

钨、稀土全产业链推进，硬质合金与钹铁硼产能释放带动业绩增长

2012年5月16日

推荐/首次

厦门钨业

调研快报

——厦门钨业（600549）调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480510120003
	liny@dxzq.net.cn	010-6655 4024	
联系人: 李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-6655 4028	

事件:

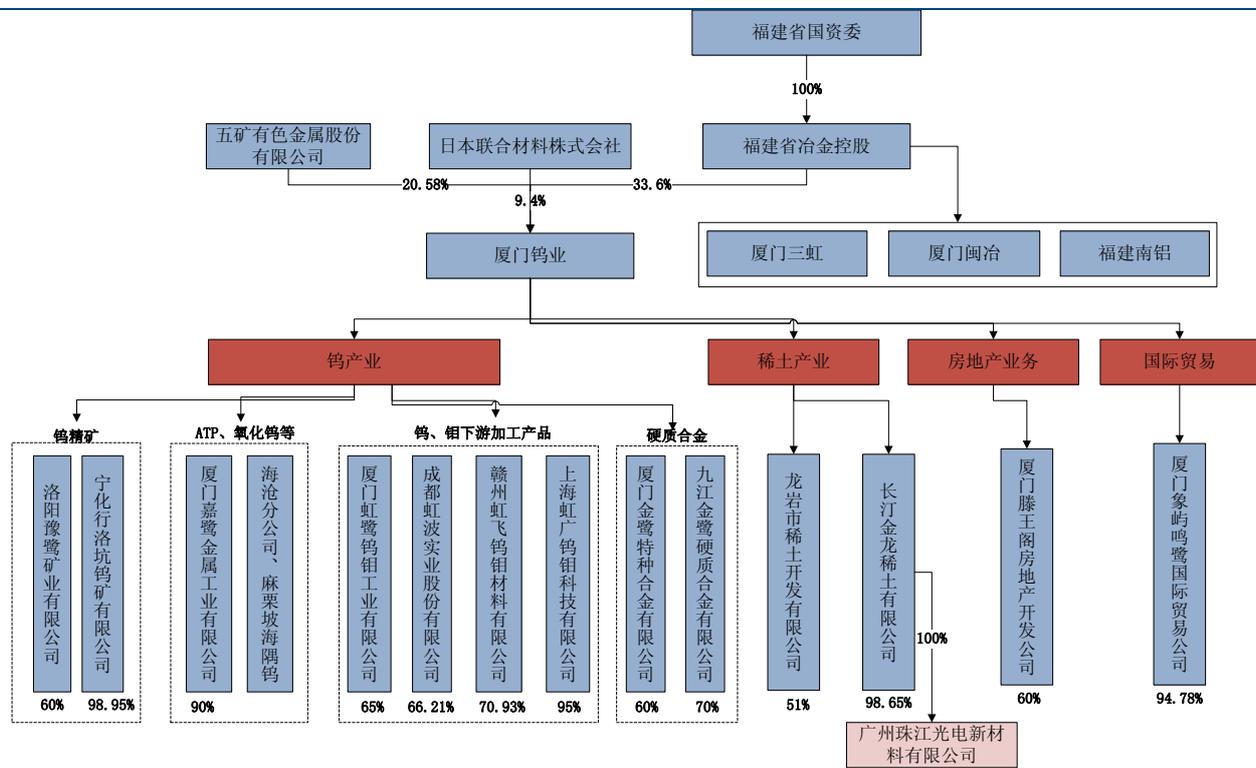
近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点:

1. 钨、稀土全产业链推进，资源优势明显

公司是国内唯一同时推进钨产业和稀土产业的企业，公司钨资源储量在 60 万吨左右，拥有从钨矿山、钨冶炼、钨深加工完整产业链。同时公司利用整合龙岩地区稀土资源的契机，积极进军稀土下游深加工产业，公司逐步发展为“以钨、稀土产业为核心，以高附加值下游深加工提升竞争力，以房地产为利润增长点”的行业龙头企业。根据福建省稀土产业发展规划，公司将成成为福建稀土资源整合的主要平台，公司在钨、稀土资源控制方面优势明显。

