

# 大湖塘部分股权注入，远期权益产量大增

厦门钨业 (600549.SH)

## 核心观点

公司与福建省工业控股集团、江钨集团签署三方《合作协议》，本次公司从省工控集团权属企业拟受让江西巨通实业有限公司30.1683%的股权。在本次协议中，厦门钨业将拥有大湖塘钨矿40%的钨精矿优先购买权，江钨则拥有60%的钨精矿优先购买权。北区目前规划露天开采，生产规模660万吨/年，按照90%的回收率计算，产量将达到1万吨WO<sub>3</sub>，对应1.5万吨65%品位的钨精矿标品。露天开采的速度较快，28年大湖塘北区望贡献增量。大湖塘钨矿目前保有资源储量WO<sub>3</sub>金属量约138.3万吨，钼金属量约3.3万吨，单吨资源量作价1,422元。按照北区满产后1.5万吨的钨精矿产量，对应当前的钨精矿价格，利润将达到100亿以上。

## 事件

### 公司拟收购江西巨通实业有限公司部分股权。

公司与福建省工业控股集团、江钨集团签署三方《合作协议》，本次公司从省工控集团权属企业拟受让江西巨通实业有限公司30.1683%的股权。（省工控集团为公司间接控股股东，通过其权属企业福建稀土、厦门三虹钨钼股、福建巨虹稀有金属间接持股方式持有江西巨通合计85.1683%的股权，江西巨通是大湖塘钨矿开发建设的运营主体）

## 简评

### 对大湖塘短期股权增加至30.17%，未来有望增加到55.17%。

公司持有福建巨虹稀有金属28.5714%份额，福建巨虹稀有金属持有江西巨通大湖塘钨业13.0332%的股权，本次交易前公司已经间接持有大湖塘钨矿3.72%的股权。本次转让完成后，公司将直接持有大湖塘钨矿30.1683%的股权。且省工控集团和江钨集团承诺，本次股权转让完成后，省工控权属企业福建稀土将择机再次向厦门钨业转让其持有的大湖塘公司25%股权，江钨放弃股东优先购买权且无条件配合。未来公司对大湖塘钨矿的持股权有望增加到55.1683%。其余股东包括江钨持股30%，其他少数股东持股14.8%。

### 两大钨业龙头强强联合，全力推进大湖塘开发工作。

在本次协议中，厦门钨业将拥有大湖塘钨矿40%的钨精矿优先购买权，江钨则拥有60%的钨精矿优先购买权。江钨将协助大湖塘向江西省政府有关部门办理以下事项：1）大湖塘钨矿开发项目在江西省发改委核准立项批文；2）江西省发改委同意对大湖塘

维持

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

010-56135290

SAC 编号:S1440521110005

王晓芳

wangxiaofang@csc.com.cn

010-56135293

SAC 编号:S1440520090002

汪明宇

wangmingyubj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524010004

发布日期：2026年04月08日

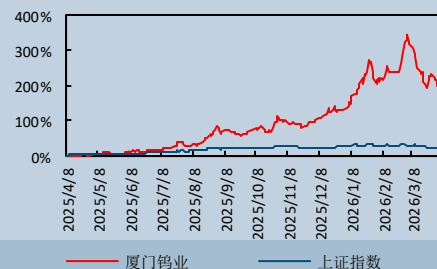
当前股价：54.33元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-26.58/-20.91	25.42/30.15	178.47/162.07
12月最高/最低价(元)		78.76/17.82
总股本(万股)		158,758.58
流通A股(万股)		155,393.20
总市值(亿元)		862.54
流通市值(亿元)		844.25
近3月日均成交量(万)		7100.16
主要股东		
福建省稀有稀土(集团)有限公司		28.38%

## 股价表现



钨矿开发项目列入 2026 年度第一批省重点项目。两大钨业龙头强强联合，大湖塘钨业有望快速出矿。

#### 大湖塘钨矿储量丰富，北区露天开采前景预期明朗。

大湖塘北区工业矿（122b+333）钨矿石量 502,215 千吨，WO<sub>3</sub> 金属量 843,300 吨，平均品位 0.168%。大湖塘南区保有工业主矿种钨矿石量 180,457 千吨，WO<sub>3</sub> 金属量 370,283 吨、平均品位 0.205%。目前保有资源储量 WO<sub>3</sub> 金属量约 138.3 万吨，钼金属量约 3.3 万吨。北区目前规划露天开采，生产规模 660 万吨/年，按照 90% 的回收率计算，产量将达到 1 万吨 WO<sub>3</sub>，对应 1.5 万吨 65% 品位的钨精矿标品。露天开采的速度较快，28 年大湖塘北区望贡献增量。

