

钨与稀土全产业链推进

买入上调

投资要点:

- 📖 硬质合金凸显公司主要亮点
- 📖 稀土产品盈利靠资源，规模看下游
- 📖 海峡二期下半年结算有望增厚 EPS0.42 元

报告摘要:

- **硬质合金凸显公司主要亮点。**公司目前拥有年产 6000 吨钨精矿、17000 吨 APT、7000 吨钨粉，3700 吨碳化钨粉和 3200 吨硬质合金的生产能力，钨自给率约为 24.34%。公司现有钨业务中除硬质合金外，其余产品产能基本稳定，暂无扩产计划。硬质合金是公司未来的主要增长点，随着厦门金鹭和江西九江硬质合金项目的扩产，到 2013 年公司硬质合金产能将增加至 6000 吨，并最终形成 8000 吨产能。
- **稀土产品盈利靠资源，规模看下游。**公司目前稀土产业链完整，上游拥有福建省内两个采矿证，稀土矿年产量不到 2000 吨，未来如果申请的采矿权获批，产量有望提至 2000-3000 吨/年，是公司稀土业务的主要盈利点。然而“做大新材料业务”的战略规划主要还看稀土下游应用产品，为此公司配套建设了年产 4000 吨冶炼分离能力、1500 吨荧光粉、3000 吨储氢合金粉、1500 吨锂离子电池产品的生产能力，3000 吨钕铁硼预计今年底投产。受益于国家低碳经济发展和稀土扶持政策的推动，能源新材料需求量将在较长时间内保持高速增长，公司能源新材料的规模仍有较大增长空间。
- **海峡二期下半年结算有望增厚 EPS0.42 元。**我们判断海峡国际社区二期项目将在今年下半年进入结算期，预计可确认收入 30 亿元以上，可增厚公司 EPS 0.42 元。
- **上调公司 2011 年 EPS 1.65 元，给予“买入”评级。**鉴于年初至今钨和稀土价格大幅上涨，且我们判断该趋势有望延续；另外低价库存产品的出售导致业绩大幅超预期；我们上调公司 11-13 年每股收益分别为 1.65 元、1.74 元和 2.01 元，对应动态 PE 分别为 25 倍、23 倍和 20 倍，考虑到公司钨深加工领域发展前景乐观，给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	6338.12	5538.32	11379.50	13972.71	15174.69
同比增长率	28.12%	-12.62%	105.47%	22.79%	8.60%
净利润	212.82	349.86	1128.46	1185.98	1370.23
同比增长率	5.04%	64.39%	222.55%	5.10%	15.54%
每股收益(元)	0.31	0.51	1.65	1.74	2.01

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

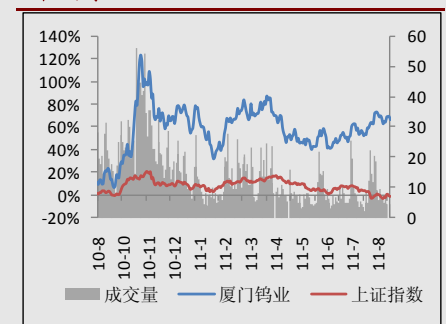
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本:	亿	6.82
流通股本:	亿	6.82
第一大股东	福建省冶金(控股)有限责任公司	
第一大股东持股比例	33.6%	

数据来源: 宏源证券

相关研究

钨钼主业长期向好	2011.08
充分受益“朱格拉”周期启动	2010.08
“硬质合金+新能源”双轮驱动	2010.04

目录

一、公司概况：钨与稀土的全产业链推进.....	4
二、钨：硬质合金是亮点.....	5
（一）钨制品产量保持稳定.....	5
（二）硬质合金量增技升成看点.....	6
1、厦门金鹭硬质合金业务逐步拓展.....	6
2、九江硬质合金项目顺利开启.....	7
（三）钨价长期维持高位.....	8
三、稀土：盈利靠资源，规模看下游.....	10
（一）资源：盈利的保障.....	10
（二）应用：需求前景可期.....	10
1、行业前景向好.....	10
2、公司多种产品齐放.....	12
四、房地产：海峡二期下半年结算.....	13
五、盈利预测.....	13

图目录

市场表现	1
图 1: 2010 年收入构成.....	4
图 2: 2011 年上半年收入构成.....	4
图 3: 2010 年利润构成.....	4
图 4: 2011 年上半年利润构成.....	4
图 5: 2010 年各业务毛利率.....	5
图 6: 2011 年上半年各业务毛利率.....	5
图 7: 全球钨资源分布.....	9
图 8: 中国钨精矿产量 (单位: 吨)	9
图 9: 欧洲钨消费结构.....	9
图 10: 中国钨消费结构.....	9
图 11: 钨精矿价格 (单位: 元/吨)	10
图 12: APT 价格 (单位: 美元/吨度)	10
图 13: 2008 年下游需求占比.....	12
图 14: 2009 年下游需求占比.....	12
图 15: 碳酸稀土价格 (单位: 元/吨)	12
图 16: 氧化镧和氧化铈价格 (单位: 元/吨)	12
图 17: 氧化镨和氧化钕价格 (单位: 元/吨)	12
图 18: 氧化镝和氧化铽价格 (单位: 元/公斤)	12

表目录

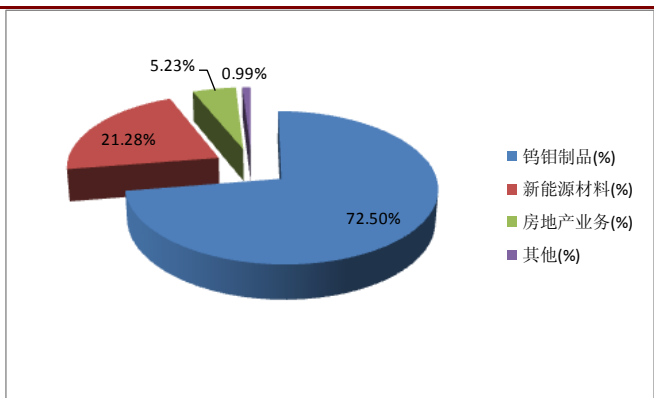
基本情况	1
相关研究	1
表 1: 钨精矿储量 (单位: 吨)	5
表 2: 公司钨制品产能及产量 (单位: 吨)	6
表 3: 钨精矿开采总量指标 (单位: 万吨)	9
表 4: 稀土应用领域.....	11
表 5: 产品产量假设 (单位: 吨)	14

