

小金属

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 43.42元

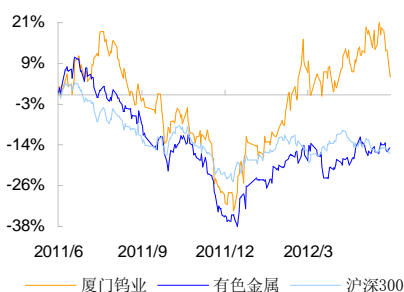
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2224.11
总股本(百万)	681
流通股本(百万)	681
流通市值(亿)	294
EPS	1.50
每股净资产(元)	5.05
资产负债率	60.08%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	-5.95	-0.74	63.13
有色金属	-2.77	-4.27	25.52
沪深300指数	-2.90	-2.92	7.40



相关报告

厦门钨业-加强稀土加工研发力量、为稀土产业链全面发展进一步增加筹码

2012-06-19

厦门钨业-大湖塘钨矿再次澄清点评——公司未来钨资源储量进一步提升明确受大股东支持 2012-06-12

厦门钨业-大湖塘钨矿澄清公告点评 2012-06-07

厦门钨业

600549

强烈推荐

钨业务更趋成熟、稀土业务突破在即

投资要点:

- 厦门钨业是有色板块中可持续发展能力强劲的标的之一,公司发展战略清晰,我们继续看好公司钨和稀土行业产业齐头并进、产业链更加完善成熟、深加工产品定位高端的思路。钨业务是公司的传统业务,上下游产业链一体化发展更加成熟;稀土产业链是公司近年来的发展重点。不论是成熟的钨还是近年来渐入佳境的稀土产业链,公司历来都非常重视深加工产品的技术研发和高端化发展,并成功的以高端技术提升了公司的资源保障能力。我们认为,这种以下游优势带动上游资源获取、增强原料保障的模式在未来更集约化的经济发展中更具上风,为公司钨和稀土产业链上游领域进一步做大奠定坚实基础。
- 公司未来3年业绩增长非常确定、且有持续超预期因素。公司3000吨高端钨铁硼业务将是未来两年业绩增长的主要来源之一;其次,房地产业务结算也是利润另一贡献;再次,钨品目前处于历史较低位置,价格向上动力较强,也是公司业绩来源之三;再次,稀土产业链向上游延伸的可能也使公司业绩具有超预期来源。
- 厦门钨业获取福建稀土资源的日程渐行渐近,随着广东省省内稀土资源整合时间表的出台,我们认为,南方其他地区包括福建省稀土资源整合日程也渐行渐近,厦门钨业在稀土产业链上布局已经非常完善、基础牢固,公司已经在福建省各个稀土资源地与当地政府合作成立了稀土开发公司、同时稀土新材料的各个领域都同样布局完善,我们认为,厦钨极有可能在直接受益南方稀土整合。
- 未来钨资源储量的进一步提升明确获大股东支持。公司日前关于大湖塘澄清公告显示,未来大股东将在钨资源获取方面优先支持厦门钨业,同时明确了厦钨在三虹之前直接接触过大湖塘钨矿,我们判断,不排除未来大湖塘钨矿与厦钨再次直接接触。
- 维持盈利预测和强烈推荐的投资评级,持续认为厦钨是值得长期关注的标的。我们维持公司12-14年EPS为1.22元、1.83元和2.13元,在确定的基本面持续向好的情况下,公司目前面临着估值切换、稀土资源直接在上市公司层面直接体现的日程渐进等催化因素,维持强烈推荐。
- 风险提示:主要产品价格大幅波动。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11910	8955	15207	14819
收入同比(%)	115%	-25%	70%	-3%
归属母公司净利润	1021	833	1250	1450
净利润同比(%)	192%	-18%	50%	16%
毛利率(%)	31.8%	23.3%	28.7%	25.0%
ROE(%)	29.7%	19.5%	22.6%	20.8%
每股收益(元)	1.50	1.22	1.83	2.13
P/E	31.12	38.11	25.41	21.91
P/B	9.23	7.43	5.75	4.55
EV/EBITDA	14	19	11	11

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、公司简介：产业链完整、具有核心竞争力、钨与稀土齐头并进	4
二、业务分析：钨业务更成熟、稀土业务进入佳境	6
4.1 成熟的、一体化的钨业龙头	6
4.1.1 钨原料板块——未来钨资源储量提升明确受大股东支持	7
4.1.2 钨中间产品	8
4.1.3 钨粉末和硬质合金产品——盈利能力强且有望继续提升	8
4.1.4 钨钼丝材——丝材巨头、利润贡献大且稳定	10
4.2 稀土业务渐入佳境	10
4.2.1 稀土资源板块——南方稀土整合最可能的直接受益者	11
4.2.2 稀土冶炼	12
4.2.3 稀土新材料之一——储氢合金粉	12
4.2.4 稀土新材料之二——锂离子电池	13
4.2.5 稀土新材料之三——发光材料	13
4.2.6 稀土新材料之四——磁性材料，未来两年业绩主要增长之一	14
4.3 房地产逐步完成了从项目公司到中型地产专业公司的转变	14
三、盈利预测和投资评级	14
四、公司所处钨和稀土行业持续向好	15
3.1 钨：基本面持续向好、钨价长期乐观	15
3.2 稀土：南方稀土整合仍是年内关注重点、需求长期增长可期	19

图表目录

图 1 厦门钨业组织结构	4
图 2 厦门钨业分行业收入（百万元）	5
图 3 分行业利润（百万元）	5
图 4 厦门钨业分行业毛利率（%）	6
图 5 钨产业链及转换比例	7
图 6 稀土产业链	11
图 7 全球钨消费稳定增长、国内影响重大	16
图 8 主要钨消费国家和地区的钨消费结构	16
图 9 国内硬质合金将成钨消费主要动力	17
图 10 中国硬质合金下游主要分布	17
图 11 下游主要领域的固定资产投资稳定增长	17
图 12 切削机床等产量快速增长（台）	17
图 13 2002 年以来钨矿开采总量控制指标（吨，折合为 65%WO ₃ ）	18
图 14 历年来我国钨精矿产量（金属、万吨）	18
图 15 2002 年以来钨制品出口配额趋势性下降	18

图 16	钨品出口量也呈现下降趋势（金属、万吨）	18
图 17	2008 年以来国内钨精矿价格走势	19
图 18	全球稀土资源分布与稀土矿产量分布	20
图 19	全球稀土资源产量稳步增长	20
图 20	我国稀土开采量逐步下降	20
图 21	我国稀土开采量逐步下降	21
图 22	稀土需求领域分布	21
图 23	稀土需求稳步增长、中国需求增速加快	21
图 24	未来稀土产品价格有望更趋稳定，氧化镨钕价格走势	22
表 1	厦门钨业主要分、子公司在产业链上的基本状况	4
表 2	公司主要控股子公司近两年经营状况（万元）	6
表 3	公司拥有的两个钨矿山企业基本情况	8
表 4	公司拥有的两个钨矿山企业经营状况	8
表 5	厦门钨业拥有中间产品生产企业基本情况	8
表 6	厦门金鹭拥有的主要产品产能状况（吨）	9
表 7	厦门金鹭历年盈利状况（万元）	9
表 8	九江硬质合金预计形成的产能（吨）	9
表 9	厦门钨业钨丝产品销售情况（吨）	10
表 10	厦门“四虹”2010 年经营状况（万元）	10
表 11	厦门虹鹭近两年经营状况（万元）	10
表 12	龙岩市稀土开发有限公司 2010 年经营状况	11
表 13	公司稀土板块的主要子公司分布情况	12
表 14	厦门虹鹭近两年经营状况（万元）	12
表 15	公司储氢合金粉产能产量情况	13
表 16	新能源材料产量预测（吨）	13
表 17	新能源材料产量预测（吨）	13
表 18	新能源材料产量预测（吨）	14
表 19	厦门滕王阁基本情况（万元）	14
表 20	厦门钨业钨资源产量（钨精矿、吨）	14
表 21	厦门钨业钨中间产品和深加工产品生产情况（吨）	15
表 22	厦门钨业钨丝产品销售情况（吨）	15
表 23	新能源材料产量预测（吨）	15
表 24	房地产业务收入预测	15
表 25	世界钨储量情况（W，万吨）	15
表 26	2010 年全球稀土资源储量分布	19
表 27	2012-2013 年世界稀土产量预测	22

