

钨价走高增厚矿山利润，钨钼板块表现强劲

2024 年 08 月 29 日

事件：公司发布 2024 年半年报。 2024H1，公司实现营收 171.62 亿元，同比-8.37%；归母净利润 10.17 亿元，同比+28.47%，扣非后归母净利润 8.58 亿元，同比+18.92%。分季度看，2024Q2，公司实现营收 88.92 亿元，同比-12.55%、环比+7.52%；归母净利润 5.90 亿元，同比+67.84%、环比+38.02%；扣非归母净利润 5.57 亿元，同比+69.13%、环比+85.21%。

钨钼板块：钨价走高增厚矿山利润，光伏钨丝持续放量。 1) 2023 年公司钨钼业务实现利润总额 14 亿元，同比增长 30%。测算 24Q2 钨钼板块实现利润总额 8.9 亿元，同比增长 65%、环比增长 64%。2) 光伏钨丝持续放量，2024H1 光伏钨丝销量达到 628 亿米（2023 年全年 760 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 6.19 亿元，同比增长 51.15%。3) 钨价强势，2024H1 年钨精矿价格同比+12.8%，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同比增长 36.32%至 3.10 亿元。

能源新材料板块：2024H1 销量有所恢复。 1) 2024H1 公司能源新材料业务实现利润 2.46 亿元，同比-10%。测算 24Q2 新能源材料板块实现利润总额 1.32 亿元，同比-14%、环比+ 16%。2) 2024H1 公司钴酸锂产品实现销量 1.84 万吨，同比+30%；三元材料销量 2.63 万吨，同比+109%，但由于原材料价格下降及行业竞争加剧影响，盈利下滑。

稀土板块：子公司龙岩稀土公司和金龙稀土冶炼分离业务 2024 年不再并表，板块盈利下滑。 1) 2024H1 公司稀土业务实现利润总额 1.17 亿元，同比-23.5%。测算 24Q2 稀土业务实现利润总额 0.77 亿元，同比+97%、环比+ 93%。2) 2024H1 公司磁材销量同比增长 13%，但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。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。

24Q2 钨价强势上涨，增厚矿山利润。 1) 钨价强势上涨，矿山利润走高，24Q2 钨精矿价格环比+16.23%；光伏钨丝继续放量，测算 Q2 光伏钨丝销量 330 亿米。2) 能源新材料板块盈利环比改善。24Q2 钴酸锂出货环比增加，24Q2 钴酸锂产品销量 1 万吨，环比+19.05%，24Q2 实现利润总额 1.32 亿元，环比增长 15.79%。3) 稀土板块 Q2 利润同环比改善，24Q2 稀土板块 24Q2 实现利润总额 0.77 亿元，环比增长 92.55%。

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 19.67/23.22/27.00 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 12/10/9 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	2,322	2,700
增长率 (%)	10.8	22.8	18.0	16.3
每股收益 (元)	1.13	1.39	1.64	1.90
PE	15	12	10	9
PB	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.52 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 年年报及 2024 年一季报点评：光伏钨丝持续放量，钨价走高增厚矿端利润-2024/04/22
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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

目录

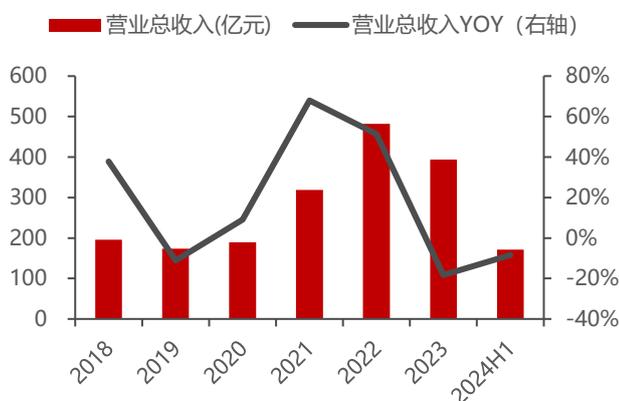
1 事件：公司发布 2024 年半年报	3
2 点评：钨价走高增厚矿山利润，钨钼板块表现强劲	3
2.1 钨钼板块带动公司业绩大幅改善	3
2.2 钨钼板块：钨价走高增厚矿山利润，光伏钨丝继续放量	5
2.3 电池材料板块：竞争加剧，盈利承压	10
2.4 稀土板块：磁材销量增长，板块盈利下滑	12
2.5 房地产板块：积极推进相关业务剥离	14
2.6 2024Q2 点评：钨矿价格上涨增厚矿端利润	14
3 盈利预测与投资建议	17
4 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 事件：公司发布 2024 年半年报

公司发布 2024 年半年报：2024H1，公司实现营收 171.62 亿元，同比下降 8.37%；归母净利润 10.17 亿元，同比增长 28.47%，扣非后归母净利润达 8.58 亿元，同比增长 18.92%。

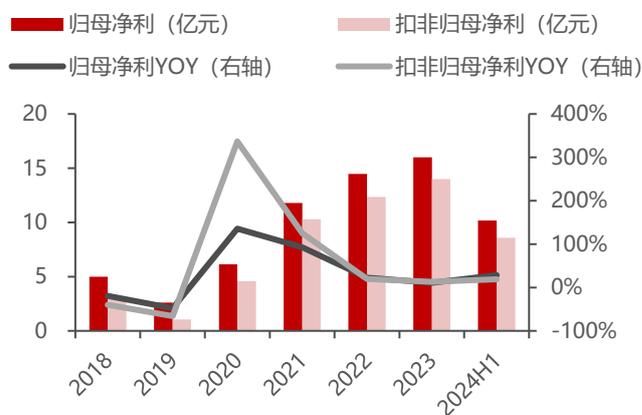
分季度看，2024Q2，公司实现营收 88.92 亿元，同比减少 12.55%、环比增长 7.52%；归母净利润 5.90 亿元，同比增长 67.84%、环比增长 38.02%；扣非归母净利润 5.57 亿元，同比增长 69.13%、环比增长 85.21%。

图1：2024H1，公司实现营收 171.62 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024H1，公司实现归母净利润 10.17 亿元



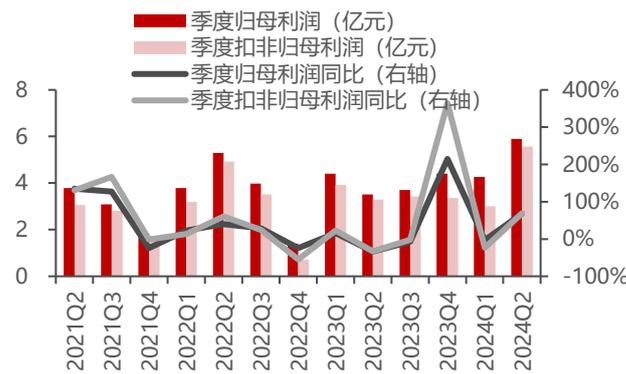
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q2，公司实现营收 88.92 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q2，公司实现归母净利润 5.90 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

