

股票投资评级

买入 | 维持

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)	20.20
总股本/流通股本(亿股)	14.18 / 14.15
总市值/流通市值(亿元)	286 / 286
52周内最高/最低价	21.55 / 14.06
资产负债率(%)	51.4%
市盈率	17.80
第一大股东	福建省稀有稀土(集团)有限公司

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)
光伏钨丝放量，整体维持高增
● 投资要点

事件：公司发布 2023 年度报告和 2024 年度一季报，2023 年公司实现营业收入 393.98 亿元，同比-18.30%，实现归母净利润 16.02 亿元，同比+10.75%，实现扣非归母净利润 14.00 亿元，同比+13.29%。2023 年 Q4 实现营业收入 98.70 亿元，同/环比-12.71%/-8.59%；实现归母净利润/扣非归母净利润 4.41/3.36 亿元，同比+215.00%/366.67%，环比+19.19%/-2.04%。2024 年 Q1 实现营业收入 82.70 亿元，同/环比-3.41%/-16.21%；实现归母净利润/扣非归母净利润 4.27/3.21 亿元，同比-2.95%/-23.21%，环比-3.17%/-10.42%。

2023 年光伏用钨丝放量增长。公司 2023 年业绩改善主要由于钨钼业务整体向好，深加工产品尤其是光伏用钨丝大幅增长。公司钨钼等有色金属制品业务实现毛利 44.74 亿元，同比增长 43.37%，毛利率为 28.73%，同比+4.04pct。(1) 公司 2023 年细钨丝销量达 868 亿米，其中光伏用钨丝销量达 760 亿米，相关子公司厦门虹鹭净利润达 8.33 亿元，同比增长 165.96%；(2) 2023 年钨精矿价格相对于 2022 年上涨 4.26%，子公司宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭实现净利润 1.87/1.56/1.64 亿元，同比增长 7.23%/4.91%/12.11%。(3) 切削工具产品深耕中高端市场，销售收入同比增加，利润大幅增长，子公司洛阳金鹭实现净利润 0.75 亿元，同比增加 56.78%。

市场竞争加剧，电池材料/稀土业务承压。2023 年公司电池材料业务贡献毛利 13.51 亿元，同比下滑 44.30%，毛利率下滑 0.60pct，钴酸锂/三元材料销量达 3.46/3.74 万吨，同比+4.16%/-19.39%，价格同比下降 43.74%/35.25%。稀土业务贡献毛利 3.45 亿元，同比下滑 49.49%，稀土氧化物/稀土金属/磁性材料销量同比+15.30%/11.68%/17.45%，氧化镨钕/钕铁硼价格同比下滑 35.89%/30.58%。

剥离稀土冶炼、地产业务，2024 年 Q1 整体维持高增。(1) 2024 年 Q1 公司钨钼等有色金属业务实现营收/利润总额 40.47/5.40 亿元，同比+9.81%/-4.59%，业绩略有下降主要由于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；细钨丝产品仍维持高增，Q1 共实现销量 341 亿米，同比增长 141%，销售收入同比增长 80%。(2) 电池材料业务实现营收/利润总额 32.99/1.14 亿元，同比-8.02%/5.31%，三元材料/钴酸锂销量为 1.59/0.84 万吨，同比+249%/62%，价格同比下滑 49.29%/60.27%，量增一定程度上基本弥补价跌。(3) 稀土业务实现营收/利润总额 9.12/0.40 亿元，同比-8.02%/-64.79%，主要因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，叠加产品价格下跌，净利润大幅下降。(4) 房地产业务实现营收/利润总额 0.12/1.16 亿元，同比-

73.72%/+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。

投资建议: 2024 年以来钨钼价格持续上行, 供给持续偏紧, 公司切削工具业务持续优化产品结构, 产能稳步提升, 1000 亿米光伏用钨丝产线项目正在建设, 有望持续带动公司盈利高增。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 405.48/470.94/495.43 亿元, 分别同比增长 2.92%/16.14%/5.20%; 归母净利润分别为 19.96/27.21/28.03 亿元, 分别同比增长 24.62%/36.32%/3.01%, 对应 EPS 分别为 1.41/1.92/1.98 元。

