

厦门钨业（600549）首次覆盖报告

2012年8月29日

• 证券研究报告/公司研究

• 有色金属行业

• 首次覆盖报告

• 厦门钨业（600549）

报告要点：

- **公司是国内最大的集采选、冶炼和深加工于一体的钨生产企业。**钨具有高硬度、高熔点的特性，在工业中需求分散但具有需求刚性；我国钨的储量和产量在全球的占比分别高达六成和八成，对于供给的控制力强，因此钨是我国的优势金属。公司拥有钨精矿储量80万吨，并且与国内主要钨矿供应商建立了优先低价采购的供货关系；公司目前冶炼产能全球第一，具有22000吨的APT和氧化钨产能；同时具有下游产品硬质合金2000吨产能，且另有2000吨产能在建。公司具有明显的资源、规模和技术优势，作为优势金属行业的产业链一体化的龙头，未来将在行业成长中充分受益。
- **公司已经形成稀土采选、冶炼分离、下游应用产品的完整产业链。**稀土具有独特的物理化学性质，在新材料、新能源和节能环保等行业应用广泛且也具有需求刚性；我国稀土的储量和产量在全球的占比也分别高达五成和九成，在资源整合不断进行的情况下，供给持续收紧，因此稀土也是我国的优势金属。而更为稀缺的中重金属在只存在我国福建等南方五省，公司已经拥有福建省的全部6本稀土采矿证；公司通过收购金龙稀土，也获得了稀土分离业务的许可证；同时在下端稀土永磁材料、发光材料和贮氢材料三大领域全面布局，新建产能建成后将在全国排名前列。公司的稀土产业链一体化已经形成。
- **公司成为福建稀土整合的主体。**世界上更为稀缺的中重稀土只存在我国福建等南方五省，福建省已经明确表示将组建以厦门钨业为核心的福建稀有稀土集团，而公司的控股股东福建冶金也在随后将其所直接持有公司的股份划拨给福建稀有稀土集团，公司已经成为福建稀土整合的平台，未来发展前景广阔。
- **房地产业务是公司一定时期的盈利补充。**由于公司的房地产业务的主要项目大部分已经结算，今明两年房地产业务业绩贡献相对较小。
- **风险因素：**下游需求低迷，行业整合缓慢，新项目投产进度慢于预期等。
- **盈利预测与估值：**预计公司2012年营业收入129.57亿元，同比增长8.79%；净利润7.05亿元，同比下降30.95%；摊薄后EPS1.03元，对应动态PE37.03倍。

公司股价与沪深300对比



数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

公司基本信息

A股流通股本	6.82亿股
A股总股本	6.82亿股
A股流通市值	261亿元
A股总市值	261亿元
8月29日股价	38.28元

数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

	营业收入	YoY	毛利率	净利润	YoY	EPS	PE
2012E	129.57	8.79%	27.92%	7.05	-30.95%	1.03	37.03
2011A	119.1	115.06%	31.81%	10.21	191.78%	1.5	25.57
2010A	55.38	-12.62%	21.61%	3.5	64.39%	0.51	74.59
2009A	63.38	28.12%	28.49%	2.13	5.04%	0.31	122.57

数据来源：公司公告 制表：恒泰证券研发中心 单位：亿元，%，元，倍

目录

1. 公司基本情况介绍	4
2. 公司是全球钨产业链一体化的龙头企业	5
2.1 钨属于中国的优势金属	5
2.2 公司的钨精矿来源多样	6
2.3 公司的仲钨酸铵和氧化钨规模全球第一	7
2.4 公司的钨深加工领域实力雄厚	8
3. 公司稀土产业链完整，成为福建稀土整合平台	9
3.1 稀土也是中国的优势金属	9
3.2 公司成为福建省稀土资源整合主体	10
3.3 公司通过收购金龙稀土开始稀土分离业务	12
3.4 公司进入稀土下游应用三大领域	12
4. 房地产业务是公司盈利的补充	13
5. 盈利预测	14
6. 风险提示	16

