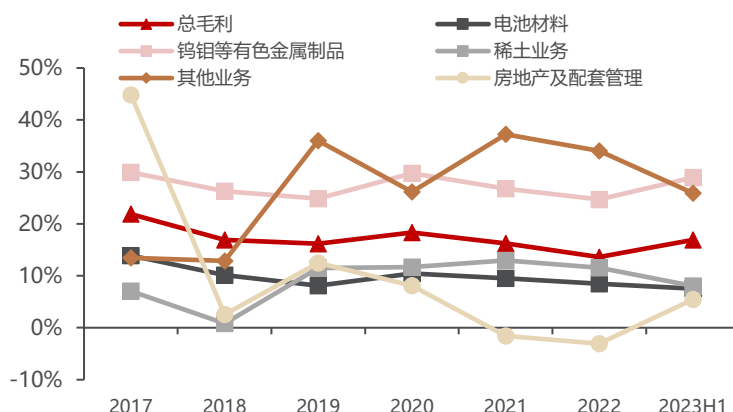
**主营收入方面：**电池材料业务占比最大为 42.7%；钨钼板块业务占比第二为 39.8%；稀土业务占比为 12.9%。毛利方面：钨钼板块毛利润为 21.56 亿元，占比最大为 68.13%；电池材料业务毛利润 6.02 亿元，占比第二为 19.04%；稀土业务板块毛利润 1.95 亿元，占比为 6.16%。毛利率方面：主营业务中，钨钼板块毛利率最大为 28.91%，其次为稀土业务 8.06%、电池材料业务 7.53%。

**图5：2023H1，电池材料营收占比最大，为 42.7%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图6：2023H1，钨钼板块毛利占比最大，为 68.13%**


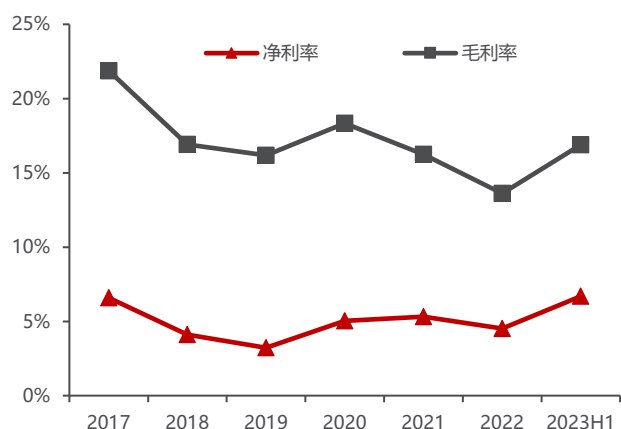
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图7：2023H1，主营业务中钨钼板块毛利率最高为 28.91%**


资料来源：wind，民生证券研究院

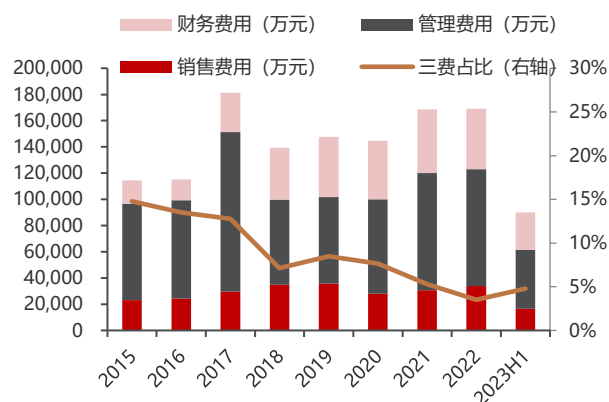
**净利变化方面**，2023H1 公司归母净利润为 7.91 亿元，同比-12.88%，毛利率同比增加 2.97pct 至 16.9%。**期间费用方面**，销售费用为 1.65 亿元，同比增长 12.6%，主要为本期销售人员薪酬增加，以及差旅和展销活动增加，导致销售费用增加。管理费用同比增长 2.02%至 4.5 亿元，主要是因职工薪酬和差旅费增加，以及维修费调整至营业成本核算。财务费用同比增长 44.39%至 2.8 亿元，有息负债和汇票贴现金额同比增加，加上都昌金鼎缴纳矿业权出让收益金资金占用费。研发费用同比减少 20.68%至 7 亿元，研发费用减少来源于子公司研发投入减少。**减值损失方面**，2023H1 公司资产减值损失同比提升 26.22%至 1.86 亿元，信用减值损失同比减少 186.36%至 0.87 亿元，主因公司销售收入同比减少，铺底贷款同比减少，计提的信用减值损失减少，加上前期货款回笼，已计提的预计信用损失转回，导致信用减值损失大幅减少。

图8：2023H1，净利率为 6.69%



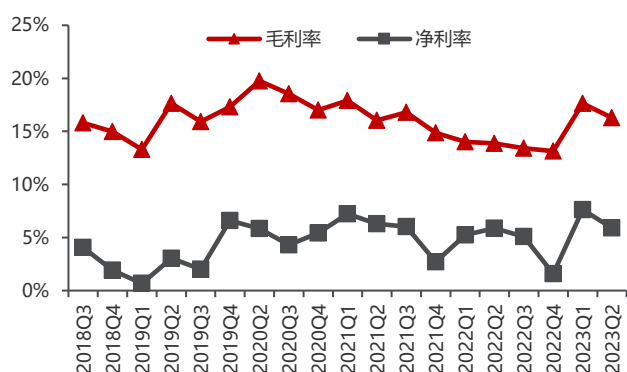
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2023H1，三费为 9 亿元



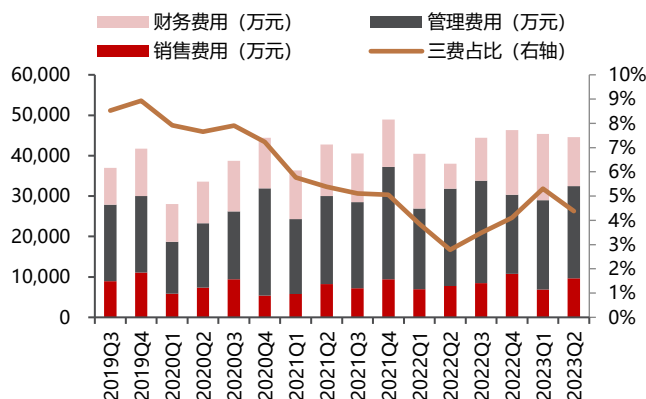
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2023Q2，净利率为 5.91%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023Q2，三费为 4.46 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 点评：光伏钨丝快速放量，正极材料+稀土板块拖累业绩