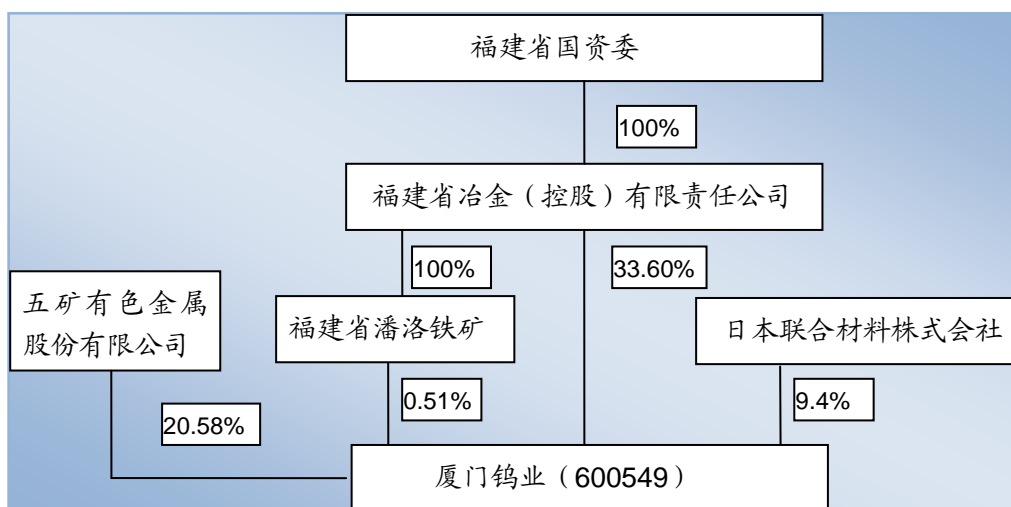
一、公司简介：产业链完整、具有核心竞争力、钨与稀土齐头并进

厦门钨业主要从事钨和稀土等产品冶炼、加工和销售，兼营房地产开发，公司主要产品品种包括：①钨板块：仲钨酸铵、氧化钨、钨钼材、钨粉、碳化钨粉和硬质合金等；②稀土板块主要产品包括：稀土氧化物、锂离子产品、储氢合金粉、荧光粉、磁性材料等。

厦门钨业战略清晰，钨和稀土行业布局更趋完整和成熟。①钨产业方面：是公司的传统业务，公司早已形成从钨矿山—钨冶炼—钨丝—硬质合金完整的产业链、并成功实现了向高附加值、高端深加工业务的转型，未来高附加值的深加工业务将会成为公司的持续利润增长点。②稀土业务方面：对比公司钨业务，可以认为是后起之秀，在钨业务已经成熟的情况下，公司近两年大力发展稀土业务，布局了稀土冶炼和下游新材料的各个领域，公司在稀土产业上的动作和布局，直指南方稀土整合，公司很有可能是南方稀土整合中、南方稀土资源直接在上市公司层面体现的标的之一。

厦门钨业同时还具有良好股权结构，股东中既有当地的国资控股公司（福建省冶金控股有限责任公司），又有国字头的资源垄断公司（五矿有色金属股份有限公司），还有国外的世界级的材料和硬质合金公司（日本国联合材料株式会社），而且没有一家股东处于绝对控股地位，良好的股东结构为公司各方面提供了良好的支持，促进和实现了公司的快速发展、并为公司未来继续快速发展提供了保障。

图 1 厦门钨业组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司是一家典型的控股型公司，除了仲钨酸铵等中间品在股份公司生产外，终端产品钨丝、硬质合金，上游矿业开发，国际贸易，房地产开发等业务均在相关的控股子公司进行。公司目前拥有 18 家一级控股子公司和 14 家二级控股子公司以及 1 家拟成立的三明市稀土开发有限责任公司。

表 1 厦门钨业主要分、子公司在产业链上的基本状况

业务板块	产业链位置	公司名称	控股比例	主营业务
钨业务	钨矿	宁化行洛坑钨矿有限公司	98.95%	钨矿开采
		洛阳豫鹭	60%	
	APT 等中间产品	海沧分公司		APT、氧化钨
		厦门嘉鹭金属工业有限公司	90%	
		麻栗坡海隅钨业	100%	钨冶炼、加工

深加工	厦门金鹭（下有子公司厦门朋鹭）	60%	钨粉、碳化钨、	
	九江硬质合金	70%	硬质合金	
	厦门虹鹭	60%		
钨钼丝材	成都虹波 （下有子公司成都虹波钨业）	60.21%	钨钼丝	
	赣州虹飞	70.93%		
	上海虹广	95%		
	98、 龙岩稀土开发公司 （以下4公司为其子公司）	51%	矿产品投资	
	①长汀金闽矿产公司	100%	稀土矿经营	
稀土矿开采 为主、部分 公司会涉及 下游业务	②武平县夏隆矿业投资发展公司	51%		
	③上杭县兆瑞矿产有限公司	60%	稀土矿生产	
	④连城县黄坊稀土矿有限公司	60%		
	2、连城县冠龙稀土有限公司	51%	稀土矿生产	
	3、三明市稀土开发有限公司（暂定）	51%	矿产品投资	
稀土业务	4、龙岩市龙州稀土有限公司	51%	稀土矿经营	
	5、漳平市菁龙稀土开发有限公司	51%	稀土矿生产	
	稀土冶炼 （荧光粉）	长汀金龙稀土有限公司 （下有广州珠江光电新材料公司）	98.65%	稀土冶炼加工
	储氢合金 粉、锂离子	海沧分公司		
	贸易	厦门象屿鸣鹭	94.78%	进出口贸易
香港佳鹭			贸易	
房地产业务	厦门滕王阁房地产开发公司（有9个房地产业务相关的子公司）	60%	房地产开发	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司三块主业近年来稳定发展，尤其是钨和稀土业务发展迅速，成熟的钨业务贡献的收入和利润持续快速增长；后起之秀稀土新能源材料板块收入和利润贡献也逐步增加；房地产业务由于其结算特性，波动较大。

图 2 厦门钨业分行业收入（百万元）

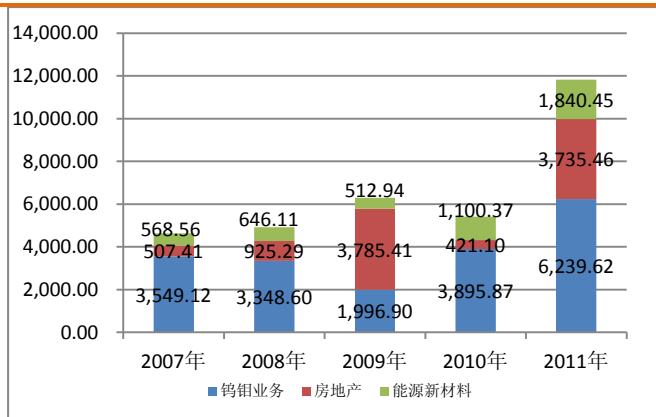
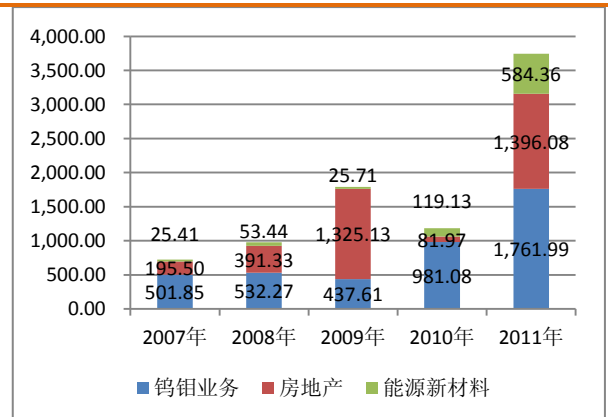
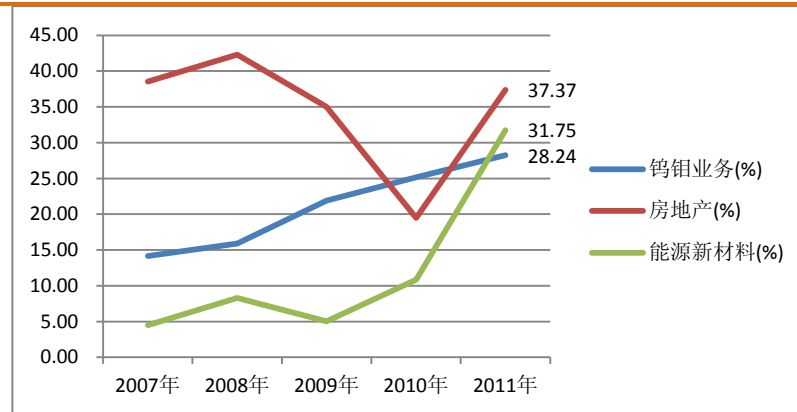


图 3 分行业利润（百万元）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 厦门钨业分行业毛利率 (%)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司主要控股子公司近两年经营状况 (万元)