#### 大湖塘钨矿的全部产权目前作价 19.66 亿元。

大湖塘钨矿目前保有资源储量 WO<sub>3</sub> 金属量约 138.3 万吨，钼金属量约 3.3 万吨，单吨资源量作价 1,422 元。按照北区满产后 1.5 万吨的钨精矿产量，对应当前的钨精矿价格，利润将达到 100 亿以上。

#### 公司接续资源丰富，发展前景广阔。

公司目前体内在产钨精矿产量 1.2 万吨，广西博白钨矿预计 27 年底投产，产量预计 3,240 标吨。大湖塘北区投产后，假设第二次股权转让已经发生，公司的权益占比增加至 55%，则对应的权益增量为 8,250 吨。另外公司还收购了九江大地矿业的部分股权，对应江西省修水县昆山钨钼矿，成长空间巨大。

**盈利预测和投资建议：**预计 2025-2027 年公司的业绩分别为 23.1 亿、58.4 亿和 65.7 亿。对应的 PE 分别为 36.5 倍、14.5 倍和 12.8 倍。未来五年，公司产量仍具有较大增长空间，维持“买入”评级。

#### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	39,397.91	35,196.46	46,469.00	55,140.00	60,640.00
YoY(%)	-18.30	-10.66	32.03	18.66	9.97
净利润(百万元)	1,601.70	1,727.93	2,311.18	5,835.64	6,574.33
YoY(%)	10.75	7.88	33.75	152.50	12.66
毛利率(%)	16.52	18.03	17.54	24.88	25.26
销售净利率(%)	4.07	4.91	4.97	10.58	10.84
ROE(%)	14.29	10.87	13.30	27.65	25.98
EPS(摊薄/元)	1.01	1.09	1.46	3.68	4.14
P/E(倍)	52.72	48.87	36.54	14.47	12.84
P/B(倍)	7.53	5.31	4.86	4.00	3.34

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 盈利预测与估值比较

### 关键假设

**图表1： 公司收入毛利假设（单位：百万元）**

品种	指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
钨钼等有色金属	收入	12634	15569	17084	19939	25000	26000
	同比增速		23.2%	9.7%	16.7%	25.4%	4.0%
	毛利率	24.7%	28.7%	26.4%	32.3%	46.0%	48.1%
电池材料	收入	28596	17136	13201	20034	23000	26000
	同比增速		-40.1%	-23.0%	51.8%	14.8%	13.0%
	毛利率	8.5%	7.9%	9.6%	5.2%	6.5%	7.7%
稀土业务	收入	5898	5172	4257	5856	6500	8000
	同比增速		-12.3%	-17.7%	37.6%	11.0%	23.1%
	毛利率	11.6%	6.7%	10.3%	9.5%	9.2%	8.8%
房地产及配套管理	收入	97	84	44	40	40	40
	同比增速		-12.9%	-47.7%	-9.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	-3.1%	2.5%	-13.5%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
其他	收入	998	1436	610	600	600	600
	同比增速		43.9%	-57.5%	-1.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	34.0%	23.6%	23.0%	21.7%	21.7%	21.7%
合计	收入	48223	39398	35196	46469	55140	60640
	同比增速		-18.3%	-10.7%	32.0%	18.7%	10.0%
	毛利率	13.6%	16.5%	18.0%	17.5%	24.9%	25.3%

资料来源：公司公告，中信建投

预计 2025-2027 年公司的业绩分别为 23.1 亿、58.4 亿和 65.7 亿。对应的 PE 分别为 36.5 倍、14.5 倍和 12.8 倍。未来五年，公司产量仍具有较大增长空间，维持“买入”评级。

## 风险分析

宏观经济波动直接影响公司钨钼、稀土等产品的价格和下游需求，特别是出口业务。

政策风险显著，钨和稀土均为国家战略稀有资源，行业调控政策的变化可能对公司经营产生重要影响。

产能扩张方面，公司各板块均有扩张计划，但存在产能扩张不及预期的风险。

原材料供应安全也存在不确定性，部分原材料需外部采购，价格波动直接影响公司毛利。

本报告中基础假设 2025 年钨钼等有色金属收入 199.4 亿元，电池材料收入 200.3 亿元，若实际销售收入有较大出入，将会对盈利预测产生较大影响。

**图表2：不同钨钼等有色金属及电池材料收入下公司净利润敏感性测算（单位：百万元）**

敏感性测试结果	钨钼等有色金属收入						
	16939	17939	18939	19939	20939	21939	22939
电池材料收入							
17034	-1232	-642	-51	540	1130	1721	2311
18034	-642	-51	540	1130	1721	2311	2902
19034	-51	540	1130	1721	2311	2902	3492
20034	540	1130	1721	2311	2902	3492	4083
21034	1130	1721	2311	2902	3492	4083	4673
22034	1721	2311	2902	3492	4083	4673	5264
23034	2311	2902	3492	4083	4673	5264	5854

