

## 深耕三大核心业务，产业链海外布局加速

### ——厦门钨业(600549)首次覆盖报告

## 增持|首次推荐

#### 报告要点:

#### ● 公司专注于钨钼、稀土和能源新材料三大核心业务

**钨钼板块**，公司钨产业链完整，同时以伴生难冶炼的钼矿为原料生产性能优异的钨酸铵、钨粉、钨坯、钨丝以及钨坩埚等钨制品，目前有三家在产钨矿企业（洛阳豫鹭、宁化行洛坑、都昌金鼎）和一家在建钨矿企业（博白巨典）。**稀土板块**，公司拥有从稀土采选、冶炼分离到稀土深加工的完整产业链，是国家重点稀土集团，同时利用在稀土永磁材料产业的基础优势，布局稀土永磁电机业务。**能源新材料板块**，公司保持在钴酸锂、氢能材料细分领域的行业领先地位，同时在三元材料细分领域的行业主流企业地位不断提升，公司执行大客户战略，拓展了国内外众多知名电池客户。

#### ● 下游行业需求分化：钨价高位震荡，稀土/电池材料价格承压

**钨行业方面**，国内钨消费量整体小幅增长，2023年消费合计6.42万吨，同比增长1.39%，钨价整体呈高位震荡走势，同比有所上涨，2024年钨市场将总体保持供应偏紧格局。ITIA预计全球钨消费将稳步增长，2020-2030年CAGR由2.1%上调至2.9%。**稀土行业方面**，下游应用包括风电、家电、新能源汽车、工业电机等，终端领域需求坚挺，2023年国内氧化镨钕产量8.24万吨，同比增长19.39%，稀土金属及氧化物价格整体呈高位震荡下行态势。安泰科预计2024年全球钕铁硼磁材产量将上升至34万吨，国内产量将达到31.7万吨，同比增长7.26%。**电池材料行业方面**，国内三元材料总产量为59.01万吨，同比下降2.0%；钴酸锂产量为7.87万吨，同比增长2.2%。受产能过剩、供应充足、库存高企的影响，2023年镍、钴、锂及正极材料价格均出现大幅下滑，2024年国内产能扩张将放缓，全年供需格局有望逐步优化。

#### ● 钨钼板块贡献主要利润，公司全年实现净利润平稳增长

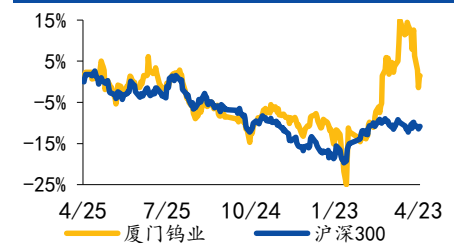
公司主要优势产品钨粉末、细钨丝、硬质合金棒材、钨酸铵、钴酸锂等市场份额保持前列，切削工具等重点产品市场份额和盈利能力提升。2023年公司实现营收393.98亿元，同比下降18.30%；实现归母净利润16.02亿元，同比增加10.75%。分业务看，**钨钼等有色金属业务**2023年实现营收164.63亿元，同比增长25.10%，利润总额23.48亿元，同比增长61.84%。**2024Q1细钨丝产品保持较快增长，实现销量341亿米，同比增长141%，销售收入同比增长80%。****稀土氧化物、稀土金属产品**2023年实现营收54.9亿元，同比下降10.59%，利润总额1.44亿元，同比下降54.54%。2024Q1稀土营收9.12(-26.66%)，利润总额0.40亿元(-64.79%)，一方面因为与中国稀土集团整合，原子公司龙岩稀土公司和原金龙稀土冶炼分离业务出表，另一方面由于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。**能源新材料方面**，2023年钴酸锂销量3.46万吨，同比增加4.16%，市场份额稳居龙头地位；三元材料销量3.74万吨，同比下降19.39%；叠加原材料和产品价格大幅下降，整体盈利能力下滑，全年营收173.11亿元，同比下降39.77%，利润总额5.59亿元，同比下降54.98%。**2024Q1公司三元材料和钴酸锂销量实现大幅增长，分别为1.59万吨(+249%)、0.84万吨(+62%)。**