公司名称	注册资本	2011 年底 资产规模	2011 年 营业收入	2011 年 净利润	2010 年 营业收入	2010 年 净利润
宁化行洛坑钨矿	38,047	49,766	43,854	16,997	22,669	4,660
洛阳豫鹭矿业	5,000	37,093	44,266	23,555	19,640	8,070
厦门金鹭	61,000	214,424	246,733	18,880	155,900	18,194
厦门虹鹭	20,900	70,816	72,810	10,521	62,989	13,008
长汀金龙稀土	37,170	155,088	104,225	38,651	38,842	3,781
厦门嘉鹭	4,750	36,260	94,553	11,068	51,538	2,336
滕王阁房地产	4,000	445,155	377,163	24,580	44,740	2,845

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、业务分析：钨业务更成熟、稀土业务进入佳境

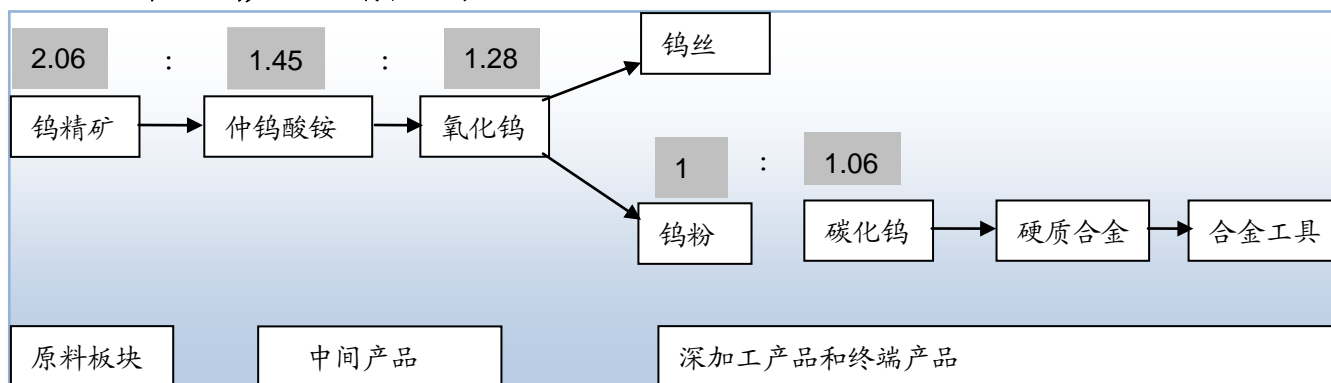
4.1 成熟的、一体化的钨业龙头

厦门钨业钨业是是公司传统主业，该板块的业务已经非常成熟、产业链也非常完善。目前该板块主要营业资产包括：两座钨矿山、三家钨冶炼厂、一家硬质合金公司、四家钨钼丝材公司等，打造了从钨矿山—冶炼—深加工完整的产业链。公司钨冶炼产品的生产能力居世界第一，还是国内最大的钨粉、碳化钨粉生产商和出口商，钨钼丝材产销量占全国的 60%以上。

对于公司钨板块的业务，我们认为，公司深加工产品的不断高端化以及钨品价格长期看好，保障了公司该板块利润的稳定增长。公司盈利能力强的中后端产品产能已经得到了大幅提升。

钨产业链上，公司目前拥有自有权益矿山产量每年 4000 吨左右、拥有 APT 和氧化钨 22000 吨、钨粉和碳化钨粉 5000 吨，混合料和硬质合金产能分别为 4000 吨和 2000 吨。随着九江硬质合金公司一期项目的建成投产，公司钨粉和碳化钨产能将达到 8000 吨、硬质合金产能也将达到 6000 吨。

图 5 钨产业链及转换比例



资料来源：公司公开资料、中投证券研究所

4.1.1 钨原料板块——未来钨资源储量提升明确受大股东支持

公司钨制品的主要原材料是钨精矿，它在钨制品的制造成本中比重最大，其中 APT 及氧化钨在钨粉产品的制造成本中占 88% 的比重。

公司钨精矿来源——自有矿山钨精矿（宁化行洛坑矿业和洛阳豫鹭矿业）；国内采购、进口钨精矿以及部分废钨回收。

1、自有矿

目前公司自有钨精矿主要来源于宁化行洛坑矿和洛阳豫鹭矿业，其中宁化行洛坑钨矿是黑白混合钨矿，可采储量为 29.5 万吨金属量，钨原矿品位 0.228%，可采储年限预计至 2085 年，在全国已探明的钨矿中排名第三，公司目前已拥有采矿权；豫鹭矿业是公司与洛钼集团合资建立的控股子公司（公司股权占比 60%），用于回收洛钼集团选钼尾矿中的白钨矿，以解决原材料供应问题。豫鹭矿业所回收的钨钼伴生矿，已探明的钨储量为 51 万吨金属量，钨原矿品位 0.145%，可采储年限预计至 2060 年。公司这两个矿山钨精矿产量逐年提升，使公司中间产品产能提升的同时，钨精矿的自给率稳定在 30%-38%。这两个矿山年钨精矿权益产量稳定在 4000 吨左右。

2、国外采购：位于厦门出口加工区的嘉鹭金属生产的中间产品所需的钨精矿主要来源于进口。

3、国内采购：主要从云南、甘肃、江西、河南等地采购。公司与主要的钨精矿供应商均建立了长期的战略合作伙伴关系，这些供应商将优先保障供应公司原材料，以不高于市场价格结算。

4、废钨回收：海沧分公司自主研究的废钨回收技术使公司的废钨处理能力得 2000 吨左右，也在一定程度上提高了公司的钨自给率。

此外，值得关注的是，公司未来钨资源增加明确进一步获得大股东支持。针对媒体近日跟踪报道大湖塘钨矿事件，公司连续出了 3 个公告包括 2 个澄清公告，其中透露两点信息尤其重要：1、大股东未来将优先支持厦钨在钨资源方面的发展；2、在大湖塘引进三虹之前，厦钨曾直接接触过大湖塘钨矿。我们判断，一方面，除了九江地区空白区域厦钨直接参与资源勘探并由突破外；另一方面，虽然目前大湖塘部分股权为三虹持有，但仍不排除大湖塘钨矿未来与上市公司重新接触。

表 3 公司拥有的两个钨矿山企业基本情况

	持股比例	钨资源储量	品味	年产钨精矿
行洛坑矿业	98.23%	29.5万吨	0.228%	2600吨
豫鹭矿业	60%	51万吨	0.145%	2500吨

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 公司拥有的两个钨矿山企业经营状况

	2011 年底	2011 年	2011 年	2010 年	2010 年
	资产规模	营业收入	净利润	营业收入	净利润
行洛坑矿	49,766	43,854	16,997	22,669	4,660
豫鹭矿业	37,093	44,266	23,555	19,640	8,070

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.1.2 钨中间产品

主要是仲钨酸铵（APT）和氧化钨。仲钨酸铵（APT）、氧化钨既是公司主要的钨中间加工产品，也是中下游产品的主要原料，主要由海沧分公司、嘉鹭金属和麻栗坡海隅钨业公司负责生产，目前具有年产 APT+氧化钨 22,000 吨的能力。

海沧分公司 APT+氧化钨年产能 12,000 吨，产品除少部分外售前，大部分提供给下游厦门金鹭用于生产钨粉和碳化钨粉，最后生产硬质合金，或提供给钨丝生产企业生产钨丝。

嘉鹭金属位于厦门出口加工区，充分利用出口加工区的优惠政策从事加工贸易，APT+氧化钨年产能 5,000 吨，所有原材料均来自于进口，所有产成品均用于出口。

麻栗坡海隅钨业有限公司、麻栗坡紫金玮钨制品开发有限公司签订租赁协议，租入厂房及设备资产，形成了 5000 吨/年的 APT 产能，该生产线技改完成并已于 2012 年 1 季度投产。

表 5 厦门钨业拥有中间产品生产企业基本情况

	产能（吨）	备注
海沧分公司	12000	产品少数外售，大部分供金鹭生产粉末
豫鹭矿业	5000	全部出口
麻栗坡海隅钨业	5000	外销

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.1.3 钨粉末和硬质合金产品——盈利能力强且有望继续提升

该板块主要产品是钨粉、碳化钨粉及硬质合金，主要生产主体是厦门金鹭和九江硬质合金。该板块产业链为：钨粉 - 碳化钨粉 - 混合料 - 合金坯料 - 合金工具。

厦门金鹭是国家高新技术企业之一，也是厦钨内部成熟的生产粉末和硬质合金的公司，该公司具有非常强的盈利能力。厦门金鹭的股东中，除厦门钨业控股 60% 外，硬质合金产量世界排名第一的 Sandvik 公司和排名第 5 的日本联合材料株式会社分别持股 10% 和 30%。厦门钨业是世界最大的仲钨酸铵生产厂家，为厦门金鹭提供了优质稳定的原料，日本联合材料株式会社是世界钨行业的权威企业，为厦门金鹭粉末产品生产提供良好的技术支持，瑞典 Sandvik 是世界上最大的硬质合金制品生产企业，可为厦门金鹭发展合金制品提供技术支持。