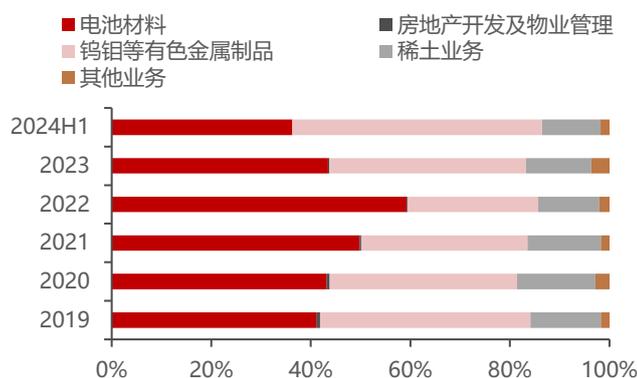
2 点评：钨价走高增厚矿山利润，钨钼板块表现强劲

2.1 钨钼板块带动公司业绩大幅改善

2024H1 公司主营业务收入为 168.56 亿元，同比下降 5.96%；主营业务毛利润为 65.10 亿元，同比上升 8.50%；主营业务毛利率为 19.03%，同比上升

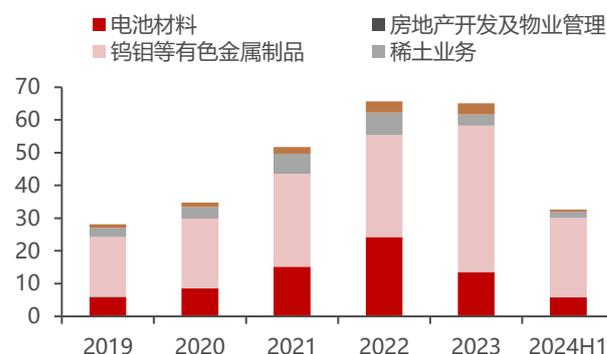
2.54pct。主营收入方面：钨钼板块业务营收 86.03 亿元，占比最大为 50.13%；电池材料业务营收 62.15 亿元，占比第二为 36.22%；稀土业务营收 20.14 亿元，占比为 11.74%。毛利方面：钨钼板块毛利润为 24.29 亿元，占比最大为 74.39%；电池材料业务毛利润 8.85 亿元，占比第二为 17.92%；稀土业务板块毛利润 1.95 亿元，占比为 5.96%。毛利率方面：钨钼板块毛利率最高为 28.23%，其次为其他业务 18.85%。

图5：2024H1，钨钼板块营收占比最大为 50.13% (单位：%)



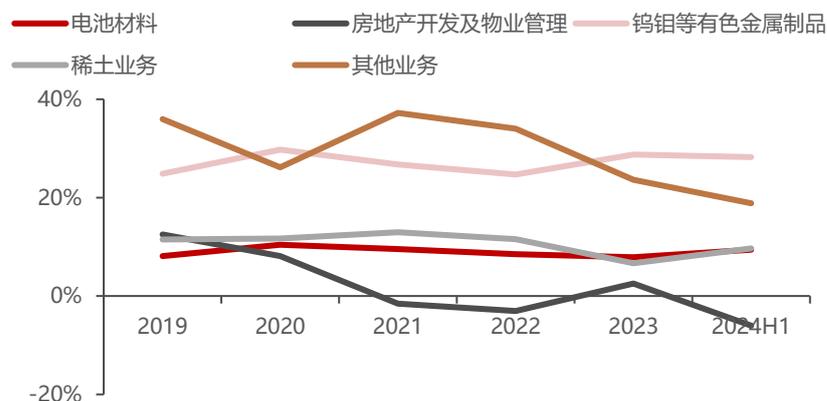
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024H1，钨钼板块毛利润最大为 24.29 亿元 (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2024H1，钨钼板块毛利率最高为 28.23%

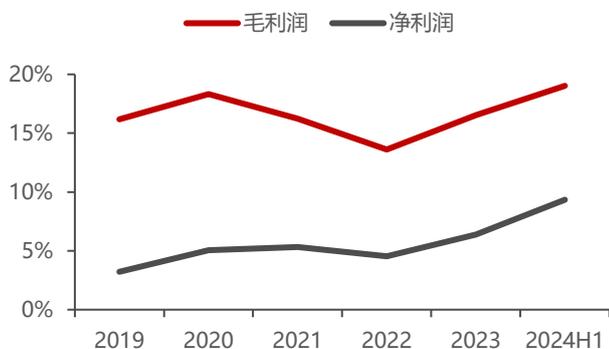


资料来源：wind，民生证券研究院

2024H1 公司归母净利润为 10.17 亿元，同比增长 28.47%，净利率同比上涨 2.65pct 至 9.34%，毛利率同比上涨 2.13pct 至 19.02%。1) 期间费用：公司 2023H1 期间费用同比下降 12.53%至 7.87 亿元，期间费用率下降 4.54pct 至 4.59%，研发费用同比增加 6.24%至 7.45 亿元。销售费用同比增长 9.89%至 1.82 亿元；管理费用同比增长 2.74%至 4.62 亿元；财务费用同比下降 49.66%至 1.43 亿元，主要由于有息负债同比减少，且融资成本同比下降，利息支出减少。公司 2024H1 研发费用同比增加 6.24%至 7.45 亿元。2) 减值损失：2024H1 资产减

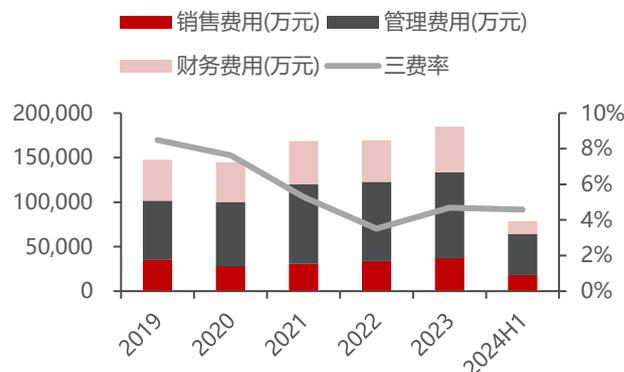
值损失较上年同期减少 6114.35 万元，主要由于存货跌价损失减少。

图8：2024H1，公司净利率为 9.34%



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2024H1，期间费用率下降至 4.59%



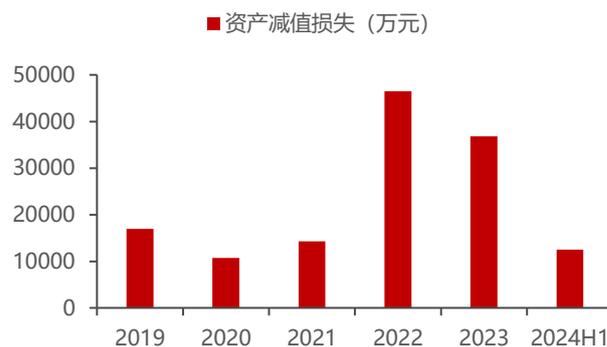
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2024H1，研发费用为增长至 7.45 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2024H1，资产减值损失共计 1.25 亿元

