



厦门钨业 (600549.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

钨价格环比下跌拖累业绩，募资扩产迈向成长

事件

10月25日公司发布2024年三季报，2023年前三季度公司实现收入263.69亿元，同比下降10.70%；实现归属净利润14.02亿元，同比增加20.78%。3Q24公司实现收入92.07亿元，环比+3.55%、同比-14.73%；归母净利润为3.86亿元，环比-33.57%、同比+4.32%。

点评

量价环比齐跌，拖累钨钼板块表现。由于销量环比下滑和产品价格波动，3Q24G公司毛利、毛利率分别为15.97亿元、17.35%，环比分别-15.28%、-3.85pct。1) 钨钼板块：测算3Q24收入和利润总额分别为44.68亿元和5.33亿元，环比分别-5.62%/-39.91%；由于钨价Q3环比有所下滑叠加季节性因素，测算Q3钨钼销量环比-19.90%，3Q24钨钼板块收入利润环比有所下降。2) 能源新材料板块：测算3Q24收入和利润总额分别为35.82亿元和1.40亿元，环比分别+19.36%/+6.06%；测算钴酸锂和三元材料销量分别环比+39.00%/+18.27%。得益于钴酸锂和三元材料产品销量环比增长，公司能源新材料板块业务实现收入利润同增。3) 稀土业务：测算3Q24收入和利润总额分别为11.49亿元和0.63亿元，分别环比+0.61%/-18.18%。4) 房地产业务：2024年前三季度，房地产业务实现营业收入0.35亿元，同比下降68.38%；实现利润总额0.68亿元，同比增利1.74亿元。主要原因为上半年完成处置成都滕王阁地产及成都滕王阁物业股权，确认投资收益1.45亿元。

管理改善持续兑现，资本结构持续优化。3Q24公司期间费率环比-0.13pct至8.80%。其中，销售费率/管理费/研发费率分别环比-0.11pct/-0.02pct/-0.54pct至1.11%/2.78%/3.80%。3Q24公司资产负债率下降至51.27%，环比-0.68pct、同比-2.16pct。

募资扩产，资源和深加工齐发力。公司拟发股募集不超过35.27亿元，用于硬质合金切削工具扩产项目、1000亿米光伏钨丝产线建设项目和博白县油麻坡钨钼矿建设项目，分别拟投资10.00、10.50和7.50亿元；有望进一步增厚公司在钨钼板块上游资源和下游深加工的实力。

盈利预测、估值与评级

预计公司24-26年营收分别为359.70/410.67/457.59亿元，归母净利润分别为19.09/23.06/26.87亿元，EPS分别为1.35/1.63/1.90元，对应PE分别为14.93/12.36/10.61倍。维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动超预期；新项目进展不及预期；需求不及预期。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬 (执业S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.10元

相关报告：

1. 《厦门钨业公司点评：能源新材料、稀土承压，钨钼板块有望上行》，2024.4.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48,223	39,398	35,970	41,067	45,759
营业收入增长率	51.40%	-18.30%	-8.70%	14.17%	11.43%
归母净利润(百万元)	1,446	1,602	1,909	2,306	2,687
归母净利润增长率	22.50%	10.75%	19.17%	20.80%	16.52%
摊薄每股收益(元)	1.020	1.129	1.346	1.626	1.895
每股经营性现金流净额	-0.25	3.02	5.45	3.39	4.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.48%	14.29%	15.35%	16.55%	17.14%
P/E	19.71	17.80	14.93	12.36	10.61
P/B	2.85	2.54	2.29	2.05	1.82

