

## 上半年业绩高速增长，钨钼利润占比维持高位

增持|维持

### ——厦门钨业 2024 年半年度报告点评

事件：公司 8 月 22 日发布 2024 年半年度报告，期内实现营业收入 171.62 亿元，同比下降 8.37%；实现归母净利润 10.17 亿元，同比增长 28.47%。

点评：

● **上游钨精矿价格上涨增厚矿山利润，公司钨钼板块业绩保持快速增长**  
2024 年上半年，公司钨钼业务整体向好，主要深加工产品保持平稳发展态势，钨钼业务实现营业收入 87.81 亿元，同比增长 10.98%；实现利润总额 14.27 亿元，同比增长 29.50%，占公司利润总额比例超过 75%。钨精矿方面，2024 年 1-6 月，国内黑钨精矿（65%WO<sub>3</sub>）均价为 13.44 万元/吨，较 2023 年同期上涨 13.04%。公司三大矿业业绩显著提升，2024 年上半年实现营业收入 8.06 亿元，同比增加 11.83%，实现净利润为 3.10 亿元，同比增加 36.32%。其中，宁化行洛坑实现营业收入 3.11 亿元（同比+15.18%），净利润 1.12 亿元（同比+18.38%）；都昌金鼎实现营业收入 3.04 亿元（同比+8.40%），实现净利润 1.12 亿元（同比+89.31%）；洛阳豫鹭实现营业收入 1.91 亿元（同比+12.17%），实现净利润 0.87 亿元（同比+16.92%）。

● **光伏钨丝下游渗透率持续提升，切削工具在 3C 市场增量明显**  
**中游端**，钨冶炼产品方面，公司通过提升出口份额，增加海外矿石采购，提升自产产能利用率，利润同比大幅增加；钨粉末产品方面，由于原料成本上升，部分海外市场需求下降，销量和利润有所减少。**下游端**，钨钼丝材产品特别是光伏用钨丝产品快速扩产，产品质量持续升级，产销量及利润同比大幅增加，细钨丝上半年销量 743 亿米（其中光伏用钨丝销量 628 亿米），目前公司光伏用钨丝产品的下游渗透率已超过 40%，较 2023 年大幅提升。硬质合金棒材产品销量同比持平，但由于部分市场竞争调价，利润小幅减少；切削工具产品着力提升产品品质，在 3C 市场领域重点客户项目取得较好增量，上半年营收、利润同比增加。

● **钴酸锂行业龙头地位稳固，三元材料销量实现大幅增长**  
2024 年上半年，由于原材料与产品价格下降，市场竞争加剧，挤压盈利空间，整体营收与盈利同比减少。公司能源新材料业务实现营业收入 63 亿元，同比下降 22.43%；实现利润总额 2.46 亿元，同比下降 10.06%。3C 行业逐渐复苏，公司钴酸锂产品销量 1.84 万吨，同比增长 29.98%，市场份额进一步提升，行业龙头地位稳固；三元材料产品凭借高电压、高功率的技术优势，销量 2.63 万吨，同比增长 108.59%，行业排名得到较大提升；贮氢合金销量 1860 吨，同比增长 7.53%，继续保持行业龙头地位。

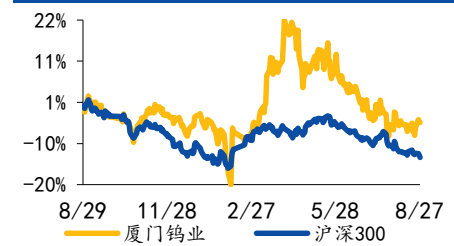
● **磁性材料盈利能力逐季改善，赤金厦钨老挝项目实现产出**  
2024 年上半年，公司稀土业务实现营业收入 20.54 亿元，同比下降 21.48%；实现利润总额 1.17 亿元，同比下降 23.50%。公司与中国稀土集团进行整合，原控股子公司龙岩稀土公司和原金龙稀土冶炼分离业务不再纳入合并报表范围，这部分业务的归属利润和收入同比大幅度下降，叠加原材料价格下降及行业竞争加剧，稀土深加工产品盈利同比有所下降。公司磁性材料产品加大新能源汽车市场与海外客户拓展，稳固风电领域重点客户份额，上半年销量同比增长 13%，盈利能力逐季改善。参股公司赤金厦钨完成老挝川圹省勐康稀土矿项目收购及全面接收，已开始产出少量稀土矿半成品。