一、公司概况：钨与稀土的全产业链推进

公司钨资源储量丰富，拥有从钨矿山—钨冶炼—钨深加工的完整产业链，是世界最大的钨冶炼企业，同时也是国内最大的钨粉和碳化钨粉生产商与出口商，钨行业龙头地位不可撼动。除此之外，09年8月公司成立了“龙岩市稀土开发有限公司”，积极拓展稀土领域，目前已经拥有从稀土采选-稀土冶炼-稀土深加工（荧光粉、钕铁硼、储氢合金粉和三元材料等下游稀土应用材料）的完整产业链，是公司又一利润贡献点，该块业务正在逐步走向完善。

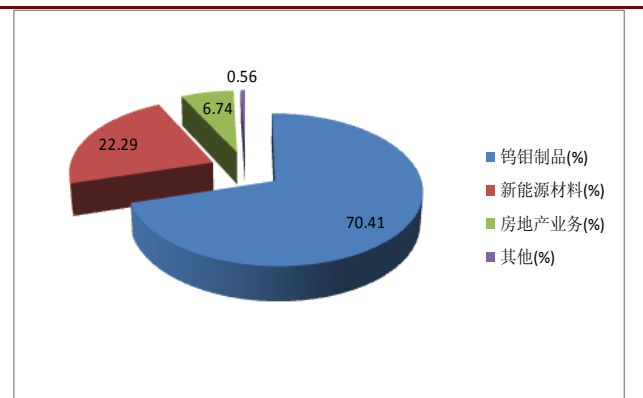
公司的业务主要由钨钼制品、稀土新材料制品和房地产业务三大块组成，其中占主导地位的还是钨钼制品，不管是收入还是利润贡献都占公司总收入的70%以上，稀土新能源材料业务占20%以上，收入贡献相对稳定；今年上半年受益于稀土价格的大幅上涨，公司在低价时采购的稀土原料大幅提升了该业务的毛利率16.21个百分点，达到26.96%，进而也使得该业务的利润贡献度大幅提高10.63个百分点。房地产业务只是公司业务的一个有益补充，它可以平滑公司主要业务的周期性波动，近年来随着房价的高企，房地产业务的毛利率也大幅提升。