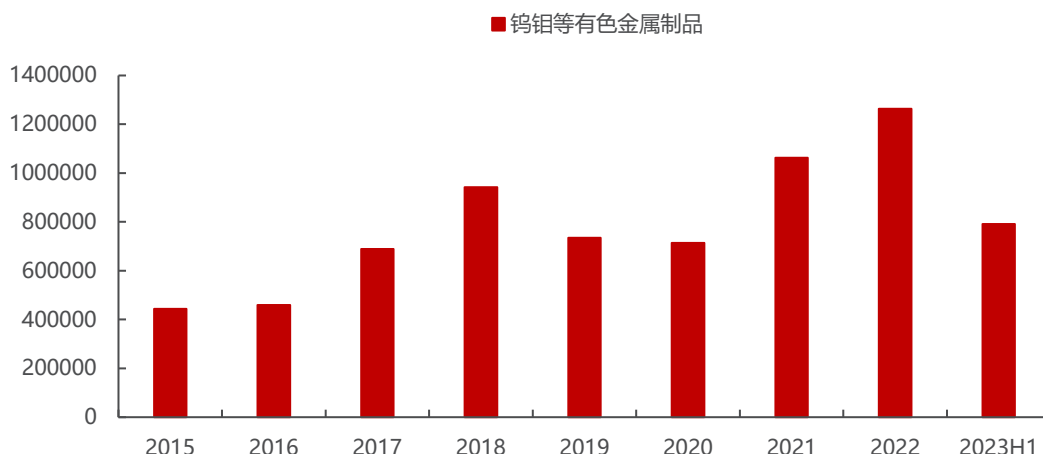
### 累业绩

#### 2.1 钨钼板块：钨丝快速放量，23Q2 钨钼板块实现利润总额同比+13.56%。

23H1，钨钼板块实现营业收入 79.13 亿元，同比增长 20.55%；实现利润总额 11.02 亿元，同比增长 32.64%。分季度看，测算 23Q2 钨钼板块实现营收 42.28 亿元，同比增长 21.88%，利润总额 5.36 亿元，同比+13.56%。1) 价：23H1，钨价强势，钨精矿价格同比+3.26%，价格端增厚矿山利润。2) 量：23H1，公司钨钼业务整体向好，主要深加工产品产销量保持增长态势，其中，光伏用细钨丝产品展现出在技术、质量、规模等方面的竞争优势，产销量均呈现快速增长，所有细钨丝产品共实现销量 340 亿米，同比增长 291%；硬质合金棒材销量下滑，

但受益于管理提升，利润同比增长；切削刀具销量持平，但由于海外市场营收毛利提升，切削刀具利润实现增长。

图12：2023H1，公司钨钼业务营收同比增长 20.55%至 79.13 亿元（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

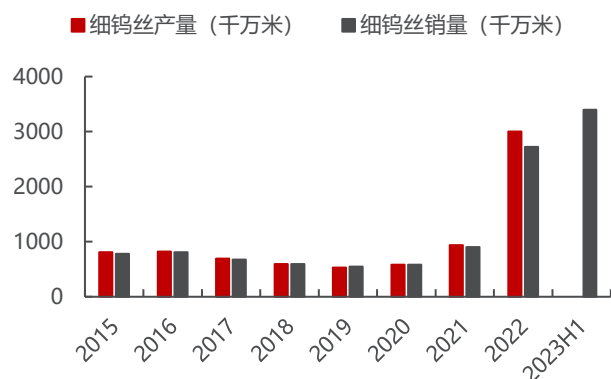
公司光伏钨丝快速放量，产能已达 50 亿米/月。23H1，公司细钨丝销量 340 亿米，同比+291%。1-4 月光伏钨丝销量为 157.78 亿米，同比增长 694.8%，环比增长 78.1%。公司发布定增预案，拟加码 1000 亿米产能，钨丝产能全部投放后，公司光伏钨丝产能将达到 1845 亿米。2022 年 1 月，公司披露将投资 8.42 亿元建设年产 600 亿米光伏用钨丝产线项目。2023 年 5 月，公司披露定增预案公告，将投资建设年产 1000 亿米光伏用钨丝产线建设项目。目前钨丝需求旺盛，公司产能已达 50 亿米/月，2023 年 1-4 月，光伏钨丝销量为 157.78 亿米，同比增长 694.8%，环比增长 78.1%，光伏钨丝贡献利润总额同比增长 705.3%。光伏钨丝未来将成为公司钨钼板块重要的利润增长点。

表1：厦门钨业钨丝业务项目情况

| 项目实施公司       | 在建项目名称                             | 工程进度                                              |
|--------------|------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 厦门虹鹭钨钼工业有限公司 | 年产 88 亿米细钨丝生产线项目                   | 已建设完成并投产                                          |
|              | 光伏用钨丝产线建设项目（新增产能 600 亿米/年）         | 部分生产线已投入生产，同时进行厂房建设和其他生产设备的制造，预计 2023 年下半年项目建设完成。 |
|              | 细钨丝产线扩产项目（新增产能 200 亿米）             | 已投产                                               |
|              | 1000 亿米光伏用钨丝产线建设项目（新增产能 1000 亿米/年） | 预计 2026 年项目建设完成，目前有序推进中                           |

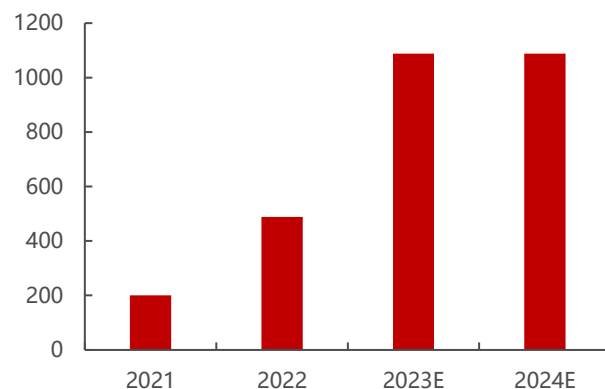
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图13: 2023H1, 厦门钨业细钨丝销量 340 亿米



