

光伏钨丝持续放量，一季度钨钼板块表现强劲

2023 年 04 月 27 日

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。 2022 年，公司实现营收 482.23 亿元，同比增长 51.54%；归母净利润 14.46 亿元，同比增长 22.68%，扣非后归母净利润达 12.36 亿元，同比增长 19.97%。单季度看，2023Q1，公司实现营收 85.62 亿元，同比减少 18.51%、环比减少 24.28%；归母净利润 4.40 亿元，同比增加 16.05%、环比增加 214.37%；扣非归母净利润 3.92 亿元，同比增加 22.37%、环比增加 442.22%。

钨钼板块：光伏钨丝放量，2022 年销量超过 160 亿米。 1) 营业收入：2015-2022 年，厦门钨业钨钼等有色金属制品收入由 44.38 亿元增长至 126.34 亿元，CAGR 为 16.12%，2022 年，主要产品量价齐升推动营收增长。2) 毛利率：2022 年，公司钨钼板块整体毛利率为 24.70%，同比下降 2.06pct，毛利率下降主要由于上游原材料价格上涨。公司向下游深加工业务持续发力，22 年公司光伏钨丝产能持续释放，销量超过 160 亿米。未来将新增整体刀具 210 万片，光伏用钨丝 600 亿米的年产能。

电池材料板块：量价齐升推动业绩增长。 1) 营业收入：2015-2022 年，厦门钨业电池材料板块收入由 10.85 亿元增长至 285.96 亿元，CAGR 为 59.59%。2) 毛利率：2022 年，公司电池材料板块整体毛利率为 8.48%，同比下降 1.05pct，毛利率下降主要由于上游原材料价格上涨。公司加速布局三元、磷酸铁锂材料产能，未来海璟基地将扩总计 4.5 万吨三元材料产能，宁德基地将建设 7 万吨三元材料产能，雅安基地规划 10 万吨磷酸铁锂产能，福泉厦钨新能源规划建设 4 万吨三元前驱体产能。

稀土板块：磁材产能将由 1.2 万吨提升至 2024 年的 1.7 万吨。 1) 营业收入：2015-2022 年，厦门钨业稀土板块收入由 7.48 亿元增长至 58.98 亿元，CAGR 为 34.31%。2) 毛利率：2022 年，公司稀土板块整体毛利率为 11.57%，同比下降 1.39pct。未来公司将重点发展磁材业务，磁材产能将由 1.2 万吨提升至 2024 年的 1.7 万吨。

光伏钨丝持续放量，一季度钨钼板块表现强劲。 23Q1 公司钨钼板块发力，实现利润总额 5.66 亿元，同比增长 57.82%。一是光伏钨丝快速放量，23Q1 钨钼丝销售收入同比 +309.96%。二是钨价上涨，23Q1 钨精矿价格环比 +7.05%，同比 +1.29%，公司钨矿产品受益。其他深加工产品方面，切削工具产品、硬面材料、耐磨零件营收、利润总额均实现增长。稀土方面，23Q1 稀土板块好转，实现利润总额 1.14 亿元，同比增长 55.82%，23Q1 磁性材料实现销量 1,392 吨，同比增长 3.13%。23Q1 能源新材料板块低迷，实现利润总额 1.20 亿元，同比下降 49.26%，电池正极材料产品销量为 0.97 万吨，同比下降 47.05%。

投资建议： 公司三个板块业务均有扩产在建项目，成长势头良好。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 20.74/25.49/29.23 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 13/11/9 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	48,223	44,407	53,072	58,469
增长率 (%)	51.4	-7.9	19.5	10.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,446	2,074	2,549	2,923
增长率 (%)	22.7	43.4	22.9	14.7
每股收益 (元)	1.02	1.46	1.80	2.06
PE	19	13	11	9
PB	2.8	2.4	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
19.37 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 厦门钨业 (600549.SH) 2022 年三季报点评：硬质合金等业务拖累 Q3 业绩，光伏钨丝项目快速推进-2022/10/30
2. 厦门钨业 (600549.SH) 2022 年半年报业绩点评：Q2 三大业务盈利高增，光伏钨丝蓄势待发-2022/08/27
3. 厦门钨业 (600549.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩超预期，光伏钨丝、三元材料放量迅速-2022/07/16
4. 厦门钨业 (600549.SH) 深度报告：材料平台，厚积薄发-2022/05/15
5. 厦门钨业 (600549.SH) 2021 年年报点评：业绩创新高，三大业务未来持续发力-2022/04/02

目录

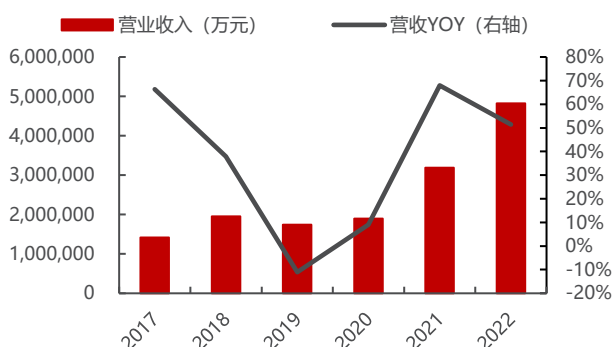
1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报	3
2 点评：光伏钨丝放量，一季度钨钼板块表现强劲	4
2.1 2022 年三大业务齐开花，2022 年归母净利润创新高.....	4
2.2 钨钼板块：光伏钨丝快速放量.....	6
2.3 电池材料板块：量价齐升推动业绩增长.....	11
2.4 稀土板块：磁材产能将由 1.2 万吨提升至 2024 年的 1.7 万吨。.....	13
2.5 光伏钨丝放量，2023Q1 业绩同比环比提升.....	16
3 盈利预测与投资建议	20
4 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司发布 2022 年报：2022 年，公司实现营收 482.23 亿元，同比增长 51.4%；归母净利润 14.46 亿元，同比增长 22.5%，扣非后归母净利达 12.36 亿元，同比增长 20%。

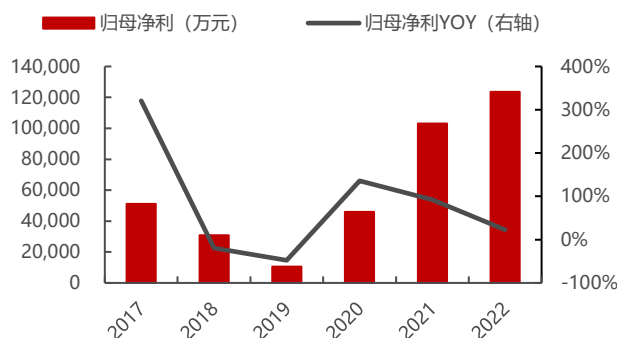
分季度看，2023Q1，公司实现营收 85.62 亿元，同比减少 18.51%、环比减少 24.28%；归母净利润 4.40 亿元，同比增加 16.05%、环比增加 214.37%；扣非归母净利 3.92 亿元，同比增加 22.37%、环比增加 442.22%。

图1：2022 年，公司实现营收 482.23 亿元



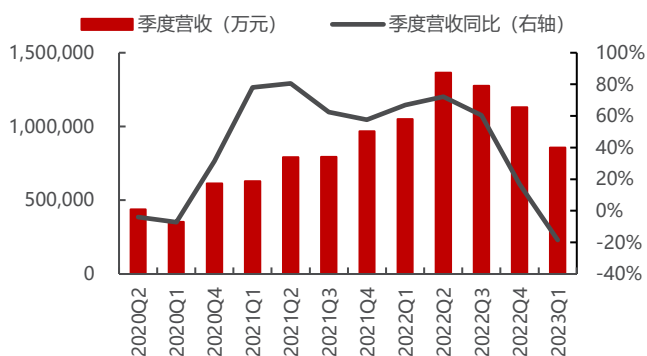
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 14.46 亿元



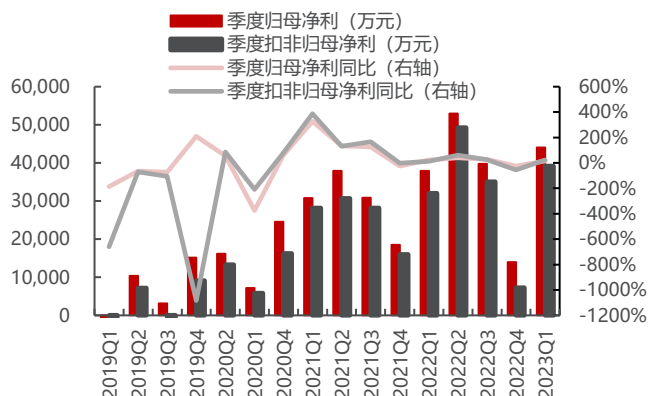
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1，公司实现营收 85.62 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q1，公司实现归母净利润 4.40 亿元