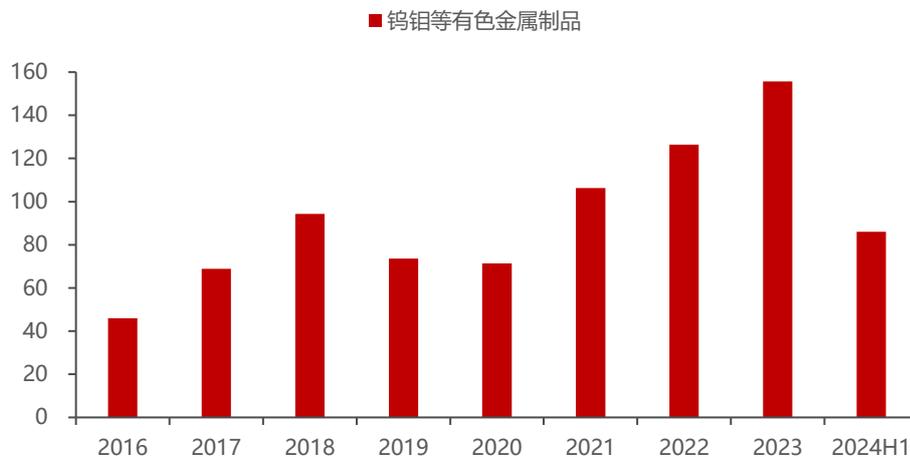


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 钨钼板块：钨价走高增厚矿山利润，光伏钨丝继续放量

2024H1 厦门钨业钨钼等有色金属制品收入同比增长 15.36%至 86.03 亿元，毛利率为 28.23%，同比下降 0.68pct。1) 营业收入：2016-2024H1，厦门钨业钨钼等有色金属制品收入由 45.93 亿元增长至 86.03 亿元，CAGR 为 9.38%，2024H1，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 28.23%，同比下降 0.68pct，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，2024H1 钨精矿价格同比增长 13.04%至 13.44 万元/吨。

图12: 2024H1 钨钼等有色金属制品营收同比增长 15.36%至 86.03 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

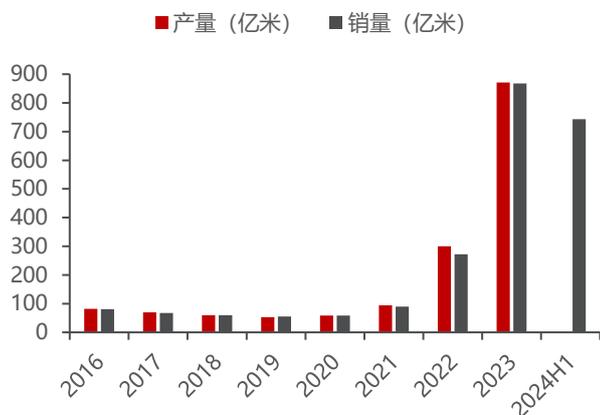
公司光伏钨丝快速放量, 2024H1 销量达到 628 亿米, 同比+117%。公司拟加码 1000 亿米产能, 钨丝产能全部投放后, 公司光伏钨丝产能将达到 1845 亿米。公司定增预案将投资建设年产 1000 亿米光伏用钨丝产线建设项目, 光伏钨丝未来将成为公司钨钼板块重要的利润增长点。2024H1 公司细钨丝销量同比增长 119%至 743 亿米, 其中光伏用钨丝销量 628 亿米, 同比+117%。

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

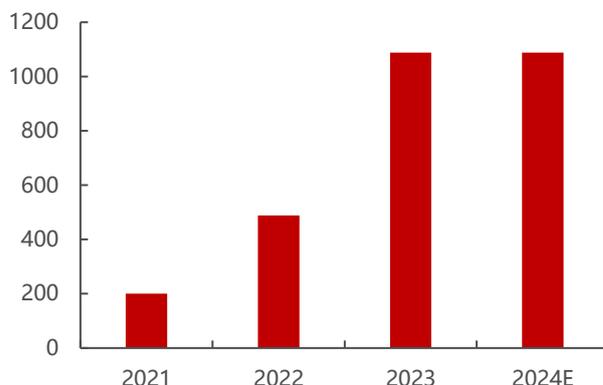
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

图13: 2024H1 厦门钨业细钨丝销量 743 亿米



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

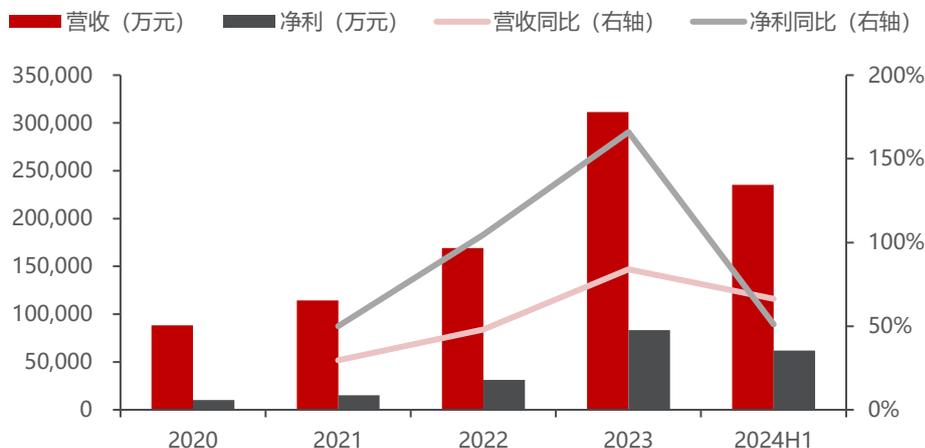
图14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

2024H1, 公司子公司厦门虹鹭营收、净利润均实现明显增长。2024H1, 由于光伏用钨丝快速放量, 厦门虹鹭营收同比增长 66.38%至 23.52 亿元, 净利同比增长 51.15%至 6.19 亿元。

图15: 2024H1, 厦门虹鹭营收同比增长 66.38%至 23.52 亿元, 净利同比增长 51.15%至 6.19 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。公司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