资料来源: wind, 民生证券研究院

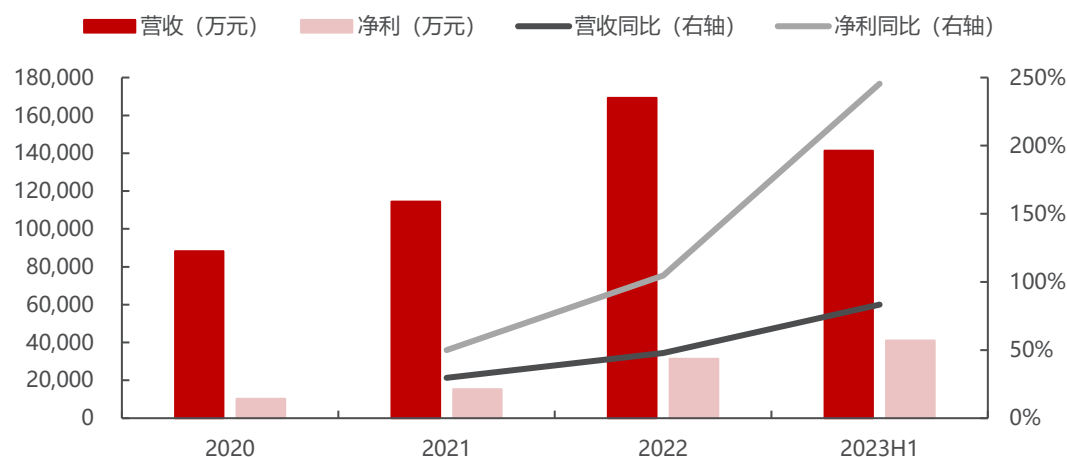
图14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)



资料来源: wind, 民生证券研究院预测

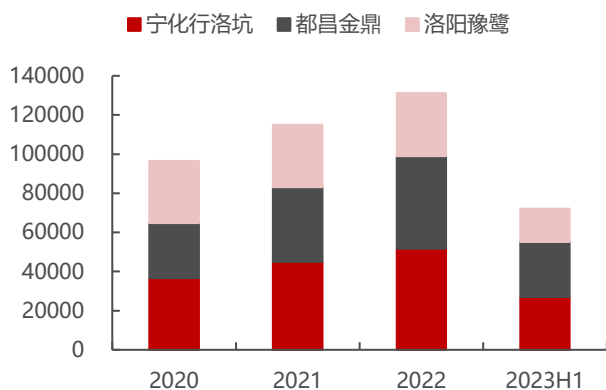
**子公司层面, 厦门虹鹭营收、净利润均实现明显增长。**厦门虹鹭受益于光伏用钨丝在技术、质量、规模等方面的竞争优势, 产能快速扩大, 产销量快速增长, 销售收入及盈利同比大幅增长, 2023 年上半年实现营业收入 14.13 亿元, 同比增加 83.36%, 实现净利润 4.10 亿元, 同比增加 245.48%。

图15: 2023H1, 厦门虹鹭营收同比增长 83.36%至 14.14 亿元, 净利同比增长 245.68%至 4.10 亿元

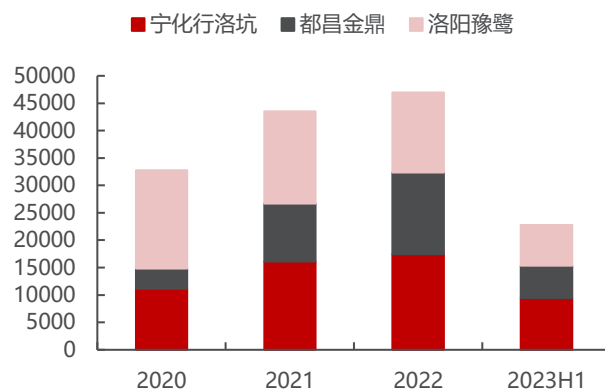


资料来源: wind, 民生证券研究院

**23H1 钨矿价格维持强势, 同比+3.26%, 矿山端利润基本持平。**分季度看, 23Q2 钨精矿价格环比+1.10%, 同比+5.27%。子公司层面, 23H1 洛阳豫鹭实现净利润 0.74 亿元, 同比-0.39%; 宁化行洛坑实现净利润 0.94 亿元, 同比+5.66%; 都昌金鼎实现净利润 0.59 亿元, 同比-17.68%。

**图16：2023H1，厦门钨业三家矿企营收同比增长至7.2亿元**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图17：2023H1，厦门钨业三家矿企归母净利润为2.27亿元**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

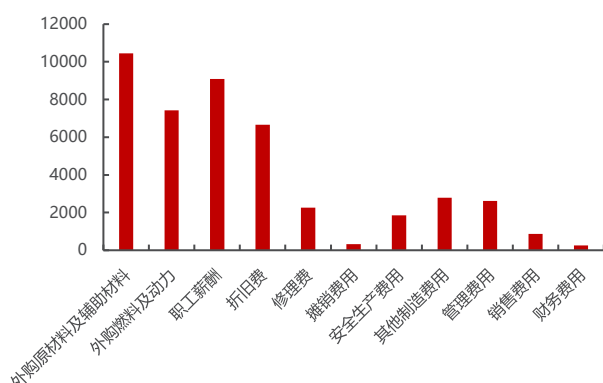
公司共有宁化行洛坑钨矿、都昌阳储山钨钼矿、洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿博白巨典油麻坡钨钼矿四个矿山，公司2023年5月披露定增公告，拟投资7.5亿元用于建设油麻坡钨钼矿，产能规划3240标吨，完全达产后公司钨自给率将大幅提升。

**表2：博白县油麻坡钨钼矿情况**

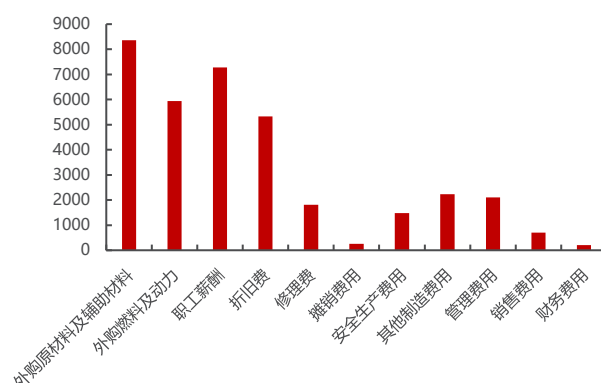
| 矿山         | 储量 (万吨) | 矿石类型    | 年处理量 (万吨) | 品位     | 建设周期 | 项目进展      | 产能规划                           |
|------------|---------|---------|-----------|--------|------|-----------|--------------------------------|
| 博白巨典油麻坡钨钼矿 | 7.9988  | 钨矿、硫铁矿等 | 66        | 0.442% | 48个月 | 预计2026年投产 | 3200吨钨精矿 (65%WO <sub>3</sub> ) |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**油麻坡钨钼矿矿山成本主要集中于外购原材料及辅助材料、外购燃料及动力、职工薪酬和折旧费，分别占总成本的23.43%、16.65%、20.38%和14.93%。**根据采矿权出让收益评估报告，矿山外购原材料及辅助材料、外购燃料及动力、职工薪酬和折旧费分别为63.95元/吨、45.44元/吨、55.63元/吨、40.75元/吨，分别占总成本费用的23.43%、16.65%、20.38%、14.93%。折算至每单吨重选钨精矿，总成本为44588.59元/吨，其中外购原材料及辅助材料、外购燃料及动力、职工薪酬、折旧费分别为10447.51元/吨、7423.54元/吨、9088.28元/吨、6657.33元/吨。折算至每单吨细泥钨精矿，总成本为35670.88元/吨，其中外购原材料及辅助材料、外购燃料及动力、职工薪酬、折旧费分别为8358.01元/吨、5938.83元/吨、7270.62元/吨、5325.87元/吨。

