



买入（维持）

所属行业：有色金属/小金属
当前价格(元)：15.96

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

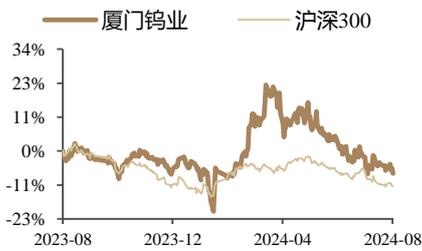
康宇豪

资格编号：S0120524050001

邮箱：kangyh@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.01	-10.59	-16.99
相对涨幅(%)	0.38	-5.37	-7.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《厦门钨业(600549.SH)：2023年钨钼板块带动业绩稳健增长，2024年Q1三元材料及钴酸锂销量大幅提升》，2024.4.19
- 《厦门钨业(600549.SH)：业绩环比增长，钨钼板块持续发力》，2023.10.24
- 《厦门钨业(600549.SH)：钨钼板块出口增加利润高增，稀土、能源新材料板块盈利承压》，2023.8.26

厦门钨业(600549.SH)：钨丝放量及钨精矿价格上涨推动公司钨钼板块利润快速增长

投资要点

- 事件：公司发布2024年中报，公司利润较大幅度增长。**2024年上半年公司营业收入171.62亿元，同比-8.37%；归母净利润10.17亿元，同比+28.47%；扣非归母净利润8.58亿元，同比+18.93%。公司利润有较大幅度增长。
- 钨钼板块业绩快速增长，钨矿山受益钨精矿涨价利润快速增长，光伏钨丝快速扩产，利润快速增长。**2024年1-6月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%。若剔除公司联营企业投资收益的影响，公司钨钼业务利润同比增长27.73%。钨矿山因钨精矿价格上涨(2024年1-6月国内黑钨精矿均价为13.44万元/吨，较2023年同期上涨13.04%；APT(88.5%)均价为19.84万元/吨，较2023年同期上涨11.02%)，公司钨矿山营收同比增长，利润同比大幅增加；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)。
- 与中国稀土整合导致公司稀土业务利润下降，公司稀土磁材销量稳步增长。**2024年1-6月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%。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。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。
- 能源金属产品销量大幅增长，但由于原材料与产品价格下降、市场竞争加剧，公司营收利润仍有所减少。**2024年1-6月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1,860吨，同比增长7.53%，继续保持行业龙头地位。但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。
- 投资建议：**上半年钨精矿价格超预期、公司稀土不纳入合并报表范围、新能源行业竞争加剧，我们调整了公司的盈利预测，预计公司2024-2026年营收分别为373.51/401.10/432.99亿元，归母净利润分别为21.25/25.90/29.77亿元，对应PE10.65/8.74/7.60倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动超预期；稀土永磁材料竞争加剧；公司销售策略影响公司产品销售量