当前价：19.02元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元):	21.55 / 14.06
A股流通股(百万股):	1414.65
A股总股本(百万股):	1418.29
流通市值(百万元):	26906.61
总市值(百万元):	26975.78

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师	马捷
执业证书编号	S0020522080002
电话	021-51097188
邮箱	majie@gyzq.com.cn
联系人	王鹏
电话	021-51097188
邮箱	wangpeng@gyzq.com.cn

● **毛利率和净利率提升，多领域研发取得重大创新成果**

2023年,公司销售毛利率为16.52%,较2022年同期增加2.91pct;销售净利率为6.39%,较2022年同期增加1.86pct。期间费用率方面,研发费用率和管理费用率较高,二者相较于同期分别增加0.49pct和0.61pct。2020年至2023年,公司研发费用分别为8.61亿元、12.76亿元、17.29亿元、16.09亿元。公司承担了国家重点研发计划项目等国家各级科研项目22项,取得多项具有突破性的科研成果,“高性能钨钼制品的关键制备技术与应用”、“航空轻合金零件精密加工用高强韧性刀具的研制及产业化”、“超硬材料合成用高性能硬质合金顶锤关键技术及产业化”等项目荣获省、市科技奖。此外,公司持续推进知识产权强企建设,2023年入选厦门市实施知识产权管理国际标准ISO56005首批试点企业,新增授权专利337项(其中发明专利176项)。

● **公司资源保障能力强，产业链海外布局速度加快**

公司强化原材料供应链管控体系,多管齐下保障主材供应。一方面,加快行洛坑和都昌金鼎钨矿山生产延续及技改提升项目,为后端钨深加工提供稳定资源保障;与中国稀土集团合作整合福建省内稀土资源,与赤峰黄金合资设立参股子公司上海赤金厦钨资源开发有限公司,专注于开发老挝稀土资源;与锂电池正极材料上游企业合作,公司现为腾远钴业第三大股东,同时公司权属公司厦钨新能与对家上游企业开展股权合作。另一方面,拓展金属资源回收渠道,提升金属资源再生能力,公司泰国金鹭硬质合金生产基地二期和韩国厦钨钨废料回收生产基地等海外项目建设有序推进,有利于完善钨产业链产能布局,增强国际化采购、制造、销售等综合竞争力。

● **投资建议与盈利预测**

随着制造业的转型升级,以新能源汽车、智能制造、机器人、电子、节能环保等为代表的新兴产业快速发展,叠加锂电产业链布局出海,钨、稀土以及电池材料的需求有望迎来较快增长。我们预计2024-2026年,公司归母净利润分别为:18.57、22.55和27.89亿元,按照最新股本测算,对应基本每股收益分别为:1.31、1.59和1.97元/股,按照最新股价测算,对应PE估值分别为14.52、11.96和9.67倍,给予公司“增持”的投资评级。

