

光伏钨丝持续放量，钨价走高增厚矿端利润

2024 年 04 月 22 日

事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。 1) 2023 年公司实现营收 393.98 亿元，同比下降 18.30%；归母净利润 16.02 亿元，同比增长 10.75%，扣非归母净利润为 14.00 亿元，同比增长 13.29%。2) 2023Q4 公司实现营收 98.70 亿元，同比下降 12.71%、环比下降 8.60%；归母净利润 4.41 亿元，同比增长 214.72%、环比增长 19.13%；扣非归母净利润 3.36 亿元，同比增长 364.18%、环比减少 2.17%。3) 2024Q1 公司实现营收 82.70 亿元，同比降低 3.41%，环比降低 16.40%；归母净利 4.27 亿元，同比降低 2.95%，环比降低 2.48%；扣非归母净利润 3.01 亿元，同比降低 23.27%，环比降低 9.67%。

钨钼板块：光伏钨丝持续放量，钨价上涨增厚矿端利润。 1) 2023 年公司钨钼业务实现利润总额 23.48 亿元，同比增长 61.82%。测算 23Q4 钨钼板块实现利润总额 6.78 亿元，同比增长 137.06%、环比增长 19.37%。2) 光伏钨丝持续放量，2023 年光伏钨丝销量达到 760 亿米（2022 年全年 160 亿米），光伏钨丝替代高碳钢丝大势所趋。子公司厦门虹鹭实现净利润 8.3 亿元，同比+166%。3) 钨价强势，2023 年钨精矿价格同比+5.11%，增厚钨矿利润，宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭总计实现净利润 5.07 亿元，同比+8.01%。

能源新材料板块：2023 年盈利大幅下滑。 1) 2023 年公司能源新材料业务实现利润总额 5.59 亿元，同比下降 54.98%。测算 23Q4 能源新材料板块实现利润总额 1.11 亿元，同比下降 55.24%、环比下降 36.21%。2) 2023 年公司钴酸锂产品实现销量 3.46 万吨，同比增长 4.19%；三元材料产品受下游需求放缓影响，全年销量 3.74 万吨，同比下降 19.4%，叠加原材料和产品价格大幅下降，整体盈利能力下滑。

稀土板块：磁材销量增长，板块盈利下滑。 1) 2023 年公司稀土业务实现利润总额 1.44 亿元，同比下降 54.57%。测算 23Q4 稀土业务实现利润总额 0.33 亿元，环比由亏转盈。2) 2023 年公司磁材销量同比增长 17.45%，但由于产品价格下行，市场竞争加剧，稀土板块盈利下降。3) 由于与中国稀土集团进行整合，原子公司龙岩稀土公司和金龙稀土冶炼分离业务 2024 年不再纳入合并报表范围。

24Q1 光伏钨丝继续放量。 1) 光伏钨丝继续放量，24Q1 共实现细钨丝（包含光伏钨丝）销量 341 亿米，同比增长 141%。钨价上涨，24Q1 钨精矿价格环比+2.89%，同比+4.85%，增厚公司钨矿产品利润。2) 能源新材料板块盈利下滑，24Q1 电池材料出货增加，其中三元材料实现销量 1.59 万吨，同比+249%。但由于产品竞争激烈，能源新材料利润总额同比下滑 5.31%。3) 稀土板块同比拖累，龙岩稀土公司和原金龙稀土冶炼分离业务 2024 年不再纳入合并报表范围，叠加竞争加剧，稀土深加工产品盈利下降。

投资建议：公司光伏钨丝持续放量，叠加钨价上涨增厚矿端利润，公司钨钼板块表现强劲。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 19.67/23.17/27.00 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 14/12/10 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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 39,398 | 44,675 | 49,516 | 52,436 |
| 增长率 (%) | -18.3 | 13.4 | 10.8 | 5.9 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,602 | 1,967 | 2,317 | 2,700 |
| 增长率 (%) | 10.8 | 22.8 | 17.8 | 16.5 |
| 每股收益 (元) | 1.13 | 1.39 | 1.63 | 1.90 |
| PE | 18 | 14 | 12 | 10 |
| PB | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.7 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
19.91 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 厦门钨业 (600549.SH) 2023 三季报点评：光伏钨丝持续放量，钨钼板块强劲，稀土板块有所拖累-2023/10/30
2. 厦门钨业 (600549.SH) 2023 半年报点评：光伏钨丝快速放量，正极材料+稀土板块拖累业绩-2023/08/28
3. 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
4. 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
5. 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

目录

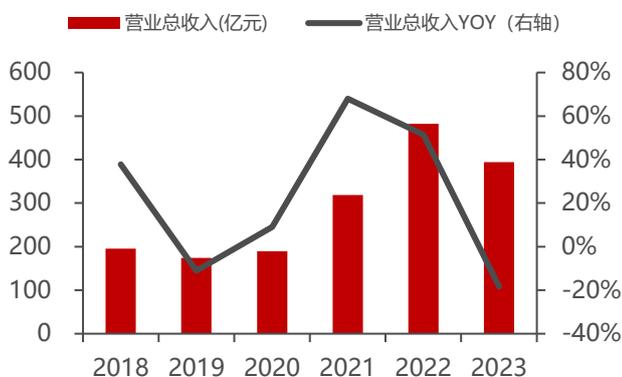
| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报 | 3 |
| 2 点评：光伏钨丝放量，钨精矿价格上涨增厚矿端利润 | 3 |
| 2.1 钨钼板块强劲，2023 年归母净利润创新高 | 3 |
| 2.2 钨钼板块：光伏钨丝快速放量 | 5 |
| 2.3 电池材料板块：盈利下滑 | 10 |
| 2.4 稀土板块：磁材销量增长，板块盈利下滑 | 12 |
| 2.5 房地产板块：大幅减亏 | 15 |
| 2.6 2024Q1 点评：光伏钨丝继续放量，稀土、能源新材料板块有所拖累 | 15 |
| 3 盈利预测与投资建议 | 18 |
| 4 风险提示 | 19 |
| 插图目录 | 21 |
| 表格目录 | 21 |

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

公司发布 2023 年报：2023 年，公司实现营收 393.98 亿元，同比下降 18.30%；归母净利润 16.02 亿元，同比增长 10.75%，扣非后归母净利润达 14.00 亿元，同比增长 13.29%。

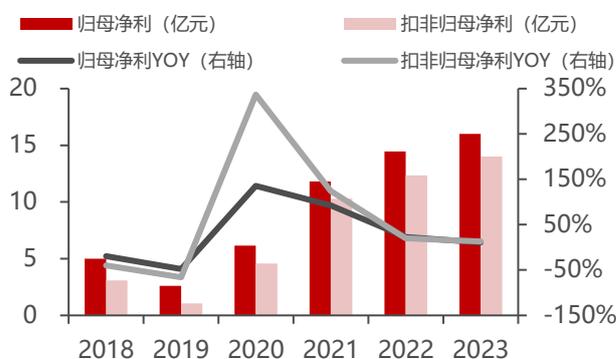
分季度看，2024Q1，公司实现营收 82.70 亿元，同比减少 3.41%、环比减少 16.21%；归母净利润 4.27 亿元，同比减少 2.95%、环比减少 3.06%；扣非归母净利 3.01 亿元，同比减少 23.27%、环比减少 10.37%。

图1：2023 年，公司实现营收 393.98 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司实现归母净利润 16.02 亿元



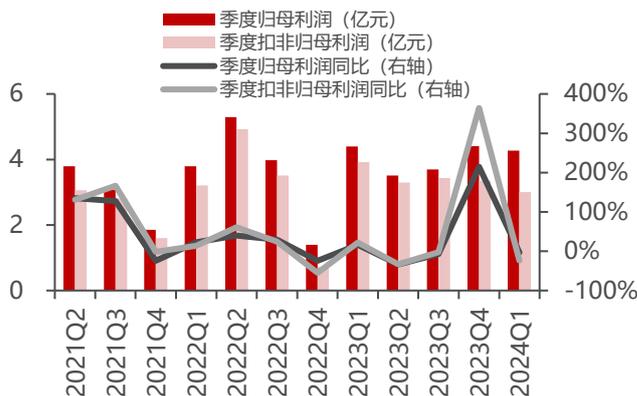
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q1，公司实现营收 82.70 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q1，公司实现归母净利润 4.27 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