九江硬质合金是厦门钨业与五矿有色合作企业，厦钨持有股权比例 70%，计划建成 6000 吨的钨粉和 4000 吨的硬质合金，分两期建设，预计第一期 3000 吨的钨粉和 2000 吨的硬质合金在 2014 年左右建成投产。

1、钨粉部分

厦门金鹭是目前国内最大的钨粉、碳化钨粉生产商和出口商，钨粉及碳化钨粉出口量占全国同类产品出口总量的 40% 左右，是世界上五大钨粉材料生产厂商之一，生产的钨粉高纯、超细、均匀，并不断通过自主研发向纳米、复合、集成方向发展。粉末特别是亚微细粒度粉末质量已处于世界先进水平，且厦门金鹭在该产品的加工成本极具竞争力，厦门金鹭的钨粉产品除用于本公司下游硬质合金的生产外，其余出口至欧美、日本、以色列、韩国等几十个国家和地区，出口量多年来一直位居国内同行业首位。

金鹭目前拥 5000 吨钨粉和碳化钨的年生产能力。九江硬质合金一期项目预计形成 3000 吨的钨粉产能。

2、合金部分

硬质合金是钨下游的最重要消费领域，约占全部钨消费量的一半以上。硬质合金具有硬度高、耐磨、强度和韧性较好、耐热、耐腐蚀等一系列优良性能，广泛用作刀具材料，如车刀、铣刀、刨刀、钻头、镗刀等，应用于工程机械、能源、矿山开采、制造业和电子等各个领域，被称为“工业牙齿”。硬质合金业务盈利能力较强，世界排名居前两位的瑞典 Sandvik 公司及美国 Kennametal 公司近十年的毛利率水平均在 30% 以上，最高曾达 40% 以上。

厦门金鹭目前拥有 4000 吨混合料、2000 吨硬质合金、100 万支硬质合金整体刀具、500 万支 PCB 微型刀具和 400 万片切削用数控刀片的年生产能力。九江硬质合金一期项目预计行程 2000 吨的硬质合金。

表 6 厦门金鹭拥有的主要产品产能状况 (吨)

	产能	2008 年产量	2009 年	2010 年	2011 年估计数
钨粉和碳化钨粉	5000 吨	3208 吨,	2300	4210	4500
混合料	4000	1000	2000	2000	3000
硬质合金	2000	1,039	888	1,810	2000
刀具	100 万支硬质合金整体刀具、 500 万支 PCB 微型刀具和 400 万片切削用数控刀片的产能				

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 厦门金鹭历年盈利状况 (万元)

	2011 年底 资产规模	2011 年 营业收入	2011 年 净利润	2010 年 营业收入	2010 年 净利润
厦门金鹭	214,424	246,733	18,880	155,900	18,194

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 九江硬质合金预计形成的产能 (吨)

	持股比例	预计 2014 年形成的产能	目前计划的最终产能
钨粉和碳化钨粉	70%	3000 吨	6000 吨
硬质合金	70%	2000 吨	4000 吨

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.1.4 钨钼丝材——丝材巨头、利润贡献大且稳定

该板块主要产品是钨丝、钼丝等各种电光源材料和钨钼丝等有色金属丝材。生产主体是厦门虹鹭、成都虹波、赣州虹飞、上海虹广（以下简称“厦门钨业‘四虹’企业”）四家子公司。

钨丝是照明器件的心脏材料，照明行业发展的核心部件。电光源的寿命直接由钨丝的质量决定。公司是世界上最大的钨丝生产企业，所生产的钨丝目前在国内市场占有率高达 70%，高端市场占有率达 80%、并且拥有一定的定价权。

表 9 厦门钨业钨丝产品销售情况（吨）

	产能	2008 年产量	2009 年	2010 年	2011.1-3
粗钨丝产量（吨）	2000	712	703	1030	
细钨丝产量（亿米）	200	110	106	162	
粗钼丝	90	224	262	340	90
细钼丝（亿米）	30	13	11	17	4

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 10 厦门“四虹”2010 年经营状况（万元）

公司名称	2010 总资产	2010 净资产	2010 营业收入	2010 净利润
厦门虹鹭	66,859	47,971	62,989	13,008
成都虹波	56,188	44,516	53,626	2,029
赣州虹飞	12,861	4,146	9,007	535
上海虹广	5,682	2,769	3,058	40

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 11 厦门虹鹭近两年经营状况（万元）

公司名称	注册资本	2011 年底 资产规模	2011 年 营业收入	2011 年 净利润	2010 年 营业收入	2010 年 净利润
厦门虹鹭	20,900	70,816	72,810	10,521	62,989	13,008

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2 稀土业务渐入佳境

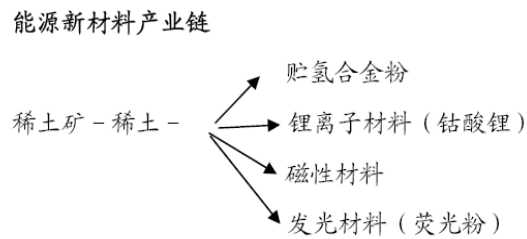
在公司钨业务成熟稳定之后，公司近年来发展重点暂时放在了稀土板块，公司稀土板块的发展主要是以公司做深加工的优势为基础、先发展稀土新材料板块，逐步向上游延伸的方向发展的。

目前公司龙岩稀土开发公司年矿山产量整体较小，未来预计公司取得新的采矿权证后，公司龙岩地区稀土矿山产量也将逐步提升。

冶炼分离方面，目前子公司长汀金龙稀土已具备 4000 吨稀土分离、1000 吨稀土金属、2000 吨高纯稀土氧化物的高标准生产线。金龙稀土稀土分离所需的稀土主要从龙岩稀土开发、江西和广东等处采购，未来随着龙岩稀土开发对龙岩地区稀土资源的整合，稀土分离所需稀土的自给率预计将不断提高。

深加工方面，拥有 1000 吨三基色荧光粉、5000 吨储氢合金粉、3000 吨磁性材料和 6000 吨锂离子产品的深加工产能。

图 6 稀土产业链



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.1 稀土资源板块——南方稀土整合最可能的直接受益者

稀土是能源新材料贮氢合金粉和锂离子材料的上游产品，同时也用于 LED 荧光粉、节能灯发光材料、磁性材料的制作，产品用途广泛。公司 2006 年末通过收购金龙稀土获得了稀土分离许可证，同时也为整合闽西 30 万吨乃至整个福建省的稀土资源提供了基础。

福建省是中国南方离子型稀土矿的富集区，主要分布于长汀、上杭、连城和武平县，绝大多数属花岗岩风化壳离子吸附型稀土矿。其中，龙岩市稀土矿多为中钇富有稀土矿床，具有储量大、含量高、配份好、价值高等特点；储量占福建省探明储量的 70%以上。龙岩市长汀县也是福建省唯一拥有稀土分离加工企业和分离加工指标的县份。

2009 年，福建省计划在龙岩打造福建龙岩（长汀）稀土工业园，园区规划总面积 8.78 平方公里，总投资 60 亿元，计划五年内建成，重点打造稀土永磁材料、稀土发光材料、稀土贮氢材料、中重稀土合金、稀土新材料等五大产业集群，计划到 2015 年园区产业达 50 亿元以上，拉动产业集群产值 100 亿元。作为龙岩（长汀）稀土产业园的重要合作方，厦门钨业是福建（龙岩）稀土工业园开发建设有限公司的股东之一，持股比例为 30%。

2009 年 9 月，在当地政府的支持下，厦门钨业（持股 51%）和龙岩工贸发展集团有限公司（持股 49%）共同成立龙岩市稀土开发有限公司，以统一经营龙岩地区的稀土矿资源，龙岩地区已探明稀土储备（以稀土氧化物计）8.4 万吨，远景储备超过 100 万吨，占福建省探明储备的 70%以上。龙岩市政府对辖区的稀土资源将实行“五个统一”，即：统一规划、统一开采、统一价格、统一收购、统一分配。龙岩市稀土开发有限公司有望成为龙岩地区整合稀土矿资源的主要平台，并将在未来给厦门钨业带来可观的盈利贡献。

另外，公司 2011 年以来，遵循五个统一，在福建其他区域也成立了多个与当地政府合作、以稀土开采为主的企业，直指获取南方稀土资源。

表 12 龙岩市稀土开发有限公司 2010 年经营状况

公司名称	2010 总资产	2010 净资产	2010 营业收入	2010 净利润
龙岩稀土开发	5323	1940	16301	823

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 13 公司稀土板块的主要子公司分布情况

业务板块	产业链位置	公司名称	控制比例	主营业务
氢合金粉及钴稀土业务 公司公告、资料来源	储	1、龙岩稀土开发公司 (以下 4 公司为其子公司)	51%	矿产品投资
		①长汀金润矿产公司	100%	
		②武平县夏隆矿业投资发展公司	51%	
		③上杭县兆瑞矿产有限公司	60%	
		④连城县黄坊稀土矿有限公司	60%	
	稀土矿开采为主、部分公司会涉及下游业务	2、连城县冠龙稀土有限公司	51%	稀土矿生产
		3、三明市稀土开发有限公司(暂定)	51%	矿产品投资
		4、龙岩市龙州稀土有限公司	51%	稀土矿经营
		5、漳平市菁龙稀土开发有限公司	51%	稀土矿生产
		稀土冶炼(荧光粉)	长汀金龙稀土有限公司 (下有广州珠江光电新材料公司)	98.65%

