

**有色金属冶炼II**
**厦门钨业 (600549. SH) / 43.99 元**
**未来3年持续增长，稀土整合提升公司溢价**
**独到见解**

我们认为，公司的魅力在于“行业概念+公司资质+持续增长+资源扩张预期”。既有长期推荐价值，又有短期趋势性投资逻辑。

**投资要点**
**1. 长期投资价值**

- 1) 两大主营业务—钨和稀土的行业概念好，深加工技术水平国内领先；
- 2) 公司资质好：公司管理层稳定、执行力强，展现出持续成长的优秀资质；
- 3) 未来3年持续增长：12-14年，仍是公司深加工产能密集扩张和投产期。
- 4) 资源预期：同时具有钨矿注入、稀土整合两大预期。

**2. 短期投资逻辑**

- 1) 钨和稀土价格触底反弹，进入上升趋势。我们认为，近期价格反弹已获得阶段性支撑；同时对二季度国内经济环比趋势相对乐观，因此中长期看好强周期品种—钨和稀土价格仍将维持升势。
- 2) 2012年业绩可能超预期。我们认为，随着公司在深加工产能的部分释放，以及稀土开采指标的完成，2012年最终业绩将很可能略好于2011年。
- 3) 稀土整合进度好于市场预期，提升公司溢价。我们认为，公司与福建省的稀土产业政策和矿产特点极其吻合，奠定了其作为唯一平台的整合地位，整合进度很可能要好于市场预期。

**3. 首次关注给予推荐评级。**我们预计公司12-14年EPS分别为1.50、1.83、2.20元，对应PE分别为29倍、24倍、20倍。我们认为，无论从长期价值、还是短期趋势的角度，公司都理应长期享受估值溢价，因此给予13-14年30倍PE。首次关注给予“推荐”评级，长期目标价60元。

**风险提示**

- 1) 国内外经济形势短期动荡，钨和稀土价格大幅波动；
- 2) 国内外经济长期复苏缓慢，新建产能销售不达预期。

**主要财务指标**

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	11910	11181	14270	17513
同比增速(%)	115%	-6%	28%	23%
净利润(百万)	1021	1025	1245	1498
同比增速(%)	192%	0%	22%	20%
每股盈利(元)	1.50	1.50	1.83	2.20
市盈率(倍)	29.39	29.28	24.09	20.02

证券分析师：高利  
 执业编号：S0360209120018

联系人：何杰  
 Tel: 0755-82828521  
 Email: hejie@hczq.com

**投资评级**

投资评级：推荐  
 评级变动：首次评级

**公司基本数据**

总股本(万股)	68198
流通A股/B股(万股)	68198/0
资产负债率(%)	60.57
每股净资产(元)	5.21
市盈率(倍)	29.28
市净率(倍)	6.52
12个月内最高/最低价	50.27/27.45

**市场表现对比图(近12个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

《钨：行业回暖，紧抓资源主线，关注技术进步》  
 2012-2-29

## 目录

一、	行业好、资质好，有持续增长、有资源扩张预期 .....	3
二、	主营业务—钨和稀土是重点 .....	4
1、	国资控股，五矿、日企参股 .....	4
2、	钨和稀土为主营业务，产业链完整 .....	4
3、	钨和稀土业务是盈利主要来源 .....	5
三、	发展路径：钨和稀土双剑齐发，向上游拓展资源、向下游做强深加工钨业务 ..	6
1、	钨深加工—依托自身传统优势，向下游层层推进，厚积薄发 .....	6
2、	钨资源—保障能力强，有注入预期 .....	7
1、	稀土深加工—开辟捷径，引进高端人才，工艺设备，产品性能领先，即将量产	8
2、	稀土资源-福建省稀土资源整合唯一平台 .....	9
四、	钨和稀土行业景气企稳，价格反弹有支撑 .....	9
五、	战略与管理是公司的核心竞争力 .....	11
1、	准确的发展战略定位 .....	11
2、	管理层稳定、执行力强 .....	11
六、	未来三年，深加工产能仍将持续增长 .....	12
七、	房地产业务将在远期贡献业绩 .....	12
八、	盈利预测与投资建议 .....	12
1、	经营假设 .....	12
2、	产量预测 .....	13
3、	给予推荐评级 .....	13
九、	风险因素 .....	13

## 图表

图表 1	厦门钨业公司股权结构 .....	4
图表 2	厦门钨业公司架构、主营业务分布 .....	5
图表 3	厦门钨业拥有钨和稀土完整产业链 .....	5
图表 4	厦门钨业主营业务收入结构（2011 年） .....	6
图表 5	厦门钨业主营业务毛利润结构（2011 年） .....	6
图表 6	公司钨产业各环节概览 .....	7
图表 7	厦门钨业与厦门三虹在九江地区的资源布局 .....	8
图表 8	厦门钨业稀土产业各环节概览 .....	8
图表 9	福建省 2012 年第一批离子型稀土氧化物开采下达指标分布 .....	9
图表 10	4 月中旬钨精矿价格小幅反弹 .....	10
图表 11	3 月中旬以来稀土价格小幅反弹 .....	11
图表 12	12-14 年厦门钨业主要建设与投产项目 .....	12
图表 13	厦门钨业在建房地产项目 .....	12
图表 14	厦门钨业主要产品产量预测 .....	13
图表 15	钨和稀土业务 A 股可比上市公司的当前估值 .....	13
图表 16	盈利预测与估值建议 .....	13

## 一、 行业好、资质好，有持续增长、有资源扩张预期

在参与行业与公司调研的过程中，我们深刻的感受到一个样板式有色金属加工行业白马公司的魅力——“行业概念+公司资质+持续增长+资源扩张预期”。既有长期推荐价值，又有短期的趋势性投资逻辑：