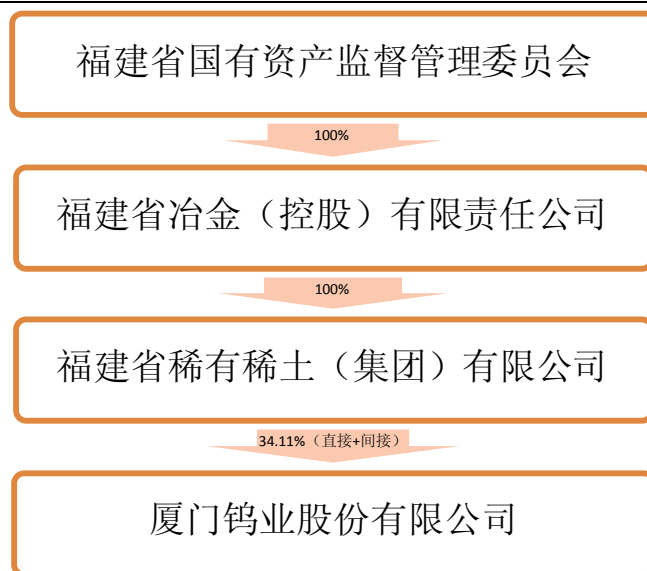
图表目录

图 1: 公司的控股股东是福建省稀有稀土(集团)有限公司	4
图 2: 2011 年公司钨钼和能源新材料收入占比 69%	4
图 3: 2011 年公司钨钼和能源新材料利润占比 63%	4
图 4: 厦门钨业近年来钨钼金属和能源新材料毛利率不断提升	5
图 5: 目前中国钨储量在全球占比超过 6 成	5
图 6: 目前中国钨产量在全球占比超过 8 成	5
图 7: 钨的下游应用中主要是硬质合金	6
图 8: 在硬质合金的下游应用中主要用于制造业、能源等	6
图 9: 今年上半年氧化钨价格出现回调	7
图 10: 今年上半年 APT 价格出现回调	7
图 11: 去年下半年开始碳化钨粉价格开始下跌	9
图 12: 去年下半年开始钨条价格开始下跌	9
图 13: 目前中国的稀土储量在全球的占比超过一半	10
图 14: 目前中国的稀土产量在全球的占比超过 9 成	10
图 15: 稀土下游应用中新材料占比最大	10
图 16: 稀土在新材料的应用中永磁材料占比最大	10
图 17: 各省份离子吸附性稀土矿占比	11
图 18: 金属镨钕价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平	12
图 19: 金属镝价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平	12
图 20: 金属铽价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平	12
图 21: 氧化钐价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平	12
表 1: 公司主要矿山的储量情况	6
表 2: 公司的 APT 和氧化钨冶炼产能在国内最大	7
表 3: 公司的钨深加工产能在上市公司中规模最大	8
表 4: 公司的硬质合金产能全国第三	8
表 5: 厦门金鹭背靠的三大股东	8
表 6: 稀土永磁材料的主要应用领域	13
表 7: 公司主营业务收入和毛利分项预测	15
表 8: 盈利预测表(单位: 亿元、%)	16

1. 公司基本情况介绍

厦门钨业成立于 1997 年，是国内最大的钨生产企业，目前具有钨和稀土两条完整的产业链，此外还有房地产业务。目前总股本 68,198 万股，福建稀有稀土集团直接和间接合计持有厦门钨业 23,263.02 万股、占厦门钨业总股本 34.11% 的股份，其中 22,917.69 万股、33.60% 的股份由稀有稀土集团直接持有，另外 345.33 万股、0.51% 的股份通过其下属子公司潘洛铁矿间接持有。