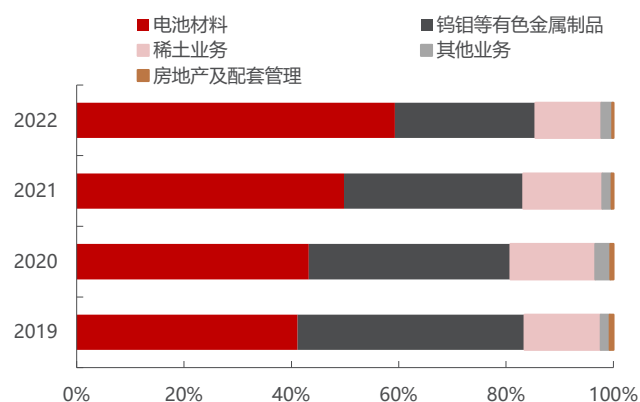
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：光伏钨丝放量，一季度钨钼板块表现强劲

2.1 2022 年三大业务齐开花，2022 年归母净利润创新高

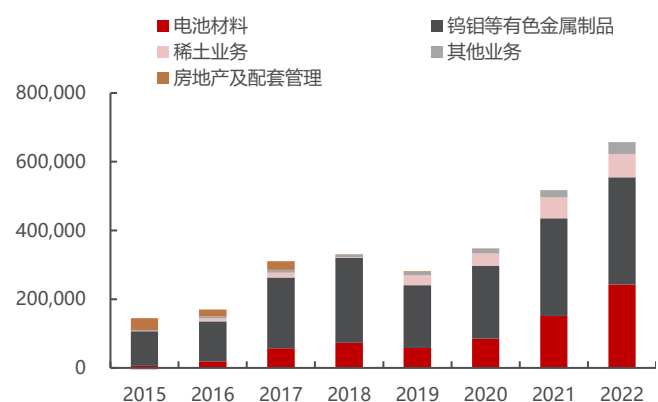
2022 年公司主营业务收入为 482.23 亿元，同比增长 51.40%；主营业务毛利润为 65.64 亿元，同比增长 26.92%；主营业务毛利率为 13.61%，同比下降 2.62pct。主营收入方面：电池材料业务营收 285.96 亿元，占比最大为 59.3%；钨钼板块业务营收 126.34 亿元，占比第二为 26.2%；稀土业务营收 58.98 亿元，占比为 12.2%。毛利方面：钨钼板块毛利润为 31.20 亿元，占比最大为 47.54%；电池材料业务毛利润 24.25 亿元，占比第二为 36.94%；稀土业务板块毛利润 6.82 亿元，占比为 10.39%。毛利率方面：钨钼板块毛利率最大为 24.70%，其次为稀土业务 11.57%、电池材料业务 8.48%。

图5：2022 年，电池材料营收占比最大为 59.3% (单位：%)



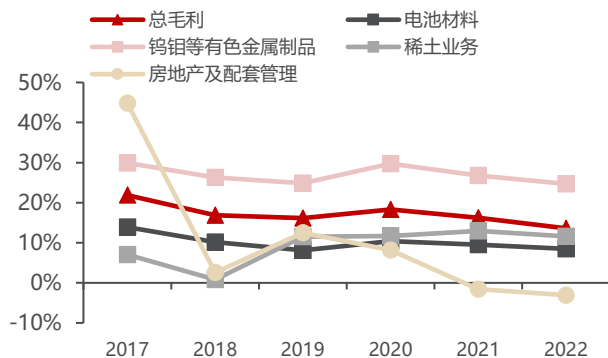
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022 年，钨钼板块毛利润最大为 31.20 亿元 (单位：万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

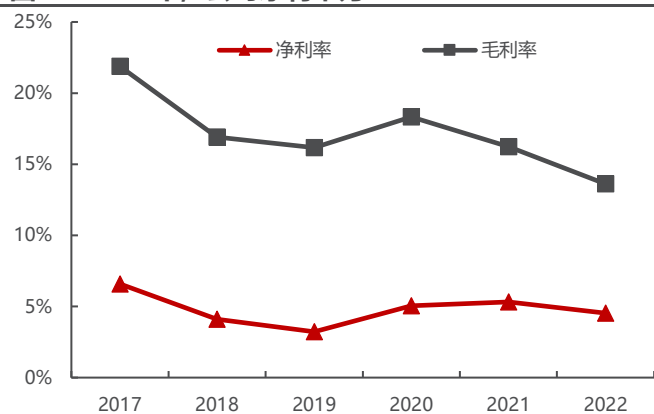
图7：2022 年，钨钼板块毛利率最高为 24.70%



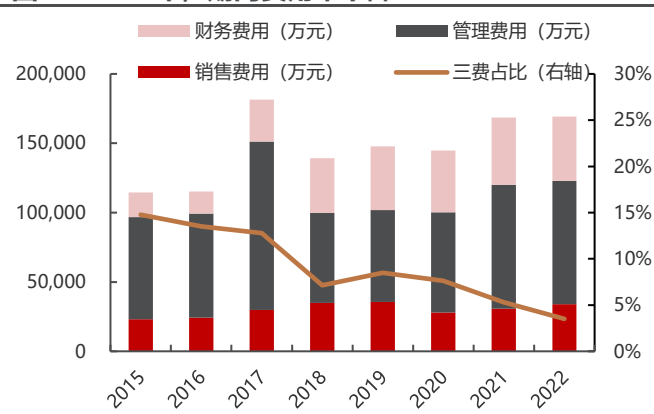
资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年公司归母净利润为 14.46 亿元，同比增长 22.68%，净利率同比下降 0.80pct 至 4.53%，毛利率同比下降 2.63pct 至 13.61%。1) 期间费用：公司

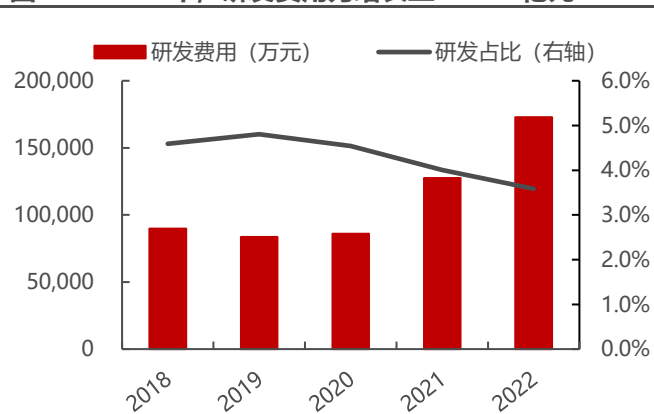
2022 年期间费用同比增长 0.40%至 16.93 亿元，期间费用率下降 1.78pct 至 3.51%，研发费用同比增长 35.52%至 17.29 亿元。销售费用同比增长 10.78%至 3.39 亿元，主要系销售规模上升所致；管理费用同比减少 0.80%至 8.90 亿元，主要系与生产相关的维修费调整至营业成本或存货核算所致；财务费用同比减少 4.62%至 4.63 亿元，主要系汇兑收益同比大幅增加所致。公司 2022 年研发费用同比增长 35.52%至 17.29 亿元，主要系子公司研发投入增加所致。2) 减值损失：2022 年公司资产减值损失同比增加 226.08%至 4.65 亿元。主要原因是计提部分稀土与电池材料产品存货跌价准备，以及子公司滕王阁地产公司对其部分房地产项目的房产和车位计提跌价损失增加。

图8：2022 年，公司净利率为 4.53%


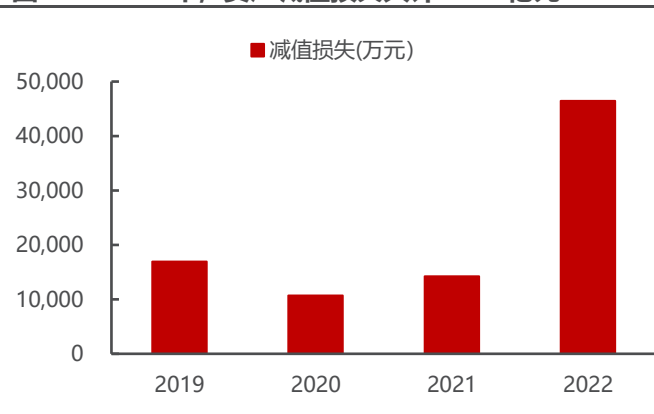
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022 年，期间费用率下降至 3.51%


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022 年，研发费用为增长至 17.29 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