### 看好公司价值的四个长期逻辑：

- 1) 行业概念好：钨和稀土是公司的两大主营业务。两个行业有三个共同特征：1. 供给端——中国掌控资源；2. 需求端——深加工环节与国外的差距在缩小，迎来大发展；3. 产业政策助力——国家在供给端严格限制资源供给，在需求端则大力发展新兴产业应用。
- 2) 公司资质好：20 多年来，公司管理层稳定、执行力强，资产规模扩张了 60 倍。在产品方面，自钨中间产品起步，发展多项钨和稀土深加工产品，且样样做强，均达到国际先进或国内先进水平。公司已经证明了其持续成长的优秀资质。
- 3) 未来 3 年持续增长：12-14 年，仍是公司深加工产能密集扩张和投产期，主要包括高端硬质合金、稀土深加工两大类，未来 3 年仍将保持高速增长。另外，在建房地产项目将在 2015 年和 2018 年再度集中贡献业绩，亦提升远期价值。
- 4) 资源扩张预期：公司同时具有钨矿注入、稀土整合两大题材。钨矿的注入目前尚无计划披露，但对公司日益扩大的深加工生产规模而言，已具备很强的资源保障能力。公司又是福建省稀土资源整合的唯一平台，其主导的“福建模式”在南方稀土整合中一枝独秀。

### 当前时点投资逻辑有三：

- 1) 钨和稀土价格触底反弹，进入上升趋势。我们认为，需求企稳、供给强势、贸易商压力缓解，三方面因素将支持钨和稀土价格近期反弹获得阶段性支撑；我们同时对二季度国内经济环比趋势相对乐观，因此中长期看好强周期品种——钨和稀土价格仍将维持升势。
- 2) 2012 年产能释放，业绩很可能超预期。公司 2012 年房地产收入大幅减少，再加上 2011 年三季度低价稀土库存暴涨的意外因素，市场担忧公司 2012 年 EPS 将大幅下滑（wind 一致预期 EPS 为 1.35 元，低于 2011 年的 1.5 元）。我们认为，随着公司在钨和稀土深加工产能的部分释放，以及稀土开采指标的完成，将抵消上述负面因素影响，最终业绩将很可能略好于 2011 年。
- 3) 稀土整合进度好于市场预期，提升公司溢价。我们通过分析得出结论，公司与福建省的稀土矿产特点和产业政策极其吻合，整合地位毋庸置疑。因此判断其整合进度很可能要好于市场预期。实际上，在 2012 年第一批离子型稀土氧化物开采指标分配中，公司名字首次名列，700 吨的配额约占全省 70%。

### 给予推荐评级

我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.50、1.83、2.20 元，3 年利润复合增速 21%，对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、20 倍。

与 A 股可比上市公司的当前估值对比，公司总体估值水平基本相当。但我们认为，无论从长期价值、还是短期趋势的角度，公司都理应长期享受估值溢价，因此给予 13-14 年 30 倍 PE。我们认为公司合理价值应在 55-66 元，首次关注给予“推荐”评级，长期目标价 60 元。