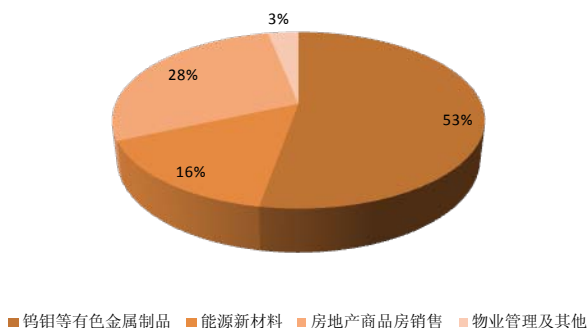
图 1：公司的控股股东是福建省稀有稀土（集团）有限公司



数据来源：公司公告，恒泰证券研发中心

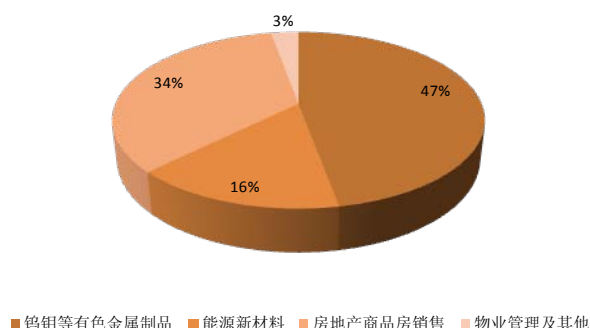
2011 年厦门钨业的钨钼等有色金属制品收入占比达到 53%，能源新材料和房地产业务分别占 16% 和 28%。而钨钼等有色金属制品利润占比为 47%，能源新材料和房地产业务分别占 16% 和 34%。近年来公司钨钼等有色金属制品毛利率平稳提升，2011 年达到 28.24%；能源新材料毛利率则提升较快，2011 年达到 31.75%。

图 2：2011 年公司钨钼和能源新材料收入占比 69%



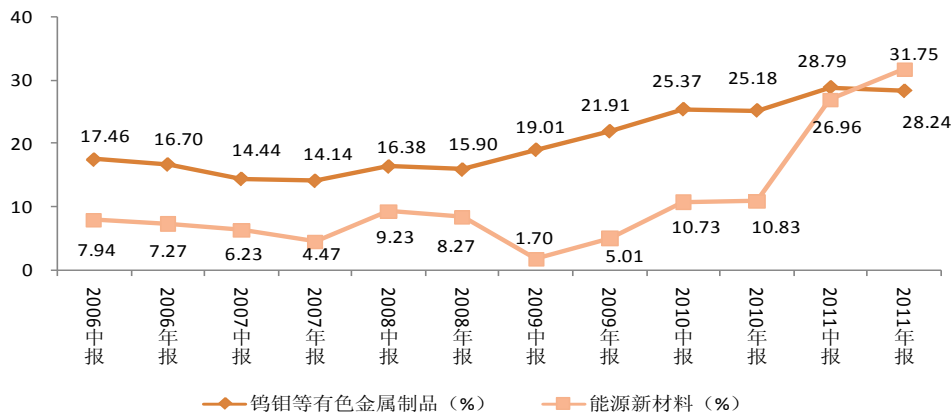
数据来源：公司公告，恒泰证券研发中心

图 3：2011 年公司钨钼和能源新材料利润占比 63%



数据来源：公司公告，恒泰证券研发中心

图 4：厦门钨业近年来钨钼金属和能源新材料毛利率不断提升



数据来源：公司公告，恒泰证券研发中心

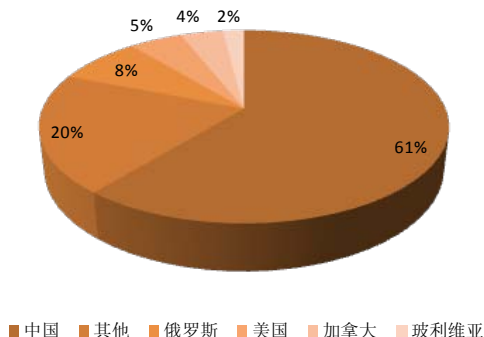
2. 公司是全球钨产业链一体化的龙头企业

2.1 钨属于中国的优势金属

钨是一种高熔点、高比重、高硬度的金属，是现代工业不可替代的原材料，广泛应用于机械加工、冶金工业、矿山工具、石油钻井、电子电讯、建筑业、兵器工业、航天航空等领域，以钨为主要原料的硬质合金更被称为机械工业和采矿业的“牙齿”。随着汽车工业、石油工业、建筑业等支柱产业和电子信息等高新技术产业迅速发展，钨的应用领域将不断扩大；在世界范围中，钨已被列为重要的战略金属。钨制品按照其冶炼以及加工的程度主要包括仲钨酸铵、蓝色氧化钨、黄色氧化钨及钨粉、碳化钨粉、硬质合金、钨丝、钨材等高附加值的深加工产品。