**图18：油麻坡钨矿山重选钨精矿成本分布（单位：元/吨）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

**图19：油麻坡钨矿山细泥钨精矿成本分布（单位：元/吨）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

**传统钨钼业务方面，传统钨粉利润下滑；**硬质合金棒材销量下滑，但受益于管理提升，利润同比增长；切削刀具销量持平，但由于海外市场营收毛利提升，切削刀具利润实现增长。子公司方面，23H1 厦门金鹭实现净利润 2.64 亿元，同比+18.87%；洛阳金鹭实现净利润 0.42 亿元，同比+17.01%。

**表3：厦门钨业硬质合金业务在建工程和计划建设情况**

| 项目实施公司       | 在建项目名称                                            | 工程进度                                       |
|--------------|---------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 厦门金鹭特种合金有限公司 | 泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 3000 吨钨粉末）                    | 预计 2025 年下半年项目建设完成。                        |
|              | 泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（搬迁 800 吨，扩产 200 吨棒材）             |                                            |
|              | 泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 1200 吨混合料）                    | 预计 2023 年下半年陆续投产                           |
|              | 年产 210 万件整体刀具生产线项目                                |                                            |
|              | 新增年产 1000 万片可转位刀片生产线项目                            | 已逐步投产                                      |
| 厦门金鹭硬质合金有限公司 | 新增年产 200 万件整体刀具、3000 万件可转位刀片、170 万件超硬刀具项目         | 预计 2026 年项目建设完成。                           |
|              | 硬质合金工业园（二期）粉末及矿用合金生产线项目（新增 900 吨矿用合金）             | 建设项目预计于 2024 年底完成建设，现有产线搬迁预计于 2025 年上半年进行。 |
|              | 硬质合金工业园（二期）粉末及矿用合金生产线项目（新增 5200 吨混合料）             |                                            |
|              | 硬质合金工业园（二期）粉末及矿用合金生产线项目（搬迁 7500 吨、新增 4500 吨粉末）    |                                            |
|              | 硬质合金工业园（一期）-海沧金鹭投资建设棒材生产线项目（其中 5000 吨搬迁，2000 吨新增） | 预计 2023-2025 年陆续投产                         |
| 九江金鹭硬质合金有限公司 | 新增年产 2,000 万片刀片毛坯生产线项目                            | 预计 2023 年上半年项目建设完成                         |
| 成都鼎泰新材料有限公司  | 年产 8000 吨钼新材料生产线                                  | 预计 2023 年在新厂区投产                            |
|              | 年产 3000 吨钼新材料生产线                                  | 预计 2023 年上半年完成项目建设、设备调试并试生产                |

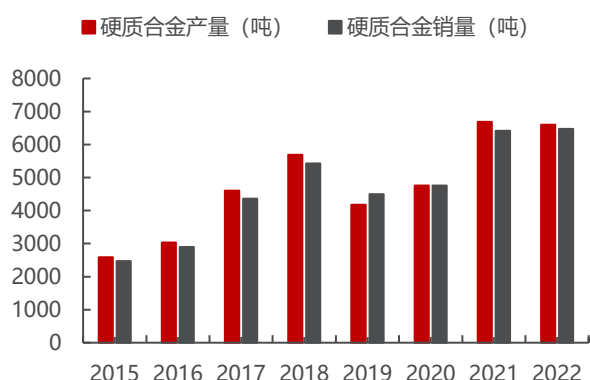
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

**表4：厦门钨业硬质合金产能情况**

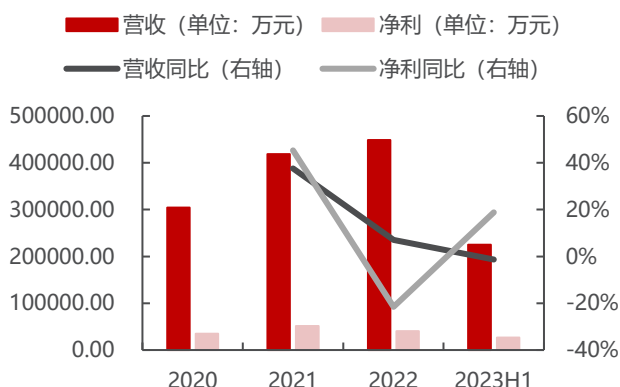
| 产能建设主体    | 产品          | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 泰国基地      | 钨粉末 (吨)     | -    | -    | -     | 3000  | 3000  | 3000  |
|           | 硬质合金棒材 (吨)  | 800  | 800  | 500   | 1000  | 1000  | 1000  |
|           | 混合料 (吨)     | -    | -    | -     | 1200  | 1200  | 1200  |
| 同安精密刀具工业园 | 整体刀具 (万件)   | 800  | 800  | 1010  | 1010  | 1010  | 1210  |
|           | 数控刀片 (万件)   | 5000 | 6000 | 6000  | 6000  | 6000  | 9000  |
| 硬质合金工业园   | 粉末-钨粉 (吨)   | 7500 | 7500 | 7500  | 12000 | 12000 | 12000 |
|           | RTP 混合料 (吨) | 6000 | 6000 | 6000  | 11200 | 11200 | 11200 |
|           | 矿用合金 (吨)    | 1100 | 1100 | 1100  | 2000  | 2000  | 2000  |
|           | 硬质合金棒材 (吨)  | -    | 5000 | 7000  | 7000  | 7000  | 7000  |
| 九江金鹭      | 刀片毛坯 (万片)   | 5000 | 5000 | 7000  | 7000  | 7000  | 7000  |
| 成都鼎泰      | 钼新材料 (吨)    | -    | 8000 | 11000 | 11000 | 11000 | 11000 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