图 1：公司股权及产业链结构



资料来源：公司公告、东兴证券

表 1：公司钨精矿储量与产量（单位：万吨）

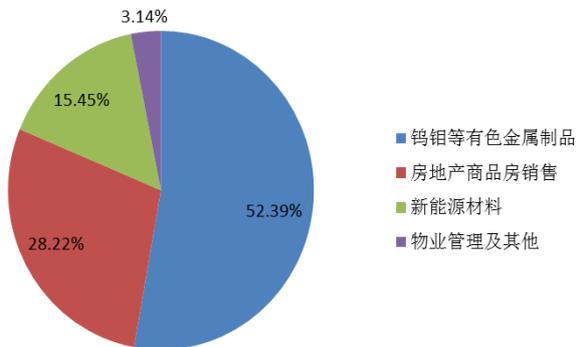
矿山	股权占比	资源储量（万吨）	设计产能(吨)	钨精矿产量 ²⁰¹¹ (吨)
洛阳豫鹭矿	60%	50	6000	2800
宁化行洛矿	98.95%	29.5 万	3600	3000
嘉鹭废钨回收	90%			1500
合计			9600	7300

资料来源：公司资料、东兴证券

2. 钨精矿是公司利润主要来源，硬质合金产能释放提升业绩

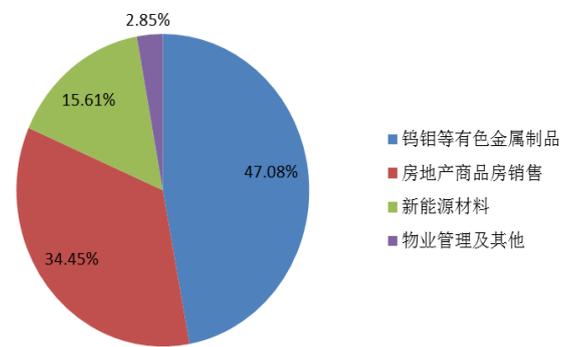
公司拥有完整的钨系列产业链，产品包括钨精矿，仲钨酸铵（APT），氧化钨、钨粉、碳化钨粉，钨钼丝材和硬质合金等，目前拥有产能：钨精矿 9600 吨，APT 17000 吨，氧化钨、钨粉、碳化钨粉 5000 吨，硬质合金 2000 吨。钨精矿是公司主要利润来源，毛利率在 40% 以上。硬质合金产品主要分为切割刀具、矿业刀具和耐磨件，公司硬质合金产品主要包括切割刀具和矿业刀具。公司产品在工艺水平上处于国内领先，产品毛利率在 30% 以上，随着公司与五矿合资的九江金鹭 2000 吨硬质合金项目的逐步达产，公司硬质合金产能释放将显著提升公司业绩。

图 1：2011 年公司主营产品收入占比



资料来源：公司资料、东兴证券

图 2：2011 年公司主营产品利润占比



资料来源：公司资料、东兴证券

表 2：公司钨相关产品产量增长情况（单位：吨）

钨产品	目前产能	2011 年	2012E	2013E
APT	17000	17000	17000	17000
钨粉	7500	6000	6000	6000
碳化钨	5000	4500	4500	5000
硬质合金		2200	2500	2700
粗钨丝(吨)	2000	800	800	800
细钨丝(亿米)	200	150	200	200
细钼丝(亿米)	30	30	30	30

资料来源：公司资料、东兴证券

3. 积极开拓稀土及下游深加工产业

公司已建立了上游稀土采选-冶炼分离-下游稀土深加工产品的完整产业链。稀土资源方面，目前福建省仅 5 本稀土采矿权证，公司拥有其中 4 本，目前福建省基本确定由公司整合省内所有的稀土资源。福建龙岩地区离子型稀土远景储量达 200 万吨以上，占全省储量的 50% 以上，是福建省稀土储量大、资源最丰富的地区。公司控股的龙岩市稀土开发有限公司将负责开发龙岩地区的稀土资源。除了积极开拓稀土资源，公司也大力发展附加值高的稀土下游深加工业务，公司与日本专家合作研发高端钕铁硼磁性材料，3000 吨/年的钕铁硼磁性材料有望于 2012 年投产，预计实际产量在 1000 吨左右。为稳定磁性材料销量和提升磁性材料技术水平，公司与日本爱知等合资成立苏州爱知高斯电机公司（公司参股 25%），生产新能源汽车电机，研发样机已开始测试。