图 1：2010 年收入构成



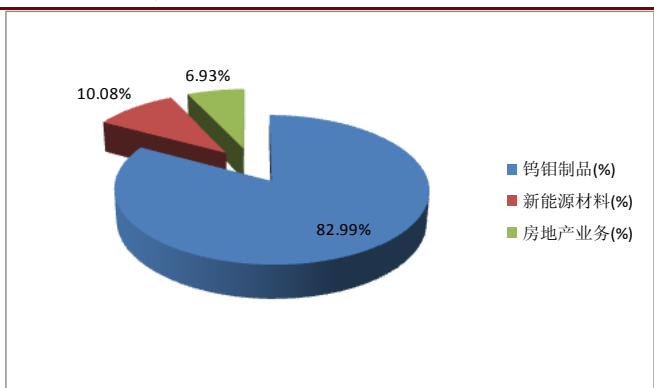
资料来源：Wind, 宏源证券

图 2：2011 年上半年收入构成



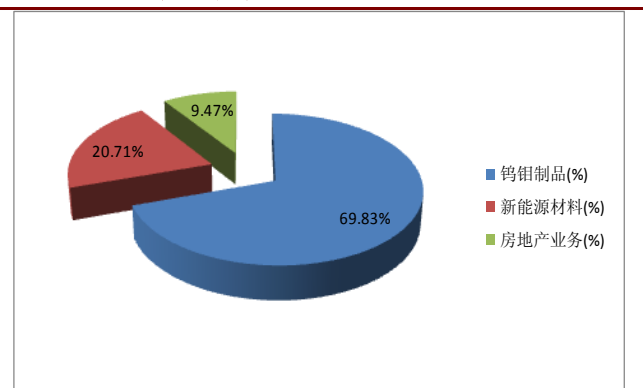
资料来源：Wind, 宏源证券

图 3：2010 年利润构成



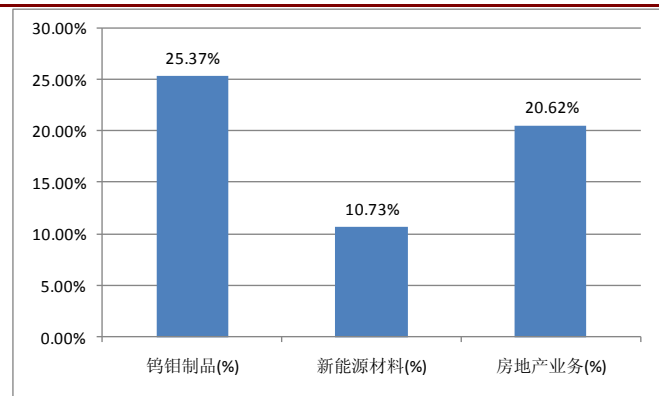
资料来源：Wind, 宏源证券

图 4：2011 年上半年利润构成



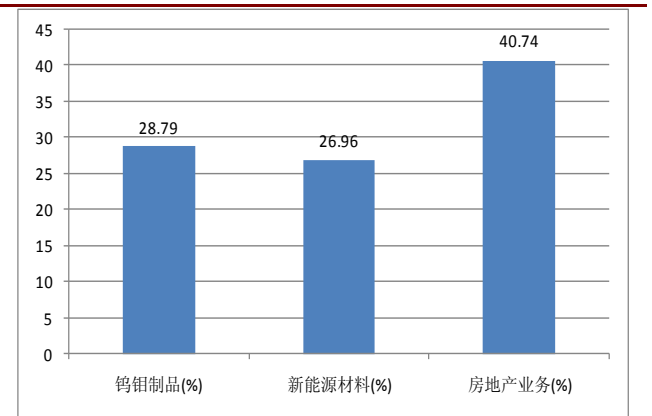
资料来源：Wind, 宏源证券

图 5: 2010 年各业务毛利率



资料来源: Wind, 宏源证券

图 6: 2011 年上半年各业务毛利率



资料来源: Wind, 宏源证券

二、钨: 硬质合金是亮点

(一) 钨制品产量保持稳定

公司目前拥有洛阳豫鹭矿和福建宁化行洛坑矿两家钨矿企业, 其中豫鹭矿业探明储量为 50 万吨, 是厦门钨业和洛阳栾川钼业集团合资成立的子公司, 用于回收洛钼集团选钼尾矿中的白钨矿, 所以成本相对较低。但由于山顶品味较低, 同时受国家配额的限制, 因此年产量维持在 2500 吨左右, 未来可扩产至 3000 吨; 宁化行洛坑矿探明储量 29.5 万吨, 公司控股 98.85% 股权, 目前年产量约为 2500 吨/年, 但该矿的采选成本较高, 成本大约是豫鹭矿 1.4 倍。除此之外, 公司控股 90% 的嘉鹭金属回收公司主要进行废钨回收处理, 目前年产量约为 1000-2000 吨/年。废物回收成本受钨价影响较大, 因此波动较大, 且由于国内没有稳定的回收渠道, 因此废物回收短期还很难做大。公司的合计权益钨资源量达 59.16 万吨, 储量丰富, 且战略布局合理, 有利于公司的长远发展, 同时可以有效地降低生产成本, 其龙头地位不可撼动。

表 1: 钨精矿储量 (单位: 吨)

矿区名称	权益	钨资源量 (万吨)	日处理量 (吨/天)	钨精矿产能 (吨)	产量 (吨)
洛阳豫鹭矿	60%	50	15000	3000	2500
宁化行洛坑	98.85%	29.5 万		3000	2500
嘉鹭废钨回收	90%				1000
合计		59.16			6000

资料来源: 宏源证券

公司拥有年产 6000 吨钨精矿、17000 吨 APT、7000 吨钨粉, 其中 3700 吨用于生产碳化钨粉的生产能力, 钨自给率约为 24.34%。17000 吨 APT, 其中一半外销, 一半用于

后续生产，不足部分外购补足；7000吨钨粉，外售3000吨，其余生产碳化钨粉、钨丝以及硬质合金。公司拥有粗钨丝1000吨、细钨丝150亿米的生产能力，生产的钨丝市场占有率达60%，钨丝产品基本不受经济波动的影响，每年随着发电量的增长大约保持10-15%左右的稳定增长。公司现有业务中除硬质合金外，其余产品产能基本稳定，目前没有扩产计划。

表 2：公司钨制品产能及产量（单位：吨）

产品	产能	2011E	2012E	2013E
钨精矿	6000	5000	5000	5000
APT	17000	16000	16000	16000
钨粉	8700	7000	7000	7000
碳化钨粉	3700	3700	3700	3700
硬质合金	4000	3200	4000	4000
其中：棒材和基材	3000	3000	3000	3000
刀片	1000	200	1000	1000
粗钨丝	1000	1000	1000	1000
细钨丝（亿米）	150	150	150	150

资料来源：宏源证券

（二）硬质合金量增技升成看点

1、厦门金鹭硬质合金业务逐步拓展

在钨的产业链中，除了上游钨精矿采选可获得较高利润外，下游硬质合金刀具生产也是攫取了利润的关键业务，正因如此，公司制定了“做强硬质合金和精密刀具”的战略规划。

硬质合金与精密刀具的加工位于钨产业链的最下游，属于深加工产品，附加值高，是钨产业链上盈利能力最强的部分之一。在全球范围内，钨主要用于硬质合金及钢铁和硬金属制造，其中硬质合金比重最大。根据国际钨业协会（ITIA）2008年的统计数据显示，欧洲硬质合金消费量占钨总体消费量的72%，而我国这一比例仅为48%，未来仍具有较大增长空间。另外，虽然我国硬质合金产能和产量已达世界总产量的三分之一，但由于高技术含量与高附加值产品，如高性能合金和精密刀具等产品所占份额较少，质量又与世界先进水平存在较大差距，致使产品价格不及中高档产品的几分之一，甚至几十分之一，盈利能力大大低于国际优质企业。

公司控股60%的厦门金鹭特种合金有限公司，是一家中外合资的国家级高新技术企业，成立于1989年，是高品质硬质合金及其精密切削刀具的制造商。公司拥有优秀的人才队伍，先进的技术和设备，独立承担并完成了多个“国家科技攻关计划”项目、“国家火炬计划”项目、“国家重点新产品”开发项目及省市重点研究课题，其副总经理吴冲浒更是获省科学技术重大贡献奖与杰出科技人才两项大奖。

硬质合金产品主要分为切割刀具、矿业刀具和耐磨件三大类。公司产品主要集中在切削刀具和矿业刀具。公司在拥有高性能超细晶棒材的基础上，引进国际先进的设备和工艺

技术，生产硬质合金整体立铣刀、钻头、绞刀以及印刷线路板用微型钻头、铣刀等；产品具有高耐磨、高韧性、加工性能卓越等特性，是采矿、石油、模具、航天航空、汽车、精密机械制造及线路板行业提高生产效率的首选的精密工具。