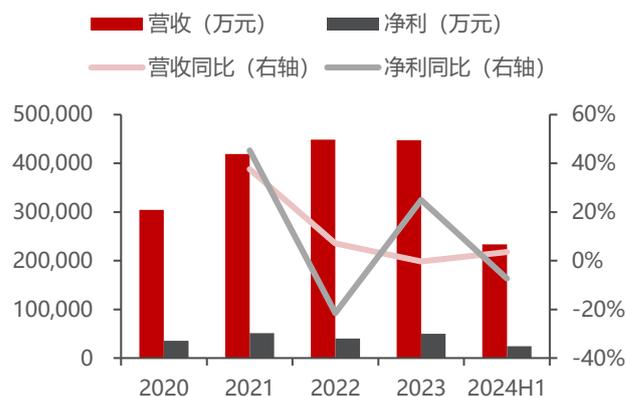
项目实施公司	在建项目名称	工程进度
厦门金鹭特种合金有限公司	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 2000 吨钨粉末）	预计 2026 年建设完成。
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（搬迁 800 吨，并扩产至 1300 吨（其中 1200 吨为硬质合金棒材，100 吨为硬质合金旋转锉））	
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 1500 吨混合料）	
	年产 210 万件整体刀具生产线项目	已投产
	新增年产 1000 万片可转位刀片生产线项目	已投产
	新增年产 200 万件整体刀具、3000 万件可转位刀片、170 万件超硬刀具项目	预计 2026 年项目建设完成。
厦门金鹭硬质合金有限公司	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 吨钼新材料生产线	已投产
	年产 3000 吨钼新材料生产线	已投产

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

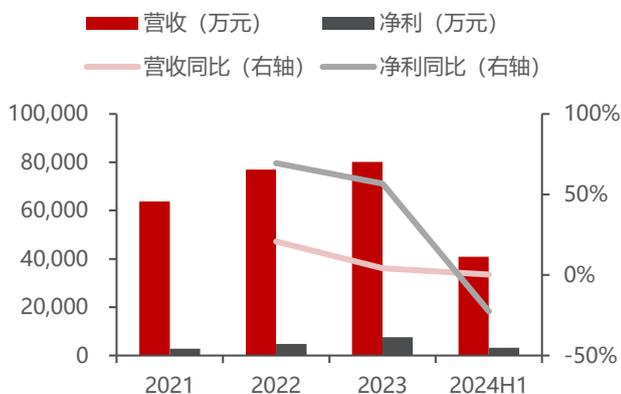
2024H1，厦门钨业硬质合金产品产销量同比波动不大，子公司厦门金鹭营收同比下降 3.58%、洛阳金鹭营收同比增长 0.25%。2024H1，厦门金鹭营收同比增长 3.58%至 23.32 亿元，净利同比下降 7.29%至 2.45 亿元，主要因上半年 APT 价格快速上涨后回落，钨粉末盈利承压，毛利率略有下滑。洛阳金鹭营收同比增长 0.25%至 4.08 亿元，净利同比下降 22.57%至 3248.33 万元，主要由于硬质合金顶锤等产品市场竞价加剧，售价、毛利下降。九江金鹭营收同比上升 7.37%至 8.00 亿元，净利同比下降 15.93%至 4595.51 万元。

图16：厦门钨业硬质合金产销量情况（单吨：吨）

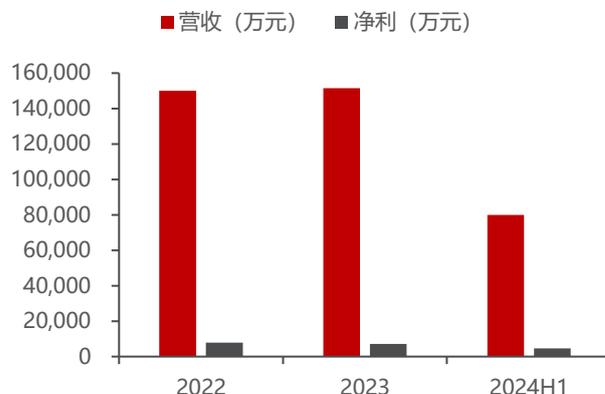

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：2024H1，厦门金鹭营收同比增长 3.58%至 23.32 亿元，净利同比下降 7.29%至 2.45 亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18: 2024H1, 洛阳金鹭营收同比增长0.25%至4.08亿元, 净利同比下降22.57%至3248.33万元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2024H1, 九江金鹭营收同比上升7.37%至8.00亿元, 净利同比增长15.93%至4595.51万元


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

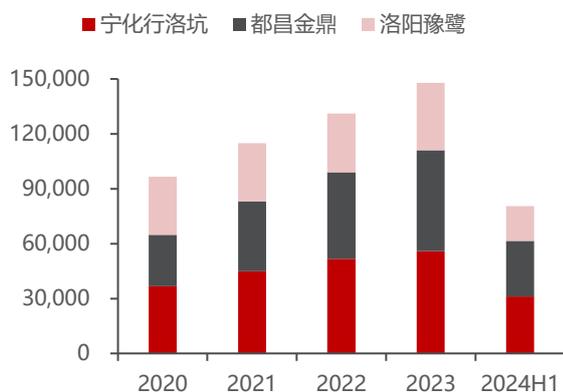
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

 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

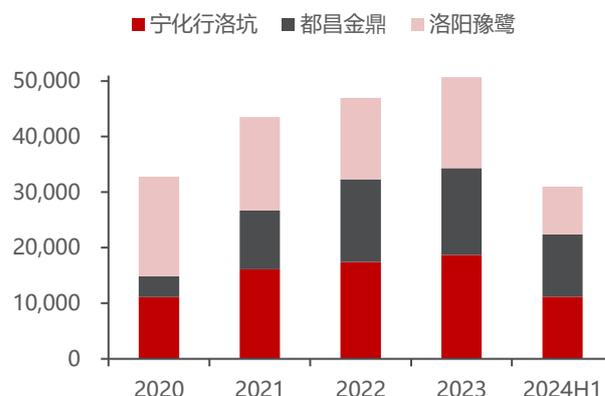
2024H1, 厦门钨业旗下矿山企业, 宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭总计实现营收 8.06 亿元、同比增长 11.83%, 实现归母净利润 3.10 亿元、同比增长 36.32%。其中, 宁化行洛坑营收为 3.11 亿元、同比增 15.18%, 归母净利为 1.12 亿元、同比增 18.38%。都昌金鼎营收为 3.04 亿元、同比增 8.40%, 归母净利为 1.12 亿元、同比增 89.31%。洛阳豫鹭营收为 1.91 亿元、同比增 12.17%, 归母净利为 0.87 亿元、同比增 16.92%。

图20: 2024H1, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 11.83%至 8.06 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 2024H1, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 36.32%至 3.10 亿元