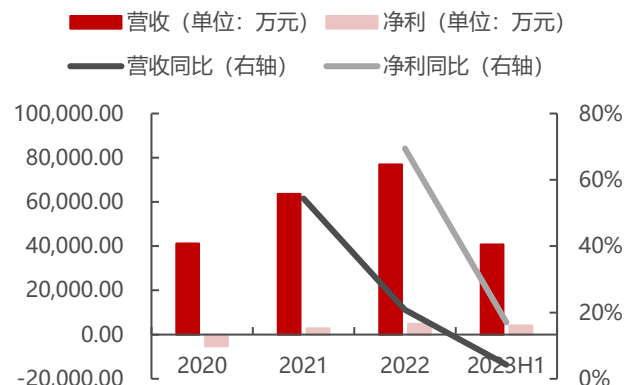
注：2023-2024 年产能是根据公司公告预测；2023 年泰国基地硬质合金棒材产能下降是因为考虑产能搬迁的影响

**图20：2022 年厦门钨业硬质合金产销量分别为 6602 吨、6473 吨**


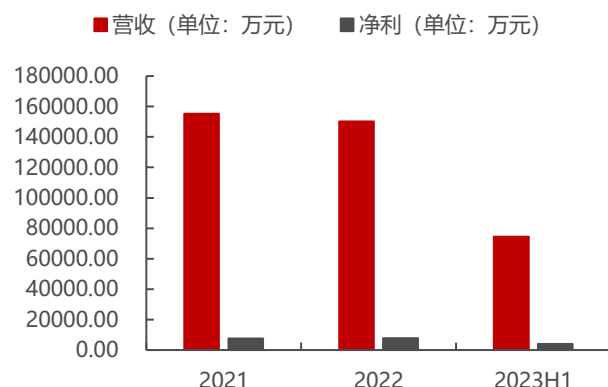
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图22：2023H1，厦门金鹭实现营业收入 22.51 亿元，同比-1.33%，净利润 2.63 亿元，同比+18.87%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图21：2023H1，洛阳金鹭实现营业收入 4.07 亿元，同比+4.23%，净利润 0.42 亿元，同比+17.01%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

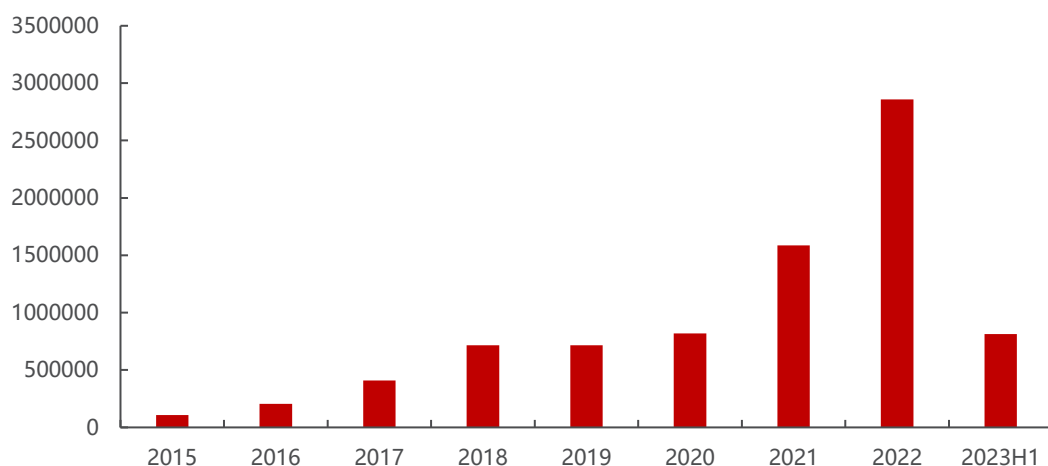
**图23：2023H1，九江金鹭实现营业收入 7.45 亿元，同比-4.42%，净利润 0.4 亿元，同比-3.05%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 新能源材料板块：盈利大幅下滑

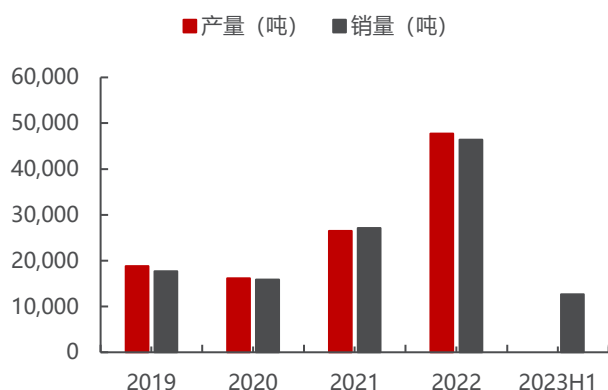
受终端消费需求下降影响，23H1 新能源材料板块实现营业收入 81.21 亿元，同比下降 44.23%；实现利润总额 2.74 亿元，同比下降 54.95%。分季度看，测算 23Q2 新能源材料板块实现营收 45.35 亿元，同比下滑 46.77%，利润总额 1.54 亿元，同比下滑 58.49%。公司 23H1 正极材料产品销量 2.68 万吨，同比下降 33%。其中，钴酸锂产品销量 14,156 吨，同比下降 24.18%，主要受 3C 领域消费需求下滑影响，但市场份额仍稳居龙头地位；三元材料产品销量 12,659 吨，同比下降 41.13%，主要受后端需求不及预期影响。贮氢合金销量为 1,729.70 吨，同比下降 7.29%。

图24：2023H1，公司电池材料营收同比下滑 44.23%至 81.21 亿元（单位：万元）



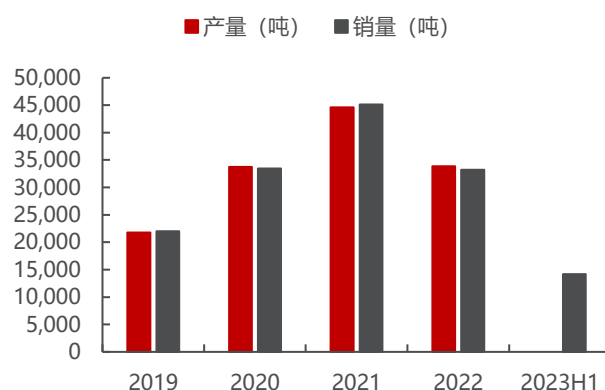
资料来源：wind，民生证券研究院

图25：厦门钨业三元材料产销量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：厦门钨业钴酸锂产销量情况



