厦门钨业（600549.SH）：硬质合金、新能源材料、房地产业务皆有看点，与三虹公司存在整合预期

厦门钨业（600549.SH）

推荐 首次评级

投资要点：

1. 事件

近期钨精矿价格持续上涨，2011 年 1-7 月钨精矿均价较 2010 年上涨 50%以上，同时下游依次出现提价情况。由于配额限制，下半年钨精矿开采可能比下半年更为紧张。

2. 我们的分析与判断

（一）中国对钨资源垄断性强于稀土

有统计表明，全球已探明钨储量 289 万吨，其中中国为 180 万吨，位于世界第一，占比 62.28%。2010 年全球钨产量在 122,000 吨左右，其中来自中国钨精矿产量超过81%，中国产量达到 100,000 吨左右。相对于稀土，在钨资源方面，中国不但是重要的提供者，也是无法替代的绝对储量大国，垄断性十分明显。

（二）公司硬质合金业务十分突出

今年上半年，公司联合五矿有色金属股份有限公司、厦门三虹钨钼股份有限公司与江西省九江市人民政府（以下简称“九江市政府”）、九江市修水县人民政府签订《硬质合金项目合作协议书》，在九江打造完整钨产业链。

公司硬质合金业务的重要公司厦门金鹭特种合金有限公司由厦门钨业持有 60%股权，日本联合材料株式会社和瑞典山特维克钢铁投资有限公司参股，参股股东的技术优势使得金鹭公司在硬质合金方面取得很大进展，公司争取在十二五期间，在精密刀具方面成为国内最重要的制造商。我们认为未来公司硬质合金业务仍有较大的毛利提升空间。

（三）公司新能源材料和稀土业务发展迅速

公司于 2002 年开始筹划进入新能源材料，主要是生产贮氢合金粉（镍氢电池材料）和钴酸锂（锂电池正极材料），涵盖了新能源电池的两种技术路线。公司在 8 月初宣布，国家科技部下达任务书，以公司为组长单位，并联合北京大学、兰州理工大学、北京航空航天大学、钢铁研究总院、北京有色金属研究总院等高等院校、科研机构合作，共同承担《稀土新型储氢材料关键制备技术与应用开发》项目研发，日前，项目已正式列入科技部“2011 年度国家高技术研究发展计划（863 计划）”，并获扶持资金 841 万元。

稀土镁基储氢合金是近几年发展起来的新一代高性能储氢材

分析师

孙 勇
☎：（8610）6656 8738
✉：sunyong@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511010003

特此鸣谢
张一凡（8621）2025 2682
（zhangyifan@chinastock.com.cn）
张 迪（8610）6656 8757
（zhangdi_zb@chinastock.com.cn）
对本报告的编制提供信息

市场数据（复权）	时间 2011.8.9
A 股收盘价(元)	45.82
A 股一年内最高价(元)	67.00
A 股一年内最低价(元)	21.66
上证指数	2526.07
市净率	11.76
总股本（百万股）	682.0
实际流通 A 股（百万股）	682.0
限售的流通 A 股（百万股）	0
流通 A 股市值(亿元)	312.48

相关研究

2011 年 8 月 1 日《“再调整，再平衡”将至——短期看好锌铜金，中长期警惕大风险》

2011 年 6 月 26 日《有色金属行业 2011 年中期投资策略：金铜领衔盼反弹，然中期隐忧》

2011 年 5 月 31 日《有色金属行业策略：加大配置黄金，短期关注铜，长期关注锌；近期首次给予山东黄金、中金黄金、江西铜业和中金岭南推荐评级》

2011 年 5 月 22 日《有色金属行业策略：逢低配置黄金、铜类上市公司，逐步卖出稀土》

料，已在高端镍氢电池中得到初步应用，但我国这方面的技术一直未取得突破性进展，尤其在合金产业化和电池应用技术方面进展缓慢。该课题将依靠厦钨现有国内领先的储氢合金生产线、研发技术平台，针对稀土镁基储氢合金生产中存在的难题，以高丰度和尚未被充分利用的稀土元素为主要原料，解决产业化关键技术和电池应用技术，主要开发低自放电型、高容量型稀土镁基储氢合金及新型高丰度稀土轻质储氢材料，最终形成产业化生产能力。该项目将有力促进我国新型稀土储氢材料的发展及其在高端镍氢电池的应用，促进我国稀土资源的平衡利用。2010 年，公司新能源材料收入 11 亿元，比 2009 年增长 100%以上，毛利率也有 1 倍的提升。我们认为，新技术的研发将进一步巩固公司新能源材料方面的优势。