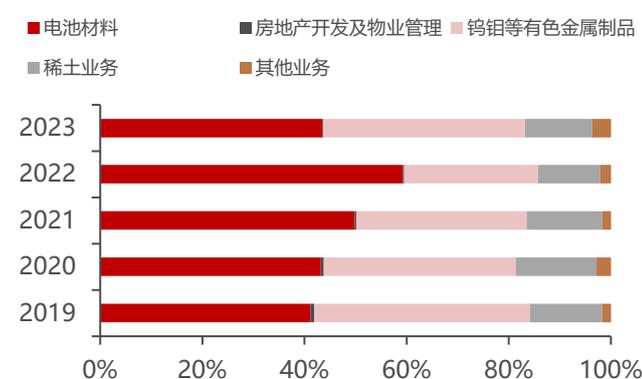
2 点评：光伏钨丝放量，钨精矿价格上涨增厚矿端利润

2.1 钨钼板块强劲，2023 年归母净利润创新高

2023 年公司主营业务收入为 393.98 亿元，同比下降 18.30%；主营业务毛

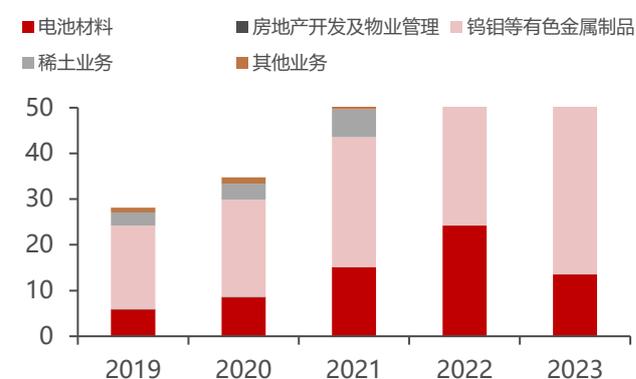
利润为 65.10 亿元，同比下降 0.83%；主营业务毛利率为 16.52%，同比上升 2.91pct。主营收入方面：电池材料业务营收 171.36 亿元，占比最大为 43.50%；钨钼板块业务营收 155.69 亿元，占比第二为 39.52%；稀土业务营收 51.72 亿元，占比为 23.23%。毛利方面：钨钼板块毛利润为 44.74 亿元，占比最大为 68.71%；电池材料业务毛利润 13.51 亿元，占比第二为 20.75%；稀土业务板块毛利润 3.45 亿元，占比为 5.30%。毛利率方面：钨钼板块毛利率最高为 28.73%，其次为电池材料业务 7.88%。

图5：2023 年，电池材料营收占比最大为 43.50% (单位：%)



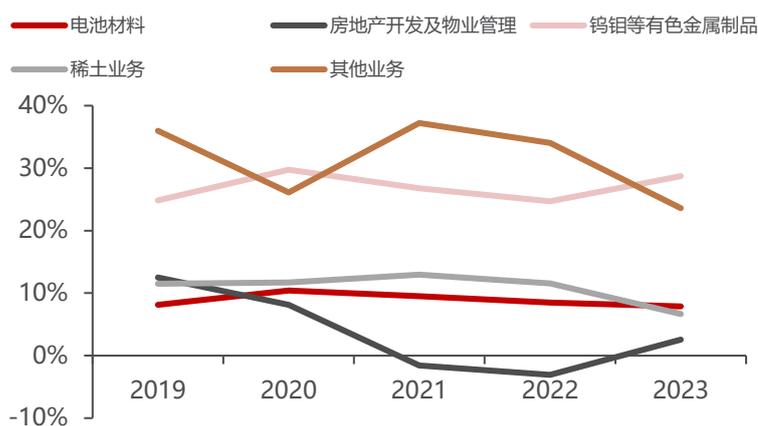
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023 年，钨钼板块毛利润最大为 44.74 亿元 (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

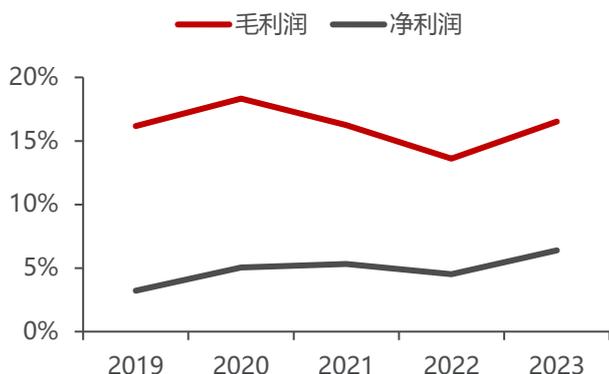
图7：2023 年，钨钼板块毛利率最高为 28.73%



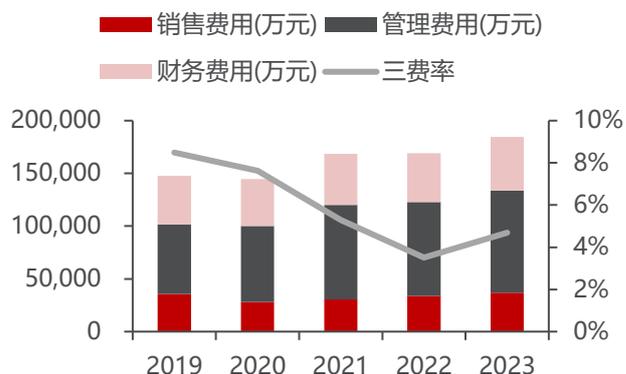
资料来源：wind，民生证券研究院

2023 年公司归母净利润为 16.02 亿元，同比增长 10.75%，净利率同比上涨 1.86pct 至 6.39%，毛利率同比上涨 2.91pct 至 16.52%。1) 期间费用：公司 2023 年期间费用同比增长 9.10%至 18.47 亿元，期间费用率上涨 1.18pct 至 4.69%，研发费用同比下降 6.96%至 16.09 亿元。销售费用同比增长 8.81%至 3.69 亿元，主要由于销售人员薪酬增加，以及差旅和展销活动增加；管理费用同比增长

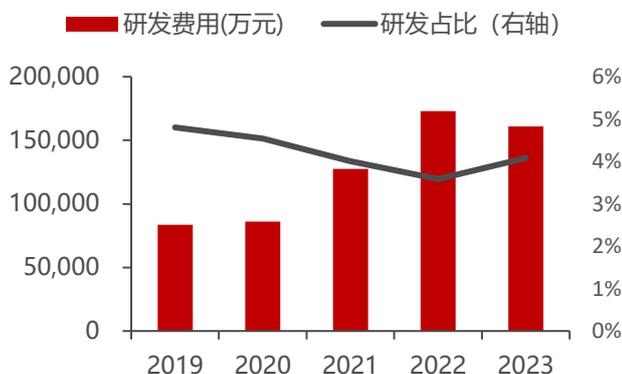
8.79%至 9.68 亿元，主要由于职工薪酬和差旅费增加；财务费用同比增长 9.92%至 5.09 亿元，主要由于本期汇兑收益同比减少，以及都昌金鼎缴纳矿业权出让收益金资金占用费。公司 2023 年研发费用同比下降 6.96%至 16.09 亿元，主要受材料价格下降影响，子公司研发费用减少。2) 减值损失：2023 年公司资产减值损失同比下降 20.73%至 3.68 亿元。2023 年资产减值损失较上年同期减少 9,634.54 万元，主要由于房地产业务资产减值减少。

图8：2023 年，公司净利率为 6.39%


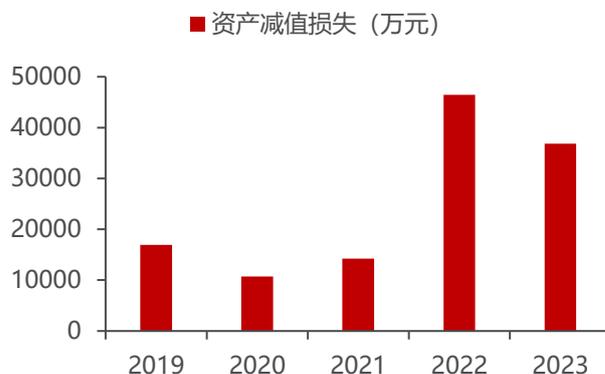
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2023 年，三费费用率上升至 4.69%


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2023 年，研发费用下滑至 16.09 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2023 年，资产减值损失 3.68 亿元