资料来源：公司公告，中信建投

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>20,069.25</b>	<b>24,152.61</b>	<b>28,328.75</b>	<b>38,845.92</b>	<b>50,218.55</b>
现金	2,851.09	6,974.04	7,654.10	15,386.33	24,525.06
应收票据及应收账款	7,744.28	7,494.41	9,397.75	11,151.35	12,263.66
其他应收款	186.20	103.71	471.61	559.61	615.43
预付账款	334.12	255.02	405.64	481.33	529.34
存货	7,418.94	8,383.48	9,262.89	10,012.24	10,954.97
其他流动资产	1,534.61	941.95	1,136.76	1,255.06	1,330.10
<b>非流动资产</b>	<b>19,203.27</b>	<b>21,311.16</b>	<b>17,607.86</b>	<b>13,834.75</b>	<b>10,099.59</b>
长期投资	3,300.21	3,656.82	3,680.26	3,703.70	3,727.15
固定资产	10,242.70	11,776.55	9,038.85	6,328.72	3,340.14
无形资产	1,655.83	1,676.38	1,279.49	882.60	485.70
其他非流动资产	4,004.53	4,201.41	3,609.26	3,021.74	2,546.60
<b>资产总计</b>	<b>39,272.52</b>	<b>45,463.76</b>	<b>45,936.61</b>	<b>52,680.67</b>	<b>60,318.14</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,898.56</b>	<b>14,370.06</b>	<b>12,098.70</b>	<b>13,169.21</b>	<b>14,414.95</b>
短期借款	2,165.60	2,581.29	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	5,566.32	6,693.80	7,253.68	7,840.49	8,578.73
其他流动负债	3,166.65	5,094.97	4,845.02	5,328.72	5,836.22
<b>非流动负债</b>	<b>9,302.77</b>	<b>6,742.68</b>	<b>6,742.68</b>	<b>6,742.68</b>	<b>6,742.68</b>
长期借款	8,758.36	5,989.07	5,989.07	5,989.07	5,989.07
其他非流动负债	544.41	753.61	753.61	753.61	753.61
<b>负债合计</b>	<b>20,201.33</b>	<b>21,112.73</b>	<b>18,841.38</b>	<b>19,911.89</b>	<b>21,157.63</b>
少数股东权益	7,859.39	8,448.24	9,715.85	11,661.06	13,852.50
股本	1,418.29	1,587.68	1,587.68	1,587.68	1,587.68
资本公积	3,312.94	6,644.16	6,644.16	6,644.16	6,644.16
留存收益	6,480.58	7,670.95	9,147.54	12,875.89	17,076.17
归属母公司股东权益	11,211.81	15,902.79	17,379.38	21,107.73	25,308.01
<b>负债和股东权益</b>	<b>39,272.52</b>	<b>45,463.76</b>	<b>45,936.61</b>	<b>52,680.67</b>	<b>60,318.14</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,312.81</b>	<b>3,129.53</b>	<b>4,378.14</b>	<b>10,043.61</b>	<b>11,683.98</b>
净利润	2,517.44	2,705.56	3,578.79	7,780.85	8,765.77
折旧摊销	1,202.01	1,247.64	3,722.12	3,796.55	3,758.61
财务费用	509.28	303.72	321.01	250.15	220.62
投资损失	-94.83	-224.62	-115.24	-124.51	-128.45
营运资金变动	-153.45	-1,252.28	-3,186.15	-1,714.43	-988.16
其他经营现金流	332.34	349.51	57.60	54.99	55.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,585.75</b>	<b>-3,326.28</b>	<b>38.81</b>	<b>46.07</b>	<b>49.42</b>
资本支出	2,088.31	1,905.22	0.00	0.00	0.00
长期投资	-539.70	-1,841.13	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-4,134.36	-3,390.37	38.81	46.07	49.42
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,040.50</b>	<b>2,632.10</b>	<b>-3,736.89</b>	<b>-2,357.45</b>	<b>-2,594.67</b>
短期借款	-2,058.64	415.69	-2,581.29	0.00	0.00
长期借款	1,133.70	-2,769.29	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-115.55	4,985.70	-1,155.60	-2,357.45	-2,594.67
<b>现金净增加额</b>	<b>707.53</b>	<b>2,453.01</b>	<b>680.06</b>	<b>7,732.24</b>	<b>9,138.73</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>39,397.91</b>	<b>35,196.46</b>	<b>46,469.00</b>	<b>55,140.00</b>	<b>60,640.00</b>
营业成本	32,888.09	28,850.47	38,319.81	41,419.81	45,319.81
营业税金及附加	250.56	231.79	280.54	332.88	366.09
销售费用	369.29	412.29	435.65	516.95	568.51
管理费用	968.06	1,008.33	1,110.19	1,317.35	1,448.75
研发费用	1,608.57	1,456.15	1,828.62	2,169.84	2,386.27
财务费用	509.28	303.72	321.01	250.15	220.62
资产减值损失	-368.43	-310.67	-334.58	-358.41	-400.22
信用减值损失	61.56	62.92	13.45	15.96	17.55
其他收益	338.90	347.59	331.72	331.72	331.72
公允价值变动收益	4.03	7.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	94.83	224.62	115.24	124.51	128.45
资产处置收益	0.19	6.14	2.32	2.32	2.32
<b>营业利润</b>	<b>2,935.13</b>	<b>3,271.59</b>	<b>4,301.32</b>	<b>9,249.12</b>	<b>10,409.77</b>
营业外收入	12.63	6.21	0.00	0.00	0.00
营业外支出	30.72	33.71	84.00	80.00	80.00
<b>利润总额</b>	<b>2,917.05</b>	<b>3,244.09</b>	<b>4,217.32</b>	<b>9,169.12</b>	<b>10,329.77</b>
所得税	399.61	538.53	638.53	1,388.27	1,564.00
<b>净利润</b>	<b>2,517.44</b>	<b>2,705.56</b>	<b>3,578.79</b>	<b>7,780.85</b>	<b>8,765.77</b>
少数股东损益	915.74	977.62	1,267.61	1,945.21	2,191.44
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,601.70</b>	<b>1,727.93</b>	<b>2,311.18</b>	<b>5,835.64</b>	<b>6,574.33</b>
EBITDA	4,628.35	4,795.45	8,260.45	13,215.83	14,309.00
EPS (元)	1.01	1.09	1.46	3.68	4.14

