

2012-02-22

原材料/有色金属

证券研究报告

公司研究 / 更新报告

## 厦门钨业 (600549)

增持/维持评级

股价: RMB36.4

### 分析师

刘晓

SAC 执业证书编号:S1000511070001

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

### 相关研究

《厦门钨业 2011 年中报点评: 万木成林》

(2011/10/26)

《钨 VS 金刚石-硬碰硬中各自精彩》

(2011/10/10)

《厦门钨业 2011 年中报点评: 进军九江

再添新翼》(2011/08/13)

《钨行业电话会议纪要》(2011/08/08)

《钨价: 涨声再次响起》(2011/08/03)

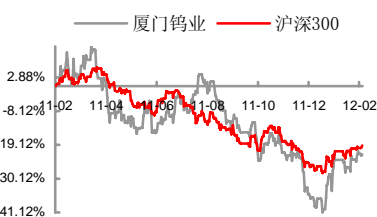
《钨: 被低估的中国优势》

(2011/04/07)

### 基础数据

总股本(百万股)	682
流通 A 股(百万股)	682
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	24,824

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 有望再振资源之翼

- 厦门钨业公司在历史上主要倚重其加工制造能力奠定其在钨业的龙头地位, 并逐步成为稀土产业举足轻重的一员, 随其在钨与稀土两条产业链上的布局日渐清晰, 向资源上端整合成为题中应有之意, 既符合公司的战略目标, 又与国家将资源向优势企业集中的产业政策相符。
- 公司于 2011 年中与江西省九江市政府、修水县政府签订《硬质合金项目合作协议书》, 标志公司正式进入江西省这一钨资源集中地。其关联公司厦门三虹已在数年前在九江当地开展钨矿资源的前期勘探开采, 我们预计随厦门钨业在九江地区的后端硬质合金加工产线建设推进, 其与厦门三虹将展开更为紧密的合作, 开发当地资源, 以保证其加工产线的资源供给。
- 厦门三虹下辖武宁县大湖塘钨矿探明储量近期有重大突破。据江西日报报道, “江西省地矿局传出喜讯, 武宁大湖塘钨矿探明储量达 **106 万吨**”; 据亚洲金属网报道, “从江西省国土资源厅获悉, 日前国土资源部对武宁县钨矿南区和北区的储量核实报告进行评审, 武宁县钨矿南区和北区矿区范围内探获资源储量 **94 万吨**, 伴生铜金属量 **55.89 万吨**、钼金属量 **5.29 万吨**、锡金属量 **2.51 万吨**、银金属量 **718 吨**”。如这一相当于“**全球已探明最大钨矿**”的资源量属实, 公司九江项目的资源保障料将相当充足。
- 我们依据系列假设, 评估这一矿区资源储量价值约为 **95 亿元**, 而厦门钨业当前市值约 **250 亿元**。其对厦门钨业的实际业绩贡献, 将视公司与厦门三虹的进一步合作方式而定。
- 在大湖塘钨矿之外, 厦门三虹下属阳储山钨钼矿初步探明储量约为 **10 万吨**, 其亦在卢旺达经营已开采运营的钨矿, 并与厦门钨业签署有至 2013 年的供货协议。
- 公司在福建省内的稀土资源整合亦提上日程, 据上海有色网转载, 厦门钨业股份所属的“长汀河田中坊稀土采矿许可证整合扩证进展顺利, 已通过环评”。

### 经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5538.3	11918.0	8260	9698
(+/-%)	-12.6	115.2	-29.3	17.4
归属母公司净利润(百万元)	349.9	349.9	951	1164
(+/-%)	64.4	191.7	-16.2	22.4
EPS(元)	0.51	1.50	1.39	1.71
P/E(倍)	70.76	24.20	26.03	21.27

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **资源、技术比翼双飞。**公司自加工型企业向贯穿整条产业链的综合矿业公司的华丽转身正在稳步推进。虽然公司在 2012 年的经营仍将面对需求不振的挑战，但我们认为，厦门钨业对中国独有的中重稀土资源和钨资源的吸收合并的进程，应给予足够的重视，而公司在钨与稀土下游深加工行业的布局可望锦上添花。资源的稀缺性决定了厦门钨业资源储量的长期增值空间，我们维持公司 11-13 年 EPS 分别为 1.50、1.39、1.71 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**资源的收购进展与资源的实际储量具有不确定性，我们将依据公司的信息披露相应调整我们的资源估值，及预测对公司盈利的实际影响。