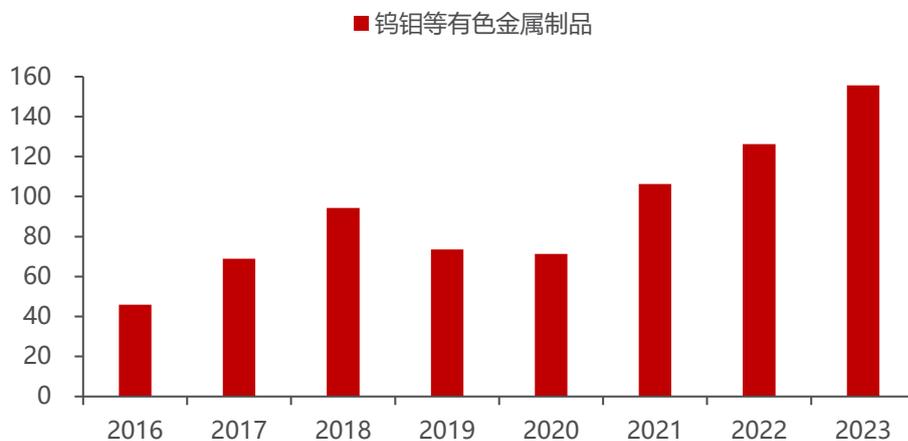
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 钨钼板块：光伏钨丝快速放量

2023 年厦门钨业钨钼等有色金属制品收入同比增长 23.23%至 155.69 亿元，毛利率为 28.73%，同比上升 4.03pct。 1) **营业收入**：2016-2023 年，厦门钨业钨钼等有色金属制品收入由 45.93 亿元增长至 155.69 亿元，CAGR 为 19.05%，2023 年，主要深加工产品整体向好推动营收增长。2) **毛利率**：2023 年，公司钨钼板块整体毛利率为 28.73%，同比上升 4.03pct，毛利率上升主要由于光伏钨丝，钨矿等高毛利率产品毛利贡献增加所致，2023 年钨精矿价格同比+5.11%至

11.97 万元/吨。

图12: 2023 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 23.23%至 155.69 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司光伏钨丝快速放量, 2023 年销量量达到 760 亿米, 同比+375%。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。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。光伏钨丝未来将成为公司钨钼板块重要的利润增长点。2023 年公司细钨丝产量同比增长 190.72%至 871 亿米, 销量同比增长 218.99%至 868 亿米, 产销率为 90.67%。其中, 2023 年公司光伏用钨丝销量 760 亿米, 同比+375%。

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 |
|--------------|-------------------------------------|--------------------------------------------------|
| | 年产 88 亿米细钨丝生产线项目 | 已建设完成并投产 |
| 厦门虹鹭钨钼工业有限公司 | 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, 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 |

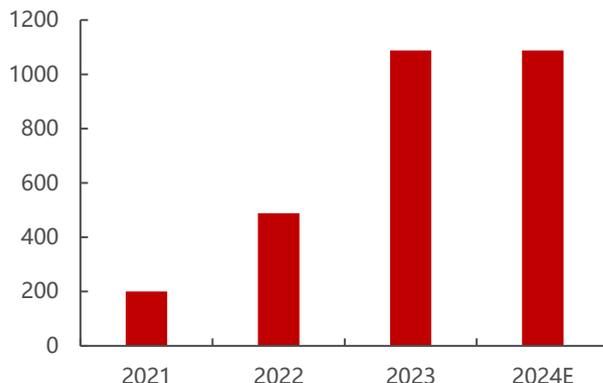
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

图13: 2023 年厦门钨业细钨丝产销量分别为 871 亿米、868 亿米



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

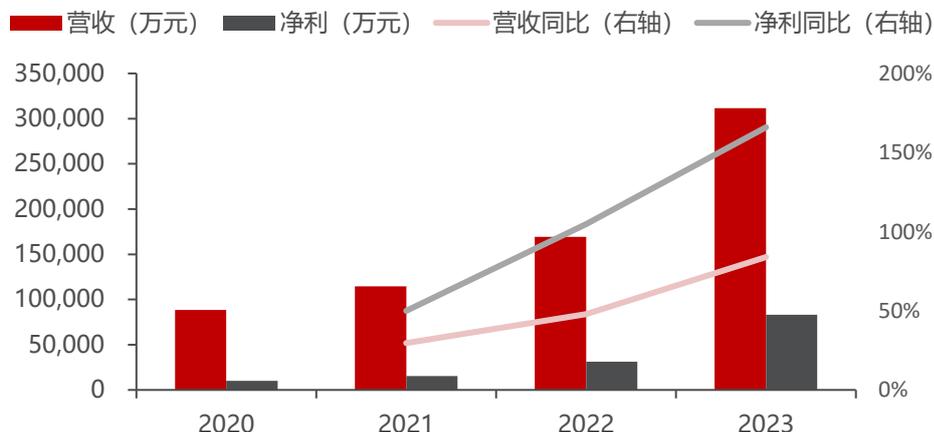
图14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

2023 年, 公司子公司厦门虹鹭营收、净利润均实现明显增长。2023 年, 由于光伏用钨丝快速放量, 厦门虹鹭营收同比增长 83.95%至 31.15 亿元, 净利同比增长 165.96%至 8.33 亿元。

图15: 2023 年, 厦门虹鹭营收同比增长 83.95%至 31.15 亿元, 净利同比增长 165.96%至 8.33 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

硬质合金方面, 公司向下游深加工业务持续发力。定增项目将新增 200 万件整体刀具、3000 万件可转位刀片、170 万件超硬刀具产能。2023 年 5 月, 公司披露定增预案公告, 将投资建设硬质合金切削工具扩产项目, 包含 200 万件整体刀具、3000 万件可转位刀片、170 万件超硬刀具产能。

表2：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 2000 吨钨粉末） | 预计 2026 年建设完成。 |
| | 泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（搬迁 800 吨，扩产 500 吨棒材及旋转锉） | |
| | 泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 1500 吨混合料） | 已投产 |
| | 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 | |
| | 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。 |
| 厦门金鹭硬质合金有限公司 | 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） | |
| 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 | 逐步投产 |
| 成都鼎泰新材料有限公司 | 年产 8000 吨钨新材料生产线 | 已投产 |
| | 年产 3000 吨钨新材料生产线 | 已投产 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

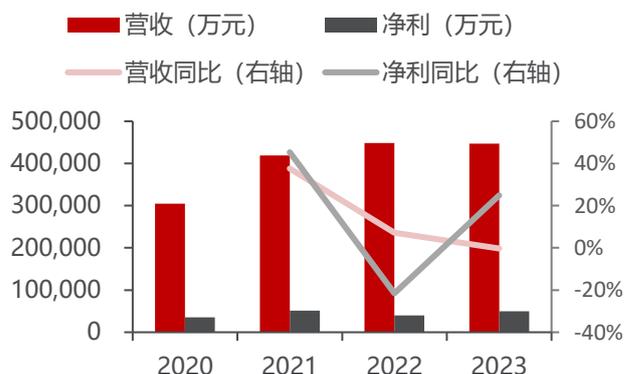
2023 年，厦门钨业硬质合金产品产销量同比波动不大，子公司厦门金鹭营收同比下降 0.31%、洛阳金鹭营收均同比增长 4.13%。2023 年，硬质合金产量同比上升 3.65%至 6843 吨，销量同比增长 4.82%至 6785 吨，产销率为 99.15%。厦门金鹭营收同比下降 0.31%至 44.72 亿元，净利同比上升 24.91%至 5.01 亿元，主要由于切削工具和硬质合金棒材产品毛利率提升，盈利能力增强。洛阳金鹭营收同比增长 4.13%至 8.01 亿元，净利同比增长 56.78%至 7520.13 万元，由于产品结构优化，市场定位提升，销量同比增加，盈利能力持续改善。九江金鹭营收同比上升 0.95%至 15.15 亿元，净利同比下降 8.47%至 7192.21 万元。