### 公司实现盈利不达预期的风险因素主要在于：

- 1) 国内外经济形势短期动荡，钨和稀土价格大幅波动；
- 2) 国内外经济长期复苏缓慢，新建产能销售不达预期。

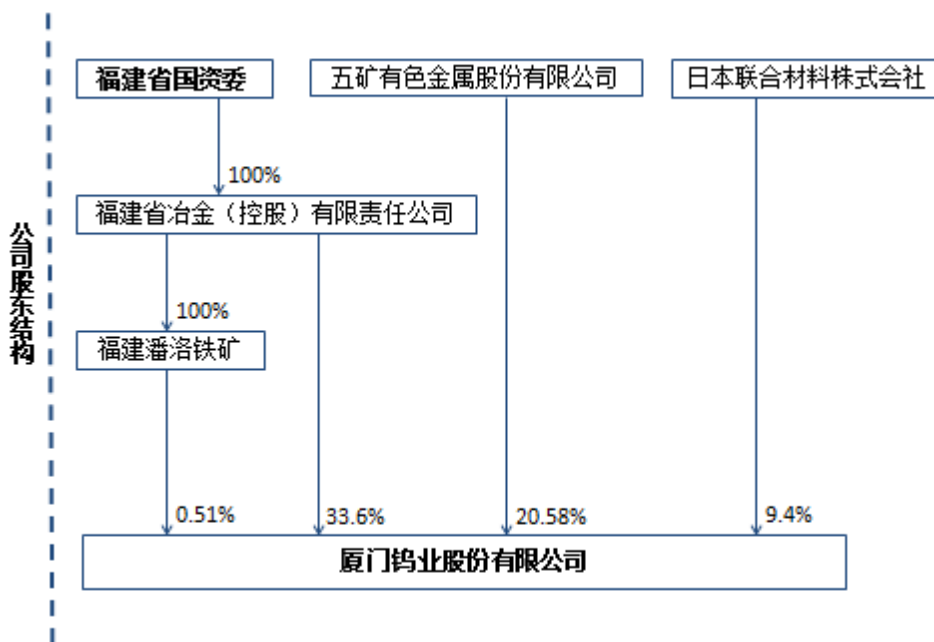
## 二、 主营业务—钨和稀土是重点

### 1、 国资控股，五矿、日企参股

厦门钨业是由福建省国资委间接控股、五矿有色和日本联合材料参股的大型国有企业。

其中，五矿有色是中国有色行业龙头央企，而日本联合材料在全球硬质合金厂商排名第 5。

图表 1 厦门钨业公司股权结构



资料来源：公司资料，华创证券

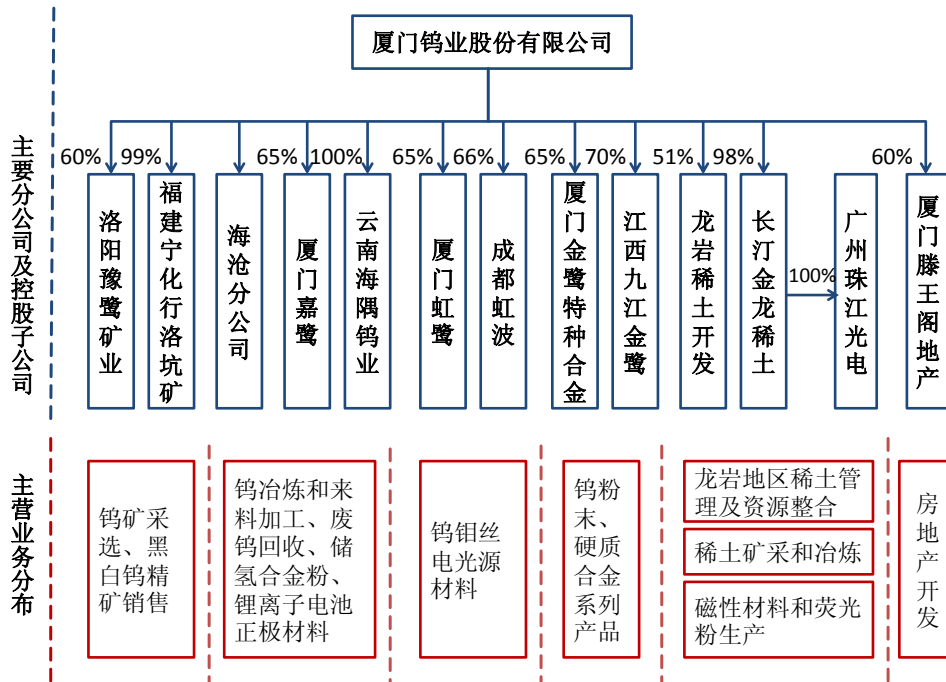
### 2、 钨和稀土为主营业务，产业链完整

公司以钨钼、稀土全产业链为主，房地产为副，打造了“矿山开采-冶炼-深加工”的完整产业体系。

钨钼：公司是国内最大的仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、碳化钨粉生产商和出口商，硬质合金占全国出口量的 31%，钨钼丝材的产销量占全国的 60%以上。

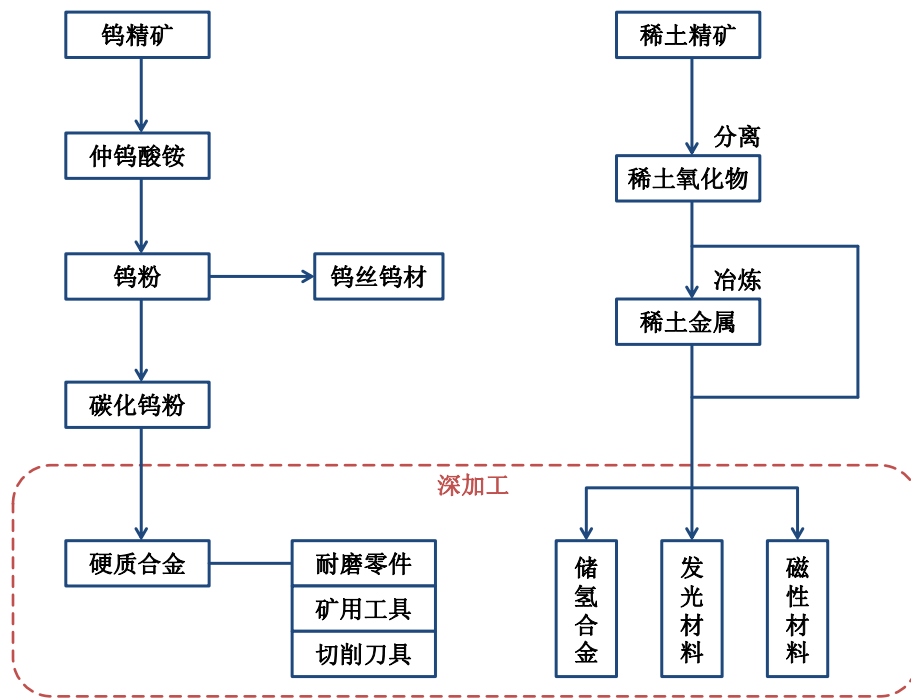
稀土：公司覆盖稀土产业贮氢合金、发光材料、磁性材料三大应用方向：其中，贮氢合金粉产品稳居国内市场份额第一（30%），新建的钕铁硼和荧光粉生产线工艺国内领先，即将投产。在备受关注的稀土资源方面，公司与龙岩市政府合资成立了由厦钨控股的龙岩稀土开发公司，是福建省稀土资源整合的唯一平台，将为公司未来做大能源新材料产业提供可靠的资源保障。