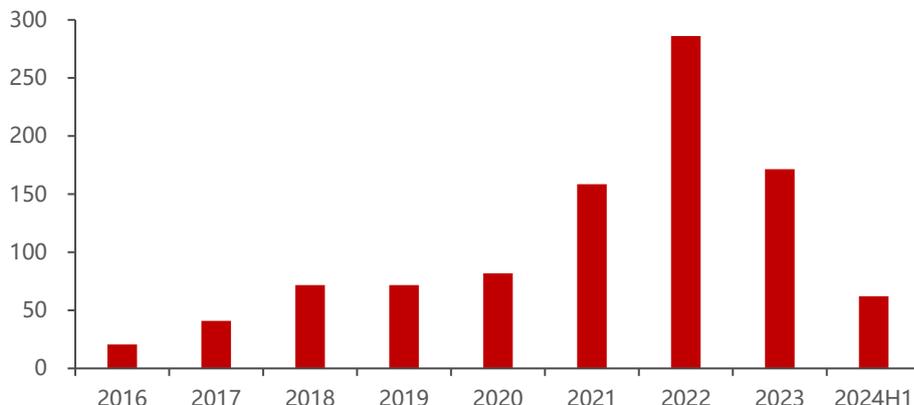


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.3 电池材料板块: 竞争加剧, 盈利承压

2024H1 营收同比下降 22.30%至 62.15 亿元, 销售毛利率同比上升 1.88pct 至 9.41%。1) 营业收入: 2024H1 电池材料营收同比下降 22.30%至 62.15 亿元。2) 毛利率: 2024H1, 公司电池材料板块整体毛利率为 9.41%, 同比上升 1.88pct, 受原材料价格下降及行业竞争加剧影响, 电池材料板块整体盈利能力下滑。3) 24Q2 盈利下滑, 测算 24Q2 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%。

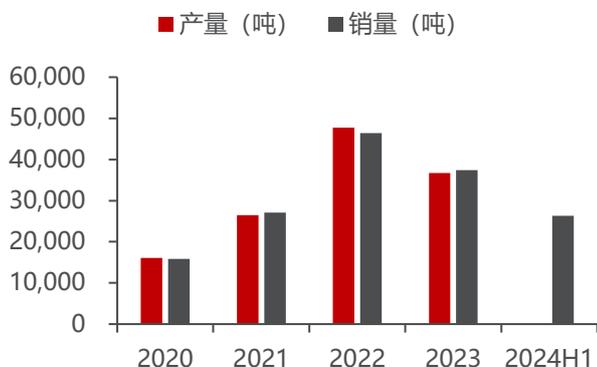
图22: 2024H1 电池材料营收同比下降 22.30%至 62.15 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

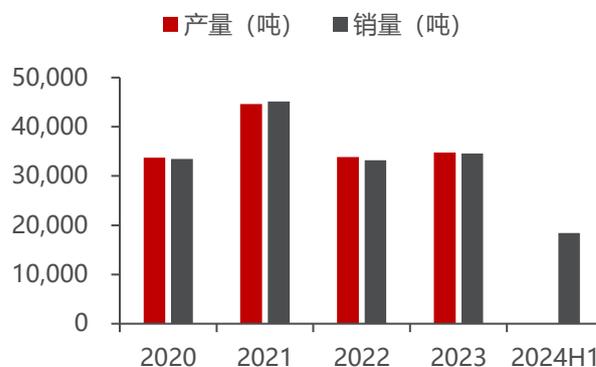
主要产品销量增长。2024H1, 钴酸锂实现销量 1.84 万吨, 同比+30%, 测算 Q2 销量 1 万吨, 环比+19%; 三元材料销量 2.63 万吨, 同比+109%, 测算 Q2 销量 1.04 万吨, 环比-35%。

图23: 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24: 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。3) 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。6) 雅安基地年产 10 万吨磷酸铁锂首期、二期 40000 吨, 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。此外, 厦钨新能法国基地 4 万吨项目正在进行工

厂建设前期筹备工作，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

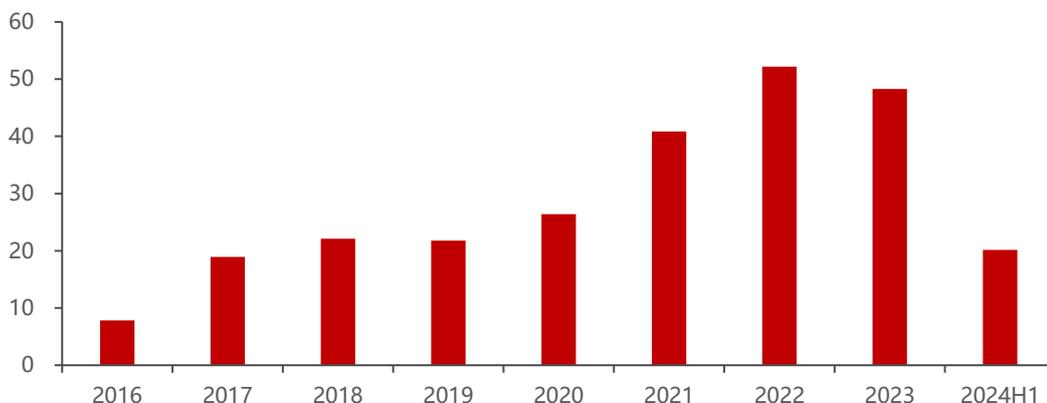
项目名称	产能规划	项目进展
厦钨新能海璟基地	年产 40,000 吨锂离子电池材料产业化项目(一、二、三期)	目前项目已逐步投产
	年产 30,000 吨锂离子电池材料 (9#生产车间) 项目	各项工作按计划有序推进中
	年产 15,000 吨锂离子电池材料 (综合生产车间) 项目	各项工作按计划有序推进中
厦钨新能宁德基地	年产 70,000 吨锂离子电池正极材料项目 (C、D 车间)	各项工作按计划有序推进中
厦钨新能四川雅安磷酸铁锂项目	总体规划年产 100,000 吨磷酸铁生产线,其中首期 20,000 吨、二期 20,000 吨	首期、二期 40000 吨, 2024 年将根据市场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
厦钨新能法国基地	年产 40,000 吨三元正极材料生产线	正在进行工厂建设前期筹备工作, 各项工作有序推进

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

2024H1 稀土业务板块主营收入同比下降 16.73%至 20.14 亿元，毛利率减少 1.60pct 至 9.66%。主要原因是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 2024 年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。加上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。1) 营业收入：2024H1，稀土业务营收同比下降 16.73%至 20.14 亿元。2) 毛利率：2024H1，公司稀土板块整体毛利率为 9.66%，同比增长 1.60pct。

图25：2024H1 稀土业务营收同比下降 16.73%至 20.14 亿元 (单位：亿元)