资料来源：公司公告，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），目前项目已逐步投产。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，2022 年已完成全过程公开招标和 EPC 施工总承包招标，各项工作按计划有序推进中。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。此外，欧洲厦钨新能与 Orano 集团下属公司分别签署了合资协议，拟在法国敦刻尔克设立电池正极材料合资公司和前驱体合资公司，助力新能源板块推进海外布局。

**表5：能源新材料板块重点项目**

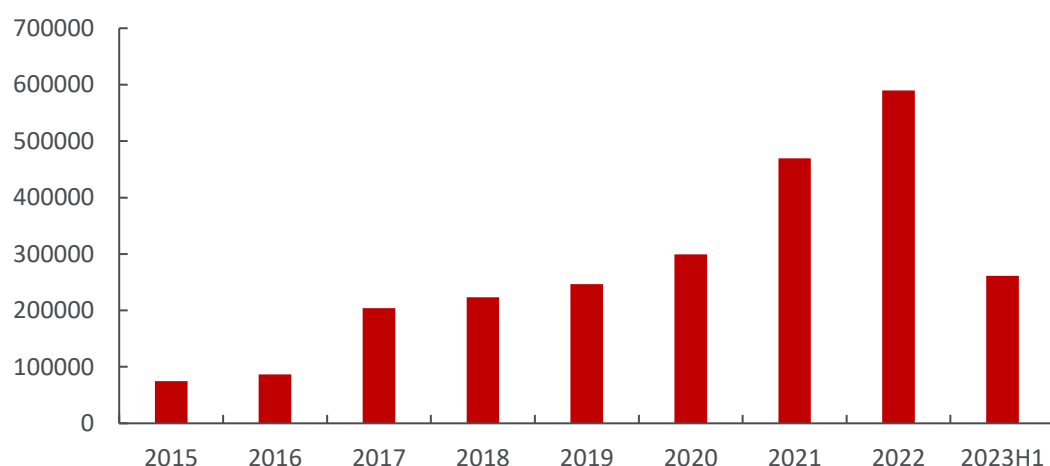
| 项目名称                              | 产能规划                                                       | 项目进展                                              |
|-----------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 厦钨新能海璟基地                          | 年产 40,000 吨锂离子电池材料产业化项目(一、二、三期)                            | 目前项目已逐步投产                                         |
|                                   | 年产 30,000 吨锂离子电池材料（9#生产车间）项目                               | 目前已完成全过程公开招标和 EPC 施工总承包招标，各项工作按计划有序推进中            |
|                                   | 年产 15,000 吨锂离子电池材料（综合生产车间）项目                               | 目前已完成全过程公开招标和 EPC 施工总承包招标，各项工作按计划有序推进中            |
| 厦钨新能宁德基地                          | 年产 70,000 吨锂离子电池正极材料项目（C、D 车间）                             | 目前已完成全过程咨询招标与初步设计程序，C、D 生产车间分别计划于 2024 年、2025 年投产 |
| 厦钨新能四川雅安磷酸铁锂项目                    | 总体规划年产 100,000 吨磷酸铁生产线，其中首期 20,000 吨、二期 20,000 吨           | 首期预计于 2023 年下半年项目建设完成，二期预计于 2024 年上半年建设完成         |
| 福泉厦钨新能源                           | 年产 40,000 吨前驱体生产线                                          | 目前正在进行前期准备工作,预计于 2025 年上半年项目建设完成                  |
| 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 | 年产约 60,000 吨锂电正极材料前驱体(预计含 20,000 吨四氧化三钴、40,000 吨三元前驱体) 生产线 | 目前正在进行前期准备工作,各项工作按计划有序推进中                         |

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

## 2.3 稀土板块：磁材销量增长，板块盈利下滑

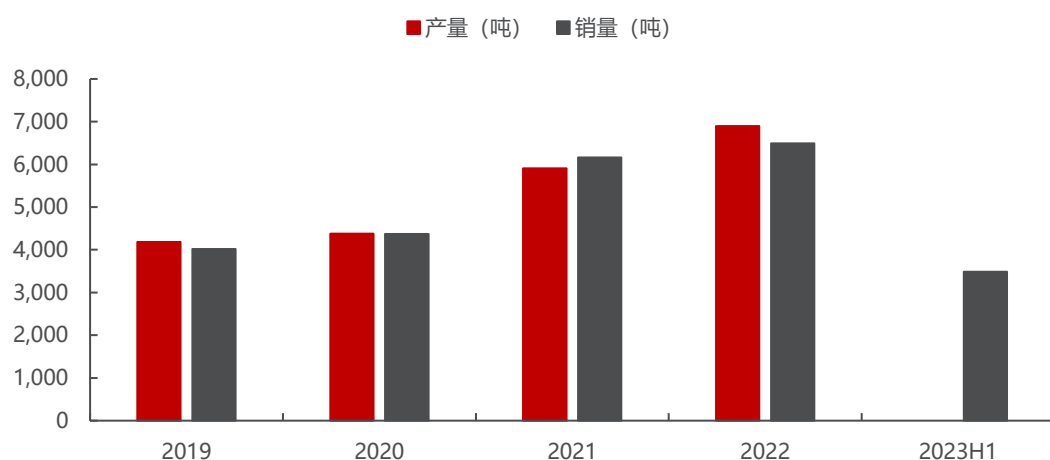
市场疲软，稀土金属产品营业收入和盈利能力下降。23H1，稀土板块实现营业收入 26.16 亿元，同比减少 11.38%；实现利润总额 1.53 亿元，同比减少 16.85%。测算 23Q2 稀土板块实现营收 13.72 亿元，同比减少 15.47%，利润总额 0.39 亿元，同比下降 64.81%。23H1 磁材在汽车、空调、工业电机等领域实现较好增长，销量 3490 吨，同比增长 32%，测算 Q2 磁材销量 2098 吨，同比增长 61.76%，但由于市场竞争加剧，产品价格下降，盈利下滑。子公司层面，23H1 长汀金龙实现净利润 0.71 亿元，同比下降 51.36%。