图表 2 厦门钨业公司架构、主营业务分布



资料来源：公司资料，华创证券

图表 3 厦门钨业拥有钨和稀土完整产业链



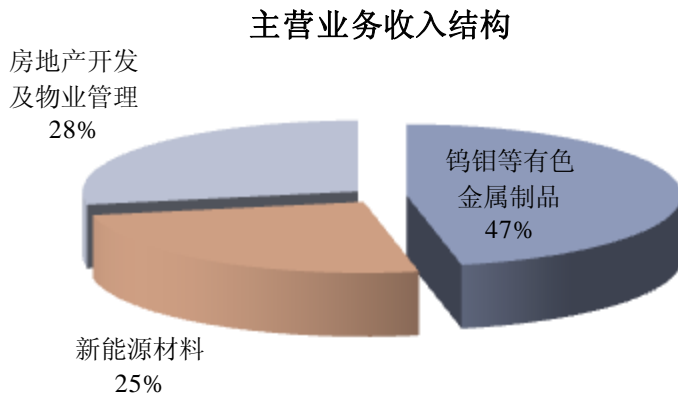
资料来源：公司资料，华创证券

### 3、钨和稀土业务是盈利主要来源

从 2011 年公司营运情况来看，营业收入和盈利主要来自钨钼（主要是钨）、稀土（新能源材料）、房地产三项业务。

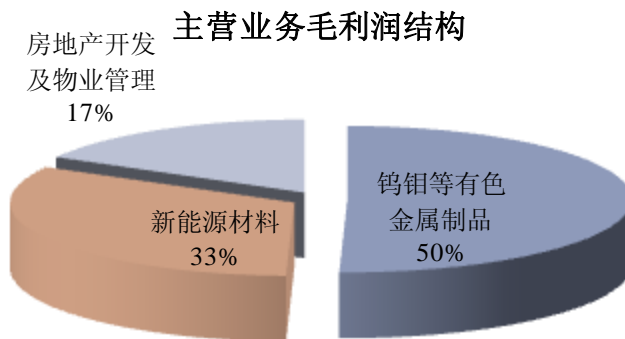
其中，房地产业务存在竣工交房期、结算时点因素，业绩并不稳定。2011 年，钨钼、稀土业绩贡献占比分别达到 50% 和 33%。

图表 4 厦门钨业主营业务收入结构（2011 年）



资料来源：公司资料，华创证券

图表 5 厦门钨业主营业务毛利润结构（2011 年）



资料来源：公司资料，华创证券

### 三、 发展路径：钨和稀土双剑齐发，向上游拓展资源、向下游做强深加工钨业务

#### 1、 钨深加工—依托自身传统优势，向下游层层推进，厚积薄发

钨是公司的传统优势产业，公司向下游深加工的发展路径是稳扎稳打、层层推进。在整个钨的产业链条中，公司在 APT 和钨粉末两个环节的产品质量均达到全球领先水平，产销规模全球第一。

硬质合金产品分矿山工具、耐磨零件、切削刀具三大方向。其中，矿山工具工艺相对简单，附加值低；公司主要做的是耐磨零件和棒材（刀具的前端半成品），产品国内领先。

精密刀具附加值最高，但市场被山特维克、肯纳金属、伊斯卡三大国际寡头垄断；国内基本依赖进口，只有株硬集团占据 10% 市场份额，目前公司这块产品落后于株硬集团。

对比国际寡头的强大竞争优势，我们发现，中国制造业的落后现状，使得中国硬质合金刀具生产商在底蕴、生存环境、技术进步等方面存在着劣势，中国刀具行业的发展任重道远。

但我们通过行业调研了解：公司在关键的产业链前端（APT、粉末、棒材）优势明显，加上近几年技术研发积累和市场开拓，精密刀具产品有望厚积薄发。公司提出的发展规划是：十二五期间，精密刀具将成为国内最重要的制造商。



我们认为，在精密刀具方面，厦门钨业具备以下四个关键要素：1) 稳定的资源供给保证生存；2) 雄厚的研发实力保证持续研发和创新；3) 强大的资金实力，以保障研发的持续高投入；4) 管理团队的稳定性和执行力保证企业发展战略的持续性。有望最先缩小技术差距、实现进口替代，分享后端国际巨头的寡占利润（关于钨行业及深加工产业的详细分析，详见我们 2 月 29 日深度报告《钨：行业回暖，紧抓资源主线，关注技术进步》）。

图表 6 公司钨产业各环节概览

产业链	经营主体	生产情况	市场地位	发展规划
钨精矿	豫鹭矿业	总储量 80 万吨，产量	全球第二，产量仅次于五矿，但自给率 1/3, 无外售	受配额和产能限制，产量保持稳定
	宁化行洛坑	约 7000-8000 吨/年		
APT	海沧分公司	12000 吨产能	全球最大 APT 生产商和出口商；嘉鹭有保税区优势，进口钨精矿出口 APT，免关税	保持稳定，云南海隅公司技改项目已投产，在当地锁定部分原料供应
	嘉鹭子公司	5000 吨来料加工产能		
	海隅子公司	5000 吨技改产能		
钨粉末、硬质合金	厦门金鹭	钨粉产能 7500 吨、碳化钨粉产能 5000 吨、混合料产能 4000 吨	全球最大钨粉、碳化钨粉生产商和出口商，质量全球领先；硬质合金产量仅次于株硬集团，占全国出口量的 31%；其中，棒材和耐磨零件产品国内领先，精密刀具落后于株硬集团	<b>九江金鹭新建 3000 吨钨粉和 2000 吨耐磨合金项目；加速深加工发展，争取在十二五期间，精密刀具将成为国内最重要的制造商</b>
		硬质合金产能 2000 吨、刀具产能几十吨		
钨丝钨材	厦门虹鹭	产销量细丝 160 亿米，粗丝 1000 吨	国内市场占有率 70%，高端达到 80%	保持稳定

资料来源：公司资料，华创证券

## 2、钨资源—保障能力强，有注入预期

公司以前没有钨矿资源，主要依赖采购赣南地区的钨矿。

2006 年和 2007 年，公司先后收购了河南豫鹭矿业和福建宁化行洛坑矿两个钨矿资源，储量分别为 29.5 万吨和 51 万吨。目前公司钨精矿产能达到 8000 吨，其余主要购自五矿集团、厦门三虹、江西巨通实业、以及赣南地区等，完全摆脱了对赣南地区的单一依赖。