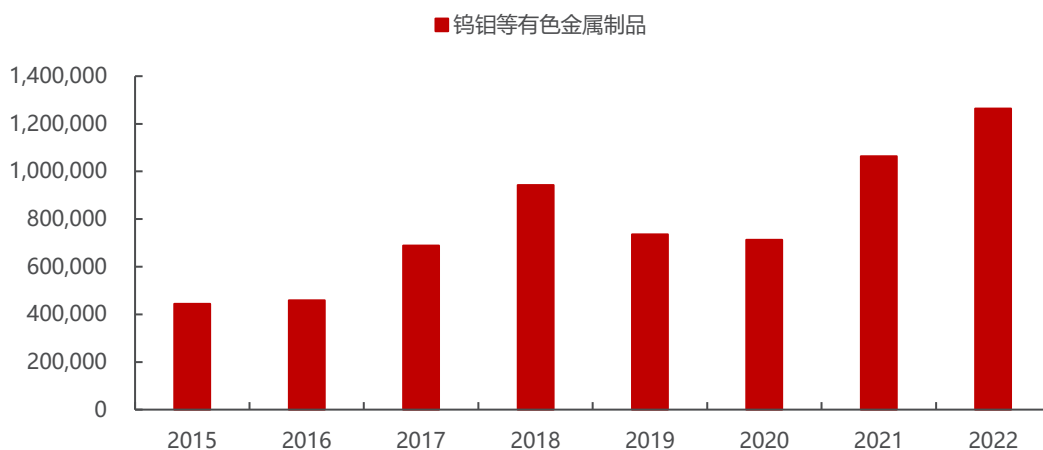
图11：2022 年，资产减值损失共计 4.65 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 钨钼板块：光伏钨丝快速放量

2022 年厦门钨业钨钼等有色金属制品收入同比增长 18.82%至 126.34 亿元，毛利率为 24.70%，同比下降 2.06pct。1) 营业收入：2015-2022 年，厦门钨业钨钼等有色金属制品收入由 44.38 亿元增长至 126.34 亿元，CAGR 为 16.12%，2022 年，主要产品量价齐升推动营收增长。2) 毛利率：2022 年，公司钨钼板块整体毛利率为 24.70%，同比下降 2.06pct，毛利率下降或由于上游原材料价格上涨所致，钨精矿价格同比+1.26%至 11.05 万元/吨。

图12：2022 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 18.82%至 126.34 亿元（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

钨丝方面，公司光伏钨丝快速放量，下半年将新增光伏用钨丝产能 600 亿米/年。目前公司量产的钨丝母线直径在 33-37 微米之间（对应金刚线型号在 28-32 微米之间），同时进一步开发线径更细的钨丝母线产品。硅料价格的周期波动不会影响光伏用钨丝替代碳钢丝的长期优势。公司 200 亿米/年细钨丝产线扩产项目，已逐步投产。2022 年 1 月，公司披露将投资 8.42 亿元建设年产 600 亿米光伏用钨丝产线项目，预计 2023 年下半年完成建设。

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
厦门虹鹭钨钼工业有限公司	年产 88 亿米细钨丝生产线项目	已建设完成并投产
	光伏用钨丝产线建设项目（新增产能 600 亿米/年）	预计 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）	已逐步投产

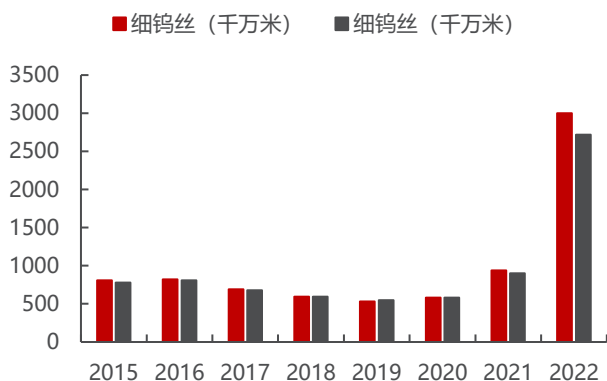
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

注：工程进度披露截止时间为 2022 年 12 月 31 日

2022 年，公司光伏钨丝销量超 160 亿米。其中，细钨丝产量同比增长 219.05% 至 300 亿米，销量同比增长 202.89%至 272 亿米，产销率为 90.67%。2022 年，

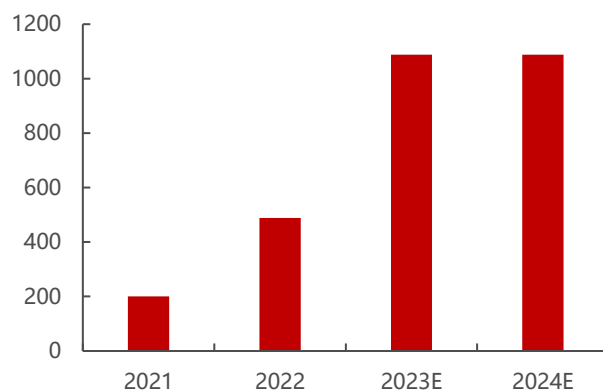
公司光伏用钨丝销量超 160 亿米。预计公司细钨丝产能将从 2021 年的 240 亿米/年增长至 2024 年的 1088 亿米/年。

图13: 2022 年厦门钨业细钨丝产销量分别为 300 亿米、272 亿米



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

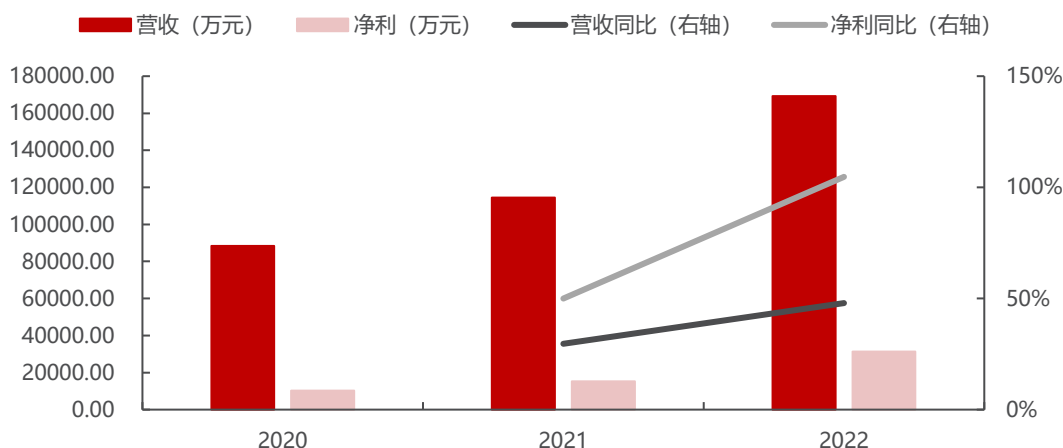
图14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

2022 年, 公司子公司厦门虹鹭营收、净利润均实现明显增长。2022 年, 由于光伏用钨丝快速扩量, 厦门虹鹭营收同比增长 47.92%至 16.93 亿元, 净利同比增长 104.71%至 3.13 亿元。

图15: 2022 年, 厦门虹鹭营收同比增长 47.92%至 16.93 亿元, 净利同比增长 104.71%至 3.13 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, 未来将新增整体刀具 210 万片。据 2021 年 5 月公告, 公司将投资 1.498 亿万元, 建设年产 1000 万片可转位刀片生产线项目, 该项目已逐步投产。此外, 公司还将投资 3.88 亿元建设泰国硬质合金生产基地二期项目, 预计 2025 年建成。2021 年 6 月, 公司披露将投资 1.15 亿元建设年产 900 吨棒材生产线项目, 项目预计于 2022 年底建成、2023 年

达产。

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 3000 吨钨粉末）	预计 2025 年下半年项目建设完成。
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（搬迁 800 吨，扩产 200 吨棒材）	
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 1200 吨混合料）	
	年产 210 万件整体刀具生产线项目	预计 2023 年下半年陆续投产
厦门金鹭硬质合金有限公司	新增年产 1000 万片可转位刀片生产线项目	已逐步投产
	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）	预计 2023 年底陆续投产	
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	预计 2023 年上半年项目建设完成
成都鼎泰新材料有限责任公司	年产 8000 吨钨新材料生产线	预计 2023 年在新厂区投产
	年产 3000 吨钨新材料生产线	预计 2023 年上半年完成项目建设、设备调试并试生产

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

注：工程进度披露截止时间为 2022 年 12 月 31 日

表3：厦门钨业硬质合金产能情况

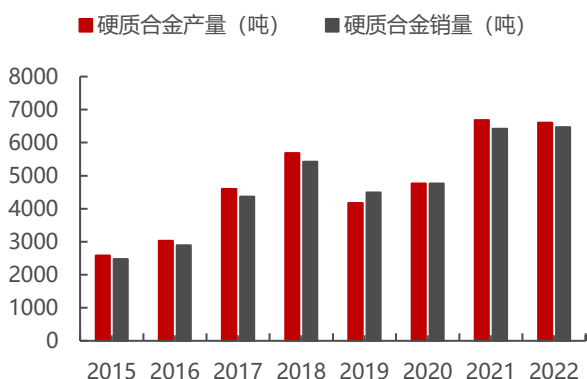
产能建设主体	产品	2021	2022	2023E	2024E
泰国基地	钨粉末（吨）	-	-	-	3000
	硬质合金棒材（吨）	800	800	500	1000
	混合料（吨）	-	-	-	1200
同安精密刀具工业园	整体刀具（万件）	800	800	1010	1010
	数控刀片（万件）	5000	6000	6000	6000
硬质合金工业园	粉末-钨粉（吨）	7500	7500	7500	12000
	RTP 混合料（吨）	6000	6000	6000	11200
	矿用合金（吨）	1100	1100	1100	2000
	硬质合金棒材（吨）	-	5000	7000	7000
九江金鹭	刀片毛坯（万片）	5000	5000	7000	7000
成都鼎泰	钨新材料（吨）	-	8000	11000	11000