图27：2023H1，公司稀土业务营收同比下滑 11.35%至 26.16 亿元（单位：万元）



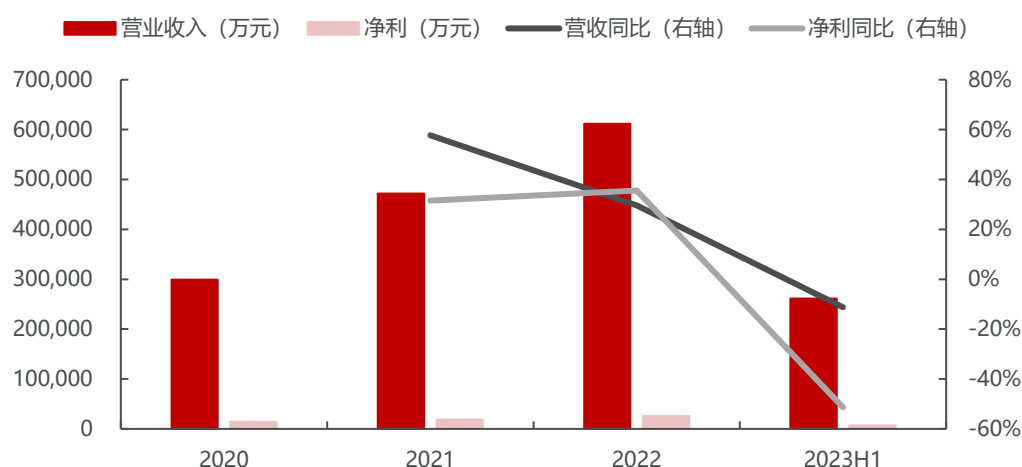
资料来源：wind，民生证券研究院

图28：厦门钨业磁性材料产销量情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：2023H1，长汀金龙实现营业收入 26.11 亿元，同比-11.24%，净利润 0.71 亿元，同比-51.36%



资料来源：wind，民生证券研究院

公司将重点发展下游磁材业务，磁材产能将由 1.2 万吨提升至 2024 年的 1.7 万吨。稀土板块在建工程为 5000 吨高性能稀土永磁材料扩产项目，预计 2024 年下半年建成并且达产，届时磁材产能将提升至 1.7 万吨。

表6：厦门钨业稀土业务板块在建项目

| 项目名称                             | 工程进度                         |
|----------------------------------|------------------------------|
| 5000 吨高性能稀土永磁材料扩建项目              | 预计 2024 年下半年项目建设完成           |
| 建设年处理 15000 吨稀土废料的稀土二次资源回收项目（一期） | 目前正在进行前期准备工作，预计 2024 年项目建设完成 |

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院整理

## 2.4 房地产板块：略有减亏

23H1，房地产业务实现利润总额-0.80 亿元，同比减亏 0.08 亿元，测算 23Q2 利润总额-0.28 亿，同比减亏 0.17 亿元。公司积极推进房地产业务的剥离，目前厦门滕王阁已完成其持有同基置业 47.5%股权的公开挂牌转让，所涉及的相关工商变更登记手续已办理完成。同时，公司也在积极推进其余房地产业务的处置工作，随着房地产业务逐步剥离，对业绩拖累将缓解。

### 3 盈利预测与投资建议

公司三个板块业务均有扩产在建项目，未来成长可期。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 15.94/20.04/24.65 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 15/12/10 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) 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重大变化或不达预期，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) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 48,223 | 39,402 | 46,117 | 52,906 |
| 营业成本      | 41,659 | 32,530 | 38,173 | 43,846 |
| 营业税金及附加   | 249    | 236    | 277    | 317    |
| 销售费用      | 339    | 315    | 369    | 423    |
| 管理费用      | 890    | 788    | 922    | 1,005  |
| 研发费用      | 1,729  | 1,675  | 1,937  | 2,143  |
| EBIT      | 3,169  | 3,782  | 4,452  | 5,211  |
| 财务费用      | 463    | 459    | 412    | 386    |
| 资产减值损失    | -465   | -404   | -378   | -440   |
| 投资收益      | -29    | -20    | -23    | -21    |
| 营业利润      | 2,589  | 2,899  | 3,640  | 4,364  |
| 营业外收支     | -17    | -14    | -13    | -5     |
| 利润总额      | 2,572  | 2,885  | 3,627  | 4,359  |
| 所得税       | 389    | 433    | 544    | 567    |
| 净利润       | 2,183  | 2,452  | 3,083  | 3,792  |
| 归属于母公司净利润 | 1,446  | 1,594  | 2,004  | 2,465  |
| EBITDA    | 4,229  | 5,089  | 6,117  | 7,208  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 2,172  | 4,284  | 5,451  | 5,916  |
| 应收账款及票据     | 7,508  | 6,391  | 6,847  | 7,998  |
| 预付款项        | 504    | 488    | 515    | 570    |
| 存货          | 8,707  | 6,548  | 7,154  | 8,331  |
| 其他流动资产      | 3,662  | 3,370  | 3,618  | 3,821  |
| 流动资产合计      | 22,553 | 21,081 | 23,585 | 26,636 |
| 长期股权投资      | 2,831  | 2,891  | 2,951  | 3,011  |
| 固定资产        | 9,978  | 11,927 | 12,827 | 13,703 |
| 无形资产        | 1,572  | 1,619  | 1,663  | 1,708  |
| 非流动资产合计     | 17,246 | 19,418 | 20,359 | 21,124 |
| 资产合计        | 39,799 | 40,499 | 43,944 | 47,760 |
| 短期借款        | 4,224  | 3,724  | 3,324  | 3,024  |
| 应付账款及票据     | 6,941  | 5,615  | 5,961  | 6,487  |
| 其他流动负债      | 4,420  | 3,371  | 4,028  | 4,069  |
| 流动负债合计      | 15,585 | 12,710 | 13,314 | 13,580 |
| 长期借款        | 5,327  | 5,527  | 5,727  | 5,927  |
| 其他长期负债      | 2,827  | 2,817  | 2,817  | 2,817  |
| 非流动负债合计     | 8,154  | 8,344  | 8,544  | 8,744  |
| 负债合计        | 23,739 | 21,054 | 21,858 | 22,324 |
| 股本          | 1,418  | 1,418  | 1,418  | 1,418  |
| 少数股东权益      | 6,070  | 8,266  | 9,345  | 10,673 |
| 股东权益合计      | 16,060 | 19,445 | 22,086 | 25,436 |
| 负债和股东权益合计   | 39,799 | 40,499 | 43,944 | 47,760 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2022A | 2023E  | 2024E | 2025E |
|------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%)   |       |        |       |       |
| 营业收入增长率    | 51.40 | -18.29 | 17.04 | 14.72 |
| EBIT 增长率   | 33.26 | 19.34  | 17.74 | 17.04 |
| 净利润增长率     | 22.68 | 10.20  | 25.76 | 23.00 |
| 盈利能力 (%)   |       |        |       |       |
| 毛利率        | 13.61 | 17.44  | 17.23 | 17.13 |
| 净利润率       | 3.00  | 4.04   | 4.35  | 4.66  |
| 总资产收益率 ROA | 3.63  | 3.94   | 4.56  | 5.16  |
| 净资产收益率 ROE | 14.48 | 14.26  | 15.73 | 16.70 |
| 偿债能力       |       |        |       |       |
| 流动比率       | 1.45  | 1.66   | 1.77  | 1.96  |
| 速动比率       | 0.85  | 1.09   | 1.18  | 1.29  |
| 现金比率       | 0.14  | 0.34   | 0.41  | 0.44  |
| 资产负债率 (%)  | 59.65 | 51.99  | 49.74 | 46.74 |
| 经营效率       |       |        |       |       |
| 应收账款周转天数   | 56.43 | 60.00  | 54.00 | 55.00 |
| 存货周转天数     | 76.29 | 78.00  | 72.00 | 73.00 |
| 总资产周转率     | 1.33  | 0.98   | 1.09  | 1.15  |
| 每股指标 (元)   |       |        |       |       |
| 每股收益       | 1.02  | 1.12   | 1.41  | 1.74  |
| 每股净资产      | 7.04  | 7.88   | 8.98  | 10.41 |
| 每股经营现金流    | -0.25 | 3.92   | 3.06  | 3.10  |
| 每股股利       | 0.35  | 0.42   | 0.42  | 0.42  |
| 估值分析       |       |        |       |       |
| PE         | 17    | 15     | 12    | 10    |
| PB         | 2.4   | 2.2    | 1.9   | 1.6   |
| EV/EBITDA  | 8.13  | 6.75   | 5.62  | 4.77  |
| 股息收益率 (%)  | 2.05  | 2.46   | 2.46  | 2.46  |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 2,183  | 2,452  | 3,083  | 3,792  |
| 折旧和摊销       | 1,060  | 1,308  | 1,665  | 1,998  |
| 营运资金变动      | -4,676 | 686    | -1,427 | -2,478 |
| 经营活动现金流     | -360   | 5,564  | 4,335  | 4,393  |
| 资本开支        | -1,715 | -3,206 | -2,558 | -2,707 |
| 投资          | -304   | -2     | -2     | -2     |
| 投资活动现金流     | -1,946 | -3,506 | -2,643 | -2,790 |
| 股权募资        | 1,230  | 1,339  | 0      | 0      |
| 债务募资        | 2,289  | -376   | 415    | -200   |
| 筹资活动现金流     | 2,887  | 54     | -525   | -1,138 |
| 现金净流量       | 619    | 2,112  | 1,168  | 465    |