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	31,852	48,223	39,398	35,970	41,067	45,759
增长率		51.4%	-18.3%	-8.7%	14.2%	11.4%
主营业务成本	-26,680	-41,659	-32,888	-29,337	-33,293	-36,795
%销售收入	83.8%	86.4%	83.5%	81.6%	81.1%	80.4%
毛利	5,172	6,564	6,510	6,633	7,773	8,964
%销售收入	16.2%	13.6%	16.5%	18.4%	18.9%	19.6%
营业税金及附加	-278	-249	-251	-227	-259	-288
%销售收入	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-306	-339	-369	-396	-452	-503
%销售收入	1.0%	0.7%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-894	-890	-968	-863	-986	-1,098
%销售收入	2.8%	1.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-1,276	-1,729	-1,609	-1,439	-1,643	-1,830
%销售收入	4.0%	3.6%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	2,418	3,357	3,313	3,709	4,435	5,243
%销售收入	7.6%	7.0%	8.4%	10.3%	10.8%	11.5%
财务费用	-485	-463	-509	-373	-458	-579
%销售收入	1.5%	1.0%	1.3%	1.0%	1.1%	1.3%
资产减值损失	-261	-584	-307	-80	0	0
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	93	-29	95	200	110	100
%税前利润	4.8%	n.a	3.3%	5.8%	2.7%	2.1%
营业利润	1,981	2,589	2,935	3,455	4,086	4,765
营业利润率	6.2%	5.4%	7.4%	9.6%	10.0%	10.4%
营业外收支	-43	-17	-18	-15	-10	-13
税前利润	1,938	2,572	2,917	3,440	4,076	4,752
利润率	6.1%	5.3%	7.4%	9.6%	9.9%	10.4%
所得税	-243	-389	-400	-482	-571	-665
所得税率	12.5%	15.1%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,695	2,183	2,517	2,959	3,506	4,087
少数股东损益	514	737	916	1,050	1,200	1,400
归属于母公司的净利润	1,181	1,446	1,602	1,909	2,306	2,687
净利率	3.7%	3.0%	4.1%	5.3%	5.6%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,695	2,183	2,517	2,959	3,506	4,087
少数股东损益	514	737	916	1,050	1,200	1,400
非现金支出	1,218	1,645	1,482	1,293	1,409	1,637
非经营收益	321	488	419	310	329	341
营运资金变动	-2,246	-4,676	-132	3,169	-437	-234
经营活动现金净流	989	-360	4,286	7,731	4,808	5,831
资本开支	-1,305	-1,715	-2,100	-2,237	-2,573	-2,876
投资	-194	-304	-530	0	0	0
其他	24	73	44	200	110	100
投资活动现金净流	-1,475	-1,946	-2,586	-2,037	-2,463	-2,776
股权募资	1,498	1,230	1,339	0	0	0
债权募资	202	2,289	-16	-2,079	0	0
其他	-813	-631	-2,363	-1,147	-1,236	-1,368
筹资活动现金净流	887	2,887	-1,040	-3,225	-1,236	-1,368
现金净流量	413	619	681	2,468	1,108	1,686

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,551	2,172	2,851	5,294	6,383	8,056
应收款项	6,814	10,608	7,930	7,385	8,094	8,642
存货	8,077	8,707	7,419	5,867	6,476	6,956
其他流动资产	1,272	1,065	1,869	996	1,048	1,093
流动资产	17,713	22,553	20,069	19,542	22,001	24,748
%总资产	54.6%	56.7%	51.1%	49.3%	50.9%	52.4%
长期投资	2,552	3,215	3,431	3,351	3,351	3,351
固定资产	9,748	11,259	12,803	13,840	14,981	16,195
%总资产	30.1%	28.3%	32.6%	34.9%	34.7%	34.3%
无形资产	1,272	1,736	1,794	1,812	1,830	1,847
非流动资产	14,708	17,246	19,203	20,073	21,227	22,454
%总资产	45.4%	43.3%	48.9%	50.7%	49.1%	47.6%
资产总计	32,421	39,799	39,273	39,616	43,229	47,201
短期借款	5,520	5,484	3,339	1,260	1,260	1,260
应付款项	7,629	8,088	6,324	5,897	6,693	7,397
其他流动负债	1,917	2,014	1,236	1,862	1,998	2,134
流动负债	15,066	15,585	10,899	9,018	9,950	10,790
长期贷款	3,516	5,327	7,027	7,027	7,027	7,027
其他长期负债	1,111	2,827	2,276	2,230	2,212	2,198
负债	19,693	23,739	20,201	18,275	19,189	20,015
普通股股东权益	8,961	9,991	11,212	12,432	13,930	15,677
其中：股本	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418
未分配利润	3,699	4,690	5,756	6,996	8,495	10,241
少数股东权益	3,767	6,070	7,859	8,909	10,109	11,509
负债股东权益合计	32,421	39,799	39,273	39,616	43,229	47,201

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.832	1.020	1.129	1.346	1.626	1.895
每股净资产	6.317	7.043	7.905	8.766	9.823	11.055
每股经营现金净流	0.697	-0.254	3.022	5.451	3.390	4.111
每股股利	0.150	0.260	0.350	0.471	0.569	0.663
回报率						
净资产收益率	13.17%	14.48%	14.29%	15.35%	16.55%	17.14%
总资产收益率	3.64%	3.63%	4.08%	4.82%	5.33%	5.69%
投入资本收益率	9.44%	9.77%	9.18%	10.19%	11.21%	12.14%
增长率						
主营业务收入增长率	67.96%	51.40%	-18.30%	-8.70%	14.17%	11.43%
EBIT 增长率	68.77%	38.83%	-1.29%	11.94%	19.57%	18.24%
净利润增长率	92.24%	22.50%	10.75%	19.17%	20.80%	16.52%
总资产增长率	29.15%	22.76%	-1.32%	0.87%	9.12%	9.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.4	47.5	63.3	53.0	50.0	47.0
存货周转天数	91.2	73.5	89.5	73.0	71.0	69.0
应付账款周转天数	46.9	35.7	39.5	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	95.1	75.5	93.9	108.3	100.6	96.0
偿债能力						
净负债/股东权益	62.00%	64.96%	45.35%	19.34%	12.63%	5.02%
EBIT 利息保障倍数	5.0	7.2	6.5	9.9	9.7	9.1
资产负债率	60.74%	59.65%	51.44%	46.13%	44.39%	42.40%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	10	15	25
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.09	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究