当前价： 16.52 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）：	23369.99
总市值（百万元）：	23430.07

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-厦门钨业(600549)首次覆盖报告：深耕三大核心业务，产业链海外布局加速》  
2024.04.26

#### 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

● **期间费用率小幅增长，总体盈利能力持续提升**

**期间费用方面**，2024年上半年公司期间费用率为8.92%（同比+0.38pct）。其中，管理费用率为2.69%（同比+0.29pct），主要为本期职工薪酬、折旧摊销、管理咨询等费用增加导致；财务费用率为0.84%（同比-0.69pct），主要为本期有息负债同比减少，且融资成本同比下降，利息支出减少，财务费用同比减少；销售费用率为1.06%（同比+0.18pct），主要为本期销售人员薪酬增加，委托代销费和展销活动等增加导致；研发费用率为4.34%（同比+0.6pct），主要系本期子公司研发投入增加。**盈利能力方面**，2023年，公司毛利率为16.52%（同比+2.91pct）；净利率为6.39%（同比+1.86pct）。2024年上半年公司毛利率为19.02%（同比+2.13pct）；净利率为9.34%（同比+2.65pct）。

● **三大板块重点项目有序推进，新增洛阳金鹭硬面材料扩产项目和厦钨新能高端能源材料工程创新中心项目**

**钨钼板块**，公司宁化行洛坑钨矿建设长石、石英回收工程项目，主体建设已完成，预计2024年下半年逐步投产；**报告期内新增洛阳金鹭硬面材料产线扩产项目**，建设年产500吨钛基热喷涂粉产线及年产1000吨镍基喷涂粉产线，预计2026年建成投产。**稀土板块**，长汀金龙高性能稀土磁性材料新增5000吨节能电机用高性能稀土永磁材料扩产项目，正在进行厂房建设，各项工作有序推进。**能源新材料板块**，海璟基地年产15000吨锂离子电池材料项目，部分车间已完成土建竣工验收和消防验收；宁德基地年产70000吨锂离子电池正极材料项目已完成C、D车间封顶，正在进行设备采购工作；四川雅安磷酸铁锂一期项目已完成建设并进入生产调试阶段，二期项目正在进行设备安装工作；**报告期内新增厦钨新能高端能源材料工程创新中心项目**，建设年产1500吨中试产线，已完成招标工作，预计于2025年底建设完成。

● **投资建议与盈利预测**

公司拥有完整钨产业链，在钨矿开采、钨冶炼、钨粉末、钨丝材和硬质合金深加工领域拥有较为突出的竞争优势。能源材料板块，公司将持续巩固在钴酸锂、氢能材料细分领域的行业领先地位，逐步提升三元材料的行业排名。稀土板块，公司利用自身在稀土永磁材料产业的基础优势，参股了稀土永磁电机业务，在工业节能、伺服电机、汽车电机、现代农业、绿色环保等多领域布局。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为19.67、24.48和30.46亿元，当前股价对应PE分别为11.91、9.57和7.69倍，给予“增持”评级。