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,418.29		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,414.65	营业收入(百万元)	48,223	39,398	37,351	40,110	43,299
52 周内股价区间(元):	13.76-21.09	(+/-)YOY(%)	51.4%	-18.3%	-5.2%	7.4%	8.0%
总市值(百万元):	22,635.83	净利润(百万元)	1,446	1,602	2,125	2,590	2,977
总资产(百万元):	40,675.64	(+/-)YOY(%)	22.7%	10.8%	32.7%	21.9%	14.9%
每股净资产(元):	8.22	全面摊薄 EPS(元)	1.02	1.13	1.50	1.83	2.10
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	13.6%	16.5%	19.1%	20.1%	20.8%
		净资产收益率(%)	14.5%	14.3%	16.5%	17.5%	17.4%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.14	1.50	1.83	2.10
每股净资产	7.91	9.08	10.43	12.04
每股经营现金流	3.02	2.46	4.84	3.67
每股股利	0.40	0.35	0.35	0.35
价值评估(倍)				
P/E	15.14	10.65	8.74	7.60
P/B	2.17	1.76	1.53	1.33
P/S	0.57	0.61	0.56	0.52
EV/EBITDA	7.43	5.62	4.61	3.95
股息率%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.5%	19.1%	20.1%	20.8%
净利润率	6.4%	8.4%	9.6%	10.4%
净资产收益率	14.3%	16.5%	17.5%	17.4%
资产回报率	4.1%	5.1%	5.6%	6.0%
投资回报率	9.3%	11.5%	12.0%	12.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-18.3%	-5.2%	7.4%	8.0%
EBIT 增长率	5.7%	36.6%	13.7%	13.8%
净利润增长率	10.8%	32.7%	21.9%	14.9%
偿债能力指标				
资产负债率	51.4%	47.4%	45.7%	41.8%
流动比率	1.8	2.0	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.4
现金比率	0.3	0.3	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	62.4	40.0	35.0	35.0
存货周转天数	88.3	83.0	78.0	79.7
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	3.9	3.6	3.7	4.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,602	2,125	2,590	2,977
少数股东损益	916	1,000	1,275	1,533
非现金支出	1,482	1,403	1,354	1,442
非经营收益	419	646	620	610
营运资金变动	-132	-1,690	1,029	-1,355
经营活动现金流	4,286	3,484	6,869	5,207
资产	-2,100	-2,160	-2,297	-2,250
投资	-530	-593	-592	-592
其他	44	34	66	55
投资活动现金流	-2,586	-2,720	-2,822	-2,787
债权募资	-16	500	-353	-69
股权募资	1,339	0	0	0
其他	-2,363	-1,242	-1,365	-1,354
融资活动现金流	-1,040	-742	-1,718	-1,423
现金净流量	681	23	2,329	998

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39,398	37,351	40,110	43,299
营业成本	32,888	30,211	32,063	34,285
毛利率%	16.5%	19.1%	20.1%	20.8%
营业税金及附加	251	224	241	260
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	369	275	321	346
营业费用率%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
管理费用	968	919	987	1,065
管理费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	1,609	1,524	1,636	1,767
研发费用率%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
EBIT	3,351	4,578	5,203	5,923
财务费用	509	651	658	614
财务费用率%	1.3%	1.7%	1.6%	1.4%
资产减值损失	-368	-127	-117	-120
投资收益	95	34	66	55
营业利润	2,935	3,634	4,494	5,244
营业外收支	-18	0	0	0
利润总额	2,917	3,634	4,494	5,244
EBITDA	4,526	5,754	6,440	7,245
所得税	400	509	629	734
有效所得税率%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	916	1,000	1,275	1,533
归属母公司所有者净利润	1,602	2,125	2,590	2,977

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,851	2,874	5,202	6,200
应收账款及应收票据	6,443	6,517	6,804	7,313
存货	7,419	7,915	8,132	8,489
其它流动资产	3,356	3,285	3,373	3,515
流动资产合计	20,069	20,590	23,511	25,517
长期股权投资	3,300	3,838	4,352	4,874
固定资产	10,138	10,412	10,698	10,953
在建工程	2,665	3,178	3,795	4,298
无形资产	1,656	1,869	2,039	2,223
非流动资产合计	19,203	20,754	22,389	23,889
资产总计	39,273	41,345	45,900	49,407
短期借款	2,166	2,666	2,313	2,244
应付票据及应付账款	5,566	4,704	6,298	5,940
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,167	2,938	3,065	3,177
流动负债合计	10,899	10,307	11,676	11,361
长期借款	7,027	7,027	7,027	7,027
其它长期负债	2,276	2,276	2,276	2,276
非流动负债合计	9,303	9,303	9,303	9,303
负债总计	20,201	19,610	20,979	20,663
实收资本	1,418	1,418	1,418	1,418
普通股股东权益	11,212	12,875	14,786	17,075
少数股东权益	7,859	8,859	10,135	11,668
负债和所有者权益合计	39,273	41,345	45,900	49,407

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。