公司在福建拥有稀土开发和冶炼分离能力，尽管目前利润贡献较为有限，但结合公司在福建省稀土整合过程中的作用和地位，这一业务存在较强的进一步整合和发展预期。

（四）房地产收入有望确认

我们预计，2011 年公司房地产业务可确认收入可能超过 30 亿元，有望为公司贡献每股收益 0.3 元以上。

（五）公司与厦门三虹钨钼股份有限公司存在整合预期

公司在发行前，于 1999 年 12 月 31 日为基准日进行了分立，分立出厦门三虹钨钼股份有限公司（以下简称“三虹公司”）。当时两公司业务没有同业竞争问题。并且为避免双方之间将来发生同业竞争，双方均已在《分立协议书》中承诺，将不在中国境内外以任何形式从事与对方主营业务或者主要产品相竞争或者构成竞争威胁的业务活动。在分立时发行人控股股东即实质控制人福建冶金（控股）有限责任公司为了避免与发行人之间将来可能发生同业竞争，也向发行人出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺其自身及其控制的企业、公司或其他组织将不在中国境内外以任何形式从事与发行人主营业务或者主要产品相竞争或者构成竞争威胁的业务活动，包括在中国境内外投资、收购、兼并与发行人主营业务或者主要产品相同或者相似的公司、企业或者其他经济组织；并承诺若发行人将来开拓新的业务领域，发行人享有优先权，福建冶金（控股）有限责任公司将不再发展同类业务。

但随着时间推移，根据最新公告，三虹公司目前主要从事钨资源勘探、开发，现持有卢旺达鹭翔矿业有限公司 100%股权、江西巨通实业有限公司 30%股权、江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司 60%股权。我们认为，三虹公司与厦门钨业之间在钨矿开采方面已经存在同业竞争嫌疑，未来两公司的这一业务存在进一步整合需要。

3. 投资建议

我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.31 元、1.46 元和 1.95 元。目前股价对应的 PE 为 34.7 倍、31.2 倍和 23.3 倍，考虑到公司未来的发展空间和可能存在的业务整合预期，首次给予推荐的投资评级。

4. 风险提示

主要产品价格大幅波动。

对三虹公司与本公司同业竞争问题判断不及预期。

附录：厦门钨业（600549）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1153	736	186	194	312
应收款项	631	1120	1392	1455	1783
预付款项	532	399	678	698	841
存货	4648	5839	9149	9421	11357
其他流动资产	396	584	742	776	951
非核心资产	906	501	501	501	501
固定资产	2018	2322	2529	2783	3044
在建工程	164	172	326	403	442
无形资产	225	229	234	239	243
长期待摊费用					
资产总计	10706	11972	15813	16554	19563
短期借款	499	1339	1339	1339	1339
应付款项	1211	1364	1627	1675	2019
预收款项	2757	3922	5288	5531	6775
其他流动负债	1678	1064	1017	1047	1262
长期借款	394	42	42	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
长期经营性负债	149	138	203	209	252
负债合计	6688	7870	10652	10217	11648
股本	682	682	682	682	682
资本公积	763	760	760	760	760
留存收益	866	1115	1750	2455	3403
少数股东权益	1707	1546	1969	2439	3070
股东权益合计	4018	4103	5161	6337	7915
负债和权益合计	10706	11972	15813	16554	19563

现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	466	515	1317	1463	1964
折旧与摊销	124	202	187	216	249
经营活动现金流	2019	671	-755	1745	1570
投资活动现金流	-493	-388	-558	-558	-558
融资活动现金流	-643	-692	-374	-1594	-894
现金净变动	883	-409	-1687	-407	118
期初现金余额	271	1153	736	186	194
期末现金余额	1153	736	186	194	312

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6338	5538	9278	9703	11887
营业成本	4532	4341	6777	6978	8412
营业税金及附加	656	82	137	144	176
销售费用	108	109	182	190	233
管理费用	202	308	517	540	662
财务费用	67	77	115	129	92
非经常性损益	49	-31	0	0	0
资产减值损失	87	0	0	0	0
投资收益	-2	7	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营业外收入	59	31	0	0	0
税前利润	724	652	1549	1721	2311
减：所得税	259	137	232	258	347
净利润	466	515	1317	1463	1964
归属于母公司的净利润	213	350	894	993	1333
少数股东损益	253	166	423	470	631
基本每股收益	0.31	0.51	1.31	1.46	1.95
稀释每股收益	0.31	0.51	1.31	1.46	1.95

财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长性					
营收增长率	28.1%	-12.6%	67.5%	4.6%	22.5%
EBIT 增长率	64.6%	-16.9%	138.2%	11.2%	29.9%
净利润增长率	38.6%	10.7%	155.5%	11.1%	34.2%
盈利性					
销售毛利率	28.5%	21.6%	27.0%	28.1%	29.2%
销售净利率	7.3%	9.3%	14.2%	15.1%	16.5%
ROE	20.2%	20.2%	41.3%	37.5%	40.5%
ROIC	13.2%	13.6%	27.5%	25.1%	26.0%
估值倍数					
PE	145.8	88.7	34.7	31.2	23.3
P/S	4.9	5.6	3.3	3.2	2.6
P/B	13.4	12.1	9.7	8.0	6.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	33.7	37.3	18.5	16.8	13.2

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙勇，有色金属行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908