● **风险提示**

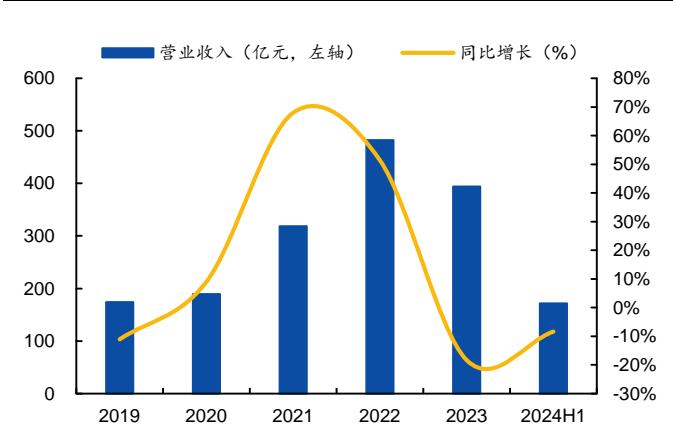
经济波动影响需求和价格风险、行业政策变动风险、产业重点项目不及预期风险。

**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	38627.33	48106.32	60129.16
收入同比(%)	51.40	-18.30	-1.96	24.54	24.99
归母净利润(百万元)	1446.19	1601.70	1966.89	2448.09	3046.29
归母净利润同比(%)	22.68	10.75	22.80	24.46	24.44
ROE(%)	14.48	14.29	15.62	17.04	18.39
每股收益(元)	1.02	1.13	1.39	1.73	2.15
市盈率(P/E)	16.20	14.63	11.91	9.57	7.69

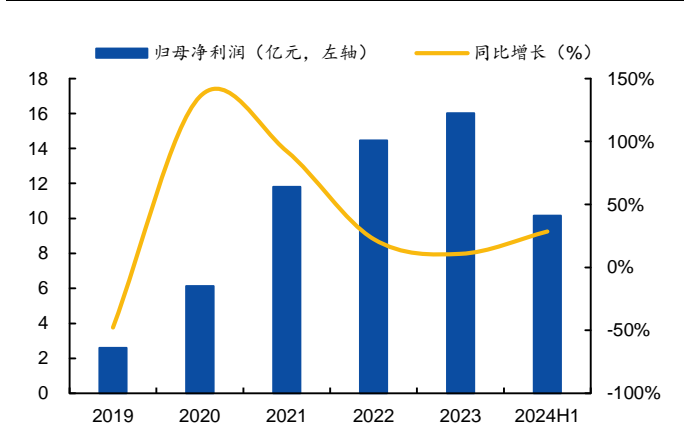
资料来源：Wind，国元证券研究所（本报告数据更新至2024年8月28日）

图 1：公司 2019-2024H1 营业收入及增速



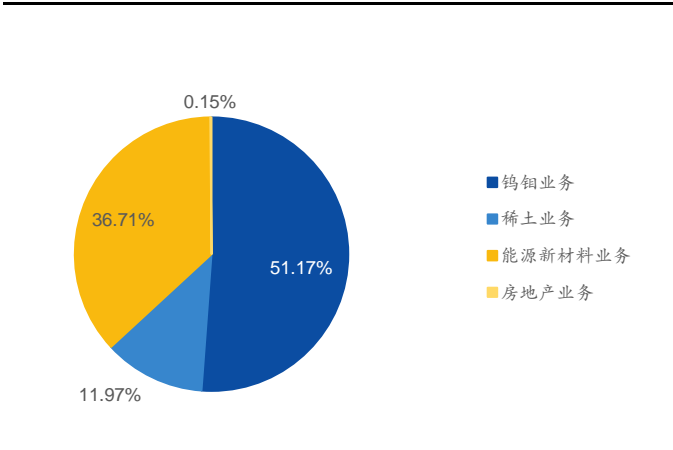
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司 2019-2024H1 归母净利润及增速



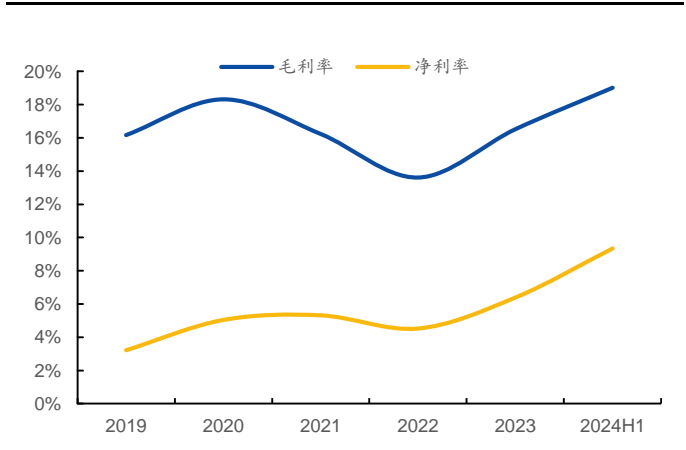
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2024 年 H1 公司营收结构