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

注：2023-2024 年产能是根据公司公告预测；2023 年泰国基地硬质合金棒材产能下降是因为考虑产能搬迁的影响

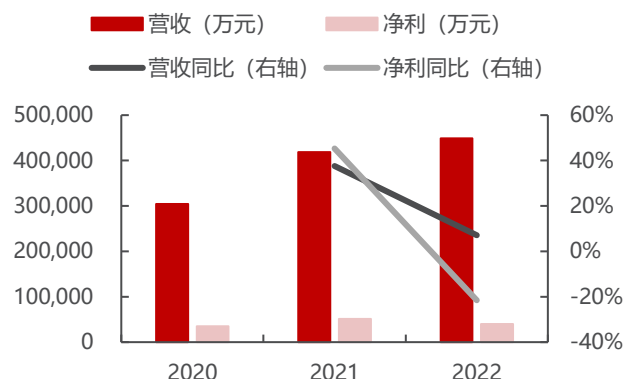
2022年,厦门钨业硬质合金产品产销量同比波动不大,子公司厦门金鹭、洛阳金鹭营收均实现同比增长。2022年,硬质合金产量同比减少1.21%至6602吨,销量同比增长0.89%至6473吨,产销率为98.05%。厦门金鹭营收同比增长7.10%至44.86亿元,净利同比下降21.54%至4.01亿元,主要原因是原材料价格上涨,深加工产品切削工具未能将成本上升完全传导至产品售价,导致利润下降。洛阳金鹭营收同比增长20.79%至7.69亿元,净利同比增长69.44%至4796.72万元,主要通过提升产品质量、优化产品结构与客户结构,调整定价策略等措施,增强盈利能力。九江金鹭营收同比下降3.33%至15.01亿元,净利同比增长3.94%至7858.04万元。

图16: 2022年厦门钨业硬质合金产销量分别为6602吨、6473吨



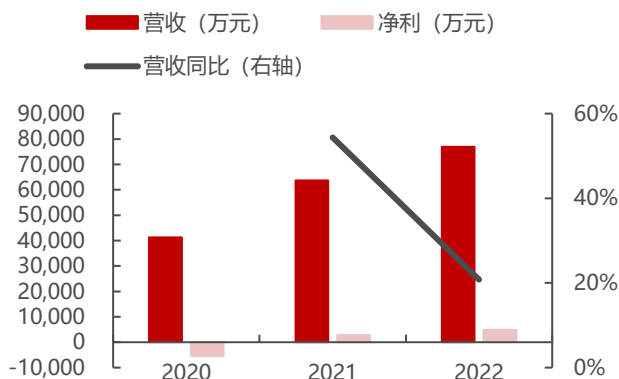
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图17: 2022年,厦门金鹭营收同比增长7.10%至44.86亿元,净利同比下降21.54%至4.01亿元



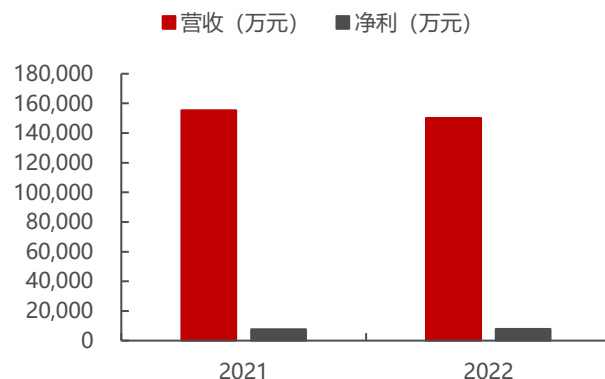
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图18: 2022年,洛阳金鹭营收同比增长20.79%至7.69亿元,净利同比增长69.44%至4796.72万元



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图19: 2022年,九江金鹭营收同比下降3.33%至15.01亿元,净利同比增长3.94%至7858.04万元



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2022年,钨储量共计37.54

万吨、平均品位为 0.25% (不包括洛阳豫鹭回收钼尾矿)、钼储量 2.7 万吨 (平均品位为 0.035%)，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 23.18 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 6.36 万吨、平均品位为 0.16%，钼储量为 2.70 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。2022 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。矿山注入已通过董事会审核，但由于江西巨通处于诉讼纠纷中，交易尚未完成。

表4：截至 2022 年 12 月厦门钨业钨矿矿山情况

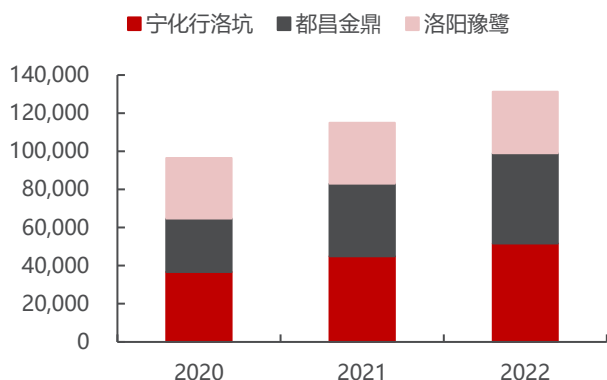
矿山名称	主要品种	储量 (万吨)	品位	年处理量 (万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
宁化行洛坑钨矿	主要为黑钨、白钨	23.18	0.21%	165	至 2085 年	至 2034 年 9 月
都昌阳储山钨钼矿	白钨、钼	钨: 6.3614 钼: 2.6977	钨: 0.159% 钼: 0.035%	148.5	至 2035 年	至 2023 年 2 月
洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿	白钨	-	-	619	-	-
博白巨典油麻坡钨钼矿	钨矿	7.9988	0.442%	66	建成后矿山服务年限为 20.19 年	至 2041 年 1 月
大湖塘钨矿	钨矿	62.159	0.18%	0.24	-	至 2017 年 6 月

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

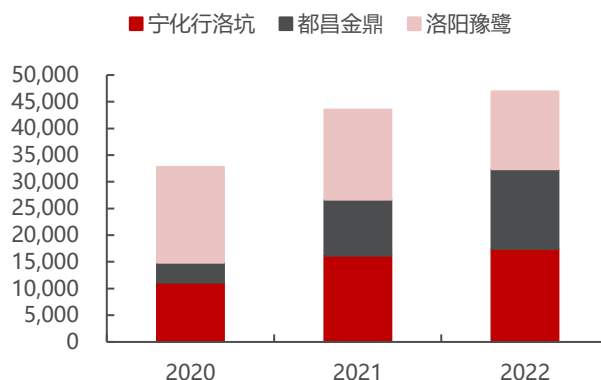
注 1：储量为折 WO₃ 储量

注 2：截止 2022 年 12 月大湖塘矿还未完成注入

2022 年，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业收入 13.12 亿元、同比增长 14.18%，实现归母净利润 4.70 亿元、同比增长 7.93%。其中，宁化行洛坑营收为 5.17 亿元、同比增 14.97%，归母净利为 1.74 亿元、同比增 8.13%。都昌金鼎营收为 4.73 亿元、同比增 23.89%，归母净利为 1.49 亿元、同比增 41.13%。洛阳豫鹭营收为 3.22 亿元、同比增 1.38%，归母净利为 1.46 亿元、同比降低 13.07%。洛阳豫鹭产销量下滑，使得营收增幅较小，净利润下降。

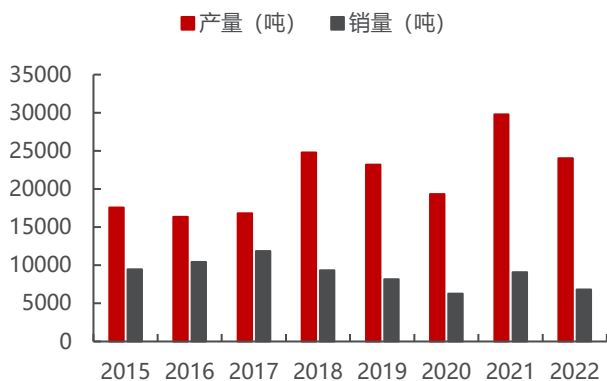
图20: 2022 年, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 14.18%至 13.12 亿元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