未来公司钨矿注入的预期主要来自厦门三虹—与公司同属福建冶金集团控股的兄弟公司。

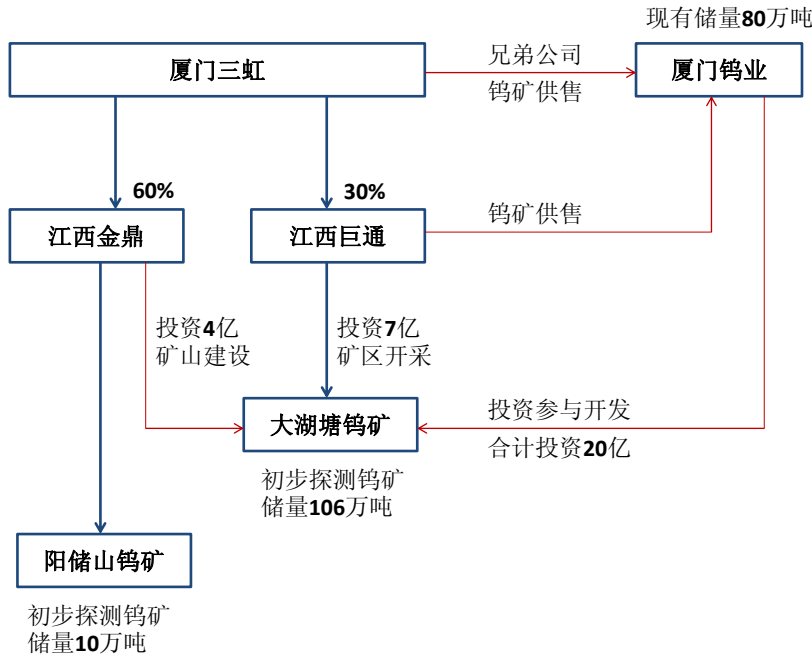
据公开资料：

1) 厦门三虹在钨矿资源方面的资产主要有两个，都在江西九江：60%控股的江西金鼎矿业，其拥有阳储山钨矿采矿权，初步探测储量 10 万吨；30%参股的江西巨通实业，其拥有大湖塘钨矿采矿权，初步探测储量 106 万吨。

2) 厦门三虹和厦门钨业未来拟投入共 20 亿元以上，对大湖塘钨矿进行开发。其中，通过江西巨通实业投资 7 亿元、通过金鼎矿业投资 4 亿元。同时，九江市政府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。

目前公司还没有披露再次收购钨矿资源的计划，但对公司日益扩大的钨深加工产业规模而言，其已具备了强大的资源保障能力。

图表 7 厦门钨业与厦门三虹在九江地区的资源布局



资料来源：公开资料，华创证券

## 稀土业务

### 1、 稀土深加工—开辟捷径，引进高端人才，工艺设备，产品性能领先，即将量产

公司从 2006 年底进入稀土行业，并不具备先发优势，因此在深加工领域的发展，更多的是靠引进国外高端技术和人才。

公司的整条稀土产业链都集中在控股子公司—长汀金龙稀土。下游深加工产品涵盖储氢合金粉、荧光粉、钕铁硼三大类。

储氢合金粉已做到全球第一，市场份额稳定，未来的增长主要看混合动力汽车的发展。

荧光粉和钕铁硼定位高端，经过前期的技术引进和吸收，产品性能已达到国内领先，2012 年进入投产期，开始量产。

钕铁硼是稀土深加工最重要的领域，也是公司未来几年最重要的增长点。2012 年，新建的 3000 吨产能，预计下半年达产；新增 2500 吨/年磁石生产线项目也已获批，达产后总产能将达到 5500 吨/年。

图表 8 厦门钨业稀土产业各环节概览

产业链	生产情况	市场地位	发展规划
稀土开采	12 年获得第一批开采指标离子型 700 吨	福建省稀土资源整合唯一平台	整合福建省稀土资源
冶炼分离	4000 吨稀土分离、1000 吨金属、2000 吨高纯氧化物产能	-	-
稀土深加工三大领域	<b>储氢合金粉</b> : 产能 5000 吨 (海沧分公司)	全球最大, 占比>30%	看混合动力汽车发展
	<b>三基色荧光粉</b> : 1000 吨产能建成	引进吸收了三菱化学世界最先进设备技术, 12 年将快速打入高端市场	在孙公司珠江光电技改扩产 1500 吨



钹铁硼：新建钹铁硼合金（粉）产能 3000 吨，12 年下半年达产	引入日本专家和技术设备，产品性能国内领先	新建 2500 吨钹铁硼磁石产能项目（12 年 2 月已获批）
-----------------------------------	----------------------	---------------------------------

资料来源：公司资料，华创证券

## 2、稀土资源-福建省稀土资源整合唯一平台

**资源丰富：**福建省稀土资源丰富，已探明的储量 5 万多吨，远景储量 400 万吨，全国第三。其中，龙岩市探明储量 4.59 万吨，远景储量 140 万吨，占全省 35%。全省现有具有稀土采矿证的矿山 6 个，龙岩 5 个。

**福建模式：**福建省的稀土整合被称为福建模式：以政府为主导整合资源，以一家大型国有企业集中控制分离，引入了稀土开发分税制。主要有四个原则：

- 1) 统一管理。即“五个统一”：统一规划、统一开采、统一价格、统一收购、统一分配。同时，还将“五个统一”的落实管理情况纳入各地政府的考核机制中，既能够避免带来资源浪费，也能够统筹规划，避免滥采乱挖和生产过剩。
- 2) 集中分离。多县产矿、集中分离，分离产品产值、税收按供矿比例计入各县。在福建全省只建立厦钨一个分离厂，将所有资源集中配送到这个分离厂来分离，而后根据配送比例来分配分离之后产生的税收。
- 3) 以需定供：对稀土产量实行倒推法，市场需要多少，开采多少，甚至稍少一点，使价格保持稳定。以深加工能力为衡量尺度，先评估需要多少稀土，省外能供应多少，然后再考虑挖多少。这样既确保市场需要，又保护了资源。
- 4) 以一家大型国有企业（即厦门钨业）为龙头，大力发展稀土精深加工产品。