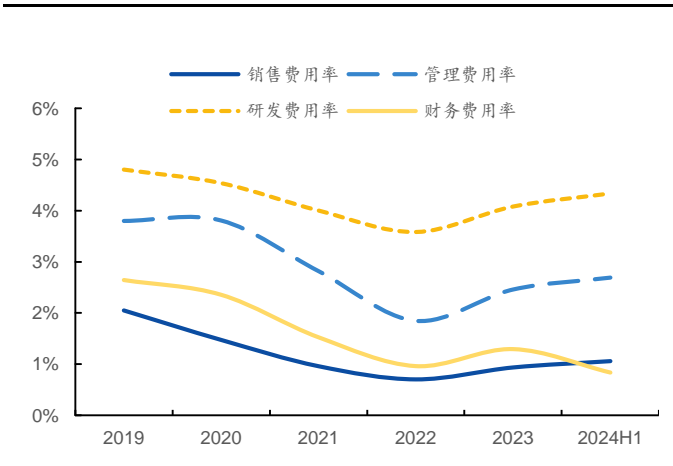
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司 2019-2024H1 毛利率和净利率



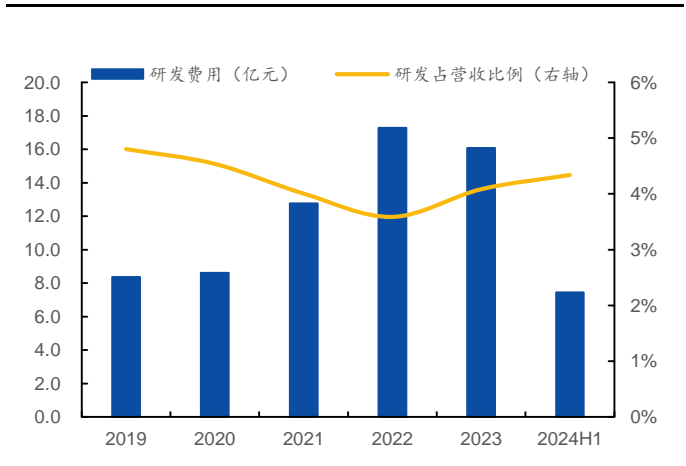
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司 2019-2024H1 期间费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司 2019-2024H1 研发费用及占比



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	23723.27	27866.42	33763.68
现金	2171.83	2851.09	7132.17	8003.69	9478.95
应收账款	7455.05	6200.62	6061.46	7537.71	9433.19
其他应收款	1098.21	186.20	443.50	511.97	597.45
预付账款	504.49	334.12	326.78	416.64	513.43
存货	8707.19	7418.94	7312.91	8880.76	11204.43
其他流动资产	2616.16	3078.28	2446.44	2515.65	2536.22
<b>非流动资产</b>	17257.82	19203.27	21021.14	22661.73	24071.41
长期投资	2831.48	3300.21	3800.00	4300.00	4800.00
固定资产	9977.99	10138.18	11744.34	13142.56	14123.80
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	3720.94	3384.64	3226.35
<b>资产总计</b>	39810.76	39272.52	44744.40	50528.14	57835.09
<b>流动负债</b>	15585.16	10898.56	12249.18	13132.25	14936.55
短期借款	4224.24	2165.60	2851.81	2623.07	2699.32
应付账款	3448.74	3674.31	3563.43	4232.25	5412.16
其他流动负债	7912.18	5058.66	5833.94	6276.93	6825.08
<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	23253.42	25943.33	29406.46
少数股东权益	6069.53	7859.39	8898.67	10215.45	11862.75
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	7738.09	9510.22	11706.75
归属母公司股东权益	9990.50	11211.81	12592.31	14369.37	16565.87
<b>负债和股东权益</b>	39810.76	39272.52	44744.40	50528.14	57835.09