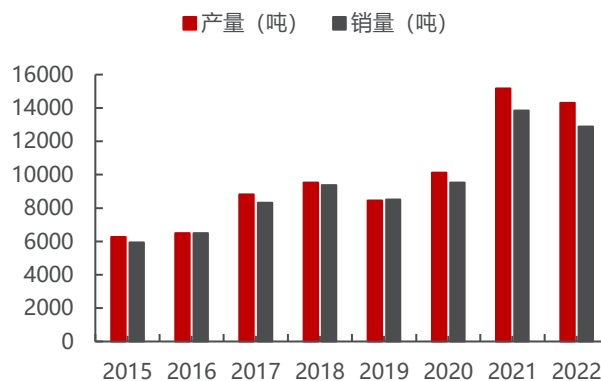
图21: 2022 年, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 7.93%至 4.70 亿元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2022 年, 厦门钨业 APT 及钨粉末产销量同比下降, APT 产量同比减少 19.29% 至 2.40 万吨, 销量同比减少 24.65%至 6838 吨, 产销率为 28.45%。产销率较低是因为公司会自用大部分 APT。钨粉末产量同比减少 5.77%至 1.43 万吨, 销量同比减少 7.01%至 1.29 万吨, 产销率为 90.09%。

图22: 2022 年 APT 产量同比减少 19.29%至 2.40 万吨, 销量同比减少 24.65%至 6838 吨


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

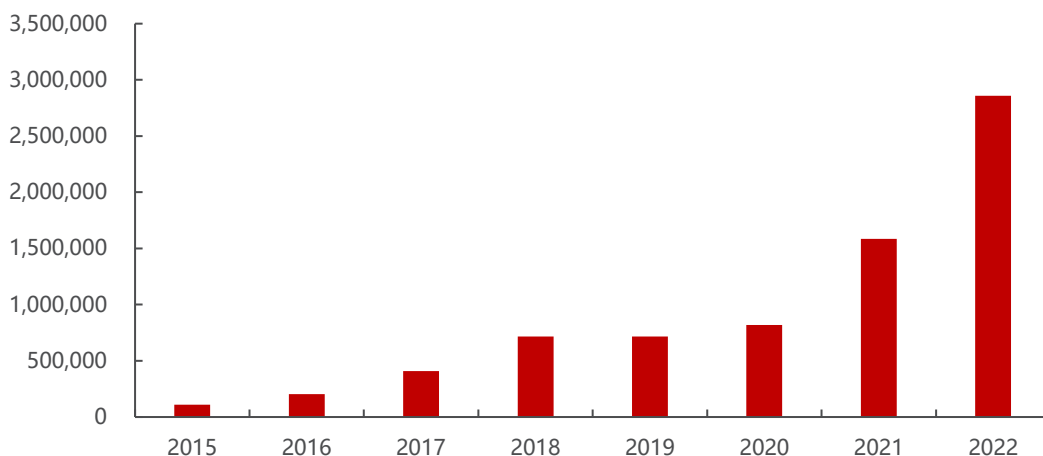
图23: 2022 年钨粉末产量同比减少 5.77%至 1.43 万吨, 销量同比减少 7.01%至 1.29 万吨


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.3 电池材料板块: 量价齐升推动业绩增长

2022 年营收同比大增 82.38%至 285.96 亿元, 销售毛利率同比下降 1.05pct 至 8.48%。1) 营业收入: 2015-2022 年, 厦门钨业电池材料板块收入由 10.85 亿元增长至 285.96 亿元, CAGR 为 59.59%。**2) 毛利率:** 2022 年, 公司电池材料板块整体毛利率为 8.48%, 同比下降 1.05pct, 毛利率下降或由于上游原材料价格上涨所致。

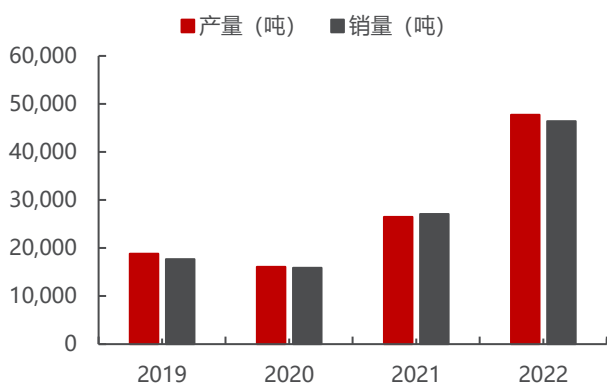
图24：2022 年电池材料营收同比增长 82.38%至 285.96 亿元（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

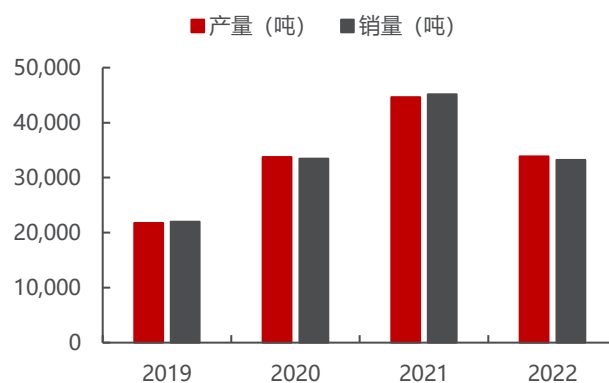
2022 年，下游需求增加，公司的三元材料产销量同比增长。三元材料产量同比增长 79.99%至 47718 吨，销量同比增长 71.32%至 46402 吨，产销率为 97.24%。钴酸锂产量同比下降 24.10%至 33865 吨，销量同比下降 26.43%至 33210 吨，产销率为 98.07%。

图25：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26：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，预计名义产能将从 2021 年的 8 万吨/年，提升至 2023 年约 18 万吨/年。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, 2022 年已完成全过程公开招标和 EPC 施工总承包招标, 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, 本项目已完成全过程咨询公开招标, 预计 2023 年 12 月投产, 届时海璟基地正极产能或将达到 8.5 万吨。4) 宁德厦钨 5000 吨三元材料技改扩能项目预计将于 2022 年建设成功, 宁德基地产能将达到 2.5 万吨。5) 宁德基地年产 7 万吨锂离子电池正极材料项目, 本项目 C、D 生产车间分期投产, 其中, C 车间计划于 2024 年 8 月投产, D 车间计划于 2025 年 8 月投产。届时宁德基地将达到年产 9.5 万吨的产能。6) 雅安基地年产 10 万吨磷酸铁锂一期 2 万吨项目预计于 2023 年建成, 将形成年产 2 万吨磷酸铁锂(含前驱体)的产能, 同时建设的厂房和公用配套设施能满足未来扩产至年产 10 万吨磷酸铁锂及其前驱体规模的生产需要。

表5: 能源新材料板块重点项目

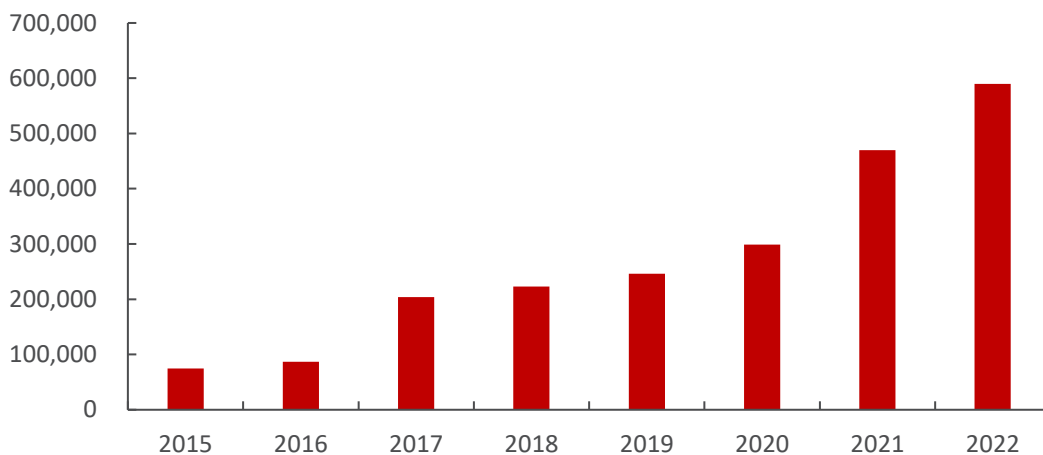
项目名称	产能规划	项目进展
厦钨新能海璟基地	年产 40,000 吨锂离子电池材料产业化项目(一、二、三期)	目前项目已逐步投产
	年产 30,000 吨锂离子电池材料 (9#生产车间) 项目	目前已完成全过程公开招标和 EPC 施工总承包招标, 各项工作按计划有序推进中
	年产 15,000 吨锂离子电池材料 (综合生产车间) 项目	目前已完成全过程公开招标和 EPC 施工总承包招标, 各项工作按计划有序推进中
厦钨新能宁德基地	年产 70,000 吨锂离子电池正极材料项目 (C、D 车间)	目前已完成全过程咨询招标与初步设计程序, C、D 生产车间分别计划于 2024 年、2025 年投产
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	首期预计于 2023 年下半年项目建设完成, 二期预计于 2024 年上半年建设完成
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, 预计于 2025 年上半年项目建设完成
厦钨新能与中色国贸合资设立参股子公司中色正元建设正极材料前驱体项目	年产约 60,000 吨锂电正极材料前驱体(预计含 20,000 吨四氧化三钴、40,000 吨三元前驱体) 生产线	目前正在进行前期准备工作, 各项工作按计划有序推进中