● **风险提示**

经济波动影响需求和价格风险、行业政策变动风险、产业重点项目不及预期风险。

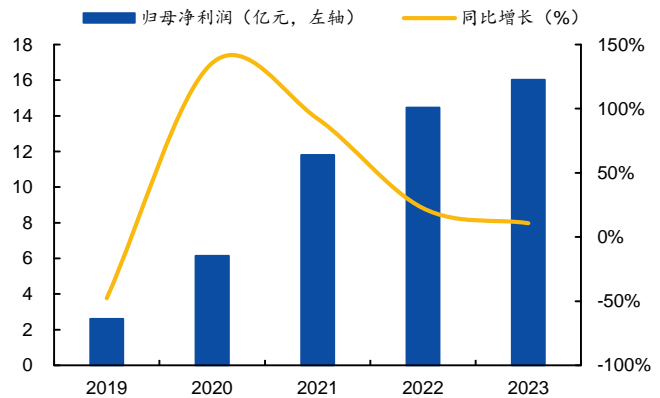
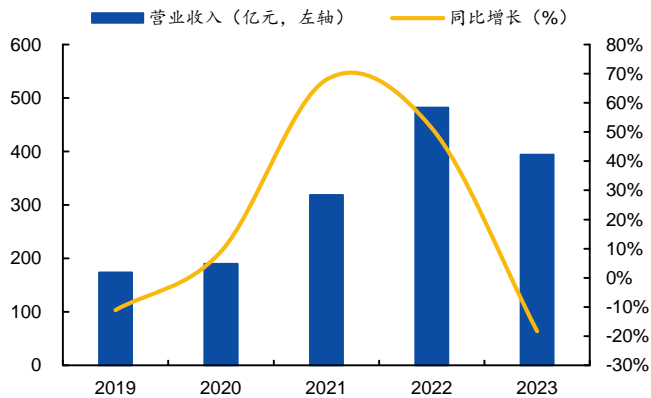
**附表：盈利预测**

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48222.79	39397.91	40420.78	46708.71	55979.63
收入同比(%)	51.40	-18.30	2.60	15.56	19.85
归母净利润(百万元)	1446.19	1601.70	1857.40	2255.07	2788.61
归母净利润同比(%)	22.68	10.75	15.96	21.41	23.66
ROE(%)	14.48	14.29	14.92	16.01	17.33
每股收益(元)	1.02	1.13	1.31	1.59	1.97
市盈率(P/E)	18.65	16.84	14.52	11.96	9.67

资料来源: Wind, 国元证券研究所 (本报告数据更新至2024年4月25日)

图 1：公司近 5 年营业收入年均复合增速为 22.68%

图 2：公司近 5 年归母净利润年均复合增速为 57.44%

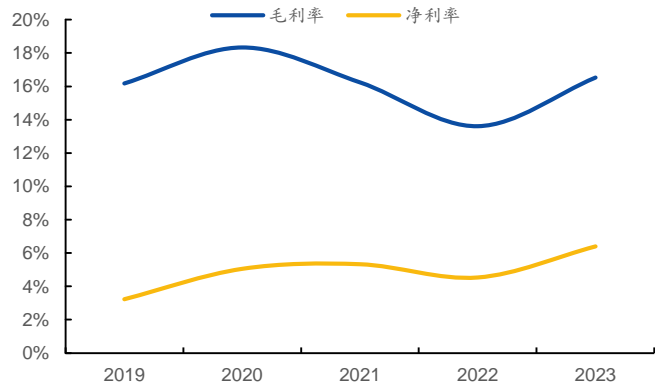
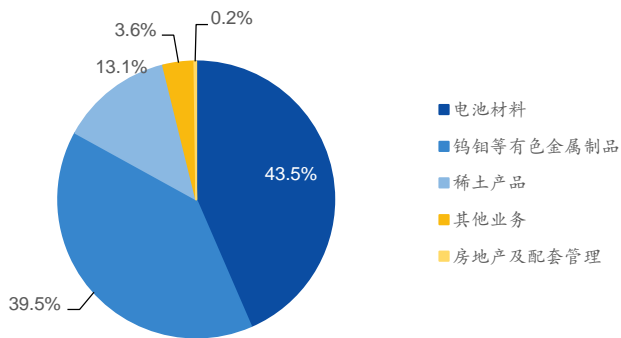