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	5450.13	3554.26	4256.31
净利润	2182.70	2517.44	3006.17	3764.86	4693.60
折旧摊销	1037.92	1147.96	1232.21	1508.58	1780.64
财务费用	463.31	509.28	548.89	614.43	683.53
投资损失	29.36	-94.83	-204.00	-168.00	-185.00
营运资金变动	-4689.99	-153.45	878.22	-2343.41	-2925.00
其他经营现金流	616.28	359.37	-11.36	177.79	208.53
<b>投资活动现金流</b>	-1945.50	-2585.75	-2205.94	-2990.35	-3011.53
资本支出	1732.68	2103.80	2442.69	2522.19	2542.31
长期投资	304.50	539.70	491.90	480.04	489.99
其他投资现金流	91.68	57.76	728.66	11.89	20.76
<b>筹资活动现金流</b>	2887.10	-1040.50	1036.89	307.61	230.49
短期借款	-570.19	-2058.64	686.21	-228.74	76.25
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	-1343.72	-1179.30	-1551.66
现金净增加额	618.84	680.50	4281.09	871.52	1475.26

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	38627.33	48106.32	60129.16
营业成本	41658.77	32888.09	31573.28	39380.99	49212.30
营业税金及附加	249.12	250.56	245.49	296.26	376.27
营业费用	339.40	369.29	405.59	529.17	661.42
管理费用	889.85	968.06	1004.31	1250.76	1593.42
研发费用	1728.94	1608.57	1660.98	1976.45	2506.23
财务费用	463.31	509.28	548.89	614.43	683.53
资产减值损失	-464.78	-368.43	-248.90	-205.00	-176.00
公允价值变动收益	-0.27	4.03	5.72	4.26	4.60
投资净收益	-29.36	94.83	204.00	168.00	185.00
<b>营业利润</b>	2588.61	2935.13	3513.78	4392.98	5475.96
营业外收入	17.82	12.63	6.34	10.35	9.39
营业外支出	34.84	30.72	17.50	24.79	23.35
<b>利润总额</b>	2571.59	2917.05	3502.62	4378.53	5462.00
所得税	388.89	399.61	496.45	613.67	768.40
<b>净利润</b>	2182.70	2517.44	3006.17	3764.86	4693.60
少数股东损益	736.51	915.74	1039.28	1316.78	1647.31
<b>归属母公司净利润</b>	1446.19	1601.70	1966.89	2448.09	3046.29
EBITDA	4089.84	4592.37	5294.88	6516.00	7940.13
EPS (元)	1.02	1.13	1.39	1.73	2.15

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	-1.96	24.54	24.99
营业利润(%)	30.79	13.39	19.71	25.02	24.65
归属母公司净利润(%)	22.68	10.75	22.80	24.46	24.44
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.61	16.52	18.26	18.14	18.16
净利率(%)	3.00	4.07	5.09	5.09	5.07
ROE(%)	14.48	14.29	15.62	17.04	18.39
ROIC(%)	12.35	13.58	15.58	16.74	18.04
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.66	51.44	51.97	51.34	50.85
净负债比率(%)	45.52	51.31	54.62	54.83	54.40
流动比率	1.45	1.84	1.94	2.12	2.26
速动比率	0.89	1.16	1.34	1.45	1.51
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.33	1.00	0.92	1.01	1.11
应收账款周转率	7.23	5.45	5.95	6.67	6.69
应付账款周转率	10.22	9.23	8.72	10.10	10.21
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.13	1.39	1.73	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	3.02	3.84	2.51	3.00
每股净资产(最新摊薄)	7.04	7.91	8.88	10.13	11.68
<b>估值比率</b>					
P/E	16.20	14.63	11.91	9.57	7.69
P/B	2.35	2.09	1.86	1.63	1.41
EV/EBITDA	8.71	7.76	6.73	5.47	4.49



## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 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，特此声明。

### 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。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 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并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

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  
邮编：230000

### 上海

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：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027