**公司自身与福建省稀土产业政策和矿产特点极其吻合，奠定了其作为唯一平台的整合地位：**

- 1) 福建省对稀土矿产保护高度重视，以深加工价值为最终导向。至今只下发了 6 个稀土开采证（邻近的江西省下发了 88 个），资源整合难度相对较小。
- 2) 厦门钨业是省属国有控股，符合政府的国企定位；公司拥有较强的技术创新能力。已成功开发稀土深加工的三大类产品，符合政府的深加工产业导向。
- 3) 厦门钨业具备稀土 15 种元素全分离的技术，投资建立了高纯稀土产品生产线，并且环保投入到位，符合政府“集中分离”的规划。
- 4) 福建省的稀土主要在龙岩，而龙岩市稀土矿多为中钪富钕稀土矿床，其矿产元素成分主要用途在于生产荧光粉和磁性材料，这与厦门钨业目前的产品高度吻合。

### 2012 年公司已首获稀土开采指标：

在福建省下达的 2012 年第一批离子型稀土氧化物（REO）开采总量控制指标分配中，厦门钨业首次在列，700 吨的配额约占全省 70%。

**图表 9 福建省 2012 年第一批离子型稀土氧化物开采下达指标分布**

矿山企业名称	采矿权人	控制指标（REO 吨）
长汀县闽欣稀土有限公司杨梅坑稀土	长汀县闽欣稀土公司杨梅坑稀土	250
连城县黄坊稀土矿	连城县黄坊稀土矿	10
连城县文坊稀土矿	连城县文坊稀土矿	20
上杭县兆瑞矿产有限公司加庄稀土矿	上杭县兆瑞矿产有限公司	10
福建省三明市稀土材料厂中山稀土矿	福建省三明市稀土材料厂	10
厦门钨业股份有限公司	（综合回收利用）	<b>700</b>
合计		1000

资料来源：公司资料，华创证券

## 四、钨和稀土行业景气企稳，价格反弹有支撑

今年3月中旬和4月中旬，稀土价格和钨精矿价格先后触底反弹。根据我们行业调研了解：

- 1) **需求端：**目前下游终端需求订单还没有明显回升，但相对2011年4季度以来的加速下滑趋势，目前环比已经趋稳，询盘开始活跃；而中游加工厂商则认为，目前钨和稀土的价格水平比较合理。
- 2) **供给端：**钨和稀土的供给端定价权很强，矿山企业在2011年利润丰厚，因此抛售压力不大。在去年四季度以来价格泡沫被挤压后，供给端的力量使得钨和稀土价格下跌趋势较为平缓。
- 3) **贸易商：**一季度贸易商库存和资金的压力很大，市场有恐慌情绪；随着近期价格反弹，售出部分存货后，资金回流，库存和资金的压力大大缓解，目前略有惜售的倾向。

**价格判断：**我们认为，需求企稳、供给强势、贸易商压力缓解，三方面因素将支持钨和稀土价格的近期反弹获得阶段性支撑；但反弹的持续性和空间，要看下游需求的复苏力度，将直接影响供需两端对价格走势的预期。我们对二季度国内经济环比相对乐观，因此看好强周期品种—钨和稀土价格仍将维持升势。

**二季度需求判断：**

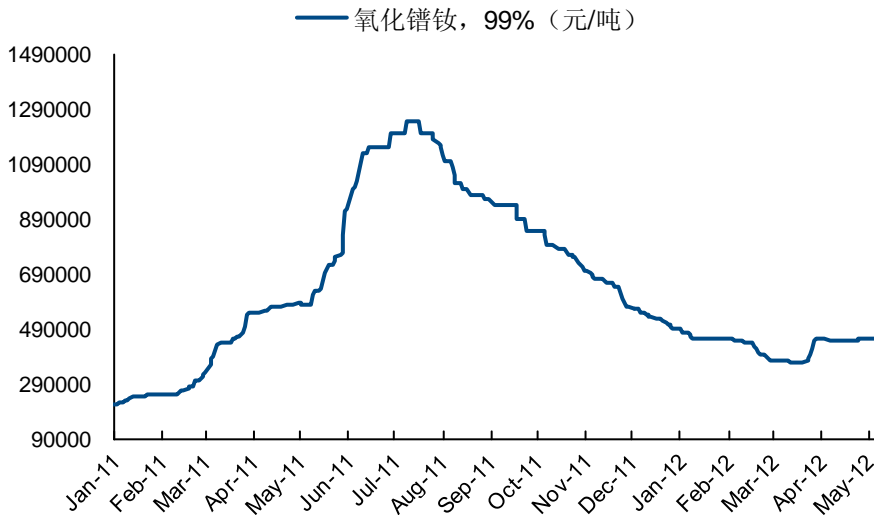
- 1) **部分补库需求首先释放。**与工业金属相反，钨和稀土80%以上供给在中国，但50%以上需求依赖出口。近半年来，内需外需同时下滑、原材料价格持续下跌的过程中，国外厂商的正常补库需求也受到抑制。我们认为，在价格重回升势后，国内外的补库需求将会有部分释放。
- 2) **华创宏观对二季度国内经济的判断：“经济企稳+通胀向下+政策微调”，环比最差时期或已度过。**
  - 3、4月宏观经济指标显示经济自然回落趋势正逐步收敛，环比最差时期或在今年1、2月份已经度过；
  - 基建投资将受益于地方换届后的业绩竞争，成为对冲地产投资回落的主要驱动力；
  - 外需企稳，带动东部沿海生产投资活动开始恢复，东部经济的底部可能就是全国经济的底部；
  - 一季度财政加速投放，力度大于往年，货币实际宽松力度大于市场感知，二季度通胀将继续回落，不会成为政策掣肘。