图16：2023 年厦门钨业硬质合金产销量分别为 6843 吨、6785 吨

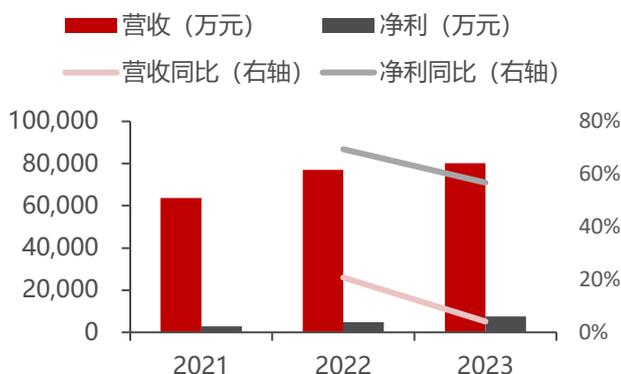


资料来源：公司公告，民生证券研究院

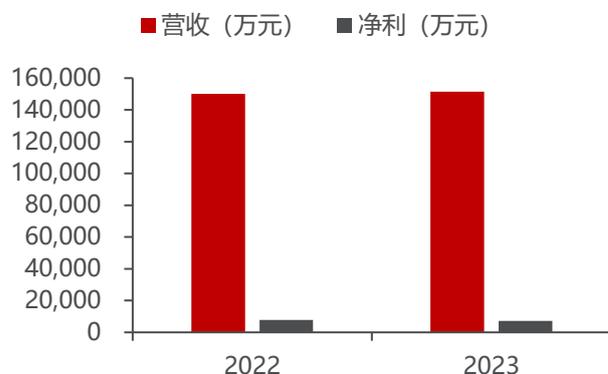
图17：2023 年，厦门金鹭营收同比下降 0.31%至 44.72 亿元，净利同比上升 24.91%至 5.01 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18: 2023年, 洛阳金鹭营收同比增长 4.13%至 8.01 亿元, 净利同比增长 56.78%至 7520.13 万元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2023年, 九江金鹭营收同比上升 0.95%至 15.15 亿元, 净利同比下降 8.47%至 7192.21 万元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

钨矿方面, 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, 截至 2023 年, 钨储量共计 36.77 万吨 (不包括洛阳豫鹭回收钼尾矿)、钼储量 2.6 万吨, 未来大湖塘矿山有望注入。

其中 1) 宁化行洛坑钨矿主要生产黑钨、白钨, 年处理量为 165 万吨, 钨储量为 22.68 万吨, 平均品位为 0.21%。2) 都昌阳储山钨钼矿主要生产白钨和钼, 年处理量为 148.5 万吨, 钨储量为 6.09 万吨、平均品位为 0.16%, 钼储量为 2.6 万吨、平均品位为 0.035%。3) 洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿年处理量为 619 万吨。4) 博白巨典油麻坡钨钼矿。2023 年 1 月, 公司完成收购博白县巨典矿业有限公司 100% 股权, 博白巨典拥有油麻坡钨钼矿采矿权, 该矿具有约 8 万吨 WO₃ 储量。5) 大湖塘矿山有望注入。公司母公司控股子公司江西巨通具有大湖塘钨矿的采矿权, 据 2014 年统计, 大湖塘拥有约 62.16 万吨 WO₃ 储量。

表3: 截至 2023 年 12 月厦门钨业钨矿矿山情况

| 矿山名称 | 主要品种 | 储量 (万吨) | 品位 | 年处理量 (万吨) | 资源剩余可开采年限 | 许可证/采矿权有效期 |
|----------------|----------|--------------------|------------------------|-----------|-----------------|--------------|
| 宁化行洛坑钨矿 | 主要为黑钨、白钨 | 22.68 | 0.21% | 165 | 至 2085 年 | 至 2034 年 9 月 |
| 都昌阳储山钨钼矿 | 白钨、钼 | 钨: 6.09 钼: 2.64 | 钨: 0.159% 钼: 0.035% | 148.5 | 至 2048 年 | 至 2048 年 2 月 |
| 洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿 | 白钨 | - | - | 619 | - | - |
| 博白巨典油麻坡钨钼矿 | 钨矿 | 7.9988 | 0.44% | 66 | 建成后矿山服务年限为 22 年 | 至 2041 年 1 月 |
| 大湖塘钨矿 | 钨矿 | 62.159 | 0.18% | 0.24 | - | 至 2017 年 6 月 |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

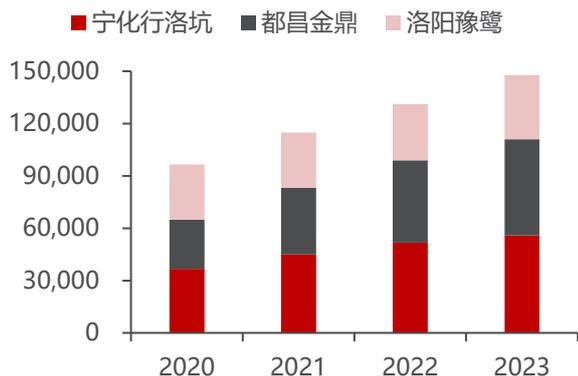
 注 1: 储量为折 WO₃ 储量

注 2: 截止 2023 年 12 月大湖塘矿还未完成注入

2023 年, 厦门钨业旗下矿山企业, 宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭总计实现营收 14.78 亿元、同比增长 12.67%, 实现归母净利润 5.07 亿元、同比增长

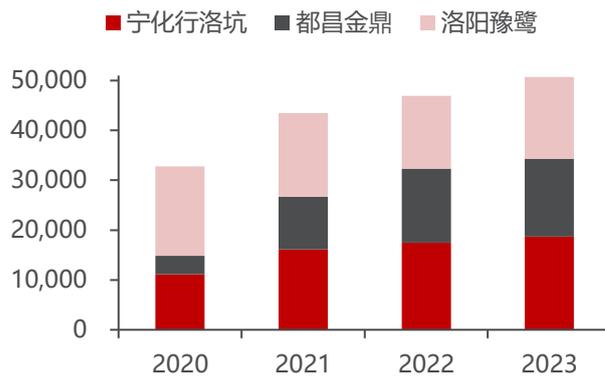
8.01%。其中，宁化行洛坑营收为 5.59 亿元、同比增 8.23%，归母净利为 1.87 亿元、同比增 7.23%。都昌金鼎营收为 5.51 亿元、同比增 16.53%，归母净利为 1.56 亿元、同比增 4.91%。洛阳豫鹭营收为 3.76 亿元、同比增 14.13%，归母净利为 1.64 亿元、同比增 12.11%。

图20: 2023 年, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 12.67%至 14.78 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

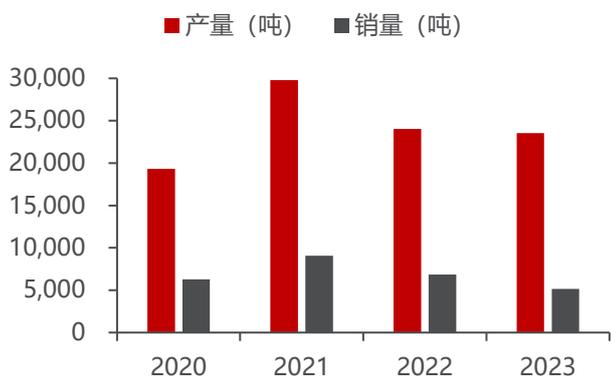
图21: 2023 年, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 8.01%至 5.07 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

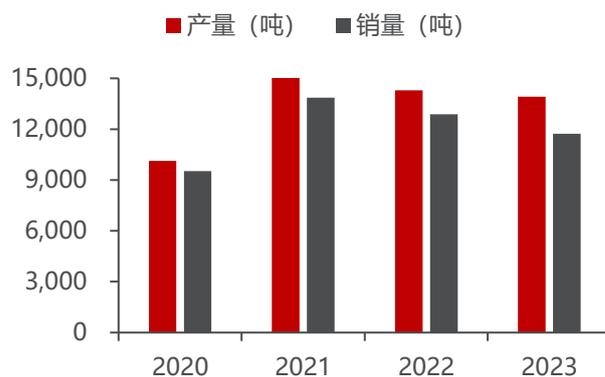
2023 年, 厦门钨业 APT 及钨粉末产销量同比下降, APT 产量同比减少 2.05% 至 2.35 万吨, 销量同比减少 24.48%至 5164 吨, 产销率为 21.93%, 钨冶炼产品主要由于下游需求减少、海外订单销量下降影响。钨粉末产量同比减少 2.70%至 1.39 万吨, 销量同比减少 8.92%至 1.17 万吨, 产销率为 84.33%。

图22: 2023 年 APT 产量同比减少 2.05%至 2.35 万吨, 销量同比减少 24.48%至 5164 吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 2023 年钨粉末产量同比减少 2.70%至 1.39 万吨, 销量同比减少 8.92%至 1.17 万吨