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-18.30	-10.66	32.03	18.66	9.97
营业利润(%)	13.39	11.46	31.47	115.03	12.55
归属于母公司净利润	10.75	7.88	33.75	152.50	12.66
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.52	18.03	17.54	24.88	25.26
销售净利率(%)	4.07	4.91	4.97	10.58	10.84
ROE(%)	14.29	10.87	13.30	27.65	25.98
ROIC(%)	10.15	9.45	13.59	27.32	31.85
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.44	46.44	41.02	37.80	35.08
净负债比率(%)	42.33	6.56	-6.15	-28.68	-47.33
流动比率	1.84	1.68	2.34	2.95	3.48
速动比率	1.04	1.05	1.49	2.10	2.63
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.00	0.77	1.01	1.05	1.01
应收账款周转率	5.25	4.86	5.06	5.06	5.06
应付账款周转率	8.95	7.89	9.34	9.34	9.34
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.09	1.46	3.68	4.14
每股经营现金流(最新)	2.72	1.97	2.76	6.33	7.36
每股净资产(最新摊薄)	7.06	10.02	10.95	13.30	15.94
<b>估值比率</b>					
P/E	52.72	48.87	36.54	14.47	12.84
P/B	7.53	5.31	4.86	4.00	3.34
EV/EBITDA	9.21	9.10	11.70	6.94	5.96

## 分析师介绍

### 王介超

金属新材料首席分析师，中南大学硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师，曾主编 GB/T18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利，擅长金属新材料及建筑材料产业研究，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

### 王晓芳

中信建投金属新材料研究员 金属新材料新财富入围团队成员 水晶球钢铁上榜分析师 wind 钢铁最佳分析师 上证报最佳分析师 新浪财经金麒麟最佳分析师。周期方向覆盖黑色产业链上下游，从成材到原料一体化研究，研究维度包括股票、债券和商品。成长方向覆盖特钢金属新材料、钨钼铜铬镍等特钢添加剂。

### 汪明宇

金属和金属新材料行业分析师，清华大学金融硕士，覆盖黑色产业链上下游，2024 年新财富、水晶球、金麒麟奖团队成员。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk