

2024年09月01日

买入(首次)

## 证券分析师

田源

S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

田庆争

S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

项祈瑞

S1350524040002

xiangqirui@huayuanstock.com

## 联系人

陈轩

S1350124080032

chenxuan01@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 股价数据: 2024年8月30日

收盘价(元)	17.00
年内最高/最低(元)	22.15/13.50
总市值(亿元)	241

## 基础数据: 2024年6月30日

总股本(亿股)	14.18
总资产(亿元)	406.76
净资产(亿元)	195.46
市净率PB	8.22

## 厦门钨业 (600549.SH)

——钨钼业务实现高增长，三大板块扩产项目稳步推进

## 投资要点:

- 事件: 公司发布 2024 年半年报。**公司上半年实现营收 171.62 亿元, 同比降低 8.4%, 实现归母净利润 10.17 亿元, 同比增长 28.5%。2024Q2 公司实现营收 88.92 亿元, 同比降低 12.6%, 环比增长 7.5%; 实现归母净利润 5.89 亿元, 同比增长 67.8%, 环比增长 38.0%。
- 钨钼业务: 受益于钨精矿价格上涨和光伏钨丝持续放量, 公司钨钼业务盈利实现高增长。**上半年钨钼业务实现营收 87.81 亿元, 同比增长 11%, 实现利润总额 14.27 亿元, 同比增长 29%。公司钨钼业务盈利实现高增主要原因包括: 1) 供给端偏紧, 钨精矿价格维持上涨。2024 年上半年钨精矿均价 13.44 万元/吨, 同比上涨 13.0%。公司拥有三家在产钨矿企业(都昌金鼎、宁化行洛坑和洛阳豫鹭), 上半年三家钨矿企业累计实现净利润 3.10 亿元, 同比增长 36.3%。2) 凭借技术和产能优势, 公司光伏钨丝实现放量。公司上半年细钨丝实现销量 743 亿米(其中光伏钨丝 628 亿米), 同比增长 120%, 其中 Q2 销量 402 亿米, 同比增长 104%, 环比增长 18%。
- 稀土业务: 受资产整合和行业竞争格局加剧影响, 稀土业务盈利下降, 磁材销量实现稳增。**公司上半年稀土业务实现营收 20.54 亿元, 同比下降 21.5%, 利润总额 1.17 亿元, 同比下降 23.5%。稀土业务盈利下降原因: 1) 公司与中国稀土集团进行业务整合, 龙岩稀土和金龙稀土冶炼分离业务不再并入公司合并报表, 影响相应的收入和利润。2) 稀土行业格局转向过剩, 竞争加剧, 公司稀土深加工产品盈利能力下降。通过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, 公司上半年磁材销量同比增长 13%, 盈利能力逐季改善。
- 正极材料业务: 受益于 3C 行业复苏, 公司钴酸锂销量实现稳健增长。三元材料行业供过于求竞争加剧, 盈利能力下降。**公司上半年正极材料业务实现营收 63 亿元, 同比下降 22.4%, 实现利润总额 2.46 亿元, 同比下降 10.1%。受益于 3C 行业复苏, 公司钴酸锂销量实现稳健增长, 上半年钴酸锂实现销量 1.84 万吨, 同比增长 30%。三元材料行业竞争加剧, 盈利能力下降, 公司上半年三元材料单吨毛利为 0.95 万元/吨, 同比下降 52%。
- 公司钨钼、稀土和正极材料三大业务板块扩产项目稳步推进。**钨钼: 1) 宁化行洛坑钨矿尾矿库项目主体建设完成, 下半年逐步投产, 博白县 3200 吨钨精矿项目有序推进。2) 九江金鹭 2000 万片刀片毛坯项目一期预计 2024 年底建成, 二期计划 2025 年底建成。3) 厦门虹鹭 1000 亿米光伏钨丝项目正在进行配套基建项目和设备投资建设。稀土: 新增 5000 吨节能电机用高性能稀土磁材扩产项目正在进行厂房建设。正极材料: 1) 厦钨新能宁德基地 7 万吨正极材料项目已完成车间封顶, 正在进行设备采购。2) 四川雅安 10 万吨磷酸铁锂一期项目已完成建设并进入调试阶段, 二期正在设备调试安装。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.7、21.8 和 24.1 亿元, 对应 PE 分别为 12X、11X 和 10X, 我们选择中钨高新、章源钨业等公司作为可比公司, 可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 22X、17X、14X, 考虑到公司是材料平台型企业, 实现钨钼、稀土和正极材料三大业务布局, 三大业务板块均布局扩产项目, 未来具备成长空间; 钨钼业务方面, 公司有望受益于钨价上行周期和光伏钨丝放量, 实现业绩稳健增长; 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 钨价下跌风险; 项目进展不及预期; 正极材料和稀土行业竞争格局持续恶化。

## 盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	48222.79	39397.91	35430.06	38017.50	41974.59
增长率(%)	51.40	(18.30)	(10.07)	7.30	10.41
归母净利润(百万)	1446.19	1601.70	1968.27	2177.91	2412.11
增长率(%)	22.50	10.75	22.89	10.65	10.75
EPS(摊薄)	1.02	1.13	1.39	1.54	1.70
毛利率(%)	13.61	16.52	18.18	18.76	19.36
ROE(摊薄)(%)	14.48	14.29	15.07	14.43	13.91
PE	16.67	15.05	12.25	11.07	10.00