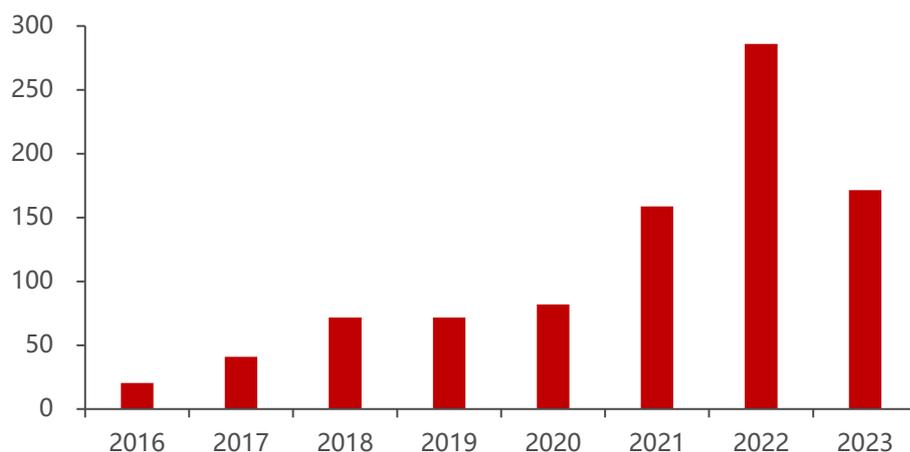
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.3 电池材料板块: 盈利下滑

2023 年营收同比下降 40.08%至 171.36 亿元, 销售毛利率同比下降 0.60pct 至 7.88%。1) 营业收入: 2016-2023 年, 厦门钨业电池材料板块收入由 20.51

亿元增长至 171.36 亿元, CAGR 为 35.43%。**2) 毛利率:** 2023 年, 公司电池材料板块整体毛利率为 7.88%, 同比下降 0.60pct, 三元材料产品受行业产能扩张而下游需求放缓影响, 叠加本期原材料和产品价格大幅下降, 整体盈利能力下滑。**3) 23Q4 盈利下滑,** 测算 23Q4 新能源材料板块实现营收 41.89 亿元, 同比下降 34%、环比下降 16%; 实现利润总额 1.1 亿元, 同比下降 55%、环比下降 36%。

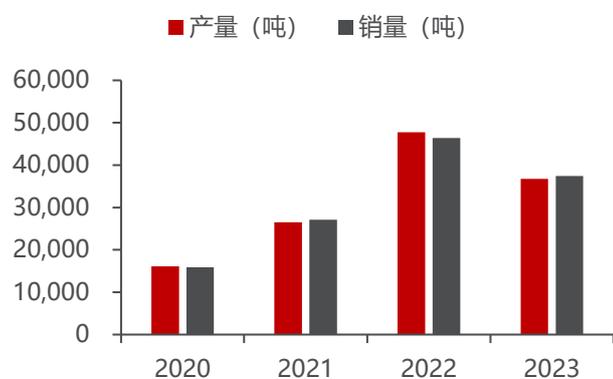
图24: 2023 年电池材料营收同比下降 40.08%至 171.36 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

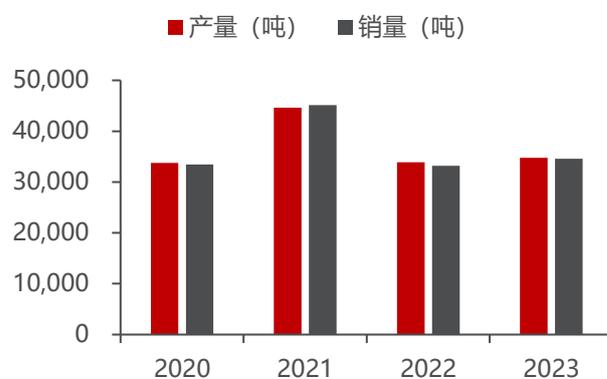
2023 年,三元材料产量同比下降 23.05%至 36717 吨,销量同比下降 19.39%至 37404 吨,产销率为 101.87%。**钴酸锂**产量同比上涨 2.66%至 34765 吨,销量同比上涨 4.16%至 34590 吨,产销率为 99.50%。

图25: 厦门钨业三元材料产销量情况



资料来源: wind, 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: wind, 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。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，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，各项工作按计划有序推进中。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，各项工作按计划有序推进中，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 万吨磷酸铁锂首期、二期 40000 吨，2024 年将根据市场实际需求情况逐步开展生产。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。

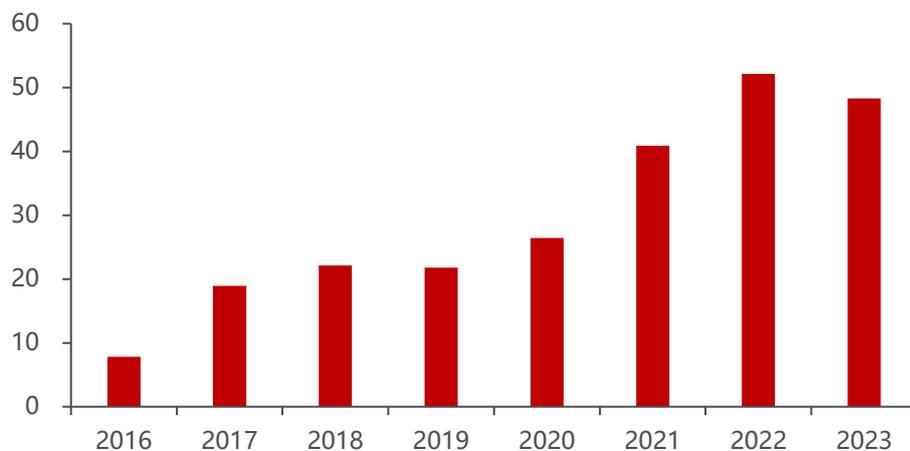
表4：能源新材料板块重点项目

| 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 | 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 | 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） | 各项工作按计划有序推进中 |
| 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、二期 40000 吨，2024 年将根据市场实际需求情况逐步开展生产 |
| 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 |
| 厦钨新能与中色国贸合资设立参股子公司 | 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

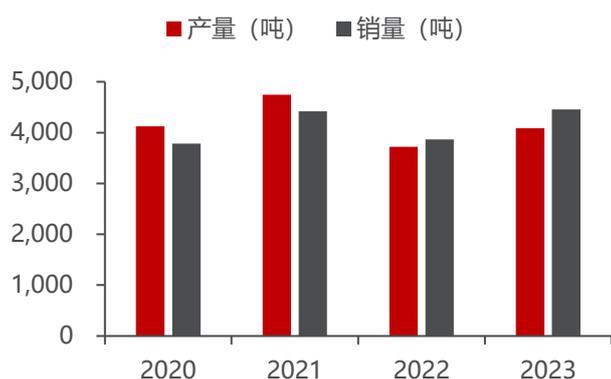
2.4 稀土板块：磁材销量增长，板块盈利下滑

2023 年稀土业务板块主营收入同比下降 7.46%至 48.27 亿元，毛利率减少 4.91pct 至 6.66%。2023 年，公司持续优化产品结构，稀土深加工产品销量增长，拉动稀土业务板块营收和利润增长。**1) 营业收入：**2016-2023 年，厦门钨业稀土板块收入由 7.81 亿元增长至 48.27 亿元，CAGR 为 29.72%。**2) 毛利率：**2023 年，公司稀土板块整体毛利率为 6.66%，同比下降 4.91pct，毛利率下降由于稀土产业受原料价格持续下行、市场竞争加剧影响，盈利能力大幅下滑。

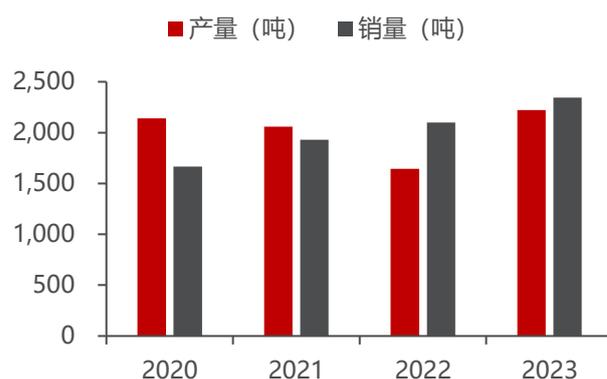
图27：2023 年稀土业务营收同比下降 7.46%至 48.27 亿元（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2023 年，公司磁性材料产销量同比增长。稀土氧化物产量同比上升 9.89%至 4088 吨，销量同比上涨 15.31%至 4458 吨，产销率为 109.05%。稀土金属产量同比上涨 35.24%至 2222 吨，销量同比增长 11.67%至 2345 吨，产销率为 105.54%。磁性材料产量同比增长 10.51%至 7620 吨，销量同比增长 17.44%至 7628 吨，产销率为 100.10%。