## 大湖塘矿区资源价值评估

### 关于大湖塘矿区新闻报道摘要

#### 《江西日报》2012-02-21

我省地质找矿实现重大突破，赣北将再造一个“世界钨都”—2月20日，从省地矿局传出喜讯，武宁大湖塘钨矿探明储量达106万吨，为世界级特大型矿床规模，并有望成为世界最大钨矿，估算经济价值超过1500亿元。这是省地矿局近十年来最突出的找矿成就，彻底改变了我省钨资源主要分布在南部的格局，全面创新了我省找矿思路，具有里程碑意义。

在多找矿、找大矿、找好矿思路的引领下，近年来省地矿局加大资金投入，精选找矿靶区，创新找矿模式，狠抓工作质量，为武宁大湖塘钨矿的发现奠定了坚实基础。武宁大湖塘钨矿区位于我省北部九岭山中，上世纪50年代发现，当时储量只有3000吨，经多年开采，区内资源已经枯竭；原有地质找矿工作程度较低，仅在上世纪70年代末针对地表石英大脉型黑钨矿进行过普查，涉及矿区基础地质与科研方面的文献也很少，地质找矿工作难度大。

2010年初，省地矿局筹集资金近2亿元，运用一系列找矿新理论、新方法，组织赣西北地质队和916地质队共计70多台钻机、400多名地质人员，在九岭矿集区开展整装勘查。随着整装勘查的深入推进，专家估计，赣北九岭矿集区钨及共伴生的铜钼资源储量还将大幅度增长，超过赣南现有钨资源储量。经过地质勘探人员两年多的奋战，世界级特大钨矿“横空出世”。

此次武宁大湖塘特大钨矿的发现，预示着赣北将再造一个“世界钨都”。据悉，厦门钨业和五矿有色金属股份有限公司等拟在九江投入20亿元发展钨深加工产业，赣北将形成一个完整的钨深加工产业链，成为我国又一个有色金属基地。

#### 亚洲金属网《1月份钨市场报告》

从江西省国土资源厅获悉，日前国土资源部对武宁县钨矿南区和北区的储量核实报告进行评审，显示江西省累计探明钨金属保有储量全国第一。据了解，武宁县钨矿南区和北区矿区范围内探获资源储量94万吨，伴生铜金属量55.89万吨、钼金属量5.29万吨、锡金属量2.51万吨、银金属量718吨，使江西省累计探明钨金属量由130万吨增加到224万吨左右，保有储量居全国第一，奠定了江西世界钨都的地位。

### 厦门三虹钨矿生产现状

表格 1：厦门三虹钨矿生产现状

矿山企业名称	采矿权人	2010年生产配额（吨）
江西巨通实业有限公司	武宁县大湖塘南区钨矿	300
江西巨通实业有限公司	武宁县大湖塘北区钨矿	300
江西省都昌县金鼎钨钼矿业有限公司	江西省都昌县金鼎钨钼矿业有限公司阳储山钨钼矿	50

资料来源：江西省国土资源厅，华泰联合证券研究所

表格 2：钨矿资源比较

	矿名	储量（万吨）	权益	权益储量（万吨）	2010 年产量
厦门钨业现有	豫鹭矿业	40	60%	24	2500
	宁化行洛坑矿	29.5	98.95%	29.2	2800
存在注入可能	武宁县大湖塘钨矿	106（初步勘探）			600
	阳储山钨钼矿	10（初步勘探）			50

资料来源：华泰联合证券研究所

图 1： 九江地区钨矿资源分布



资料来源：华泰联合证券研究所

## 估值分析

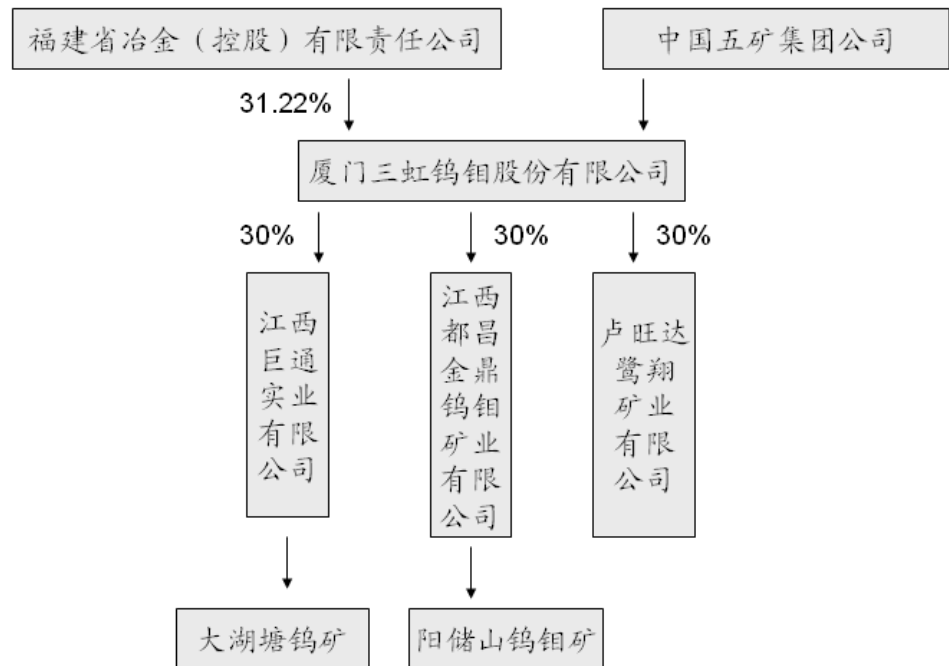
我们采用现金流贴现法估算大湖塘矿区的资源价值，资源价值估算为：95 亿元。基于如下假设：