以 2024 年 5 月 13 日收盘价为基准, 对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 14.32/10.51/10.20 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示:**

金属价格下跌风险, 项目进度不及预期, 政策变动风险, 产销量不及预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39398	40548	47094	49543
增长率(%)	-18.30	2.92	16.14	5.20
EBITDA(百万元)	4525.96	4559.16	5885.78	6049.95
归属母公司净利润(百万元)	1601.70	1996.01	2721.00	2802.77
增长率(%)	10.75	24.62	36.32	3.01
EPS(元/股)	1.13	1.41	1.92	1.98
市盈率(P/E)	17.85	14.32	10.51	10.20
市净率(P/B)	2.55	2.17	1.80	1.53
EV/EBITDA	7.43	8.58	6.17	5.31

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	39398	40548	47094	49543	营业收入	-18.3%	2.9%	16.1%	5.2%
营业成本	32888	33964	38659	40760	营业利润	13.4%	23.9%	36.3%	3.0%
税金及附加	251	256	297	313	归属于母公司净利润	10.8%	24.6%	36.3%	3.0%
销售费用	369	380	441	464	获利能力				
管理费用	968	996	1157	1217	毛利率	16.5%	16.2%	17.9%	17.7%
研发费用	1609	1656	1923	2023	净利率	4.1%	4.9%	5.8%	5.7%
财务费用	509	0	0	0	ROE	14.3%	15.1%	17.1%	15.0%
资产减值损失	-368	0	0	0	ROIC	9.3%	9.0%	10.9%	10.1%
营业利润	2935	3635	4956	5104	偿债能力				
营业外收入	13	0	0	0	资产负债率	51.4%	45.3%	41.8%	38.5%
营业外支出	31	0	0	0	流动比率	1.84	2.40	2.80	3.25
利润总额	2917	3635	4956	5104	营运能力				
所得税	400	498	679	699	应收账款周转率	5.77	7.74	10.18	9.71
净利润	2517	3137	4277	4405	存货周转率	4.89	4.88	4.78	4.60
归母净利润	1602	1996	2721	2803	总资产周转率	1.00	1.02	1.09	1.04
每股收益(元)	1.13	1.41	1.92	1.98	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.13	1.41	1.92	1.98
货币资金	2851	2341	5144	9339	每股净资产	7.91	9.30	11.22	13.20
交易性金融资产	504	504	504	504	估值比率				
应收票据及应收账款	6443	8854	10283	10818	PE	17.85	14.32	10.51	10.20
预付款项	334	268	305	321	PB	2.55	2.17	1.80	1.53
存货	7419	9211	10484	11054	现金流量表				
流动资产合计	20069	21646	27217	32544	净利润	2517	3137	4277	4405
固定资产	10138	9720	9095	8454	折旧和摊销	1175	924	930	945
在建工程	2665	2659	2654	2649	营运资本变动	-132	-4702	-2083	-835
无形资产	1656	1676	1696	1716	其他	726	-32	0	0
非流动资产合计	19203	18894	18284	17658	经营活动现金流净额	4286	-673	3123	4515
资产总计	39273	40540	45501	50202	资本开支	-2100	-520	-320	-320
短期借款	2166	2166	2166	2166	其他	-486	-70	0	0
应付票据及应付账款	5566	2864	3260	3437	投资活动现金流净额	-2586	-590	-320	-320
其他流动负债	3167	4002	4290	4409	股权融资	1339	-13	0	0
流动负债合计	10899	9032	9716	10012	债务融资	-16	748	0	0
其他	9303	9317	9317	9317	其他	-2363	17	0	0
非流动负债合计	9303	9317	9317	9317	筹资活动现金流净额	-1040	752	0	0
负债合计	20201	18349	19033	19329	现金及现金等价物净增加额	681	-510	2803	4195
股本	1418	1418	1418	1418					
资本公积金	3313	3300	3300	3300					
未分配利润	5756	7453	9766	12148					
少数股东权益	7859	9001	10556	12159					
其他	725	1020	1428	1848					
所有者权益合计	19071	22191	26468	30873					
负债和所有者权益总计	39273	40540	45501	50202					

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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