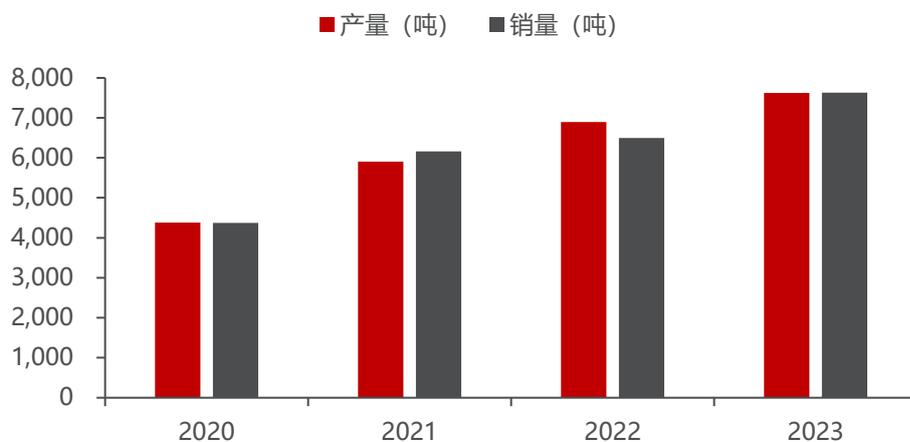
图28：厦门钨业稀土氧化物产销量情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图29：厦门钨业稀土金属产销量情况


资料来源：wind，民生证券研究院

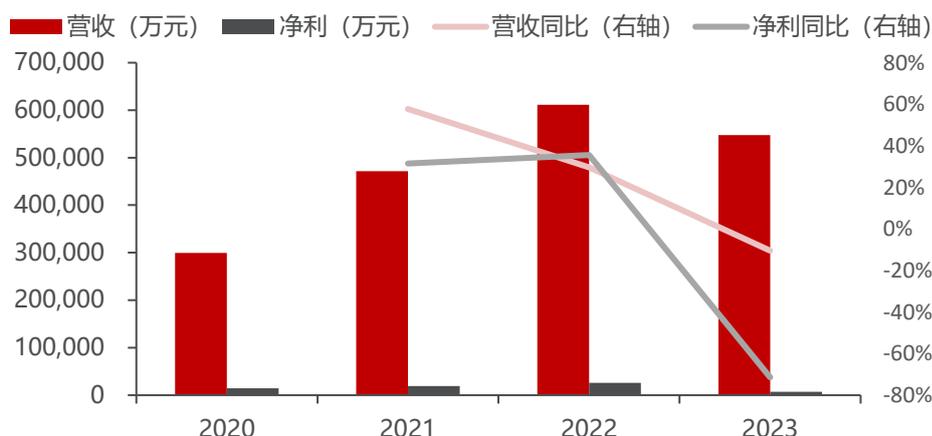
图30：厦门钨业磁性材料产销量情况



资料来源：wind，民生证券研究院

2023年，公司稀土板块子公司金龙稀土（原长汀金龙）营收同比下降10.46%至54.76亿元，净利同比下降71.41%至7330.85万元。金龙稀土（原长汀金龙）主要生产销售稀土氧化物、稀土金属、磁性材料、晶体材料产品。2023年金龙稀土净利润下滑主要由于产品价格下行，市场竞争加剧，公司整体销售收入和盈利同比下降。此外，由于与中国稀土集团进行整合，原子公司龙岩稀土公司和原金龙稀土冶炼分离业务2024年不再纳入合并报表范围。

图31：2023年，金龙稀土营收同比下降10.46%至54.76亿元，净利同比下降71.41%至7330.85万元



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2025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2025年底项目建设完成，届时磁材产能将提升至1.7万吨。

表5: 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 2025 年底项目建设完成 |

资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院整理

2.5 房地产板块: 大幅减亏

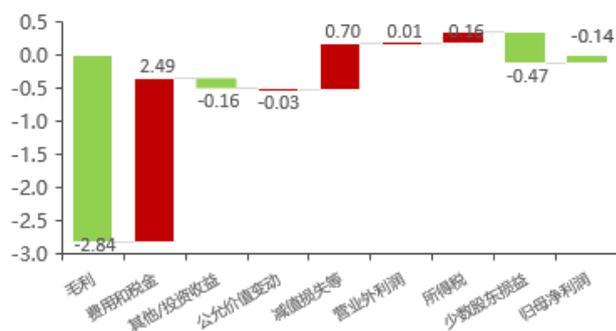
2023 年房地产业务实现营业收入 1.35 亿元, 同比下降 25.30%; 利润总额 -1.33 亿元, 同比减亏 3.03 亿元。2023 年, 公司完成控股子公司厦门滕王阁持有的成都同基 47.5% 的股权受让, 并于年底与收购方签署成都滕王阁地产和成都滕王阁物业的股权受让协议。公司积极推进房地产业务的剥离, 对业绩拖累将缓解。

2.6 2024Q1 点评: 光伏钨丝继续放量, 稀土、能源新材料板块有所拖累

2024Q1 vs 2023Q4: 2024Q1 归母净利润环比减少 0.14 亿元, 主要的增利点在于费用和税金 (+2.49 亿元)、减值损失等 (+0.70 亿元)、所得税 (+0.16 亿元); 主要的减利点包括毛利 (-2.84 亿元)、少数股东损益 (-0.47 亿元)。

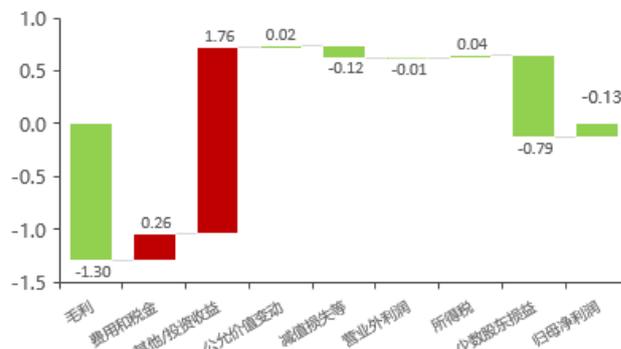
2024Q1 vs 2023Q1: 2024Q1 归母净利润同比减少 0.13 亿元, 主要的增利点在于其他/投资收益 (+1.76 亿元)、费用和税金 (+0.26 亿元); 主要的减利点包括毛利 (-1.30 亿元)、少数股东损益 (-0.79 亿元)。

图32: 2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图33: 2024Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)

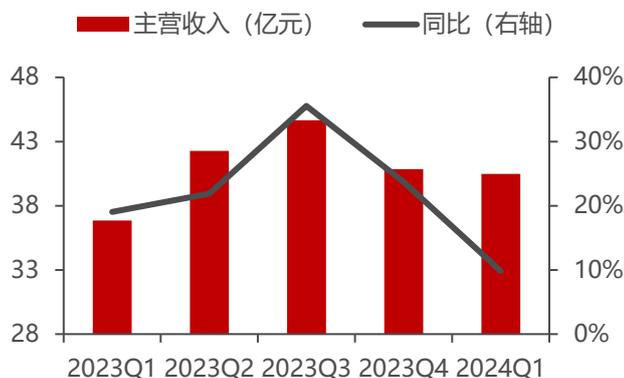


资料来源: wind, 民生证券研究院

24Q1 公司光伏钨丝继续放量, 钨冶炼环节拖累, 钨钼板块实现利润总额 5.4 亿元, 同比下降 4.59%。光伏钨丝继续放量, 24Q1 共实现细钨丝 (包含光伏钨丝) 销量 341 亿米, 同比增长 141%。钨价上涨, 24Q1 钨精矿价格环比+2.89%,

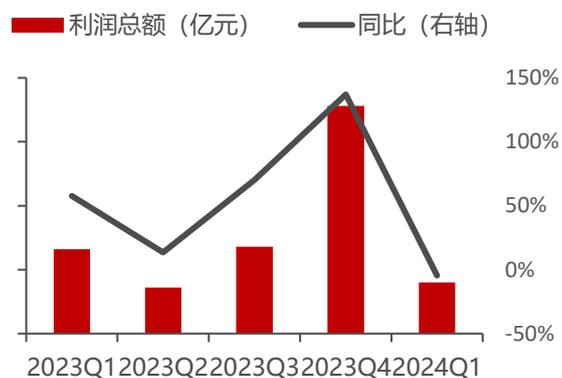
同比+4.85%，增厚公司钨矿产品利润。但由于公司钨冶炼的副产品三氧化钨的产销量及价格同比有一定下降，钨冶炼环节利润有所减少，拖累钨钼板块盈利。