## 插图目录

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2023H1, 公司实现营收 187.30 亿元.....                                        | 3  |
| 图 2: 2023H1, 公司实现归母净利润 7.91 亿元.....                                       | 3  |
| 图 3: 2023Q2, 公司实现营收 101.68 亿元.....                                        | 3  |
| 图 4: 2023Q2, 公司实现归母净利润 3.51 亿元.....                                       | 3  |
| 图 5: 2023H1, 电池材料营收占比最大, 为 42.7%.....                                     | 4  |
| 图 6: 2023H1, 钨钼板块毛利占比最大, 为 68.13%.....                                    | 4  |
| 图 7: 2023H1, 主营业务中钨钼板块毛利率最高为 28.91%.....                                  | 4  |
| 图 8: 2023H1, 净利率为 6.69%.....                                              | 5  |
| 图 9: 2023H1, 三费为 9 亿元.....                                                | 5  |
| 图 10: 2023Q2, 净利率为 5.91%.....                                             | 5  |
| 图 11: 2023Q2, 三费为 4.46 亿元.....                                            | 5  |
| 图 12: 2023H1, 公司钨钼业务营收同比增长 20.55%至 79.13 亿元 (单位: 万元) .....                | 6  |
| 图 13: 2023H1, 厦门钨业细钨丝销量 340 亿米.....                                       | 7  |
| 图 14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米) .....                                          | 7  |
| 图 15: 2023H1, 厦门虹鹭营收同比增长 83.36%至 14.14 亿元, 净利同比增长 245.68%至 4.10 亿元.....   | 7  |
| 图 16: 2023H1, 厦门钨业三家矿企营收同比增长至 7.2 亿元.....                                 | 8  |
| 图 17: 2023H1, 厦门钨业三家矿企归母净利润为 2.27 亿元.....                                 | 8  |
| 图 18: 油麻坡钨矿山重选钨精矿成本分布 (单位: 元/吨) .....                                     | 9  |
| 图 19: 油麻坡钨矿山细泥钨精矿成本分布 (单位: 元/吨) .....                                     | 9  |
| 图 20: 2022 年厦门钨业硬质合金产销量分别为 6602 吨、6473 吨.....                             | 10 |
| 图 21: 2023H1, 洛阳金鹭实现营业收入 4.07 亿元, 同比+4.23%, 净利润 0.42 亿元, 同比+17.01%.....   | 10 |
| 图 22: 2023H1, 厦门金鹭实现营业收入 22.51 亿元, 同比-1.33%, 净利润 2.63 亿元, 同比+18.87%.....  | 10 |
| 图 23: 2023H1, 九江金鹭实现营业收入 7.45 亿元, 同比-4.42%, 净利润 0.4 亿元, 同比-3.05%.....     | 10 |
| 图 24: 2023H1, 公司电池材料营收同比下滑 44.23%至 81.21 亿元 (单位: 万元) .....                | 11 |
| 图 25: 厦门钨业三元材料产销量情况.....                                                  | 11 |
| 图 26: 厦门钨业钴酸锂产销量情况.....                                                   | 11 |
| 图 27: 2023H1, 公司稀土业务营收同比下滑 11.35%至 26.16 亿元 (单位: 万元) .....                | 13 |
| 图 28: 厦门钨业磁性材料产销量情况.....                                                  | 13 |
| 图 29: 2023H1, 长汀金龙实现营业收入 26.11 亿元, 同比-11.24%, 净利润 0.71 亿元, 同比-51.36%..... | 14 |

## 表格目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 .....                  | 1  |
| 表 1: 厦门钨业钨丝业务项目情况.....           | 6  |
| 表 2: 博白县油麻坡钨钼矿情况.....            | 8  |
| 表 3: 厦门钨业硬质合金业务在建工程和计划建设情况 ..... | 9  |
| 表 4: 厦门钨业硬质合金产能情况.....           | 10 |
| 表 5: 能源新材料板块重点项目 .....           | 12 |
| 表 6: 厦门钨业稀土业务板块在建项目 .....        | 14 |
| 公司财务报表数据预测汇总.....                | 17 |

## 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