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

2.4 稀土板块: 磁材产能将由 1.2 万吨提升至 2024 年的 1.7 万吨。

2022 年稀土业务板块主营收入同比增长 25.57%至 58.98 亿元, 毛利率减少 1.39pct 至 11.57%。2022 年, 公司持续优化产品结构, 稀土深加工产品销量增长, 拉动稀土业务板块营收和利润增长。1) 营业收入: 2015-2022 年, 厦门钨业稀土板块收入由 7.48 亿元增长至 58.98 亿元, CAGR 为 34.31%。2) 毛利率: 2022 年, 公司稀土板块整体毛利率为 11.57%, 同比下降 1.39pct, 毛利率下降或由于上游原材料价格上涨所致。

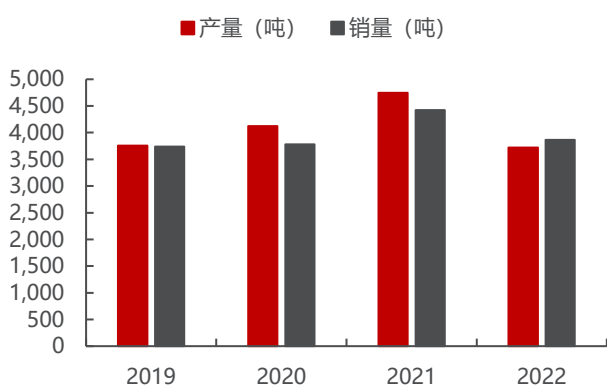
图27: 2022 年稀土业务营收同比增长 25.57%至 58.98 亿元 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

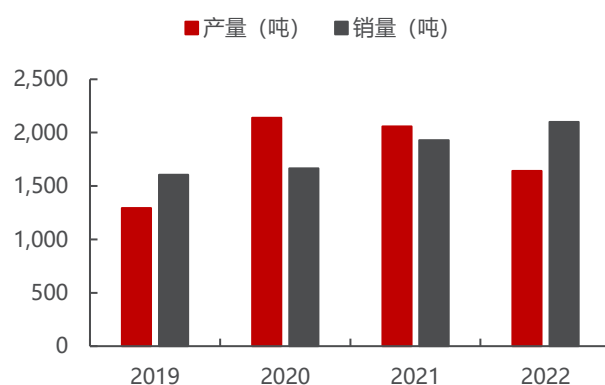
2022 年, 公司磁性材料产销量同比增长。稀土氧化物产量同比减少 21.61%至 3720 吨, 销量同比减少 12.53%至 3866 吨, 产销率为 103.92%。稀土金属产量同比下降 20.20%至 1643 吨, 销量同比增长 8.87%至 2100 吨, 产销率为 127.81%。磁性材料产量同比增长 16.72%至 6895 吨, 销量同比增长 5.43%至 6495 吨, 产销率为 94.20%。

图28: 厦门钨业稀土氧化物产销量情况

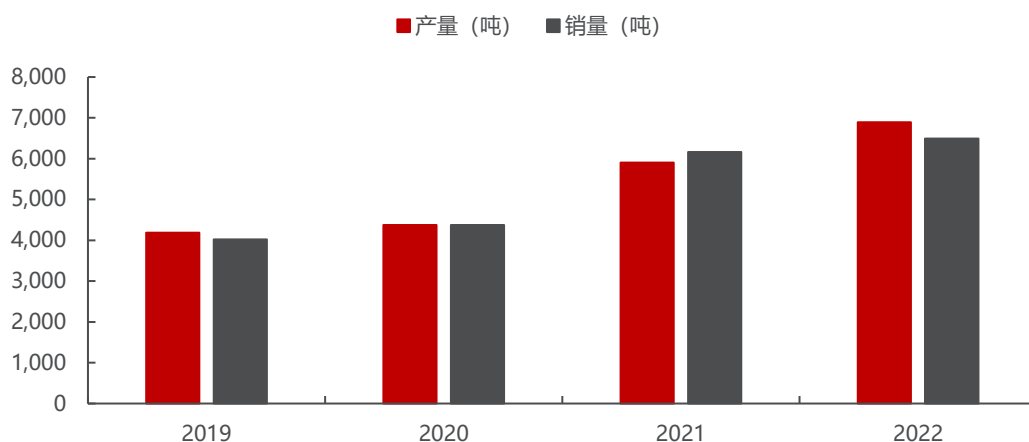


资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 厦门钨业稀土金属产销量情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图30：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

公司拥有 5 个稀土矿山，稀土氧化物储量共计 1818.45 吨、品位在 0.04%-0.09%。其中长汀中坊稀土矿为受托管理矿，储量为 1258.45 吨，平均品位为 0.09%，目前正在办理矿山安全设施设计审查，计划于 2023 年进行矿山开采工作，其余矿山均有证无矿，无开采价值。

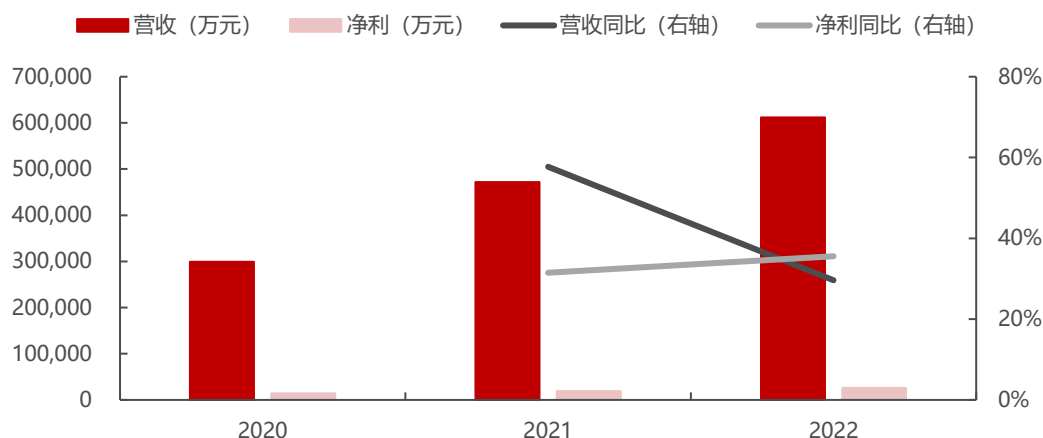
表6：2022 年厦门钨业自有稀土矿矿山情况

矿山名称	主要品种	储量 (吨)	品位	年处理量 (吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
连城县文坊稀土矿	稀土矿	220	0.04%	-	-	至 2029 年 4 月
连城县黄坊稀土矿	稀土矿	30	0.05%	-	-	至 2030 年 4 月
上杭县加庄稀土矿	稀土矿	50	0.05%	-	-	至 2026 年 4 月
长汀县杨梅坑稀土矿	稀土矿	260	0.05%	-	-	至 2029 年 4 月
长汀中坊稀土矿	稀土矿	1,258.45	0.09%	-	预计开采 6 年	至 2027 年 4 月

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

2022 年，公司稀土板块子公司长汀金龙营收同比增长 29.62%至 61.16 亿元，净利同比增长 35.56%至 2.56 亿元。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。晶体材料产品包括闪烁晶体、激光及调制晶体，由厦门晶体研究所研发，公司为研发投入提供支持。2022 年长汀金龙通过深化精益生产、使得产品质量提升，同时不断地优化产品结构，公司销量增长，盈利能力提升。

图31: 2022年,长汀金龙营收同比增长29.62%至61.16亿元,净利同比增长35.56%至2.56亿元



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2024年的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,预计2024年下半年建成并且达产,届时磁材产能将提升至1.7万吨。

表7: 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	预计2024年下半年项目建设完成

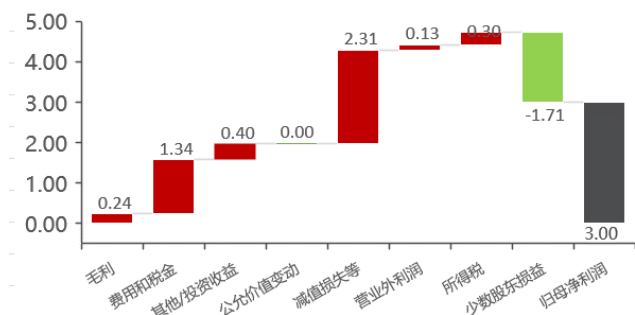
资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院整理