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2023 年公司营收结构

图 4：公司毛利率与净利率

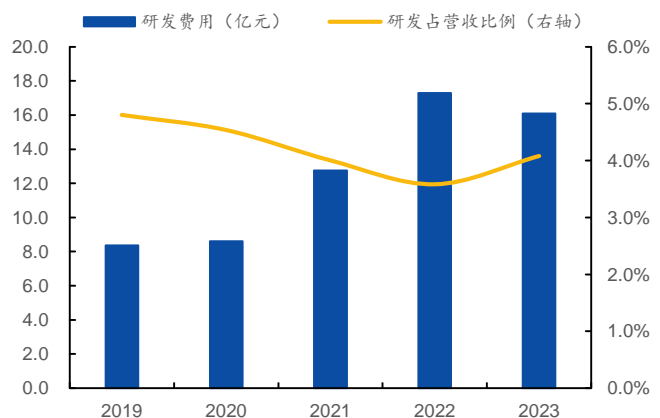
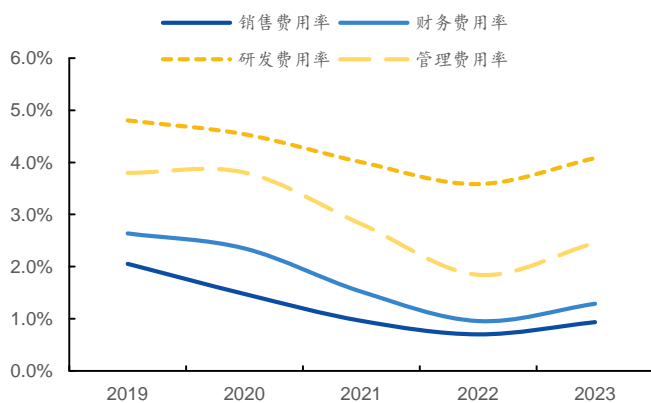


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司近 5 年期间费用率

图 6：公司近 5 年研发费用及占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	22552.94	20069.25	25048.33	28880.05	34345.06
现金	2171.83	2851.09	7327.16	9030.88	11051.08
应收账款	7455.05	6200.62	6342.89	7318.72	8782.21
其他应收款	1098.21	186.20	516.10	549.07	611.38
预付账款	504.49	334.12	346.72	407.74	480.68
存货	8707.19	7418.94	7796.21	8725.76	10521.71
其他流动资产	2616.16	3078.28	2719.24	2847.88	2898.01
<b>非流动资产</b>	17257.82	19203.27	20284.74	21496.47	22445.56
长期投资	2831.48	3300.21	2953.41	3048.69	3058.85
固定资产	9977.99	10138.18	11331.28	12336.42	13140.34
无形资产	1571.55	1655.83	1755.86	1834.53	1921.26
其他非流动资产	2876.80	4109.05	4244.20	4276.84	4325.12
<b>资产总计</b>	39810.76	39272.52	45333.07	50376.53	56790.62
<b>流动负债</b>	15585.16	10898.56	13039.95	13432.24	14674.28
短期借款	4224.24	2165.60	3289.95	3070.88	2993.02
应付账款	3448.74	3674.31	3780.85	4141.84	5066.87
其他流动负债	7912.18	5058.66	5969.15	6219.52	6614.38
<b>非流动负债</b>	8165.56	9302.77	11004.24	12811.08	14469.91
长期借款	5326.88	7026.59	8720.98	10436.63	12142.53
其他非流动负债	2838.68	2276.18	2283.26	2374.45	2327.38
<b>负债合计</b>	23750.72	20201.33	24044.19	26243.32	29144.19
少数股东权益	6069.53	7859.39	8837.45	10051.73	11557.36
股本	1418.46	1418.29	1418.29	1418.29	1418.29
资本公积	3277.41	3312.94	3312.94	3312.94	3312.94
留存收益	5224.12	6338.51	7628.60	9245.34	11251.18
归属母公司股东权益	9990.50	11211.81	12451.44	14081.48	16089.08
<b>负债和股东权益</b>	39810.76	39272.52	45333.07	50376.53	56790.62