来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.2 稀土冶炼

主要生产主体是公司持股 98.65% 的长汀金龙稀土，主要从事稀有稀土冶炼、加工，销售草酸、硫酸等稀土采选原辅材料等业务。厦门钨业于 2006 年末收购金龙稀土，获得了稀土分离许可证。目前该公司已具备 4,000 吨稀土分离、1000 吨稀土金属、2000 吨高纯稀土氧化物的高标准生产线。

另外，公司 3 月 29 日董事会决议公告显示，长汀金龙稀土拟实施年产 6000 吨稀土特种金属电解技改项目，项目建设规模为形成 6000 吨稀土特种金属产能，建设期约 1 年半。

金龙稀土稀土分离所需的稀土主要从龙岩稀土开发、江西和广东等处采购，未来随着龙岩稀土开发对龙岩地区稀土资源的整合，稀土分离所需稀土的自给率预计将不断提高。

表 14 厦门虹鹭近两年经营状况(万元)

公司名称	注册资本	2011 年底 资产规模	2011 年 营业收入	2011 年 净利润	2010 年 营业收入	2010 年 净利润
长汀金龙稀土	37,170	155,088	104,225	38,651	38,842	3,781

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.3 稀土新材料之一——储氢合金粉

公司储氢合金粉生产主体是海沧分公司。储氢合金粉主要用来作镍氢电池的负极材料。镍氢电池是新型高性能、无污染的二次绿色电源，被称为二十一世纪绿色电池，作为低容量有污染的镍镉电池的替代品，已在世界范围内得到了客户的认可

和接受，大量应用于笔记本电脑、移动电话、摄像机、录音机和手提式电动工具，以及作为电动汽车、电动摩托车和混合动力汽车的动力电源等。

目前，公司贮氢材料生产技术、产品质量日趋完善，迅速缩短了与日本、欧美的差距，得到了深圳比亚迪电源公司、广州伟力电源公司等镍氢电池生产厂家的认可，产品供不应求，市场占有率逐步提高，年产能已由最初的 500 吨增加到目前的 5,000 吨，成为目前国内规模较大的贮氢合金粉生产企业之一。

表 15 公司储氢合金粉产能产量情况

	产能	产量 2008	2009	2010	2011 估计
贮氢合金粉	5000	2233	2317	3300	3500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.4 稀土新材料之二——锂离子电池

公司锂离子产品生产主体是海沧分公司，公司目前有锂离子产品 5000 吨，另外，目前公司还正在建设年产 5000 吨多元复合电池材料生产线。

另外，公司与中科院海西研究院、厦门市人民政府签订协议，决定在厦门共建①侧重稀土科学基础理论和前瞻技术的中科院海西研究院稀土材料研究所和②侧重工程化和产业化研发的厦门市能源新材料工程技术研究中心。我们认为，上述研究所和研究中心的建设受到了政府、研究机构以及产业化机构的各方支持、能充分发挥各方优势、促进稀土深加工产品的全面研发和产业化。并投资 1.5 亿元进一步发展电池材料。

锂离子材料主要用于锂离子电池的负极材料。锂离子电池为新型绿色环保电池，与传统电池相比，具有超薄、超轻、安全、能量持久和制造异型的优点，是全球二次电池的主要发展方向。锂电池可广泛应用于移动电话、笔记本电脑、PDA、助动车摄像视听器材等。

表 16 新能源材料产量预测（吨）

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
锂离子产品	5000	1500	3500	5000	5000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.5 稀土新材料之三——发光材料

荧光粉的生产主体是龙岩稀土公司的子公司——珠江光电。目前拥有 1500 吨的产能，另外，公司还计划以三明市稀土开发公司为主体、在三明地区建设 1000 吨高端的稀土发光材料。

表 17 新能源材料产量预测（吨）

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
荧光粉	1500+1000	300	800	1500	1500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.6 稀土新材料之四——磁性材料，未来两年业绩主要增长之一

该生产主体是海沧分公司，目前已经形成 3000 吨的高端磁性材料产能，该板块目前已经达产，将是未来两年公司业绩确定增长的来源之一，未来公司可能对高端磁性材料进一步扩产。

表 18 新能源材料产量预测（吨）

	产能	2012E	2013E	2014E
磁性材料	3000	1500	3000	3000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.3 房地产逐步完成了从项目公司到中型地产专业公司的转变

主要经营主体——厦门钨业控股 60% 的厦门滕王阁房地产开发公司，该公司是厦门市十大房地产公司之一，该公司旗下在厦门、漳州、泸州、重庆、成都等地设立了 9 个子分公司。公司在各地开发的项目及项目储备因土地均为之前以协议地价取得，项目都具有较好的成本优势。

目前厦门滕王阁主要运作的的项目是“厦门海峡国际社区”，这两个项目均是当地最大的房地产开发项目，此外公司在福建漳州还有 652 亩的土地储备。该板块由于结算的特点，收入和利润贡献波动较大。从目前房地产业务经营来看，预计海峡国际社区 3 期在 2013 年集中结算，3 期建筑面积约 20 万平米、平均销售价格有望过 3 万，预计 13 年贡献 EPS 超过 0.3 元。

表 19 厦门滕王阁基本情况（万元）

公司名称	注册资本	2011 资产规模	2011 年营业收入	2011 年净利润	2010 年营业收入	2010 年净利润
厦门滕王阁	4,000	445,155	377,163	24,580	44,740	2,845

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、盈利预测和投资评级

盈利预测和强烈推荐的投资评级，持续认为厦钨是值得长期关注的标的。我们维持公司 12-14 年 EPS 为 1.22 元、1.83 元和 2.13 元，在确定的基本面持续向好的情况下，公司目前面临着估值切换、稀土资源直接在上市公司层面直接体现的日程渐进等催化因素，维持强烈推荐。

表 20 厦门钨业钨资源产量（钨精矿、吨）

	2011E	2012E	2013E	2014E
行洛坑矿	2600	2700	2800	2800
豫鹭矿业（持股 60%）	2500	2500	2500	2500
钨精矿合计供应量	4100	4200	4300	4300

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 21 厦门钨业钨中间产品和深加工产品生产情况 (吨)

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
APT	22000	17000+3000	22000	22000	22000
钨粉末产品	7500+3000	5000	7500	7500	9000
硬质合金(包括刀具)	4000+2000	2200	2300	2500	2500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 22 厦门钨业钨丝产品销售情况 (吨)

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
粗钨丝产量 (吨)	2000	800	800	800	800
细钨丝产量 (亿米)	200	200	200	200	200
细钼丝 (亿米)	30	30	30	30	30

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 23 新能源材料产量预测 (吨)

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
贮氢合金粉	5000	4000	5000	6000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	5000	1500	3500	5000	5000
荧光粉	1500+1000	300	800	1500	1500
磁性材料	3000	1500	3000	3000	4000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 24 房地产业务收入预测

	2012E	2013E	2014E
收入(亿元)	0	35	10
贡献 EPS(元)	0	0.30	0.05

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、公司所处钨和稀土行业持续向好

3.1 钨：基本面持续向好、钨价长期乐观

钨是资源集中度相当高、我国具有明显资源优势的品种之一，我国供应了全球 80%左右的精矿需求，由于我国近年来持续加强对优势资源的保护，国内资源供应量也逐步集中，导致资源供应瓶颈也显著增大。

表 25 世界钨储量情况 (W, 万吨)

	储量	占比	基础储量	占比
中国	190	61.74%	530	72.67%
加拿大	12	3.90%	49	6.82%
俄罗斯	25	8.12%	42	5.85%
美国	14	4.55%	20	2.78%

玻利维亚	5.3	1.72%	10	1.39%
葡萄牙	0.42	0.14%	2.5	0.35%
澳大利亚	1	0.32%	1.5	0.21%
其他	60	19.50%	73.5	10.23%
总计	307.72	100.00%	718.5	100.00%

资料来源：USGS、亚洲金属网、中投证券研究所

钨的需求大部分集中在传统领域,但钨的需求增长将很大程度的受益高端装备制造、超硬、高温材料等发展,产业升级、产品结构的调整、高端产品迅速的增长。

其主要的范围包括: (1) 用于切削、焊接和喷涂方面的碳化物, 如碳化钨。(2) 用于电子工业中大量的灯丝和电子管的阴极, 高温电阻炉的加热元件, 如目前研究较多的耐震钨丝、复合稀土钨电极等。(3) 用于高温领域, 军事上制作的穿甲弹、药型罩等。