公司目前硬质合金刀具产能 3000 多吨，到明年一季度可实现 4000 吨，新建的硬质合金粉末 2000 吨产能明年 5 月投产，届时与公司 4000 吨硬质合金刀具产能配套。目前 3000 多吨主要是棒材 2000 吨，矿业领域硬质合金产品 1000 多吨，刀具 150 万片，按平均 1 片刀具重约 10 克计算，约 150 吨。明年预计刀具产量可达接近 1000 万片。硬质合金毛利率 30% 多。如果钨精矿价格平稳的话，硬质合金还有上涨空间。但由于该项目 09 年 4 月份才投产，产销量一直较低，之前盈利能力一直不高。今年上半年，随着公司硬质合金产品产量的逐步扩大，该业务毛利率达到正常水平 30% 以上，略低于国际上该业务的平均毛利率可达 40%，净利率可维持在 10-15% 水平，这主要是由于公司目前高端硬质合金占比很小，但我们认为公司在硬质合金及精密刀具加工领域具有较强的优势，未来硬质合金高端产品的比例将逐步提高，如数控刀片和部分 PCB 产品，从而进一步提升公司硬质合金产品的盈利能力，但由于该业务的拓展，除了需要技术进步和客户认可外，还需要前端产品设计问题和后续服务和管理等问题，因此，需要的时间周期较长。但考虑到未来进口替代的巨大空间，我们认为硬质合金产品需求增长前景较为乐观。

我们认为，随着公司硬质合金产业的稳步推进，公司硬质合金产品结构也将逐步优化，盈利能力有望得到较大幅度提升。

2、九江硬质合金项目顺利开启

为了共同致力于利用九江市辖区已探明及潜在钨资源，发展钨深加工产业，公司于 2011 年 4 月 30 日，与五矿有色、厦门三虹、九江市政府和九江市修水县人民政府签订《硬质合金项目合作协议书》。

公司和五矿有色未来拟共同投资 20 亿元，在九江市经济技术开发区修水工业园建设硬质合金项目，其中本公司持有合资公司 70% 股份，五矿有色持有合资公司 30% 股份。项目建设规模为年产钨粉 6000 吨，硬质合金 4000 吨。项目将分两期建设，第一期建设规模为年产 3000 吨钨粉、2000 吨硬质合金，已于今年 8 月正式启动，2013 年建成投产。第二期建设将于本公司、五矿有色和厦门三虹在九江地区的钨矿山生产量能满足第一期生产需要时启动。五矿有色及其下属企业将为硬质合金合资公司提供 APT 原料供应保障。在有较充足的钨矿供应后，本公司将在九江地区投资建设新的 APT 工厂。

九江市支持公司、五矿有色、厦门三虹在九江地区的钨资源勘探、开发、整合和利用，以保证钨深加工所需的原料供应。公司和厦门三虹未来拟投入 20 亿元以上进行钨资源的勘探和矿山开发，其中厦门三虹参股管理的江西巨通实业有限公司投资 7 亿元，进行大湖塘钨矿南北两个矿区的开采；厦门三虹控股的江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司投资 4 亿元，进行矿山建设；九江市支持厦门钨业和厦门三虹在九江市所辖区县矿权与矿权之间的空白区依法取得探矿权和探矿工作。厦门三虹将是矿山的开发的主体，其开采的钨精矿产品主要供给给公司九江的钨粉和硬质合金项目。

江西钨矿资源十分丰富，拥有钨精矿，占我国总储量 20% 左右，而九江已探明的钨矿储量则位居全省第三，已发现的矿种有金属、非金属、能源矿产三大类 80 种，已探明储量的有 44 种。在修水、都昌、武宁等县，具有已在开发或有待开发的大量钨资源。九江

市政府有意将已探明或待勘探的钨资源转化为钨深加工产业。其中，五矿有色控股的香炉山钨矿探明储量达 21.6 万吨，现年产钨精矿 5500 吨，另外还有许多正待开发的钨资源。修水县还有由五矿有色间接控股的江西省修水赣北钨业有限公司，可年产 5000 吨 APT。

近两年来，公司硬质合金产品因为技术上的进步，其质量水平快速提升，市场空间逐步打开，具备了快速发展的条件。此次通过进一步发掘九江地区潜在的钨资源，靠近资源地投资建设钨粉、碳化钨粉及硬质合金生产线，将进一步扩大公司的钨深加工产业，进一步彰显了公司同“做强硬质合金和精密刀具”的战略蓝图。

（三）钨价长期维持高位

钨与稀土有很多类似点，它是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，在合金中添加少量钨，可以有效提高合金的硬度和耐磨性，被誉为“工业牙齿”。目前，全球探明钨总储量为 290 万吨，可供开采年限不足 40 年，其中中国探明的基础储量约为 180 万吨，占全球总量的 62.1%，处于绝对的优势地位，主要分布在湖南、江西、河南和福建。钨主要用于生产硬质合金和照明产品，具体应用于军工、航空航天、机械加工、冶金、石油钻井、矿山、电子和建筑等领域。作为一种不可或缺的战略资源，美国和俄罗斯等军事大国先后建立了钨的战略储备。

作为世界第一大钨生产国和消费国，国家对钨行业也实行了总量控制和配额管理。2010 年我国的钨精矿产量（折合为三氧化钨 65%）约为 12.76 万吨，同比增加 13.02%，显示了良好的需求前景。根据国际钨业协会（ITIA）2008 年的统计数据，欧洲国家硬质合金的钨消费占到总消费量的 72%，我国仅占 48%。近几年我国硬质合金的产能和产量均有所增长，已经占到全球硬质合金产量的三分之一，但产品技术含量较低，高技术含量和高附加值的产品，如高性能合金、研磨涂层合金、特异性制品和精密工具等产品所占份额很小，且质量与国外同行存在较大差距，导致这些产品的价格往往只有高档产品的几分之一甚至几十分之一。未来随着我国钨硬质合金刀具产品技术突破和质量升级，盈利能力有望得到逐步提升。

目前全球经济正在相继实现朱格拉周期的切换，根据宏源证券首席经济学家房四海教授的分析结论，美国朱格拉周期继续而强劲，是全球最早启动朱格拉周期的国家，目前，中国的朱格拉周期尚未成功切换，未来全球经济增长的动力主要来自朱格拉周期的启动。朱格拉周期理论是针对资本主义经济中一种为期约 10 年的周期性波动而提出的理论，一般从设备投资占 GDP 的比例看出。对设备投资占 GDP 的名义上的比例、以及 2 年后的投资收益先行指数（投资收益指总资本付息前利润率，简单地说就是从企业的收益率减掉有利息负债利息率或金融成本）进行比较，可以看出投资收益的走势预示着设备投资占 GDP 的比例。由此可见，朱格拉周期一旦启动，设备投资和**设备更新将大幅增加，作为装备制造业加工辅具的钨硬质合金深加工和钨基高性能合金有望迎来广阔的发展空间。**

