

**光伏钨丝放缓拖累钨钼板块表现，期待下游需求回暖**

2024 年 10 月 27 日

**事件：公司发布 2024 三季度报。** 2024Q1-Q3，公司实现营收 263.69 亿元，同比-10.70%；归母净利润 14.02 亿元，同比+20.78%；扣非归母净利润 12.28 亿元，同比+15.37%。分季度看，2024Q3，公司实现营收 92.07 亿元，同比-14.73%、环比+3.55%；归母净利润 3.86 亿元，同比+4.32%、环比-34.56%；扣非归母净利润 3.70 亿元，同比+7.90%、环比-33.57%。Q3 业绩低于我们的预期。

**钨钼板块：钨矿价格环比走弱，光伏钨丝销量放缓，Q3 钨钼板块实现利润总额环比-39.91%。** 1) 24Q1-Q3，公司钨钼业务实现利润总额 19.60 亿元，同比增长 17.37%。测算 24Q3 钨钼板块实现利润总额 5.33 亿元，同比-6.16%、环比-39.91%。2) **光伏钨丝：**下游光伏产业需求不振，根据 SMM 数据，24Q3 硅片产量环比下滑 13%，光伏钨丝销量承压，24Q3 公司细钨丝销量 322 亿米，环比下滑 20%，此外我们预计光伏钨丝 24Q3 售价环比也有一定下滑。3) **钨矿：**钨价环比走弱，24Q3 钨精矿价格环比-5.93%，钨矿利润受损。4) **切削工具：**2024Q1-Q3，销量同比+2%，销售收入同比增长 8%。5) **钨钼板块项目进展：**切削工具，博白县油麻坡钨矿等项目工作有序推进中。

**能源新材料板块：Q3 盈利环比有所改善。** 1) 受原材料价格下降及行业竞争加剧影响，2024Q1-Q3 公司能源新材料业务实现利润总额 3.86 亿元，同比-13.87%。测算 24Q3 利润总额 1.40 亿元，环比+6.06%。2) **2024Q1-Q3，钴酸锂产品销量 3.23 万吨，同比+30%，行业龙头地位稳固，**测算 24Q3 钴酸锂销量 1.39 万吨，环比提升 39%；三元材料产品前三季度销量 3.86 万吨，同比+65%，测算 24Q3 三元材料销量 1.23 万吨，环比提升 18%。3) **能源新材料板块项目进展：**海璟基地、宁德基地、雅安基地的产能建设均有序推进中。

**稀土板块：Q3 盈利环比下滑。** 1) 2024Q1-Q3 公司稀土业务实现利润总额 1.8 亿元，同比+62%。测算 24Q3 实现利润总额 0.63 亿元，环比-18%。2) **24Q1-Q3 磁材销量 6325 吨，同比增长 15%。**测算 Q3 磁材销量 2381 吨，同比增长 19%。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。

**房地产板块：Q3 亏损环比略扩大。** 2024Q1-Q3 公司房地产业务利润总额 0.68 亿元，测算 24Q3 利润额-0.26 亿元，亏损环比略扩大 400 万元。公司积极剥离房地产业务，对公司业绩拖累有望缓解。

**投资建议：**公司三个板块业务均有扩产在建项目，未来成长可期。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 18.63/21.41/24.48 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 15/13/12 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，产业重点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	37,074	42,313	46,009
增长率 (%)	-18.3	-5.9	14.1	8.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,602	1,863	2,141	2,448
增长率 (%)	10.8	16.3	14.9	14.3
每股收益 (元)	1.13	1.31	1.51	1.73
PE	18	15	13	12
PB	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**20.10 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) 2024 年半年报点评：钨价走高增厚矿山利润，钨钼板块表现强劲-2024/08/29
2. 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
3. 厦门钨业 (600549.SH) 2023 三季度报点评：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
4. 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
5. 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

## 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	37,074	42,313	46,009
营业成本	32,888	29,995	34,449	37,321
营业税金及附加	251	222	254	276
销售费用	369	334	398	414
管理费用	968	853	973	1,058
研发费用	1,609	1,483	1,693	1,840
EBIT	3,351	4,202	4,660	5,220
财务费用	509	492	495	507
资产减值损失	-368	-284	-275	-265
投资收益	95	37	42	46
营业利润	2,935	3,464	3,932	4,494
营业外收支	-18	-12	-12	-12
利润总额	2,917	3,452	3,920	4,482
所得税	400	518	549	627
净利润	2,517	2,934	3,372	3,854
归属于母公司净利润	1,602	1,863	2,141	2,448
EBITDA	4,526	5,531	6,351	7,249

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,851	4,669	4,600	4,659
应收账款及票据	6,443	5,721	6,626	7,454
预付款项	334	300	344	485
存货	7,419	6,456	7,560	8,530
其他流动资产	3,022	2,893	3,122	3,652
流动资产合计	20,069	20,038	22,252	24,779
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	21,232	22,122	22,835
资产合计	39,273	41,270	44,374	47,614
短期借款	2,166	1,966	1,966	1,966
应付账款及票据	5,566	4,520	5,097	5,113
其他流动负债	3,167	3,838	3,389	3,155
流动负债合计	10,899	10,323	10,451	10,233
长期借款	7,027	7,227	7,427	7,627
其他长期负债	2,276	2,281	2,281	2,281
非流动负债合计	9,303	9,508	9,708	9,908
负债合计	20,201	19,831	20,159	20,140
股本	1,418	1,418	1,418	1,418
少数股东权益	7,859	8,936	10,166	11,573
股东权益合计	19,071	21,440	24,215	27,474
负债和股东权益合计	39,273	41,270	44,374	47,614

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-18.30	-5.90	14.13	8.74
EBIT 增长率	5.75	25.39	10.91	12.00
净利润增长率	10.75	16.31	14.92	14.32
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.52	19.09	18.58	18.88
净利润率	4.07	5.03	5.06	5.32
总资产收益率 ROA	4.08	4.51	4.82	5.14
净资产收益率 ROE	14.29	14.90	15.24	15.39
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.84	1.94	2.13	2.42
速动比率	1.04	1.18	1.27	1.43
现金比率	0.26	0.45	0.44	0.46
资产负债率 (%)	51.44	48.05	45.43	42.30
<b>经营效率</b>				
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	0.92	0.99	1.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.13	1.31	1.51	1.73
每股净资产	7.91	8.82	9.91	11.21
每股经营现金流	3.02	3.59	2.76	2.69
每股股利	0.40	0.42	0.42	0.42
<b>估值分析</b>				
PE	18	15	13	12
PB	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.22	6.73	5.86	5.13
股息收益率 (%)	1.99	2.09	2.09	2.09

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,517	2,934	3,372	3,854
折旧和摊销	1,175	1,329	1,691	2,029
营运资金变动	-132	-99	-2,034	-2,960
经营活动现金流	4,286	5,093	3,912	3,817
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	-3,312	-2,551	-2,709
股权募资	1,339	4	0	0
债务募资	-16	1,121	-292	100
筹资活动现金流	-1,040	37	-1,430	-1,049
现金净流量	681	1,818	-69	59

## 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。本报告清晰准确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