**资产负债表**

单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,851.09	4,084.91	5,606.29	6,830.28
应收票据及应收账款	6,443.03	4,475.19	9,253.35	4,792.90
预付账款	334.12	273.81	445.68	315.82
存货	7,418.94	8,254.67	8,084.77	11,172.75
其他	3,022.07	3,969.98	3,386.22	4,412.45
<b>流动资产合计</b>	<b>20,069.25</b>	<b>21,058.56</b>	<b>26,776.32</b>	<b>27,524.20</b>
长期股权投资	3,300.21	3,792.38	4,309.15	4,851.77
固定资产	10,138.18	9,235.54	8,340.83	7,454.84
在建工程	2,664.79	4,187.17	5,861.78	7,703.85
无形资产	1,655.83	1,592.75	1,529.67	1,466.58
其他	1,444.26	991.76	517.77	21.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,203.27</b>	<b>19,799.59</b>	<b>20,559.19</b>	<b>21,498.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>39,272.52</b>	<b>40,858.15</b>	<b>47,335.51</b>	<b>49,022.46</b>
短期借款	2,165.60	1,840.76	1,564.64	1,329.95
应付票据及应付账款	5,566.32	4,665.86	6,690.05	5,708.40
其他	2,469.87	2,644.89	3,768.31	2,980.73
<b>流动负债合计</b>	<b>10,201.79</b>	<b>9,151.51</b>	<b>12,023.00</b>	<b>10,019.08</b>
长期借款	7,026.59	7,377.92	7,746.81	8,134.15
应付债券	1,638.57	1,720.50	1,806.53	1,896.85
其他	637.61	669.49	702.96	738.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,302.77</b>	<b>9,767.90</b>	<b>10,256.30</b>	<b>10,769.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,201.33</b>	<b>18,919.42</b>	<b>22,279.30</b>	<b>20,788.20</b>
少数股东权益	7,859.39	8,882.13	9,964.44	10,894.82
股本	1,418.29	1,418.29	1,418.29	1,418.29
资本公积	3,312.94	3,379.20	3,446.78	3,515.72
留存收益	6,338.51	8,109.96	10,070.08	12,240.98
其他	142.07	149.17	156.63	164.46
<b>股东权益合计</b>	<b>19,071.19</b>	<b>21,938.74</b>	<b>25,056.21</b>	<b>28,234.26</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39,272.52</b>	<b>40,858.15</b>	<b>47,335.51</b>	<b>49,022.46</b>

**利润表**

单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	<b>39,397.91</b>	<b>35,430.06</b>	<b>38,017.50</b>	<b>41,974.59</b>
营业成本	<b>32,888.09</b>	<b>28,753.05</b>	<b>30,851.78</b>	<b>34,252.51</b>
营业税金及附加	250.56	231.15	228.74	264.44
销售费用	369.29	375.84	342.41	405.59
管理费用	968.06	952.85	886.04	1,046.17
研发费用	1,608.57	1,537.14	1,521.55	1,738.26
财务费用	509.28	295.95	391.42	441.79
资产/信用减值损失	(306.87)	(164.25)	(253.24)	(223.40)
公允价值变动收益	4.03	6.00	3.25	4.43
投资净收益	94.83	201.00	113.00	109.00
其他	76.93	(332.80)	(314.12)	(324.27)
营业利润	2,935.13	3,659.62	3,972.71	4,040.12
营业外收入	12.63	6.33	12.26	10.41
营业外支出	30.72	17.33	27.63	25.22
利润总额	<b>2,917.05</b>	<b>3,648.62</b>	<b>3,957.34</b>	<b>4,025.31</b>
所得税	399.61	543.98	576.86	579.44
净利润	2,517.44	3,104.65	3,380.48	3,445.87
少数股东损益	915.74	1,136.38	1,202.57	1,033.76
归属于母公司净利润	1,601.70	1,968.27	2,177.91	2,412.11
每股收益(元)	1.13	1.39	1.54	1.70

**现金流量表**

单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	<b>2,517.44</b>	<b>1,968.27</b>	<b>2,177.91</b>	<b>2,412.11</b>
折旧摊销	<b>1,147.96</b>	<b>1,141.93</b>	<b>1,151.62</b>	<b>1,162.28</b>
财务费用	543.68	295.95	391.42	441.79
投资损失	(94.83)	(201.00)	(113.00)	(109.00)
营运资金变动	(1,386.02)	(1,218.93)	(1,093.21)	(1,340.90)
其它	1,557.55	1,142.38	1,205.82	1,038.19
经营活动现金流	4,285.78	3,128.60	3,720.56	3,604.46
资本支出	3,161.78	1,666.70	1,834.96	2,020.13
长期投资	468.73	492.17	516.77	542.61
其他	(6,216.26)	(3,687.65)	(4,136.90)	(4,541.25)
投资活动现金流	(2,585.75)	(1,528.79)	(1,785.16)	(1,978.50)
债权融资	(1,560.10)	(128.88)	(151.02)	(134.15)
股权融资	(460.33)	(237.10)	(263.01)	(267.82)
其他	979.93	(113.64)	(120.26)	(103.38)
筹资活动现金流	(1,040.50)	(479.62)	(534.29)	(505.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	659.53	1,120.19	1,401.12	1,120.61

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、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邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数