产品技术升级与朱格拉周期启动共同驱动钨行业上行。短期来看随着国内电子工业产业升级、机床业、汽车制造业、采掘业和地质、石油勘探的兴起，对硬质合金的需求逐步上升；长期来看，朱格拉周期的启动将为硬质合金领域带来了新的增长前景和增长机会，钨行业正在迈入新一轮景气周期。今年以来，国内钨精矿和 APT 的价格涨幅分别高达

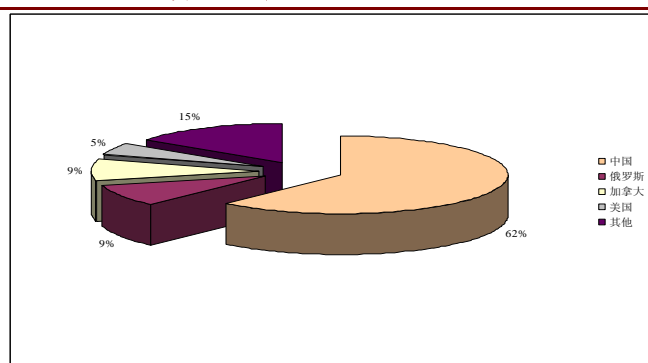
35.43%和 37.13%，并且上涨趋势还在继续，我们预计未来价格向上的趋势有望延续。

表 3: 钨精矿开采总量指标 (单位: 万吨)

年份	总量配额	增速 (%)	出口配额	增速 (%)
2003	4.366		1.81	
2004	5.20	19.1	1.63	-9.94
2005	5.20	0.0	1.63	0.0
2006	5.906	13.58	1.58	-3.07
2007	5.93	0.41	1.54	-2.53
2008	6.685	12.73	1.49	-3.25
2009	6.855	2.54	1.46	-2.01
2010	8.00	16.7	1.43	-2.05

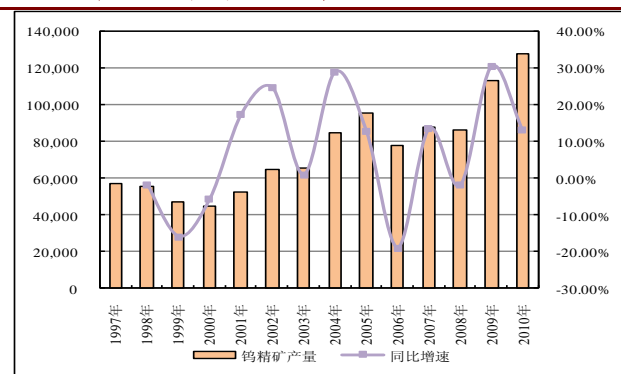
资料来源: 国土资源部, 宏源证券

图 7: 全球钨资源分布



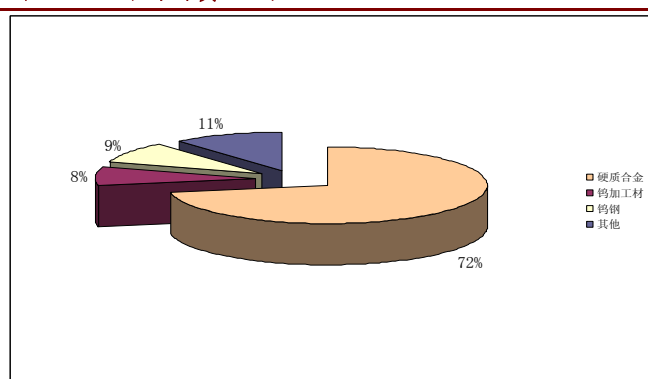
资料来源: USGS, 宏源证券

图 8: 中国钨精矿产量 (单位: 吨)



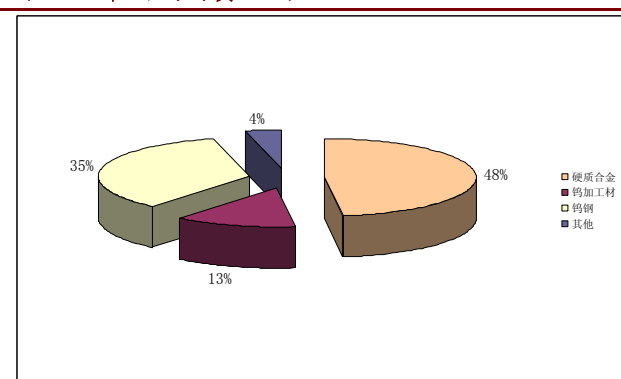
资料来源: Wind, 宏源证券

图 9: 欧洲钨消费结构



资料来源: ITIA, 宏源证券

图 10: 中国钨消费结构



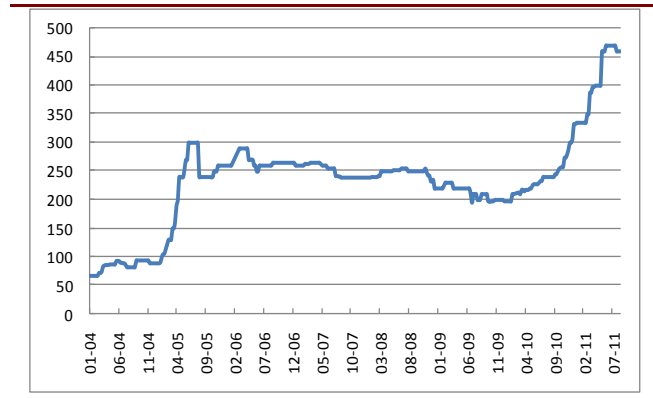
资料来源: ITIA, 宏源证券

图 11: 钨精矿价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 12: APT 价格 (单位: 美元/吨度)