2.5 光伏钨丝放量, 2023Q1 业绩同比环比提升

2023Q1 vs 2022Q4: 2023Q1 归母净利润环比增加3.00亿元, 主要的增利点在于毛利(+0.24亿元)、费用和税金(1.34亿元)、其他/投资收益(+0.40亿元)、减值损失等(+2.31亿元)、营业外利润(+0.13亿元)、所得税(+0.30亿元); 主要的减利点包括少数股东损益(-1.71亿元)。

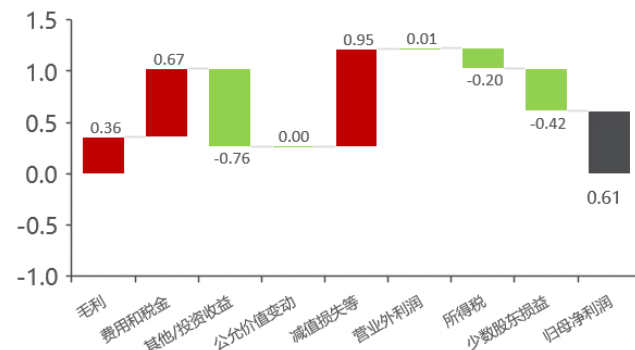
2023Q1 vs 2022Q1: 2023Q1 归母净利润同比增加0.61亿元, 主要的增利点在于毛利(+0.36亿元)、费用和税金(+0.67亿元)、减值损失等(+0.95亿元); 主要的减利点包括其他/投资收益(-0.76亿元)、所得税(-0.20亿元)、少数股东损益(-0.42亿元)。

图32: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

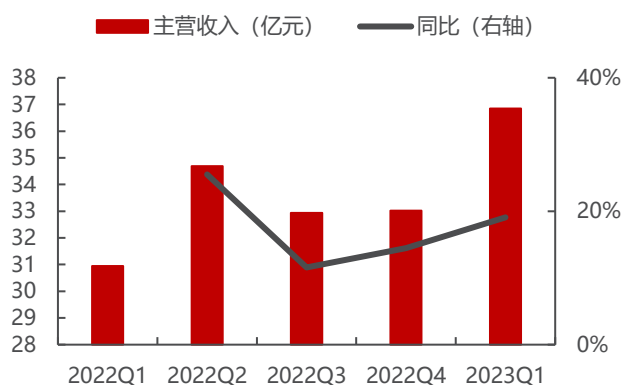
图33: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

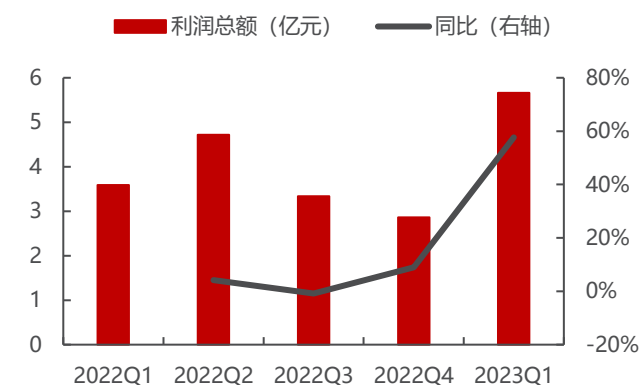
23Q1 公司光伏钨丝继续放量, 钨钼板块表现强劲, 实现利润总额 5.66 亿元, 同比增长 57.82%。一是光伏钨丝快速放量, 23Q1 公司细钨丝销售收入同比 +309.96%。二是钨价上涨, 23Q1 钨精矿价格环比+7.05%, 同比+1.29%, 公司钨矿产品受益。其他深加工产品方面, 切削工具产品销售收入同比+3.69%, 毛利额同比+10.02%; 硬质材料销售收入同比+2.96%, 毛利额同比+75.69%; 耐磨零件销售收入同比+16.77%, 毛利额同比+19.81%。

图34: 钨钼板块季度营收



资料来源: wind, 民生证券研究院

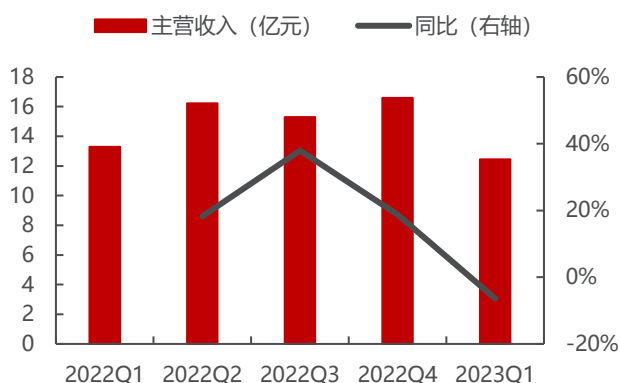
图35: 钨钼板块季度利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

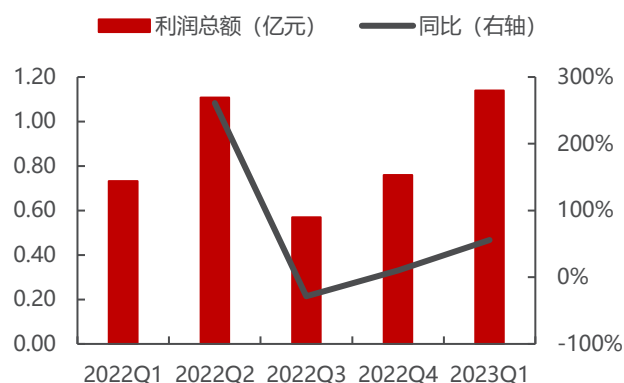
23Q1 稀土板块好转, 实现利润总额 1.14 亿元, 同比增长 55.82%。23Q1 磁性材料实现销量 1,392 吨, 同比增长 3.13%。23Q1 稀土价格走弱, 同比下滑 33.75%, 公司稀土业务营业收入 12.44 亿元, 同比下降 6.42%; 但由于售价下滑幅度低于成本下滑幅度, 稀土板块 23Q1 实现利润总额 1.14 亿元, 同比增长 55.82%。

图36: 稀土板块季度营收



资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 稀土板块季度利润

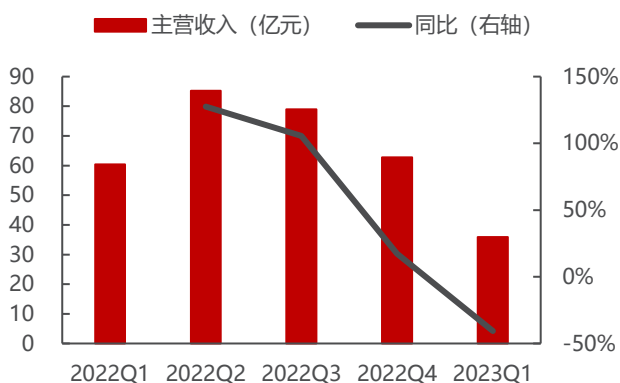


资料来源: wind, 民生证券研究院

23Q1 能源新材料板块低迷, 实现利润总额 1.20 亿元, 同比下降 49.26%。

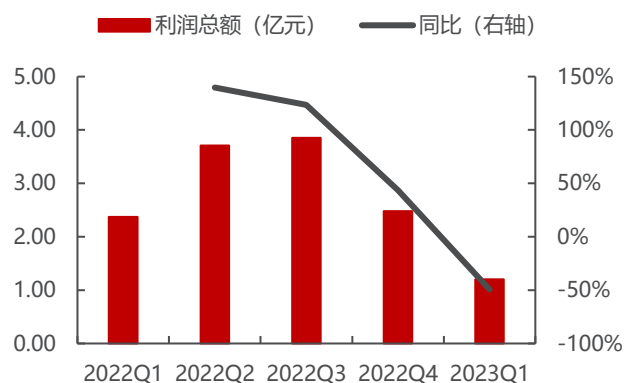
公司电池正极材料产品销量为 0.97 万吨, 同比下降 47.05%, 叠加 Q1 原材料价格大幅下降, 有部分库存损失, 能源新材料板块盈利大幅下滑。

图38: 能源新材料板块季度营收



资料来源: wind, 民生证券研究院

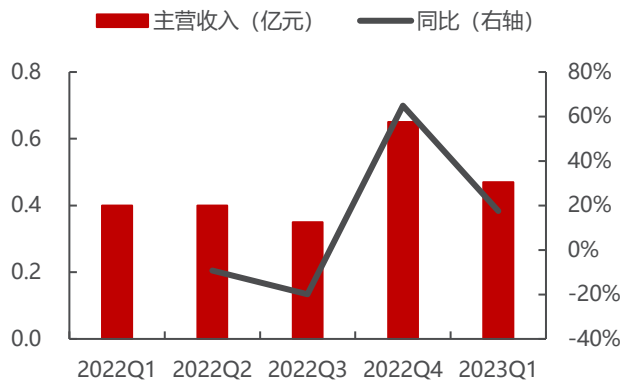
图39: 能源新材料板块季度利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