全球钨消费稳定增长、国内钨消费占全球消费比重提升, 我国钨消费有望成为全球钨消费增长的主要动力。

在钨的消费结构中, 硬质合金是主要的消费领域, 主要用于汽车、飞机、建筑、电子制造、机械加工和采矿等领域; 钨品消费在国防中也具有重要和广泛的应用。

图 7 全球钨消费稳定增长、国内影响重大

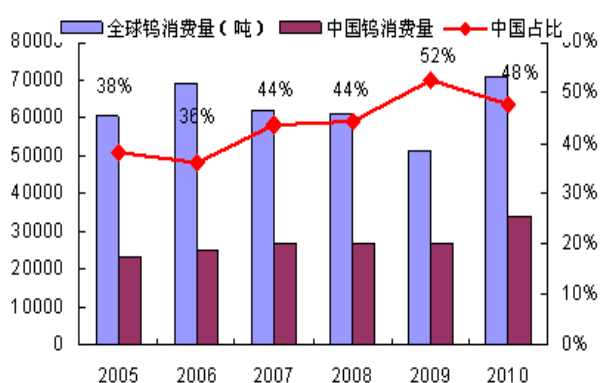
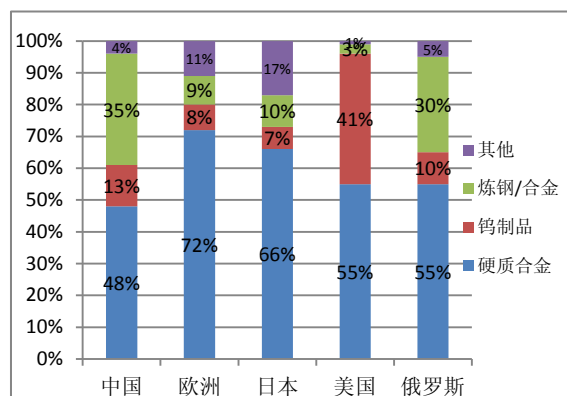


图 8 主要钨消费国家和地区的钨消费结构



资料来源：安泰科、中投证券研究所

国内钨消费占全球消费的 50%左右, 国内需求的增长对全球需求状况影响较大。从目前国内消费来看, 硬质合金仍是国内钨消费的重要领域, 硬质合金最重要的应用领域是硬质合金刀片, 主要用于机械、采矿等行业。

硬质合金是由高硬度、难熔的金属碳化物(WC、TiC 等) 微米级粉末采用 Co、Mo、Ni 等作粘结剂烧结而成的粉末冶金制品。其高温碳化物含量超过高速钢, 并具有化学稳定性好、耐热性高等优点。硬质合金刀具切削速度可达 100~300 m/min, 远远超过高速钢, 寿命是高速钢的几倍到几十倍。发达国家 90%以上的车刀和 55%以上的铣刀都采用硬质合金材料制造, 目前使用比重仍在增加。另外, 硬质合金也用来制造钻头、铣刀、齿轮刀具、铰刀等复杂刀具, 硬质合金以其优良的性能正在更多的场合替代其他的刀具材料。

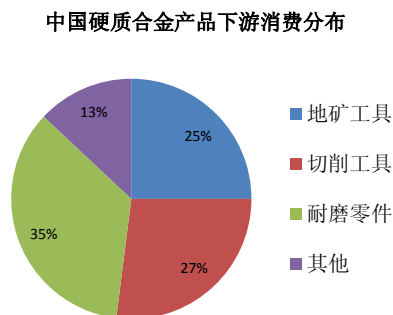
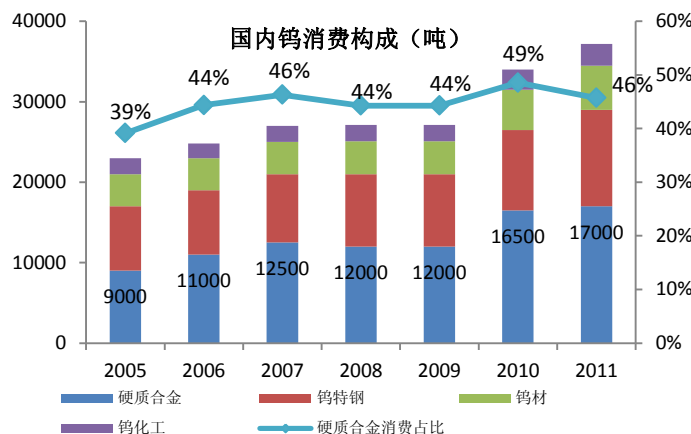
除了硬质合金刀具需求将继续增长和对其他刀具材料进行替代外, 从我国的情况来看, 我国对硬质合金高端刀具还拥有巨大的进口替代空间, 2006 年, 我国刀

具消费中，进口占全部刀具消费的 55%，其中高档刀具 85%左右依赖进口，模具制造使用的刀具 90%依赖进口。

因此，我们认为，在我国具有资源优势、国家支持新材料发展以及下游高端装备发展的情况下，我国硬质合金行业未来发展趋势良好。

图 9 国内硬质合金将成钨消费主要动力

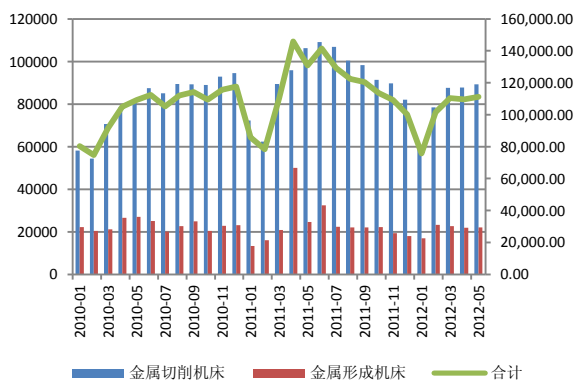
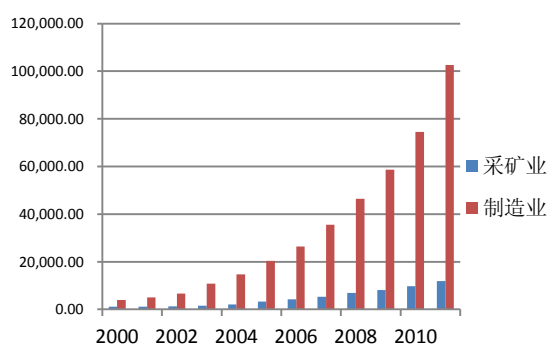
图 10 中国硬质合金下游主要分布



资料来源：中国金属网、中投证券研究所

图 11 下游主要领域的固定资产投资稳定增长

图 12 切削机床等产量快速增长 (台)

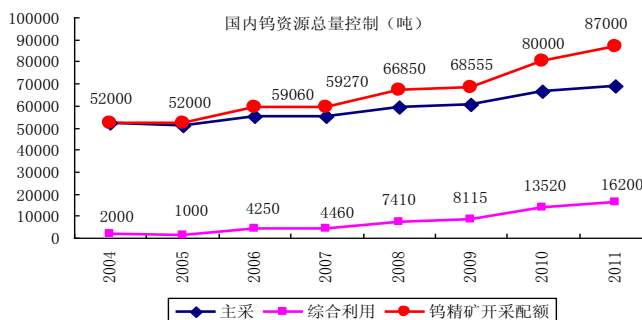


资料来源：WIND、中投证券研究所

随着需求趋势向好，上游资源供应的控制变得更加严格。我国长期供应全球 80%左右的钨资源，随着对资源利用和开采的进一步保护，我国对优势资源的开采、出口等采取了更严格的措施，从今年的状况来看，这种控制变得更加严格和有效。

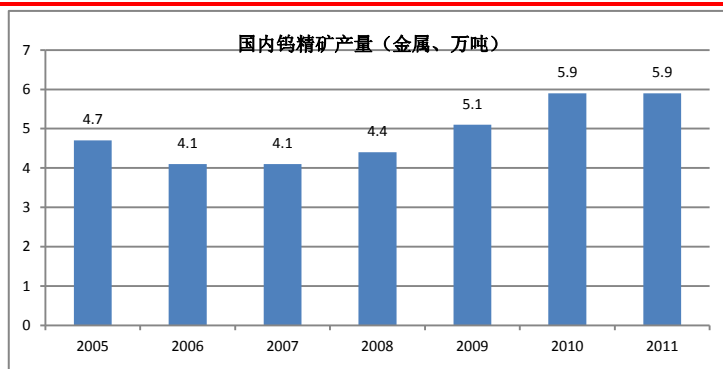
从上游开采情况来看，2011 年指标产量较此前增长比较明显，我们认为主要是以下几个因素所致：1、开采控制政策实施更为严厉，部分滥采矿山被整治，钨精矿产量向合规企业集中；2、金融危机后，钨品消费明显好转；3、总量中增加的部分主要是鼓励综合利用，鼓励行业可持续发展。