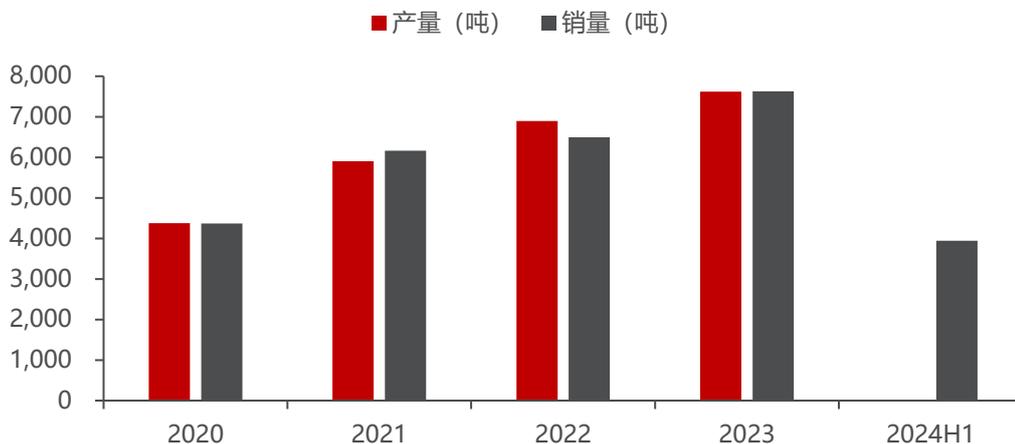


资料来源：wind，民生证券研究院

2024H1，公司磁性材料销量同比增长 13%。2024H1，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, 销量同比增长13%至 3944 吨。

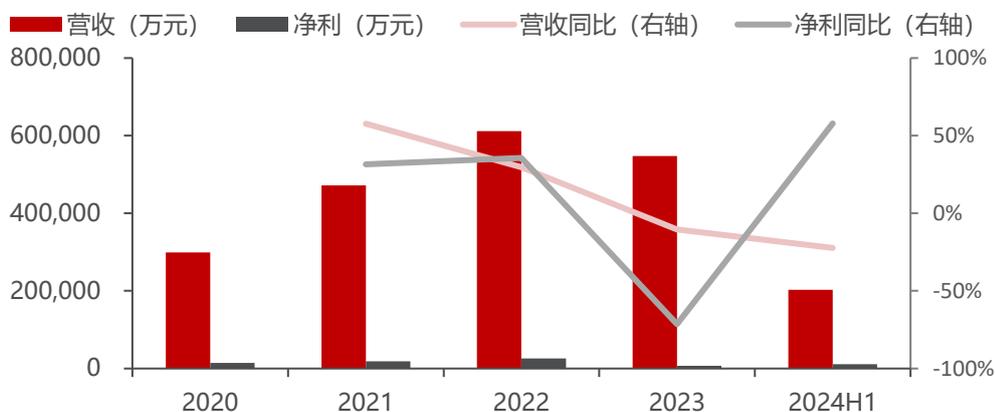
图26: 厦门钨业磁性材料产销量情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

2024H1, 公司稀土板块子公司金龙稀土(原长汀金龙)营收同比下降 22.23%至 20.14 亿元, 净利同比增长 57.87%至 1.12 亿元。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。2024H1 金龙稀土净利润增长主要是受稀土冶炼分离业务转让取得的收益影响增利。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27: 2024H1, 金龙稀土营收同比下降 22.33%至 20.31 亿元, 净利同比上升 57.87%至 11227.87 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 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，目前各项工作有序推进，建成后公司磁材产能将提升至 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	正在进行厂房建设，各项工作有序推进

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：积极推进相关业务剥离

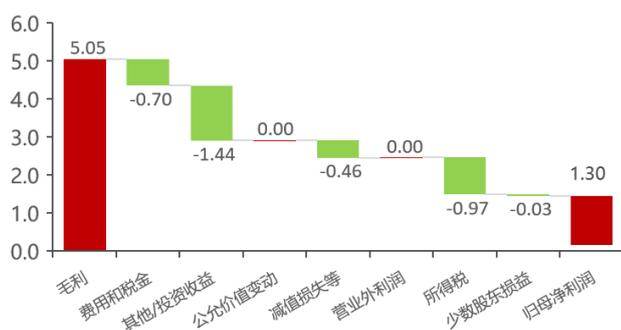
2024H1 房地产业务实现营业收入 0.26 亿元，同比下降 67.47%；利润总额 0.94 亿元，同比增利 1.74 亿元。公司完成处置成都滕王阁地产及成都滕王阁物业股权，2024H1 确认投资收益 1.45 亿元。公司积极推进房地产业务的剥离，对业绩拖累将缓解。

2.6 2024Q2 点评：钨矿价格上涨增厚矿端利润

2024Q2 vs 2024Q1：2024Q2 归母净利润环比增长 1.30 亿元，主要的增利点在于毛利 (+5.05 亿元)；主要的减利点包括费用和税金 (-0.70 亿元)、减值损失等 (-0.46 亿元)、其他/投资收益 (-1.44 亿元)、所得税 (-0.97 亿元)、少数股东损益 (-0.03 亿元)。

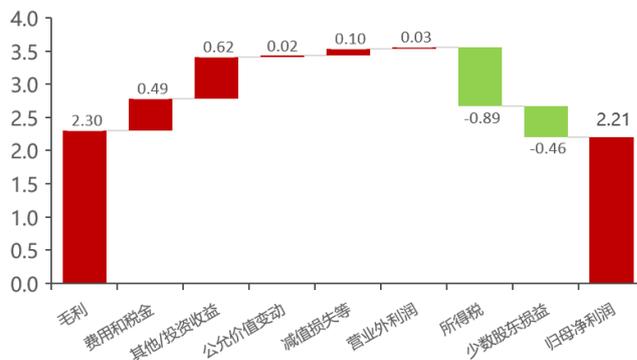
2024Q2 vs 2023Q2：2024Q2 归母净利润同比增长 2.21 亿元，主要的增利点在于毛利 (+2.30 亿元)、其他/投资收益 (+0.62 亿元)、费用和税金 (+0.49 亿元)；主要的减利点包括所得税 (-0.89 亿元)、少数股东损益 (-0.46 亿元)。

图28：2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位：亿元)



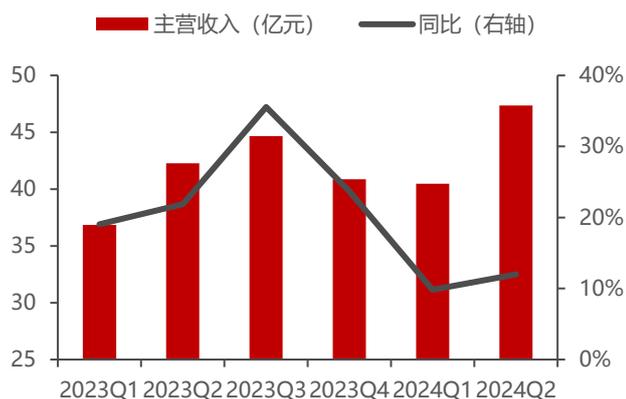
资料来源：wind，民生证券研究院

图29：2024Q2 业绩同比变化拆分 (单位：亿元)