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

三、稀土: 盈利靠资源, 规模看下游

(一) 资源: 盈利的保障

09年8月公司成立了“龙岩市稀土开发有限公司”, 控股51%, 负责开发和整合龙岩地区的稀土资源。据估测龙岩地区已探明稀土储量(以Reo计)8.4万吨, 远景储量超过100万吨, 占福建省探明储量的70%以上。福建省内拥有5本采矿权证, 其中的4本采矿证都在龙岩地区, 分属三个县, 有2本证在厦钨和龙岩政府合资的企业, 另外2本中1本在民营企业, 1本在江西乾东稀土。除此之外, 目前正在申请的1个采矿证, 历时已经两年了, 但依然尚未获批。公司目前已有矿区生产的稀土矿年产量较少, 约为不到2000吨, 未来如果申请的采矿权获批, 产量有望提至2000-3000吨/年, 依然无法满足公司冶炼需求, 缺口部分主要还是由省内采购补足。福建省的稀土质量和储量都不比江西差, 作为福建省的稀土龙头企业, 我们判断公司未来参与福建地区稀土整合的概率较大。因此我们认为公司拥有的稀土资源有利于完善公司稀土产业链布局, 为控股子公司长汀金龙稀土有限公司稀土冶炼分离厂寻找稳定、持续的后备资源。

公司目前拥有4000吨/年的冶炼分离能力, 其中1000吨为稀土金属, 2000吨为稀土氧化物, 未来仍有继续扩产的计划, 但扩产规模需要视上游资源配套情况和国家审批情况而定。冶炼产品的生产周期在1个月以上, 因此稀土价格的波动对冶炼环节的盈利能力影响较大, 特别是像今年这种单边大幅上涨行情, 冶炼分离的盈利能力相当可观, 这也是公司今年业绩不断超预期的一个主要原因。

(二) 应用: 需求前景可期

1、行业前景向好

因为稀土元素可以极大地改变金属及非金属材料的组织结构和性能, 因此在科技和国防建设方面有着重要的作用。但由于使用量极其微小, 因此稀土一直以来都被称为“工业味精”。

稀土的应用可以分为传统领域和新材料领域，其中传统领域包括冶金、机械、石油、化工、玻璃陶瓷以及农用和纺织等领域，主要有应用于冶金和机械领域的稀土合金、应用于石油化工领域的催化剂、应用于玻璃陶瓷和纺织领域的着色剂等；新材料领域主要包括磁性材料、荧光材料、储氢材料和抛光材料等，磁性材料是目前稀土的最重要应用领域，使用的稀土元素为镨和钕，主要用在变频空调、风电、汽车以及电脑等产品上，另外在航空航天领域使用的电子干扰设备、预警飞机、火控雷达、精密制导系统和电机等都需要使用稀土永磁材料；储氢材料主要使用稀土镧，用于制造镍氢动力电池；抛光材料使用稀土铈，用于电脑和电视液晶显示器和光学镜头等方面；荧光材料使用稀土铕，用于显示、照明和光电器件等领域。除此之外，稀土在医药生物领域的应用目前也处于研究阶段。自2002年以来，以稀土磁性材料为代表的新材料领域增长强劲，呈现逐年上升的趋势，占比从2003年的34%上升到了2009年的55.21%，已经超过了传统应用领域，其中以钕铁硼为代表的永磁材料占比最大，09年已经占到全部需求量的31.51%，我们认为稀土镨和钕将是未来稀土行业的领军元素，根据对风能、新能源汽车及变频空调领域的初步估算，2010年将新增钕铁硼需求量1.1万吨左右，占目前总产量的20%，**预计未来3-5年，钕铁硼的增速有望每年保持20%以上。**

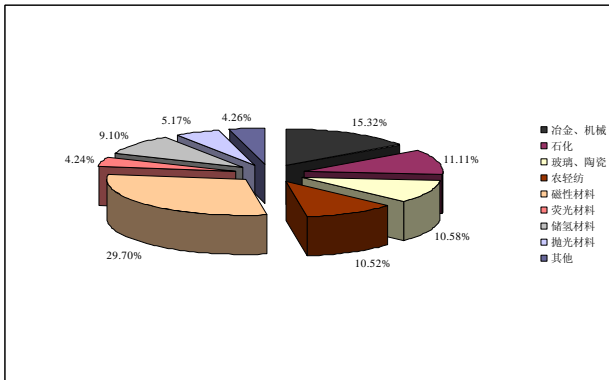
由于国家对于稀土行业整合和管制的力度正在逐步推进，下游新兴产业的需求又呈现良好的增长前景，预计“十二五”期间，稀土需求量有望达到21万吨，供紧需增的格局，对不断走高的稀土价格构成强有力的支撑，但由于上半年稀土价格涨幅过快，近期出现一定程度回调，亦属正常现象，我们预计这种局面在2011年可望得以持续。

表4：稀土应用领域

应用领域	用途
传统领域:	
冶金/机械	去除钢铁和基本有色金属中的杂质，改善材料性能
石化	提高汽油生产率的催化剂
玻璃陶瓷	玻璃的着色、脱色剂，陶瓷的颜料，
农业	植物生长调节剂
轻纺	鞣制毛皮，染色等
新材料领域:	
磁性材料	稀土镨和钕，用于变频空调、风电、新能源汽车、电脑以及MRI等领域
储氢材料	稀土镧，用于制造镍氢动力电池
抛光材料	稀土铈，用于电脑和电视液晶显示器、光学镜头等方面
荧光材料	稀土铕，用于显示、照明和光电器件等领域