图 13 2002 年以来钨矿开采总量控制指标 (吨, 折合为 65%WO₃)



资料来源: 安泰科、中投证券研究所

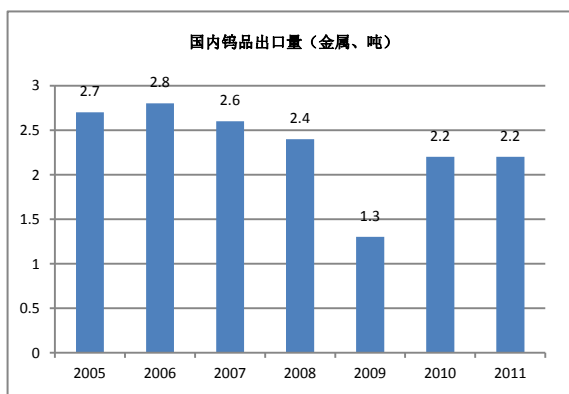
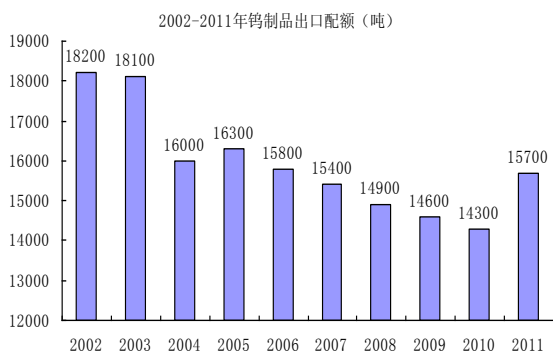
图 14 历年来我国钨精矿产量 (金属, 万吨)



资料来源: 安泰科、中投证券研究所

从出口来看。随着我国资源开发利用的保护性政策更加严格、以及资源占有与资源供应的不匹配, 国内对钨品的出口配额、实际出口量也呈趋势性下降的态势。

图 15 2002 年以来钨制品出口配额趋势性下降 图 16 钨品出口量也呈现下降趋势(金属, 万吨)



资料来源: 亚洲金属网、中投证券研究所

钨的下游主要还是传统产业的高端领域产品, 随着经济的逐步复苏以及产品的高端化, 全球钨需求将稳定增长; 供应方面, 将长期受到中国资源保护政策的限制, 全球钨的基本面将稳定趋好, 我们对钨价长期看好。

图 17 2008 年以来国内钨精矿价格走势



资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

3.2 稀土：南方稀土整合仍是年内关注重点、需求长期增长可期

国内稀土的整合仍将持续，国务院在 2011 年 5 月 19 日发《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》以来，关于稀土行业各个环节的整合仍持续不断。2012 年 6 月 20 日，国务院发布首份《中国稀土状况与政策》白皮书，内容涵盖了稀土现状、发展目标、技术进步、出口政策等多项内容。同时，工信部也表示，将推出中国稀土交易平台，这意味着国家继续加强稀土行业整理整合的情况下，对稀土价格的形成也将更加系统规范。

在稀土政策持续的情况下，我们依然认为目前资源版图将逐步划定的南方离子型稀土将是关注的重中之重。

稀土下游大部分在新材料等新兴领域，这些领域都是全球经济体重点发展方向，未来稀土需求也将大幅增长，我们持续看好稀土价格尤其是中国更具优势的中重稀土元素的价格走势。

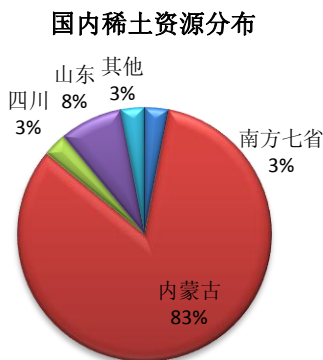
稀土是战略资源，资源储量集中度相当高、也是我国优势资源之一，我国占全球 37% 的资源储量，但长期供应了全球 90% 的稀土需求量，同样稀土资源储量丰富的澳大利亚和美国等国家从 2006 年开始便停止稀土开采。我国这种资源储量和资源供应不匹配的状况亟待扭转。

表 26 2010 年全球稀土资源储量分布

国家	储量(REO、万吨)	占比
中国	3600	36%
俄罗斯	1900	19%
美国	1300	13%
澳大利亚	540	5%
印度	310	3%
其他	2200	22%
合计	9850	100%

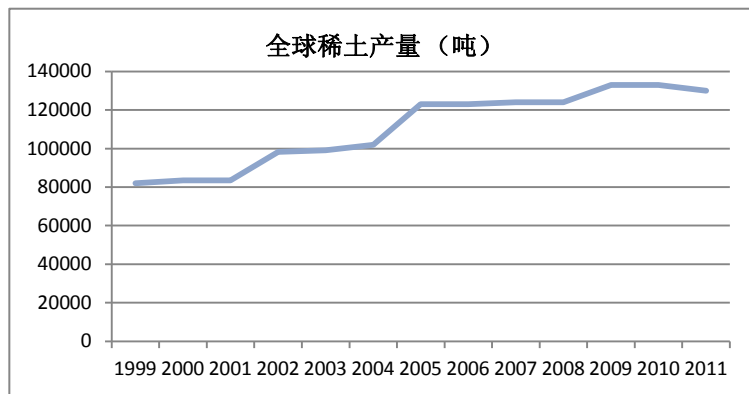
资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

图 18 全球稀土资源分布与稀土矿产量分布



资料来源：中投证券研究所整理

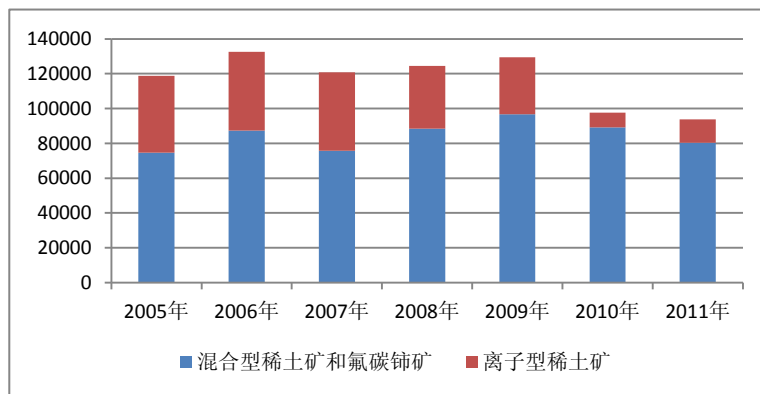
图 19 全球稀土资源产量稳步增长



资料来源：USGS、中投证券研究所整理

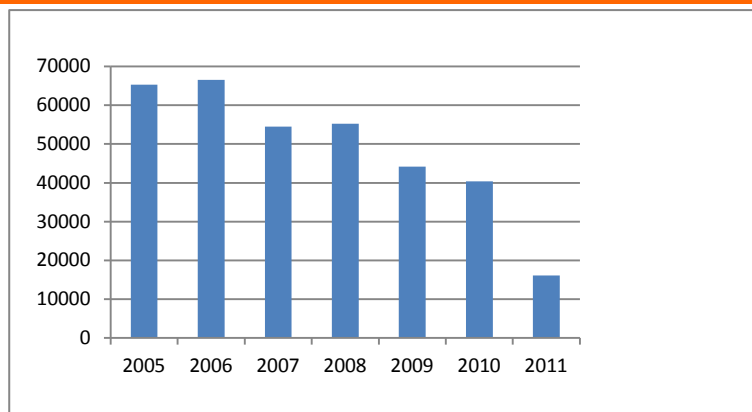
由于稀土资源的稀缺性以及我国稀土资源储量和供应量的长期不匹配,在国家近年来更加注重资源保护和可持续发展的情况下,我国稀土资源开采、冶炼、销售、进出口等各个环节控制得更加严格,我国稀土开采量和出口也明显下降。