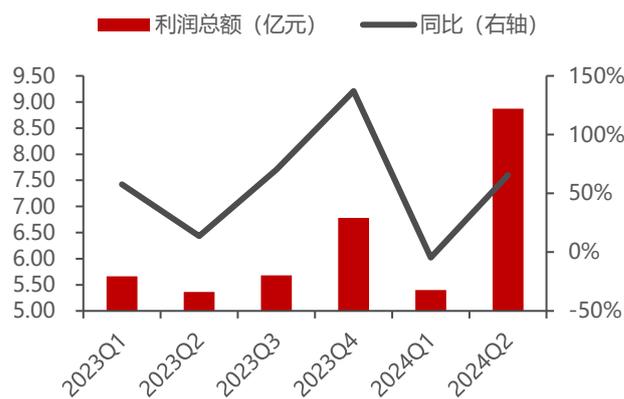


资料来源：wind，民生证券研究院

24Q2 公司光伏钨丝继续放量, 钨价上涨增厚矿端利润, 钨钼板块实现利润总额 8.87 亿元, 同比增长 65.49%。光伏钨丝继续放量, 测算 24Q2 光伏钨丝销量 330 亿米左右。钨价上涨, 24Q2 钨精矿价格环比+16.23%, 同比+20.52%, 增厚公司钨矿产品利润。

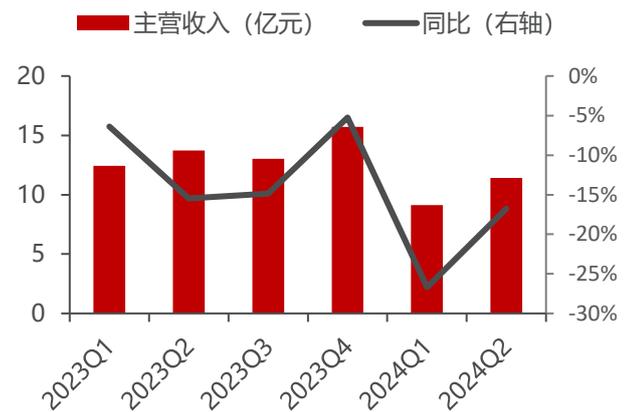
图30: 钨钼板块季度营收 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

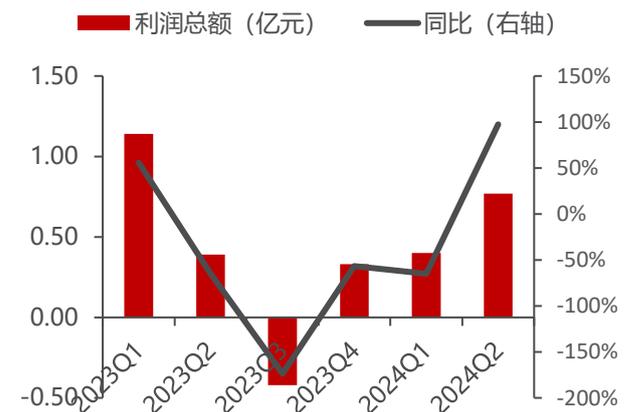
图31: 钨钼板块季度利润 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

24Q2 稀土板块实现利润总额 0.77 亿元, 同比增长 97.44%。24Q2 公司稀土业务营业收入 11.42 亿元, 同比下降 16.76%; 稀土板块 24Q2 实现利润总额 0.77 亿元, 同比增长 97.44%。

图32: 稀土板块季度营收 (单位: 亿元)


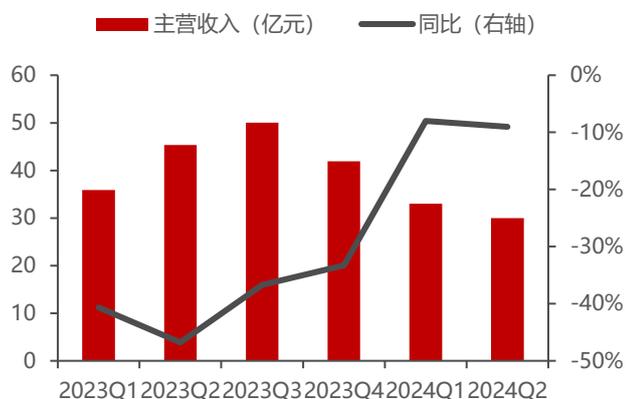
资料来源: wind, 民生证券研究院

图33: 稀土板块季度利润 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

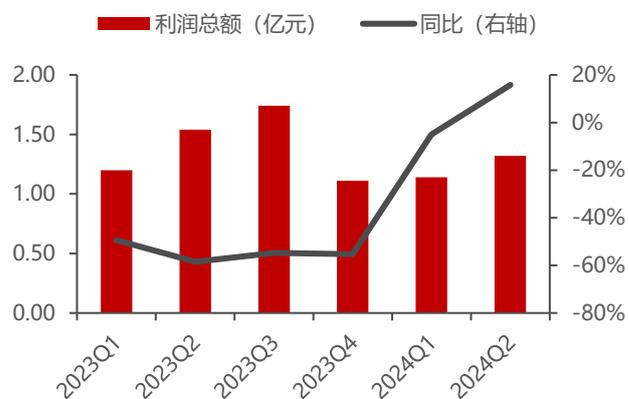
24Q2 能源新材料板块环比改善, 实现利润总额 1.32 亿元, 环比增长 15.79%。24Q2 钴酸锂出货环比增加, 24Q2 钴酸锂产品销量 1 万吨, 环比+19.05%,三元材料实现销量 1.04 万吨, 环比-34.59%。

图34: 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

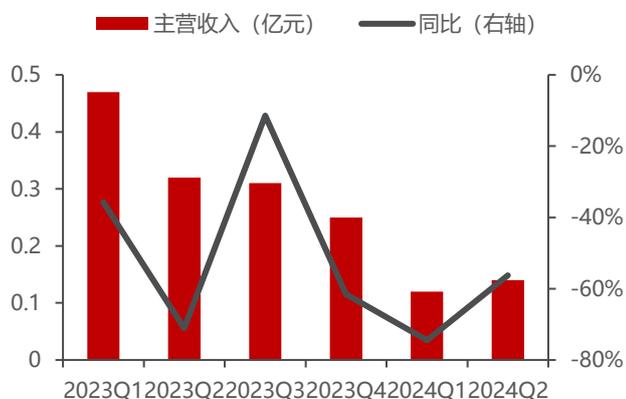
图35: 能源新材料板块季度利润 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