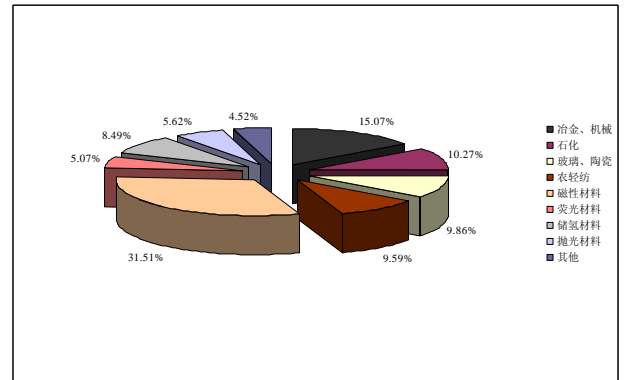
资料来源：宏源证券

图 13: 2008 年下游需求占比



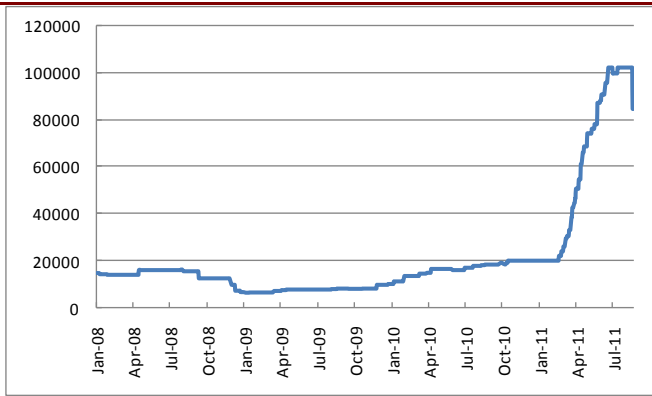
资料来源: 中国稀土信息, 宏源证券

图 4: 2009 年下游需求占比



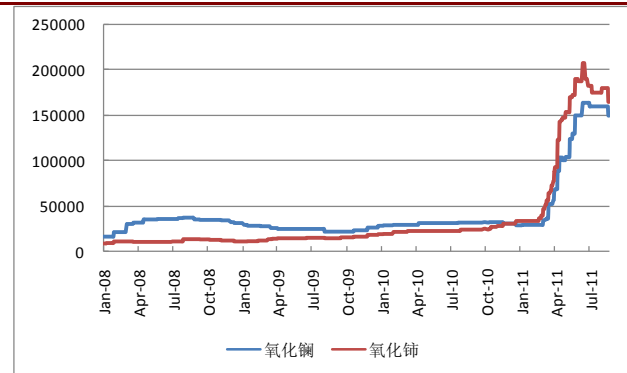
资料来源: 中国稀土信息, 宏源证券

图 15: 碳酸稀土价格 (单位: 元/吨)



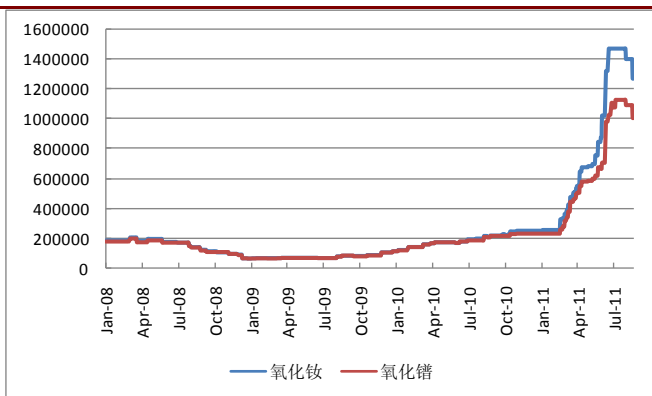
资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 16: 氧化镧和氧化铈价格 (单位: 元/吨)



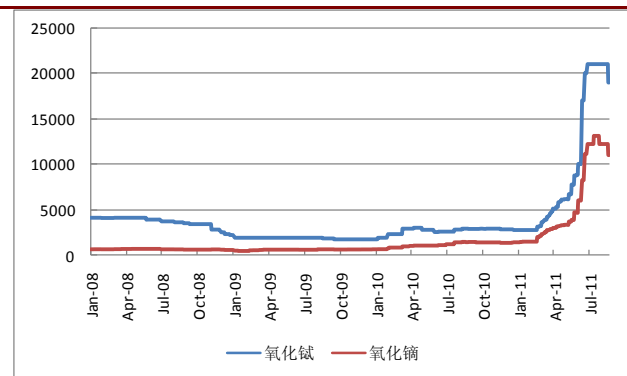
资料来源: Wind, 宏源证券

图 17: 氧化镨和氧化铈价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 18: 氧化镧和氧化铈价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: Wind, 宏源证券

2、公司多种产品齐放

稀土下游深加工领域, 公司正在建设的稀土工业园, 打造集稀土分离、深加工和稀土应用相关产业于一体的、在国内外具有较高水平和影响力的稀土产业集中区, 在园区投资

建设荧光粉和钕铁硼磁性材料生产线，同时规划稀土深加工应用产品。建设的 1000 吨/年的三基色荧光粉生产线已进入客户中试阶段，四季度可能会有 10-20% 产能投放，真正达产还要到明年；除此之外，公司收购的广州珠江光电公司，目前拥有 200 多吨年产量，未来公司将加快荧光粉产业建设，最终实现产能约为 1500 吨。由于稀土价格较高，荧光粉的毛利率较低。

公司 3000 吨/年的钕铁硼磁性材料预计今年底投产，2012 年产能利用率预计为 50-70%，对应产量约为 1500-2000 吨。作为钕铁硼行业的新进入者，公司与日本合作，产品定位高端，下游应用主要集中于节能家电和汽车微电机等高端领域。

除此之外，作为新能源材料的电池材料，也是公司未来的发展方向和利润增长动力，主要包括稀土储氢材料和锂离子电池两个系列产品。储氢合金粉是镍氢电池负极材料，目前产能 3000 吨，实际产销 2000 吨左右；后期产能有望进一步增长，但要根据贮氢合金粉市场需求情况而定。这主要是由于国内储氢合金粉竞争者较多，产品盈利能力较弱，正常情况下毛利率仅能维持在 10% 左右的水平。锂离子电池产品包括钴酸锂、磷酸亚铁锂、锰酸锂和三元合金等。目前产能合计 1500 吨左右，由于下游需求旺盛，目前公司订单饱满。但考虑到新能源汽车的发展尚存在不确定性，公司目前尚无扩产计划。