图 20 我国稀土开采量逐步下降



资料来源：中投证券研究所整理

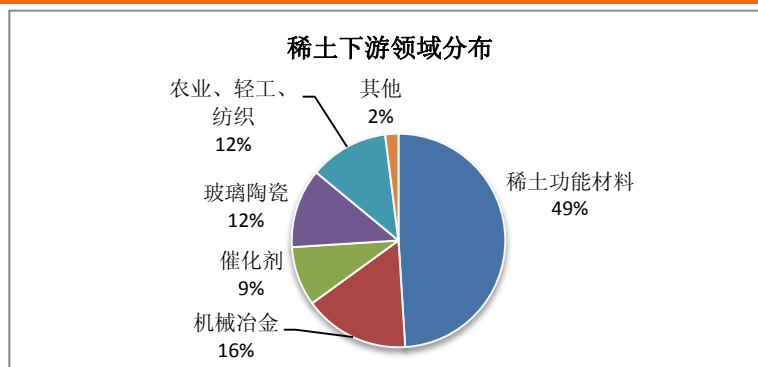
图 21 我国稀土产品出口量显著下降



资料来源：中投证券研究所整理

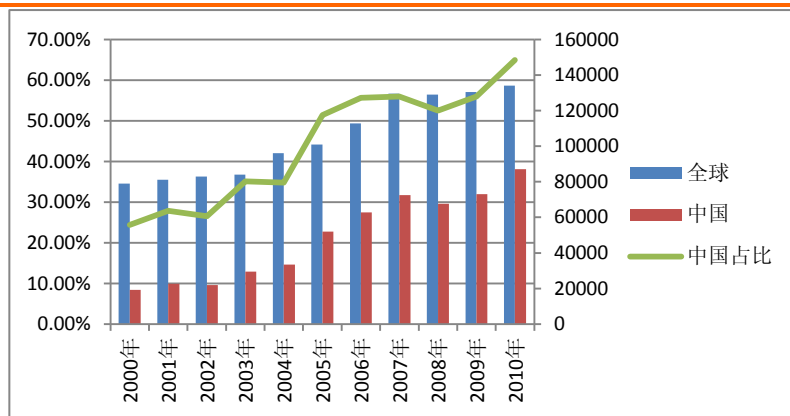
稀土下游应用广泛，主要包括稀土功能材料、机械冶金、催化剂、玻璃陶瓷等领域，近年来，随着节能环保理念的推广，稀土在功能材料上的应用比例逐渐增大，主要是指稀土永磁、稀土荧光粉和抛光粉等领域。

图 22 稀土需求领域分布



资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

图 23 稀土需求稳步增长、中国需求增速加快



资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

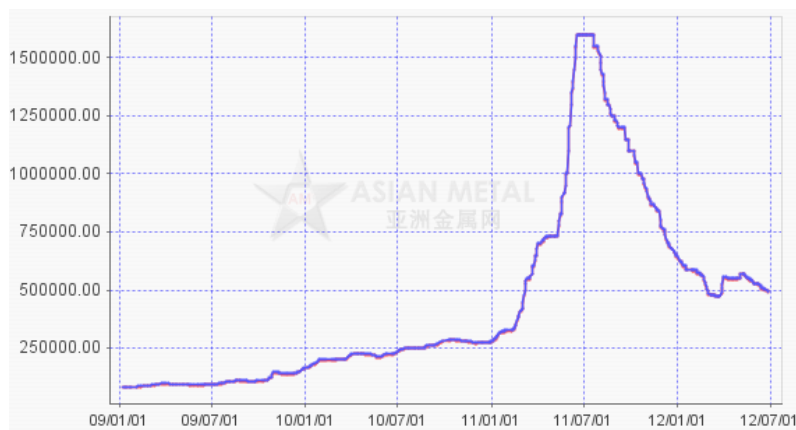
随着稀土价格的暴涨，海外部分稀土矿已经开始逐步释放产量，我们认为，供应量的适当增加和调整对行业的长期发展更加有利。预计随着海外矿山产量的释放，稀土价格也更趋稳定，下游需求增长也更加确定和快速。

表 27 2012-2013 年世界稀土产量预测

项目名称	主要参与公司	产能 REO 吨	预计投产年
芒廷帕斯矿	美国钼业	10,000-20,000	2011 年底
威尔德矿	澳大利亚莱纳斯	10,000-20,000	2012 年
Steenkampskraai	加拿大西部矿业、 中国赣州虔东	5000	2013 年初
Bear Lodge	美国稀有元素资源 公司	5,000	2014 年底
Hoidas Lake	加拿大西部矿业	2,500	2014 年底

资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

图 24 未来稀土产品价格有望更趋稳定，氧化镨钕价格走势



资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
会计年度	8393	10777	17064	16709	营业收入	11910	8955	15207	14819
流动资产	507	1791	3041	2964	营业成本	8122	6869	10837	11122
现金	1251	1131	1942	1830	营业税金及附加	749	138	760	230
应收账款	243	481	762	684	营业费用	146	116	198	178
其他应收款	593	596	900	918	管理费用	521	287	639	519
预付账款	5495	6572	10051	9958	财务费用	158	56	56	36
存货	304	206	367	355	资产减值损失	79	0	0	0
其他流动资产	4263	4048	4073	3942	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产	178	130	142	144	投资净收益	19	0	0	0
长期投资	2670	2902	2988	2935	营业利润	2155	1488	2718	2735
固定资产	248	248	248	248	营业外收入	54	0	0	0
无形资产	1167	767	695	614	营业外支出	62	0	0	0
其他非流动资产	12656	14824	21138	20651	利润总额	2147	1488	2718	2735
资产总计	6714	7826	12186	9620	所得税	654	327	761	656
流动负债	1471	1107	2876	786	净利润	1493	1161	1957	2079
短期借款	1207	1243	1914	1928	少数股东损益	472	327	707	629
应付账款	4036	5476	7396	6906	归属母公司净利润	1020.8	833.49	1250.2	1449.5
其他流动负债	889	782	779	780	EBITDA	2556	1778	3040	3061
非流动负债	690	690	690	690	EPS (元)	1.50	1.22	1.83	2.13
长期借款	200	92	89	90					
其他非流动负债	7603	8609	12965	10400	主要财务比率				
负债合计	1612	1939	2646	3275	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	682	682	682	682	成长能力				
股本	756	756	756	756	营业收入	115.1	-24.8%	69.8%	-2.6%
资本公积	1989	2822	4072	5522	营业利润	243.4	-30.9%	82.6%	0.6%
留存收益	3441	4277	5527	6977	归属于母公司净利润	191.8	-18.4%	50.0%	15.9%
归属母公司股东权益	12656	14824	21138	20651	获利能力				
负债和股东权益					毛利率(%)	31.8%	23.3%	28.7%	25.0%
					净利率(%)	8.6%	9.3%	8.2%	9.8%
					ROE(%)	29.7%	19.5%	22.6%	20.8%
					ROIC(%)	25.6%	20.1%	23.6%	24.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.1%	58.1%	61.3%	50.4%
					净负债比率(%)	29.04	20.88%	27.50	14.20%
					流动比率	1.25	1.38	1.40	1.74
					速动比率	0.42	0.53	0.57	0.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	0.65	0.85	0.71
					应收账款周转率	10	7	9	7
					应付账款周转率	7.52	5.61	6.87	5.79
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.50	1.22	1.83	2.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	2.85	-0.24	3.23
					每股净资产(最新摊薄)	5.05	6.27	8.10	10.23
					估值比率				
					P/E	31.12	38.11	25.41	21.91
					P/B	9.23	7.43	5.75	4.55
					EV/EBITDA	14	19	11	11
					EV/EBITDA				

现金流量表	2011	2012E	2013E	2014E
会计年度	-490	1941	-161	2205
经营活动现金流	1493	1161	1957	2079
净利润	243	234	266	289
折旧摊销	158	56	56	36
财务费用	-19	0	0	0
投资损失	-2415	385	-2583	-184
营运资金变动	50	105	143	-15
其他经营现金流	-1181	-175	-301	-156
投资活动现金流	1093	292	280	150
资本支出	-71	-101	21	6
长期投资	-158	16	0	0
其他投资现金流	1442	-482	1713	-2126
筹资活动现金流	131	-364	1769	-2090
短期借款	648	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-4	0	0	0
资本公积增加	666	-118	-56	-36
其他筹资现金流	-229	1284	1250	-78
现金净增加额				

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-06-19	厦门钨业 - 加强稀土加工研发力量、为稀土产业链全面发展进一步增加筹码
2012-06-12	厦门钨业 - 大湖塘钨矿再次澄清点评——公司未来钨资源储量进一步提升明确受大股东支持
2012-06-07	厦门钨业 - 大湖塘钨矿澄清公告点评
2012-06-06	厦门钨业 - 大湖塘钨矿报道点评
2012-05-14	厦门钨业 - 高端钕铁硼磁性材料有望成为未来两年新的利润增长点
2012-03-29	厦门钨业 - 业绩符合预期，钨钼、新能源产业链持续延伸
2012-02-15	厦门钨业 - 钨行业稳定且继续向好，公司 2012 年超预期因素依然存在
2011-10-26	厦门钨业-公司前 3 季度业绩大幅增长，金属主业仍具有持续的增长点
2011-08-12	厦门钨业-公司钨钼主业、新能源材料与房地产具有持续的业绩增长动力
2011-07-15	厦门钨业-上半年业绩大幅增长，金属业务具有持续的增长动力

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

杨国萍, 中投证券有色金属行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意,本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434