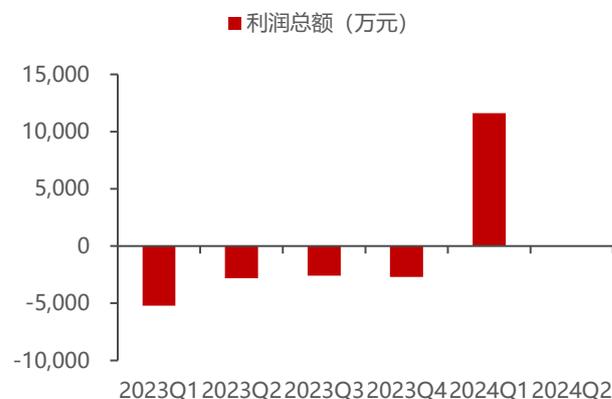
24Q2 房地产亏损 0.22 亿元。 24Q2 房地产业务实现营业收入 0.14 亿元, 同比下降 56.25%; 实现利润总额亏损 0.22 亿元。

图36: 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37: 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 19.67/23.22/27.00 亿元, 对应现价, 2024-2026 年 PE 依次为 12/10/9 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	504	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	4,263	4,955
营业外收支	-18	-12	-12	-12
利润总额	2,917	3,644	4,251	4,943
所得税	400	547	595	692
净利润	2,517	3,097	3,656	4,251
归属于母公司净利润	1,602	1,967	2,322	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	3,788	3,495	3,889
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	22,123	23,971	26,642
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	21,193	22,083	22,796
资产合计	39,273	43,316	46,054	49,438
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	4,726	3,716	3,412
流动负债合计	10,899	12,230	11,707	11,235
长期借款	7,027	7,227	7,427	7,627
其他长期负债	2,276	2,283	2,283	2,283
非流动负债合计	9,303	9,510	9,710	9,910
负债合计	20,201	21,740	21,417	21,146
股本	1,418	1,418	1,418	1,418
少数股东权益	7,859	8,990	10,324	11,876
股东权益合计	19,071	21,576	24,637	28,292
负债和股东权益合计	39,273	43,316	46,054	49,438

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	18.04	16.28
盈利能力 (%)				
毛利率	16.52	17.72	17.75	18.45
净利润率	4.07	4.40	4.69	5.15
总资产收益率 ROA	4.08	4.54	5.04	5.46
净资产收益率 ROE	14.29	15.63	16.22	16.45
偿债能力				
流动比率	1.84	1.81	2.05	2.37
速动比率	1.04	1.04	1.15	1.35
现金比率	0.26	0.31	0.30	0.35
资产负债率 (%)	51.44	50.19	46.50	42.77
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	1.08	1.11	1.10
每股指标 (元)				
每股收益	1.13	1.39	1.64	1.90
每股净资产	7.91	8.87	10.09	11.57
每股经营现金流	3.02	2.61	2.96	2.92
每股股利	0.40	0.42	0.42	0.42
估值分析				
PE	15	12	10	9
PB	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.06	5.53	4.74	4.12
股息收益率 (%)	2.42	2.54	2.54	2.54

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,517	3,097	3,656	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	3,695	4,196	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	-3,279	-2,544	-2,703
股权募资	1,339	0	0	0
债务募资	-16	1,635	-808	100
筹资活动现金流	-1,040	522	-1,946	-1,049
现金净流量	681	937	-293	393

插图目录

图 1: 2024H1, 公司实现营收 171.62 亿元.....	3
图 2: 2024H1, 公司实现归母净利润 10.17 亿元.....	3
图 3: 2024Q2, 公司实现营收 88.92 亿元.....	3
图 4: 2024Q2, 公司实现归母净利润 5.90 亿元.....	3
图 5: 2024H1, 钨钼板块营收占比最大为 50.13% (单位: %)	4
图 6: 2024H1, 钨钼板块毛利润最大为 24.29 亿元 (单位: 亿元)	4
图 7: 2024H1, 钨钼板块毛利率最高为 28.23%.....	4
图 8: 2024H1, 公司净利率为 9.34%.....	5
图 9: 2024H1, 期间费用率下降至 4.59%.....	5
图 10: 2024H1, 研发费用为增长至 7.45 亿元.....	5
图 11: 2024H1, 资产减值损失共计 1.25 亿元.....	5
图 12: 2024H1 钨钼等有色金属制品营收同比增长 15.36%至 86.03 亿元 (单位: 亿元)	6
图 13: 2024H1 厦门钨业细钨丝销量 743 亿米.....	7
图 14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)	7
图 15: 2024H1, 厦门虹鹭营收同比增长 66.38%至 23.52 亿元, 净利同比增长 51.15%至 6.19 亿元.....	7
图 16: 厦门钨业硬质合金产销量情况 (单吨: 吨)	8
图 17: 2024H1, 厦门金鹭营收同比增长 3.58%至 23.32 亿元, 净利同比下降 7.29%至 2.45 亿元.....	8
图 18: 2024H1, 洛阳金鹭营收同比增长 0.25%至 4.08 亿元, 净利同比下降 22.57%至 3248.33 万元.....	9
图 19: 2024H1, 九江金鹭营收同比上升 7.37%至 8.00 亿元, 净利同比增长 15.93%至 4595.51 万元.....	9
图 20: 2024H1, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 11.83%至 8.06 亿元.....	10
图 21: 2024H1, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 36.32%至 3.10 亿元.....	10
图 22: 2024H1 电池材料营收同比下降 22.30%至 62.15 亿元 (单位: 亿元)	11
图 23: 厦门钨业三元材料产销量情况.....	11
图 24: 厦门钨业钴酸锂产销量情况.....	11
图 25: 2024H1 稀土业务营收同比下降 16.73%至 20.14 亿元 (单位: 亿元)	12
图 26: 厦门钨业磁性材料产销量情况.....	13
图 27: 2024H1, 金龙稀土营收同比下降 22.33%至 20.31 亿元, 净利同比上升 57.87%至 11227.87 万元.....	13
图 28: 2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	14
图 29: 2024Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	14
图 30: 钨钼板块季度营收 (单位: 亿元)	15
图 31: 钨钼板块季度利润 (单位: 亿元)	15
图 32: 稀土板块季度营收 (单位: 亿元)	15
图 33: 稀土板块季度利润 (单位: 亿元)	15
图 34: 能源新材料板块季度营收 (单位: 亿元)	16
图 35: 能源新材料板块季度利润 (单位: 亿元)	16
图 36: 房地产板块季度营收 (单位: 亿元)	16
图 37: 房地产板块季度利润 (单位: 万元)	16

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.....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	19

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