图34：钨钼板块季度营收（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：钨钼板块季度利润（单位：亿元）

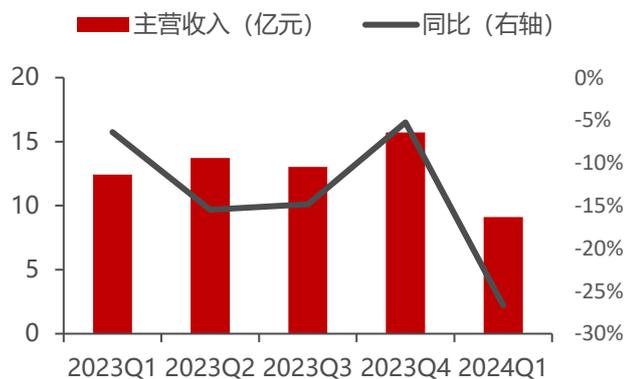


资料来源：wind，民生证券研究院

24Q1 稀土板块同比大幅下滑,实现利润总额 0.40 亿元,同比下降 64.91%。

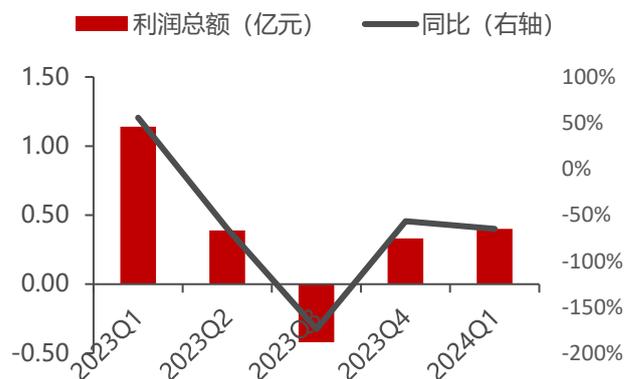
公司稀土业务营业收入 9.12 亿元，同比下降 26.69%；稀土板块 24Q1 实现利润总额 0.40 亿元，同比下降 64.91%。一方面与中国稀土集团进行整合，原子公司龙岩稀土公司和原金龙稀土冶炼分离业务不再纳入合并报表范围，此外原材料价格下降和竞争加剧，稀土深加工产品盈利有所下降。

图36：稀土板块季度营收（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图37：稀土板块季度利润（单位：亿元）



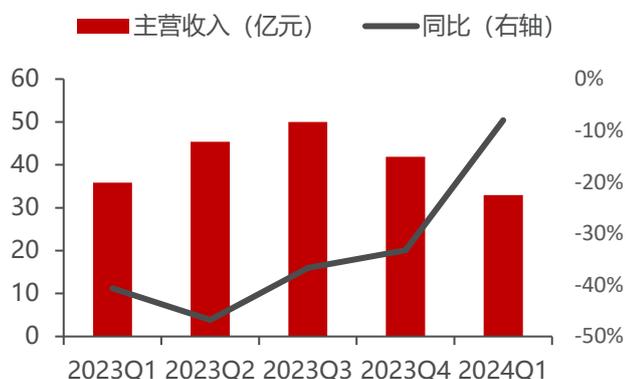
资料来源：wind，民生证券研究院

24Q1 能源新材料板块低迷,实现利润总额 1.14 亿元,同比下降 5.31%。

24Q1 电池材料出货增加，其中三元材料实现销量 1.59 万吨，同比+249%；钴酸锂产品销量 0.84 万吨，+62%，但由于产品竞争激烈，能源新材料盈利同比下

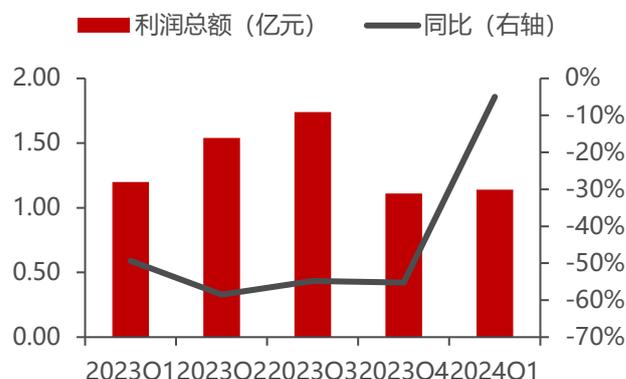
滑。

图38: 能源新材料板块季度营收 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

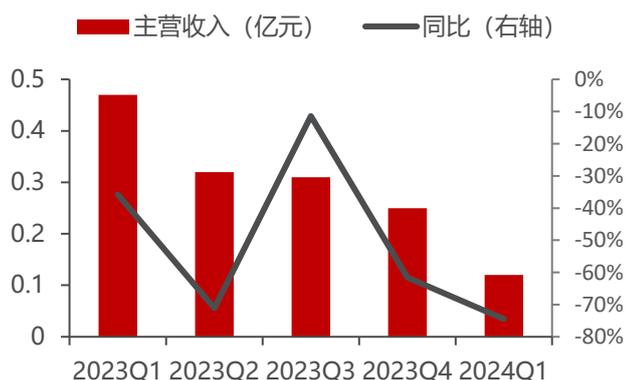
图39: 能源新材料板块季度利润 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

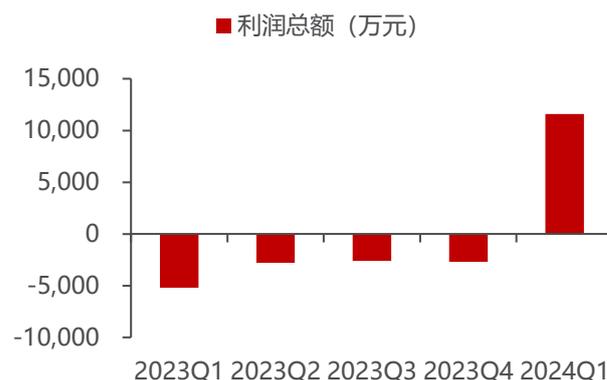
24Q1 房地产确认投资收益 1.45 亿元。 24Q1 房地产业务实现营业收入 0.12 亿元, 同比下降 73.72%; 实现利润总额 1.16 亿元, 同比增加 1.68 亿元, 主要由于完成处置成都滕王阁地产及成滕物业股权, 确认投资收益 1.45 亿元。

图40: 房地产板块季度营收 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图41: 房地产板块季度利润 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