**图表 10 4月中旬钨精矿价格小幅反弹**



资料来源：亚洲金属网，华创证券

图表 11 3 月中旬以来稀土价格小幅反弹



资料来源：亚洲金属网，华创证券

## 五、 战略与管理是公司的核心竞争力

公司前身是厦门氧化铝厂，始建于 1958 年，1982 年开始转产钨中间制品，1984 年更名为厦门钨品厂。1997 年 12 月，整体改制为厦门钨业股份有限公司，2002 年 11 月在上交所上市。

自 1984 年以来，公司展示出优良自身资质和高速的发展历程。厦门钨品厂由一个仅有 200 多万元资产、产能 300 吨的亏损小厂，到 2011 年底，已发展成为总资产 126.6 亿、年度利润总额 21.5 亿元的上市集团公司。

我们认为：以现任董事长刘同高为首的公司管理团队，在发展战略定位、经营稳定性和执行力、以及经营成绩等方面，展现出优良的公司资质，是公司 20 多年来持续发展的核心竞争力。

### 1、 准确的发展战略定位

2005 年，公司完成从矿山、冶炼到钨丝材、硬质合金完整产业链的布局，将加快深加工产品的发展，作为公司未来发展的重点。

2006 年，提出战略：坚持“以钨为主业，以钼系列产品和能源新材料为两翼，以房地产为一个时期的利润增长点”的战略定位，充分发掘和利用各种资源，实现公司良好的经济效益和可持续发展。

2011 年，定位发展策略：“通过硬质合金把公司做强、通过能源新材料把公司做大”的发展方针，积极实施“向上游拓展占有资源，向下游延伸占有市场”的发展。

### 2、 管理层稳定、执行力强

自现任董事长刘同高在 1984 年担任厦门钨品厂厂长至今，“掌管”公司已经 20 多年。管理团队稳定、执行能力强。

公司自钨中间产品起步，发展到现今，增加了钨精矿、钨粉末、硬质合金、稀土分离、锂离子电池材料、储氢合金、荧光粉、钨铁硼、房地产等多项业务，且各项产品的质量和性能无一例外的均达到国际先进或国内先进水平（详见图表 6 和图表 8）。

## 六、 未来三年，深加工产能仍将持续增长

根据公司公开资料整理，我们认为，12-14 年，仍是公司深加工产能密集扩张和投产期，主要包括：硬质合金扩产、稀土金属建设与投产、磁性材料投产与后续扩产、荧光粉投产及扩产等项目。未来三年，公司仍将保持持续增长。

图表 12 12-14 年厦门钨业主要建设与投产项目

	现有产能	产能增加	预计进度
钨矿储量	80 万吨	三虹公司 116 万吨	目前还没有钨矿注入计划
硬质合金	2000 吨	九江金鹭 2000 吨	2012 年启动一期建设, 2013 年投产
稀土开采	-	1400 吨	2012 年第一批指标已获得 700 吨配额
稀土氧化物	2000 吨	-	2011 年已达产
稀土特种金属	1000 吨	6000 吨	2013 年投产
荧光粉	1500 吨	1000 吨	1500 吨项目 12 年投产，产量视需求而定；新建 1000 吨项目 12 年启动
钨铁硼	-	3000 吨+2500 吨	前期 3000 吨，12 年 7 月达产；后期 2500 吨项目已获批
三元材料	1000 吨	扩产至 5000 吨	12 年投产，产量 1500 吨；13 年产量 3000-4000 吨

资料来源：公司资料，华创证券

## 七、 房地产业务将在远期贡献业绩

公司在战略上将房地产业务定位于一个时期的利润增长点，经营主体是控股子公司厦门滕王阁。这样既避免了在经营上对主营业务的冲击，又保证了在某一特定时期的业绩贡献。

根据公司披露的在建房地产项目，预计 2012 年仍会有少部分业绩贡献，此后两年基本进入真空期。房地产业务再次大幅贡献业绩要到 2015 年和 2018 年。

图表 13 厦门钨业在建房地产项目

项目名称	预计竣工时间	预计总投资
成都鹭岛国际四期项目	2012 年 6 月	6.7 亿
海峡国际社区三期项目	2013 年 12 月	3 亿元
海峡国际社区后期项目	2015 年 10 月	20 亿元
都江堰项目	2015 年	2.9 亿
漳州原石滩国际社区项目	2018 年 12 月	44.5 亿

资料来源：公司资料，华创证券

## 八、 盈利预测与投资建议

### 1、 经营假设

- 1) 钨和稀土价格 12 年持稳，13-14 年年均上涨 10%；
- 2) 12-14 年在建项目按计划达产；
- 3) 国内外经济缓慢复苏，不出现大幅波动，影响产品销售。

## 2、产量预测

图表 14 厦门钨业主要产品产量预测

主要产品（吨）	2012E	2013E	2014E
钨精矿	7400	7800	8000
APT	17000	19000	21000
钨粉	4800	5500	6000
硬质合金	2200	2500	3000
稀土精矿	1400	1500	1600
稀土氧化物	2500	3000	3500
储氢合金粉	3000	3000	3000
荧光粉	700	1200	1600
钼铁硼	900	1900	2800
锂离子材料	1500	3000	4500