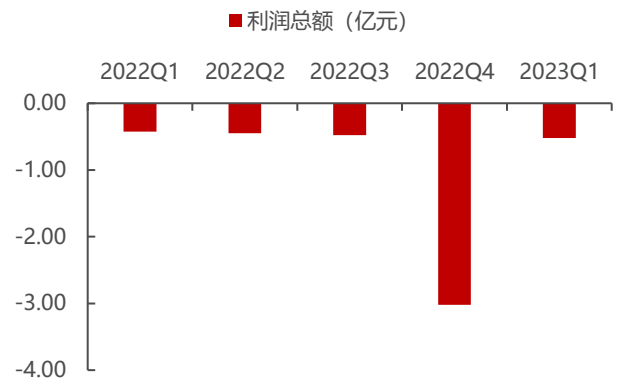
23Q1 房地产板块继续亏损。23Q1 房地产业务实现营业收入 0.47 亿元, 同比增长 17.13%; 实现利润总额-0.52 亿元, 同比增亏 942 万元。此外, 23 年 3 月, 公司完成合营企业同基置业公司 47.5% 的股权受让, 产生投资损失 885 万元。随着未来房地产业务逐步剥离, 地产端对公司业绩的拖累预计会弱化。

图40: 房地产板块季度营收



资料来源: wind, 民生证券研究院

图41: 房地产板块季度利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

公司三个板块业务均有扩产在建项目，成长势头良好。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 20.74/25.49/29.23 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 13/11/9 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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	48,223	44,407	53,072	58,469
营业成本	41,659	36,224	43,542	48,280
营业税金及附加	249	266	318	351
销售费用	339	355	425	468
管理费用	890	888	1,061	1,111
研发费用	1,729	1,887	2,229	2,368
EBIT	3,169	4,700	5,512	5,935
财务费用	463	459	428	408
资产减值损失	-465	-450	-431	-484
投资收益	-29	-22	-27	-23
营业利润	2,589	3,769	4,627	5,020
营业外收支	-17	-14	-13	-5
利润总额	2,572	3,755	4,614	5,015
所得税	389	563	692	652
净利润	2,183	3,191	3,922	4,363
归属于母公司净利润	1,446	2,074	2,549	2,923
EBITDA	4,229	6,008	7,177	7,932

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,172	3,443	4,348	5,648
应收账款及票据	7,508	7,202	7,879	8,838
预付款项	504	543	588	628
存货	8,707	7,292	8,160	9,173
其他流动资产	3,662	3,722	4,066	4,150
流动资产合计	22,553	22,203	25,040	28,437
长期股权投资	2,831	2,891	2,951	3,011
固定资产	9,978	11,927	12,827	13,703
无形资产	1,572	1,619	1,663	1,708
非流动资产合计	17,246	19,257	20,198	20,964
资产合计	39,799	41,460	45,238	49,401
短期借款	4,224	3,724	3,324	3,024
应付账款及票据	6,941	6,252	6,800	7,143
其他流动负债	4,420	4,308	4,260	4,259
流动负债合计	15,585	14,285	14,384	14,426
长期借款	5,327	5,527	5,727	5,927
其他长期负债	2,827	2,835	2,835	2,835
非流动负债合计	8,154	8,362	8,562	8,762
负债合计	23,739	22,647	22,946	23,188
股本	1,418	1,418	1,418	1,418
少数股东权益	6,070	7,187	8,559	9,999
股东权益合计	16,060	18,813	22,292	26,212
负债和股东权益合计	39,799	41,460	45,238	49,401

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	51.40	-7.91	19.51	10.17
EBIT 增长率	33.26	48.31	17.27	7.68
净利润增长率	22.68	43.44	22.88	14.67
盈利能力 (%)				
毛利率	13.61	18.43	17.96	17.43
净利润率	3.00	4.67	4.80	5.00
总资产收益率 ROA	3.63	5.00	5.63	5.92
净资产收益率 ROE	14.48	17.84	18.56	18.03
偿债能力				
流动比率	1.45	1.55	1.74	1.97
速动比率	0.85	1.00	1.12	1.28
现金比率	0.14	0.24	0.30	0.39
资产负债率 (%)	59.65	54.62	50.72	46.94
经营效率				
应收账款周转天数	56.43	60.00	54.00	55.00
存货周转天数	76.29	78.00	72.00	73.00
总资产周转率	1.33	1.09	1.22	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.46	1.80	2.06
每股净资产	7.04	8.20	9.68	11.43
每股经营现金流	-0.25	3.64	3.41	3.69
每股股利	0.35	0.42	0.42	0.42
估值分析				
PE	19	13	11	9
PB	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.08	6.25	5.05	4.38
股息收益率 (%)	1.81	2.17	2.17	2.17

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,183	3,191	3,922	4,363
折旧和摊销	1,060	1,308	1,665	1,998
营运资金变动	-4,676	-537	-1,831	-2,269
经营活动现金流	-360	5,161	4,840	5,230
资本开支	-1,715	-3,206	-2,558	-2,707
投资	-304	-2	-2	-2
投资活动现金流	-1,946	-3,350	-2,646	-2,792
股权募资	1,230	0	0	0
债务募资	2,289	391	-350	-200
筹资活动现金流	2,887	-539	-1,290	-1,138
现金净流量	619	1,272	904	1,300

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 482.23 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 14.46 亿元.....	3
图 3: 2023Q1, 公司实现营收 85.62 亿元.....	3
图 4: 2023Q1, 公司实现归母净利润 4.40 亿元.....	3
图 5: 2022 年, 电池材料营收占比最大为 59.3% (单位: %)	4
图 6: 2022 年, 钨钼板块毛利润最大为 31.20 亿元 (单位: 万元)	4
图 7: 2022 年, 钨钼板块毛利率最高为 24.70%.....	4
图 8: 2022 年, 公司净利率为 4.53%.....	5
图 9: 2022 年, 期间费用率下降至 3.51%	5
图 10: 2022 年, 研发费用为增长至 17.29 亿元.....	5
图 11: 2022 年, 资产减值损失共计 4.65 亿元.....	5
图 12: 2022 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 18.82%至 126.34 亿元 (单位: 万元)	6
图 13: 2022 年厦门钨业细钨丝产销量分别为 300 亿米、272 亿米.....	7
图 14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)	7
图 15: 2022 年, 厦门虹鹭营收同比增长 47.92%至 16.93 亿元, 净利同比增长 104.71%至 3.13 亿元.....	7
图 16: 2022 年厦门钨业硬质合金产销量分别为 6602 吨、6473 吨.....	9
图 17: 2022 年, 厦门金鹭营收同比增长 7.10%至 44.86 亿元, 净利同比下降 21.54%至 4.01 亿元.....	9
图 18: 2022 年, 洛阳金鹭营收同比增长 20.79%至 7.69 亿元, 净利同比增长 69.44%至 4796.72 万元.....	9
图 19: 2022 年, 九江金鹭营收同比下降 3.33%至 15.01 亿元, 净利同比增长 3.94%至 7858.04 万元.....	9
图 20: 2022 年, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 14.18%至 13.12 亿元.....	11
图 21: 2022 年, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 7.93%至 4.70 亿元	11
图 22: 2022 年 APT 产量同比减少 19.29%至 2.40 万吨, 销量同比减少 24.65%至 6838 吨.....	11
图 23: 2022 年钨粉末产量同比减少 5.77%至 1.43 万吨, 销量同比减少 7.01%至 1.29 万吨.....	11
图 24: 2022 年电池材料营收同比增长 82.38%至 285.96 亿元 (单位: 万元)	12
图 25: 厦门钨业三元材料产销量情况	12
图 26: 厦门钨业钴酸锂产销量情况	12
图 27: 2022 年稀土业务营收同比增长 25.57%至 58.98 亿元 (单位: 万元)	14
图 28: 厦门钨业稀土氧化物产销量情况.....	14
图 29: 厦门钨业稀土金属产销量情况	14
图 30: 厦门钨业磁性材料产销量情况	15
图 31: 2022 年, 长汀金龙营收同比增长 29.62%至 61.16 亿元, 净利同比增长 35.56%至 2.56 亿元.....	16
图 32: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	17
图 33: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	17
图 34: 钨钼板块季度营收.....	17
图 35: 钨钼板块季度利润.....	17
图 36: 稀土板块季度营收.....	18
图 37: 稀土板块季度利润.....	18
图 38: 能源新材料板块季度营收.....	18
图 39: 能源新材料板块季度利润.....	18
图 40: 房地产板块季度营收.....	19
图 41: 房地产板块季度利润.....	19

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: 厦门钨业硬质合金产能情况.....	8
表 4: 截至 2022 年 12 月厦门钨业钨矿矿山情况.....	10
表 5: 能源新材料板块重点项目	13

表 6: 2022 年厦门钨业自有稀土矿矿山情况.....	15
表 7: 厦门钨业稀土业务板块在建项目.....	16
公司财务报表数据预测汇总.....	22

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