- 1、2012-2013 年为矿区基建期，，2014-2040 年为矿区开采期；
- 2、2012-2015 年固定资产投资约 20 亿元；
- 3、钨精矿产量 2014-2015 年为 5580 吨，满足九江一期项目钨粉产线资源自给；钨精矿产量 2016-2017 年为 11160 吨，满足九江二期项目钨粉产线资源自给；其后年产量以 20% 增速增长，直至稳定在 4 万吨；

- 4、副产铜精矿产量 2014-2015 年为 5000 吨，2016 年及以后为 10000 吨；
- 5、长期价格假设为： 钨精矿 15 万元/吨，铜精矿 5.5 万元/吨；
- 6、公司三项费用率 7%，所得税率 25%，WACC 9%。

## 厦门三虹股权结构

图 2： 厦门三虹钨钼股份有限公司股权结构



注：受限于公司信息披露有限，其余持股股东不详

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	8677	9854	9364	11067	<b>营业收入</b>	5538	11918	8260	9698
现金	736	1365	956	1259	营业成本	4341	7864	5969	6940
应收账款	981	1634	1187	1435	营业税金及附加	82	818	165	194
其他应收款	584	319	490	547	营业费用	109	175	139	162
预付账款	399	802	604	693	管理费用	308	468	330	388
存货	5839	5494	5958	6926	财务费用	77	51	43	36
其他流动资产	139	240	169	206	资产减值损失	0	60	0	0
<b>非流动资产</b>	3295	3686	3939	3979	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	101	99	99	100	投资净收益	7	20	12	14
固定资产	2322	2556	2834	2870	<b>营业利润</b>	628	2273	1625	1992
无形资产	229	230	226	224	营业外收入	31	25	20	20
其他非流动资产	643	802	779	785	营业外支出	7	28	5	5
<b>资产总计</b>	11972	13540	13303	15046	<b>利润总额</b>	652	2270	1640	2007
<b>流动负债</b>	7690	7643	6525	6968	所得税	137	636	328	401
短期借款	1339	1400	1000	800	净利润	515	1635	1312	1605
应付账款	953	1489	1202	1391	少数股东损益	166	499	361	441
其他流动负债	5397	4753	4324	4777	归属母公司净利	350	1135	951	1164
<b>非流动负债</b>	180	296	365	470	EBITDA	907	2525	1906	2301
长期借款	42	92	192	292	EPS (元)	0.51	1.50	1.39	1.71
其他非流动负	138	204	173	178					
<b>负债合计</b>	7870	7939	6890	7437					
少数股东权益	1546	2045	2406	2847	<b>主要财务比率</b>				
股本	682	682	682	682	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
资本公积	760	760	760	760	<b>成长能力</b>				
留存收益	1104	2103	2554	3308	营业收入	-12.6%	111.1%	-29.3%	17.4%
归属母公司股	2557	3556	4007	4761	营业利润	-8.4%	262.2	-28.5%	22.6%
<b>负债和股东权</b>	11972	13540	13303	15046	归属母公司净利	64.4%	224.5	-16.2%	22.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	21.6%	32.7%	27.7%	28.4%
					净利率(%)	6.3%	6.9%	7.4%	6.3%
					ROE(%)	13.7%	31.9%	23.7%	24.4%
					ROIC(%)	11.4%	29.8%	20.3%	21.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	65.7%	58.6%	51.8%	49.4%
					净负债比率(%)	22.00	22.07	20.88	18.29
					流动比率	1.13	1.29	1.44	1.59
					速动比率	0.37	0.57	0.52	0.59
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.92	0.62	0.68
					应收账款周转率	7	8	6	7
					应付账款周转率	4.66	6.44	4.44	5.35
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.51	1.50	1.39	1.71
					每股经营现金流	0.98	1.86	1.31	1.65
					每股净资产(最新	3.75	5.21	5.88	6.98
					<b>估值比率</b>				
					P/E	70.76	24.20	26.03	21.27
					P/B	9.68	6.96	6.18	5.20
					EV/EBITDA	30	11	14	12

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。