公司光伏钨丝持续放量, 叠加钨价上涨增厚矿端利润, 公司钨钼板块表现强劲。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 19.67/23.17/27.00 亿元, 对应现价, 2024-2026 年 PE 依次为 14/12/10 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) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 39,398 | 44,675 | 49,516 | 52,436 |
| 营业成本 | 32,888 | 36,758 | 40,725 | 42,759 |
| 营业税金及附加 | 251 | 268 | 297 | 315 |
| 销售费用 | 369 | 402 | 465 | 472 |
| 管理费用 | 968 | 1,028 | 1,139 | 1,206 |
| 研发费用 | 1,609 | 1,787 | 1,981 | 2,097 |
| EBIT | 3,351 | 4,450 | 5,043 | 5,724 |
| 财务费用 | 509 | 492 | 513 | 518 |
| 资产减值损失 | -368 | -348 | -325 | -304 |
| 投资收益 | 95 | 45 | 50 | 52 |
| 营业利润 | 2,935 | 3,656 | 4,255 | 4,955 |
| 营业外收支 | -18 | -12 | -12 | -12 |
| 利润总额 | 2,917 | 3,644 | 4,243 | 4,943 |
| 所得税 | 400 | 547 | 594 | 692 |
| 净利润 | 2,517 | 3,097 | 3,649 | 4,251 |
| 归属于母公司净利润 | 1,602 | 1,967 | 2,317 | 2,700 |
| EBITDA | 4,526 | 5,779 | 6,734 | 7,753 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,851 | 2,903 | 3,489 | 3,882 |
| 应收账款及票据 | 6,443 | 6,893 | 7,754 | 8,495 |
| 预付款项 | 334 | 368 | 407 | 556 |
| 存货 | 7,419 | 7,911 | 8,937 | 9,772 |
| 其他流动资产 | 3,022 | 3,163 | 3,377 | 3,930 |
| 流动资产合计 | 20,069 | 21,238 | 23,965 | 26,635 |
| 长期股权投资 | 3,300 | 3,300 | 3,300 | 3,300 |
| 固定资产 | 10,138 | 12,084 | 12,982 | 13,856 |
| 无形资产 | 1,656 | 1,703 | 1,748 | 1,792 |
| 非流动资产合计 | 19,203 | 21,192 | 22,081 | 22,795 |
| 资产合计 | 39,273 | 42,429 | 46,046 | 49,430 |
| 短期借款 | 2,166 | 1,966 | 1,966 | 1,966 |
| 应付账款及票据 | 5,566 | 5,539 | 6,025 | 5,857 |
| 其他流动负债 | 3,167 | 3,839 | 3,716 | 3,412 |
| 流动负债合计 | 10,899 | 11,344 | 11,707 | 11,235 |
| 长期借款 | 7,027 | 7,227 | 7,427 | 7,627 |
| 其他长期负债 | 2,276 | 2,291 | 2,291 | 2,291 |
| 非流动负债合计 | 9,303 | 9,518 | 9,718 | 9,918 |
| 负债合计 | 20,201 | 20,862 | 21,425 | 21,153 |
| 股本 | 1,418 | 1,418 | 1,418 | 1,418 |
| 少数股东权益 | 7,859 | 8,990 | 10,322 | 11,873 |
| 股东权益合计 | 19,071 | 21,568 | 24,621 | 28,276 |
| 负债和股东权益合计 | 39,273 | 42,429 | 46,046 | 49,430 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -18.30 | 13.40 | 10.83 | 5.90 |
| EBIT 增长率 | 5.75 | 32.81 | 13.31 | 13.51 |
| 净利润增长率 | 10.75 | 22.80 | 17.80 | 16.52 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 16.52 | 17.72 | 17.75 | 18.45 |
| 净利润率 | 4.07 | 4.40 | 4.68 | 5.15 |
| 总资产收益率 ROA | 4.08 | 4.64 | 5.03 | 5.46 |
| 净资产收益率 ROE | 14.29 | 15.64 | 16.20 | 16.46 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.84 | 1.87 | 2.05 | 2.37 |
| 速动比率 | 1.04 | 1.05 | 1.15 | 1.35 |
| 现金比率 | 0.26 | 0.26 | 0.30 | 0.35 |
| 资产负债率 (%) | 51.44 | 49.17 | 46.53 | 42.79 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 57.45 | 56.00 | 56.00 | 58.00 |
| 存货周转天数 | 82.34 | 82.00 | 83.00 | 86.00 |
| 总资产周转率 | 1.00 | 1.09 | 1.12 | 1.10 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.13 | 1.39 | 1.63 | 1.90 |
| 每股净资产 | 7.91 | 8.87 | 10.08 | 11.57 |
| 每股经营现金流 | 3.02 | 2.59 | 2.95 | 2.92 |
| 每股股利 | 0.40 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 18 | 14 | 12 | 10 |
| PB | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 8.17 | 6.40 | 5.49 | 4.77 |
| 股息收益率 (%) | 2.01 | 2.11 | 2.11 | 2.11 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 2,517 | 3,097 | 3,649 | 4,251 |
| 折旧和摊销 | 1,175 | 1,329 | 1,691 | 2,029 |
| 营运资金变动 | -132 | -1,772 | -2,094 | -3,076 |
| 经营活动现金流 | 4,286 | 3,676 | 4,189 | 4,145 |
| 资本开支 | -2,100 | -3,233 | -2,591 | -2,754 |
| 投资 | -530 | -2 | -2 | -2 |
| 投资活动现金流 | -2,586 | -3,260 | -2,544 | -2,703 |
| 股权募资 | 1,339 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -16 | 749 | 79 | 100 |
| 筹资活动现金流 | -1,040 | -365 | -1,059 | -1,049 |
| 现金净流量 | 681 | 52 | 586 | 393 |

插图目录

| | |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2023 年, 公司实现营收 393.98 亿元..... | 3 |
| 图 2: 2023 年, 公司实现归母净利润 16.02 亿元..... | 3 |
| 图 3: 2024Q1, 公司实现营收 82.70 亿元..... | 3 |
| 图 4: 2024Q1, 公司实现归母净利润 4.27 亿元..... | 3 |
| 图 5: 2023 年, 电池材料营收占比最大为 43.50% (单位: %)..... | 4 |
| 图 6: 2023 年, 钨钼板块毛利润最大为 44.74 亿元 (单位: 亿元)..... | 4 |
| 图 7: 2023 年, 钨钼板块毛利率最高为 28.73%..... | 4 |
| 图 8: 2023 年, 公司净利率为 6.39%..... | 5 |
| 图 9: 2023 年, 三费费用率上升至 4.69%..... | 5 |
| 图 10: 2023 年, 研发费用下滑至 16.09 亿元..... | 5 |
| 图 11: 2023 年, 资产减值损失 3.68 亿元..... | 5 |
| 图 12: 2023 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 23.23%至 155.69 亿元 (单位: 亿元)..... | 6 |
| 图 13: 2023 年厦门钨业细钨丝产销量分别为 871 亿米、868 亿米..... | 7 |
| 图 14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)..... | 7 |
| 图 15: 2023 年, 厦门虹鹭营收同比增长 83.95%至 31.15 亿元, 净利同比增长 165.96%至 8.33 亿元..... | 7 |
| 图 16: 2023 年厦门钨业硬质合金产销量分别为 6843 吨、6785 吨..... | 8 |
| 图 17: 2023 年, 厦门金鹭营收同比下降 0.31%至 44.72 亿元, 净利同比上升 24.91%至 5.01 亿元..... | 8 |
| 图 18: 2023 年, 洛阳金鹭营收同比增长 4.13%至 8.01 亿元, 净利同比增长 56.78%至 7520.13 万元..... | 9 |
| 图 19: 2023 年, 九江金鹭营收同比上升 0.95%至 15.15 亿元, 净利同比下降 8.47%至 7192.21 万元..... | 9 |
| 图 20: 2023 年, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 12.67%至 14.78 亿元..... | 10 |
| 图 21: 2023 年, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 8.01%至 5.07 亿元..... | 10 |
| 图 22: 2023 年 APT 产量同比减少 2.05%至 2.35 万吨, 销量同比减少 24.48%至 5164 吨..... | 10 |
| 图 23: 2023 年钨粉末产量同比减少 2.70%至 1.39 万吨, 销量同比减少 8.92%至 1.17 万吨..... | 10 |
| 图 24: 2023 年电池材料营收同比下降 40.08%至 171.36 亿元 (单位: 亿元)..... | 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: 2023 年稀土业务营收同比下降 7.46%至 48.27 亿元 (单位: 亿元)..... | 13 |
| 图 28: 厦门钨业稀土氧化物产销量情况..... | 13 |
| 图 29: 厦门钨业稀土金属产销量情况..... | 13 |
| 图 30: 厦门钨业磁性材料产销量情况..... | 14 |
| 图 31: 2023 年, 金龙稀土营收同比下降 10.46%至 54.76 亿元, 净利同比下降 71.41%至 7330.85 万元..... | 14 |
| 图 32: 2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)..... | 15 |
| 图 33: 2024Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)..... | 15 |
| 图 34: 钨钼板块季度营收 (单位: 亿元)..... | 16 |
| 图 35: 钨钼板块季度利润 (单位: 亿元)..... | 16 |
| 图 36: 稀土板块季度营收 (单位: 亿元)..... | 16 |
| 图 37: 稀土板块季度利润 (单位: 亿元)..... | 16 |
| 图 38: 能源新材料板块季度营收 (单位: 亿元)..... | 17 |
| 图 39: 能源新材料板块季度利润 (单位: 亿元)..... | 17 |
| 图 40: 房地产板块季度营收 (单位: 亿元)..... | 17 |
| 图 41: 房地产板块季度利润 (单位: 万元)..... | 17 |

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: 厦门钨业硬质合金业务在建工程和计划建设情况..... | 8 |
| 表 3: 截至 2023 年 12 月厦门钨业钨矿矿山情况..... | 9 |
| 表 4: 能源新材料板块重点项目..... | 12 |
| 表 5: 厦门钨业稀土业务板块在建项目..... | 15 |

公司财务报表数据预测汇总.....20

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。 | 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