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-360.43	4285.78	4826.86	3938.15	4347.00
净利润	2182.70	2517.44	2835.46	3469.36	4294.23
折旧摊销	1037.92	1147.96	1210.09	1442.01	1677.83
财务费用	463.31	509.28	456.96	508.20	553.21
投资损失	29.36	-94.83	-53.10	-53.26	-60.14
营运资金变动	-4689.99	-153.45	437.51	-1550.19	-2269.41
其他经营现金流	616.28	359.37	-60.06	122.04	151.27
<b>投资活动现金流</b>	-1945.50	-2585.75	-1886.38	-2703.93	-2602.29
资本支出	1732.68	2103.80	2379.38	2440.85	2467.85
长期投资	304.50	539.70	-218.08	73.18	-0.24
其他投资现金流	91.68	57.76	274.92	-189.90	-134.68
<b>筹资活动现金流</b>	2887.10	-1040.50	1535.58	469.51	275.48
短期借款	-570.19	-2058.64	1124.35	-219.07	-77.86
长期借款	1811.26	1699.70	1694.39	1715.64	1705.90
普通股增加	0.00	-0.17	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-462.19	35.53	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	2108.22	-716.92	-1283.16	-1027.07	-1352.56
现金净增加额	618.84	680.50	4476.07	1703.73	2020.19

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	48222.79	39397.91	40420.78	46708.71	55979.63
营业成本	41658.77	32888.09	33499.63	38539.75	46072.64
营业税金及附加	249.12	250.56	256.88	287.66	350.30
营业费用	339.40	369.29	349.07	402.41	489.74
管理费用	889.85	968.06	934.95	1066.42	1299.90
研发费用	1728.94	1608.57	1578.06	1826.57	2203.99
财务费用	463.31	509.28	456.96	508.20	553.21
资产减值损失	-464.78	-368.43	-362.90	-381.72	-373.23
公允价值变动收益	-0.27	4.03	2.60	3.07	2.91
投资净收益	-29.36	94.83	53.10	53.26	60.14
<b>营业利润</b>	2588.61	2935.13	3318.19	4057.56	5012.45
营业外收入	17.82	12.63	13.77	14.07	13.73
营业外支出	34.84	30.72	35.68	33.88	33.95
<b>利润总额</b>	2571.59	2917.05	3296.28	4037.74	4992.23
所得税	388.89	399.61	460.82	568.39	697.99
<b>净利润</b>	2182.70	2517.44	2835.46	3469.36	4294.23
少数股东损益	736.51	915.74	978.06	1214.29	1505.62
<b>归属母公司净利润</b>	1446.19	1601.70	1857.40	2255.07	2788.61
EBITDA	4089.84	4592.37	4985.24	6007.77	7243.50
EPS (元)	1.02	1.13	1.31	1.59	1.97

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	51.40	-18.30	2.60	15.56	19.85
营业利润(%)	30.79	13.39	13.05	22.28	23.53
归属母公司净利润(%)	22.68	10.75	15.96	21.41	23.66
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.61	16.52	17.12	17.49	17.70
净利率(%)	3.00	4.07	4.60	4.83	4.98
ROE(%)	14.48	14.29	14.92	16.01	17.33
ROIC(%)	12.35	13.58	14.21	15.43	16.81
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.66	51.44	53.04	52.09	51.32
净负债比率(%)	45.52	51.31	54.65	55.91	55.90
流动比率	1.45	1.84	1.92	2.15	2.34
速动比率	0.89	1.16	1.32	1.50	1.62
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.33	1.00	0.96	0.98	1.04
应收账款周转率	7.23	5.45	6.08	6.45	6.56
应付账款周转率	10.22	9.23	8.99	9.73	10.01
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.13	1.31	1.59	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	3.02	3.40	2.78	3.06
每股净资产(最新摊薄)	7.04	7.91	8.78	9.93	11.34
<b>估值比率</b>					
P/E	18.65	16.84	14.52	11.96	9.67
P/B	2.70	2.41	2.17	1.92	1.68
EV/EBITDA	9.58	8.53	7.86	6.52	5.41

### 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188