表 3：公司稀土相关产品产能情况（单位：吨）

子公司	目前产能	在建产能	产量 2012E	所属子公司
稀土分离产能	2500	2000	2500	长汀金龙稀土有限公司
钕铁硼磁性材料	—	3000	1000	长汀金龙稀土有限公司
储氢合金粉	3000	5000	4000	海沧分公司
稀土三基色荧光粉	—	1500	500	长汀金龙稀土、广州珠江光电材料

资料来源：公司资料、东兴证券

4. 新能源材料和房地产业绩贡献有限

新能源材料和房地产业务也是公司利润来源。公司从事锂电池正极材料的研发和生产，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。但新能源汽车产业在国内的发展路径目前并不清晰，发展存在的不确定性，我们认为短时期内锂电池正极材料需求出现爆发式增长的可能性并不大，此业务为公司贡献业绩比较有限。房地产方面，公司控股子公司厦门滕王阁房地产开发有限公司主要经营房地产开发和物业管理，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。我们预计海峡国际社区三期项目预计将于 13 年底竣工结算，公司 2012 年房地产业务预计收入 18 亿元，贡献净利润 1 亿元左右。

5. 公司业绩预测与敏感性分析

综上所述，我们假设公司 2012—2014 年钨精矿产量分别为：6300 吨、7000 吨、7500 吨；APT 产量分别为：1.7 万吨、1.7 万吨和 1.7 万吨。钨精矿价格分别为 12.5 万元/吨、12.5 万元/吨和 12.5 万元/吨；APT 的价格分别为：19.0 万元/吨、19.0 万元/吨和 19.0 万元/吨；碳化钨和钨丝的价格分别为：30.5 万元/吨、44.5 万元/吨，并在此基础上测算公司 2012 年~2014 年的 EPS 分别为：1.22 元、1.66 元和 2.11 元。

表 4：价格假设（含税价）

	2011E	2012E	2013E
钨精矿（万元/吨）	12.5	12.5	12.5
APT（万元/吨）	19.0	19.0	19.0
碳化钨（万元/吨）	30.5	30.5	30.5
钨丝（万元/吨）	52.0	52.0	52.0
氧化镧（万元/吨）	8.2	8.2	8.2

资料来源：wind、东兴证券

表 5: 盈利预测

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,910.40	9,225.77	11,381.46	13,311.82
(+/-)%	115.05%	-22.54%	23.37%	16.96%
经营利润 (EBIT)	2,550.19	2,106.56	2,513.78	2,945.84
(+/-)%	182.92%	-17.40%	19.33%	17.19%
净利润	1,020.82	832.70	1,132.35	1,441.95
(+/-)%	191.78%	-18.43%	35.99%	27.34%
每股净收益 (元)	1.497	1.221	1.660	2.114

资料来源: 东兴证券

表 6: 2012 年公司每股收益敏感性分析表

敏感性测试 钨精矿产量 (基准: 7300 吨)	钨精矿 65% 价格 (基准价: 12.5 万元/吨)								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	0.85	0.93	1.00	1.07	1.15	1.22	1.29	1.37	1.44
-15%	0.86	0.94	1.01	1.09	1.17	1.24	1.32	1.39	1.47
-10%	0.87	0.95	1.03	1.11	1.18	1.26	1.34	1.42	1.49
-5%	0.88	0.96	1.04	1.12	1.20	1.28	1.36	1.44	1.52
0%	0.89	0.97	1.06	1.14	1.22	1.30	1.39	1.47	1.55
5%	0.90	0.99	1.07	1.16	1.24	1.32	1.41	1.49	1.58
10%	0.91	1.00	1.09	1.17	1.26	1.34	1.43	1.52	1.60
15%	0.92	1.01	1.10	1.19	1.28	1.37	1.45	1.54	1.63
20%	0.93	1.02	1.11	1.20	1.30	1.39	1.48	1.57	1.66

资料来源: 东兴证券

结论:

公司在钨和稀土产业占据资源优势，具备较强的资源控制能力，同时积极推进下游深加工产业链的拓展，2012 年公司硬质合金和高性能钨铁硼材料产能释放将提升业绩，同时公司将成为福建省稀土资源整合的平台，公司发展前景看好。预计公司 12-13 年 EPS 为 1.22 和 1.66 元，公司资源优势明显，技术竞争力突出，首次给予推荐评级。

风险提示:

- 1) 钨、稀土价格大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 新建项目产能释放进度低于预期

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	11,910.40	9,225.77	-22.54%	11,381.46	23.37%	13,311.82	16.96%
营业成本	8,121.69	6,542.38	-19.45%	8,064.80	23.27%	9,352.28	15.96%
营业费用	145.69	112.55	-22.74%	138.85	23.37%	162.40	16.96%
管理费用	520.61	403.17	-22.56%	497.37	23.37%	581.73	16.96%
财务费用	158.31	112.74	-28.79%	83.73	-25.73%	48.64	-41.90%
投资收益	19.46	19.00	-2.38%	19.00	0.00%	19.00	0.00%
营业利润	2,155.08	1,584.96	-26.45%	2,012.49	26.97%	2,480.24	23.24%
利润总额	2,147.04	1,605.96	-25.20%	2,055.49	27.99%	2,523.24	22.76%
所得税	653.99	403.26	-38.34%	516.13	27.99%	633.58	22.76%
净利润	1,493.05	1,202.70	-19.45%	1,539.35	27.99%	1,889.65	22.76%
归属母公司所有者的净利润	1,020.82	832.70	-18.43%	1,132.35	35.99%	1,441.95	27.34%
NOPLAT	1,608.73	1,271.41	-20.97%	1,569.86	23.47%	1,893.88	20.64%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	506.88	276.77	-45.40%	341.44	23.37%	969.32	183.89%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	1,251.41	969.34	-22.54%	1,195.83	23.37%	1,398.65	16.96%
预付款项	592.83	751.16	26.71%	946.33	25.98%	1,172.65	23.92%
存货	5,495.01	4,426.42	-19.45%	5,456.45	23.27%	6,327.52	15.96%
流动资产合计	8,392.51	6,846.97	-18.42%	8,462.24	23.59%	10,478.91	23.83%
非流动资产	4,263.29	3,963.89	-7.02%	3,626.33	-8.52%	3,209.37	-11.50%
资产总计	12,655.80	10,810.87	-14.58%	12,088.58	11.82%	13,688.29	13.23%
短期借款	1,470.84	938.73	-36.18%	448.68	-52.20%	0.00	N/A
应付帐款	1,206.86	949.99	-21.28%	1,171.05	23.27%	1,358.00	15.96%
预收款项	936.03	1,212.80	29.57%	1,554.25	28.15%	1,953.60	25.69%
流动负债合计	6,714.11	3,964.52	-40.95%	4,036.98	1.83%	4,174.60	3.41%
非流动负债	889.39	839.60	-5.60%	845.21	0.67%	850.23	0.59%
少数股东权益	1,611.63	1,981.63	22.96%	2,388.63	20.54%	2,836.33	18.74%
母公司股东权益	3,440.67	4,008.65	16.51%	4,801.30	19.77%	5,810.66	21.02%
净营运资本	1,678.40	2,882.45	71.74%	4,425.26	53.52%	6,304.31	42.46%
投入资本 IC	6,298.18	6,887.11	9.35%	7,532.03	9.36%	8,095.54	7.48%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	1,493.05	1,202.70	-19.45%	1,539.35	27.99%	1,889.65	22.76%
折旧摊销	236.80	0.00	N/A	417.56	N/A	416.96	-0.14%
净营运资金增加	690.98	1,204.05	74.25%	1,542.81	28.13%	1,879.05	21.79%

经营活动产生现金流	(489.74)	846.96	N/A	1,033.55	22.03%	1,533.77	48.40%
投资活动产生现金流	(1,180.83)	(81.09)	N/A	(61.00)	N/A	19.00	N/A
融资活动产生现金流	1,441.60	(995.97)	N/A	(907.88)	N/A	(924.89)	N/A
现金净增(减)	(228.97)	(230.10)	N/A	64.67	N/A	627.88	870.88%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