受益于国家低碳经济发展和稀土扶持政策的推动，能源新材料需求量将在较长时间内保持高速增长。而公司对稀土高端磁性材料、贮氢合金粉等能源新材料等战略发展定位保证使其充分分享新经济发展的盛宴，有望成为未来业绩新的增长点。

四、房地产：海峡二期下半年结算

房地产业务只是公司业务的有益补充。2009 年在全球经济不景气的背景下，公司传统的钨钼有色金属制品及新能源材料收入同比大幅下降分别达 40.37% 和 20.61%；而同期房地产业务火爆进行，收入比重达到了总收入的 59.7%，主要是结算厦门海峡国际社区一期项目及成都鹭岛社区三期项目销售收入，进而大大提升了公司的盈利水平。2010 年由于房地产业务结算较少，业绩贡献相对较低。公司目前储备的和正在开发的地块有都江堰 100 亩和漳州地区 650 亩，目前尚处于规划阶段，真正贡献利润预计还要在 3 年以后。在建项目有成都鹭岛国际项目及厦门会展中心海峡国际社区项目。我们判断海峡国际社区二期项目将在今年下半年进入结算期，预计可确认收入 30 亿元以上，如果按净利率 20%-25% 计算，可增厚公司 EPS0.39-0.49 元。海峡三期项目预计将于明年结算，因此我们判断公司房地产业务在未来几年还将继续贡献稳定利润。

五、盈利预测

鉴于年初至今钨精矿价格上涨幅度高达 35.43%，而同期稀土矿价格涨幅更是高达 314.63%，且我们判断钨与稀土价格未来亦将维持小幅上涨或高位震荡格局；另外由于公司在低价时采购的稀土产品亦在今年 8 月份之前基本全部出售，导致公司 2011 年业绩大幅超预期；另外下半年海峡二期进入结算期，预计贡献 EPS0.42 元，因此我们上调了公司全年业绩，预计公司 11-13 年每股收益分别为 1.65 元、1.74 元和 2.01 元，对应动态 PE 分

别为 25 倍、23 倍和 20 倍，估值合理，考虑到公司在钨深加工领域发展前景乐观，给予“买入”评级。

表 5: 产品产量假设 (单位: 吨)

产品	2011E	2012E	2013E
钨精矿	5000	5000	5000
APT	16000	16000	16000
钨粉	7000	7000	7000
碳化钨粉	3700	3700	3700
硬质合金	3200	4000	4000
其中: 棒材和基材	3000	3000	3000
刀片	200	1000	1000
粗钨丝	1000	1000	1000
细钨丝 (亿米)	150	150	150

资料来源: 宏源证券

附表：盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5538.32	11379.50	13972.71	15174.69
增长率(%)	-12.62%	105.47%	22.79%	8.60%
归属母公司股东净利润	349.86	1128.46	1185.98	1370.23
增长率(%)	64.39%	222.55%	5.10%	15.54%
每股收益(BPS)	0.51	1.65	1.74	2.01
每股经营现金流	1.00	-6.96	8.67	-2.15
销售毛利率	21.63%	30.73%	28.14%	28.94%
销售净利率	9.31%	14.17%	12.13%	12.90%
净资产收益率(ROE)	13.68%	33.72%	28.39%	26.68%
投入资本回报率(ROIC)	11.60%	32.67%	13.20%	17.01%
市盈率(P/E)	94	29	28	24
市净率(P/B)	13	10	8	6

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5538.32	11379.50	13972.71	15174.69
减: 营业成本	4340.57	7882.98	10040.45	10782.82
营业税金及附加	82.07	227.59	279.45	303.49
营业费用	108.61	193.45	223.56	242.79
管理费用	308.38	568.98	670.69	698.04
财务费用	77.41	277.33	395.61	422.43
资产减值损失	0.25	136.55	167.67	182.10
加: 投资收益	6.58	22.76	27.95	30.35
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	627.61	2115.38	2223.22	2573.36
加: 其他非经营损益	24.75	26.48	26.48	26.48
利润总额	652.36	2141.86	2249.69	2599.84
减: 所得税	136.89	529.77	555.44	642.37
净利润	515.47	1612.08	1694.25	1957.47
减: 少数股东损益	165.61	483.62	508.28	587.24
归属母公司股东净利润	349.86	1128.46	1185.98	1370.23

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	382.93	1706.93	2095.91	2276.20
应收和预付款项	2102.41	4444.14	3665.90	5117.71
存货	5838.58	12029.82	10728.95	13712.55
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	100.70	123.46	151.40	181.75
投资性房地产	174.05	154.87	1215.69	2516.51
固定资产和在建工程	2564.62	3700.67	3944.94	3765.09
无形资产和开发支出	245.21	238.47	231.72	224.98
其他非流动资产	81.31	67.54	53.78	40.02
资产总计	11489.81	22465.89	22088.29	27834.81
短期借款	1339.43	9062.25	6468.20	10536.74
应付和预收款项	5518.15	7123.22	8417.86	8378.38
长期借款	42.00	416.65	0.00	171.06
其他负债	487.44	487.44	487.44	487.44
负债合计	7387.03	17089.56	15373.50	19573.63
股本	681.98	681.98	681.98	681.98
资本公积	760.26	760.26	760.26	760.26
留存收益	1114.82	1904.74	2734.92	3694.08
归属母公司股东权益	2557.06	3346.98	4177.17	5136.33
少数股东权益	1545.72	2029.35	2537.62	3124.86
股东权益合计	4102.78	5376.33	6714.79	8261.19
负债和股东权益合计	11489.81	22465.89	22088.29	27834.81

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	684.50	-4746.23	5911.33	-1466.76
投资性现金净流量	-387.98	-1422.74	-1774.22	-1774.22
筹资性现金净流量	-691.77	7492.97	-3748.12	3421.28
现金流量净额	-404.06	1324.00	388.98	180.30

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。