数据来源：华创证券

## 3、给予推荐评级

我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.50、1.83、2.20 元，3 年利润复合增速 21%，对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、20 倍。

公司主营钨和稀土业务，对比公司与 A 股可比上市公司的当前估值：低于钨资源型企业-章源钨业、高于稀土永磁企业-中科三环等、略低于稀土资源型企业-包钢稀土。

考虑到公司的钨业务在国内相对成熟、而稀土业务还处于进入期，我们认为，公司总体估值水平与 A 股可比公司基本相当。

图表 15 钨和稀土业务 A 股可比上市公司的当前估值

	章源钨业	包钢稀土	中科三环	宁波韵升	正海磁材	广晟有色
市盈率（2012E）	40.3	33.4	20.3	17.3	21.2	112.3

数据来源：Wind

如前所述，我们认为，无论从长期价值、还是短期趋势的角度，公司都理应长期享受估值溢价。因此我们给予 13-14 年 30 倍 PE，认为公司合理价值应在 55-66 元，首次关注给予“推荐”评级，长期目标价 60 元。

图表 16 盈利预测与估值建议

	主要财务指标			
	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	11910	11181	14270	17513
同比增速(%)	115%	-6%	28%	23%
净利润(百万)	1021	1025	1245	1498
同比增速(%)	192%	0%	22%	20%
每股盈利(元)	1.50	1.50	1.83	2.20
市盈率(倍)	29.39	29.28	24.09	20.02

数据来源：华创证券

## 九、 风险因素

公司未来业绩不达预期的风险主要在于：

- 1) 国内外经济形势短期动荡，钨和稀土价格大幅波动；
- 2) 国内外经济长期复苏缓慢，新建产能销售不达预期。

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	8393	9544	12567	14482
现金	507	990	1726	2663
应收账款	1251	1175	1499	1840
其它应收款	243	228	291	357
预付账款	593	774	1009	1298
存货	5495	6092	7678	7877
其他	304	285	364	447
<b>非流动资产</b>	4263	4044	3772	3616
长期投资	178	105	128	137
固定资产	2670	2457	2246	2034
无形资产	248	246	248	251
其他	1167	1236	1150	1195
资产总计	12656	13588	16338	18098
<b>流动负债</b>	6714	6142	6834	6033
短期借款	1471	1103	1304	1293
应付账款	1207	1444	1830	2117
其他	4036	3595	3700	2623
<b>非流动负债</b>	889	781	861	1088
长期借款	690	619	694	912
其他	200	162	167	176
<b>负债合计</b>	7603	6924	7695	7120
少数股东权益	1612	2215	2949	3785
股本	682	682	682	682
资本公积金	756	756	756	756
留存收益	1989	3013	4259	5757
归属母公司股东权益	3424	4449	5694	7193
<b>负债和股东权益</b>	12656	13588	16338	18098

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-490	850	494	898
净利润	1493	1628	1979	2335
折旧摊销	243	212	221	220
财务费用	158	111	87	77
投资损失	-19	-8	-11	-13
营运资金变动	-2415	-990	-1850	-1704
其它	50	-103	69	-17
<b>投资活动现金流</b>	-1181	98	4	-29
资本支出	1093	-6	1	1
长期投资	-71	-82	-4	30
其他	-158	11	1	2
<b>筹资活动现金流</b>	1442	-465	238	69
短期借款	131	-368	201	-12
长期借款	648	-71	75	217
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0
其他	666	-27	-39	-137
<b>现金净增加额</b>	-229	483	736	938

资料来源: 公司报表、华创证券

利润表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	11910	11181	14270	17513
营业成本	8122	7615	9844	12118
营业税金及附加	749	503	571	701
营业费用	146	179	271	350
管理费用	521	559	813	1051
财务费用	158	111	87	77
资产减值损失	79	40	40	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	8	11	13
<b>营业利润</b>	2155	2182	2656	3209
营业外收入	54	48	44	49
营业外支出	62	29	33	41
<b>利润总额</b>	2147	2201	2667	3217
所得税	654	572	689	882
<b>净利润</b>	1493	1628	1979	2335
少数股东损益	472	604	734	836
<b>归属母公司净利润</b>	1021	1025	1245	1498
EBITDA	2556	2505	2963	3507
EPS (元)	1.50	1.50	1.83	2.20

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	115.1%	-6.1%	27.6%	22.7%
营业利润	243.4%	1.2%	21.7%	20.9%
归属母公司净利润	191.8%	0.4%	21.5%	20.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.8%	31.9%	31.0%	30.8%
净利率	8.6%	9.2%	8.7%	8.6%
ROE	29.8%	23.0%	21.9%	20.8%
ROIC	25.5%	23.9%	23.2%	23.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.1%	51.0%	47.1%	39.3%
净负债比率	29.04%	26.79%	28.27%	32.63%
流动比率	1.25	1.55	1.84	2.40
速动比率	0.43	0.56	0.72	1.09
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	0.85	0.95	1.02
应收帐款周转率	11	9	11	10
应付帐款周转率	7.52	5.75	6.01	6.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.50	1.50	1.83	2.20
每股经营现金	-0.72	1.25	0.72	1.32
每股净资产	5.02	6.52	8.35	10.55
<b>估值比率</b>				
P/E	29.39	29.28	24.09	20.02
P/B	8.76	6.74	5.27	4.17
EV/EBITDA	13	13	11	9



## 有色行业组分析师介绍

**李游：**华创证券有色行业研究员，中南财经政法大学金融学硕士，曾在五矿期货工作4年。

**何杰：**华创证券有色行业研究员，德国奥格斯堡大学经济数学专业硕士，2011年8月加入华创证券。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号  
财富广场 B 座二楼  
邮编:518040

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122

传真：010-66500801

传真：0755-82027731

传真：021-50583558