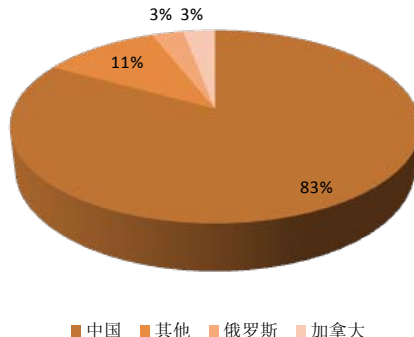
钨属于我国有色金属中的优势品种，我国钨储量和产量在全球占比分别高达六成和八成。我国钨资源大部分由五矿集团所控制，对于供给端的控制力很强。再加上钨的需求在下游行业中较分散且存在需求刚性，因此钨是我们看好的金属之一。

图 5：目前中国钨储量在全球占比超过 6 成



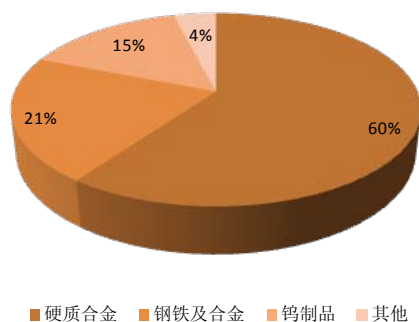
数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

图 6：目前中国钨产量在全球占比超过 8 成



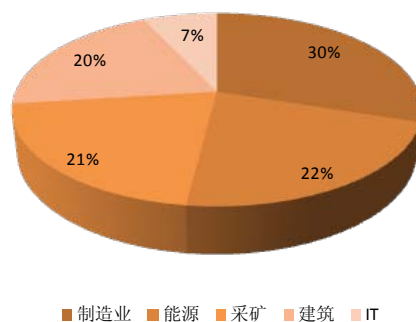
数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

图 7：钨的下游应用中主要是硬质合金



数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

图 8：在硬质合金的下游应用中主要用于制造业、能源等



数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

厦门钨业是全球钨产业链一体化的龙头企业，也是全球规模最大的钨冶炼企业。公司目前拥有钨资源储量约 80 万吨；APT 和氧化钨产能 22000 吨；钨粉产能 7500 吨，碳化钨粉产能 5000 吨；粗钨丝产能 2000 吨，细钨丝产能 200 亿米；硬质合金产能 2000 吨。

2.2 公司的钨精矿来源多样

钨精矿是由钨矿石经粗碎、重力选矿及精选后得到，一般 WO_3 含量 65%。公司旗下有拥有两家钨矿企业，分别是宁化行洛坑钨矿有限公司和洛阳豫鹭矿业有限公司。其中，公司控股 98.95% 的宁化行洛坑钨矿是黑白混合钨矿，钨精矿储量是 29.5 万吨，产能 2000 吨左右；公司控股 60% 的洛阳豫鹭矿业是公司与洛钼集团合资建立的，主要是回收洛钼集团钼矿选矿的尾矿中的白钨矿，储量大约为 51 万吨，产能 3000 吨左右。

表 1：公司主要矿山的储量情况

矿区	矿石品种	持股比例 (%)	储量 (万吨)	品位 (%)	可采年限
宁化行洛坑钨矿	黑白混合钨矿	98.95	29.5	0.228	2085
洛阳豫鹭矿业	选钼尾矿中的白钨矿	60	51	0.145	2060

数据来源：公司公告，恒泰证券研发中心

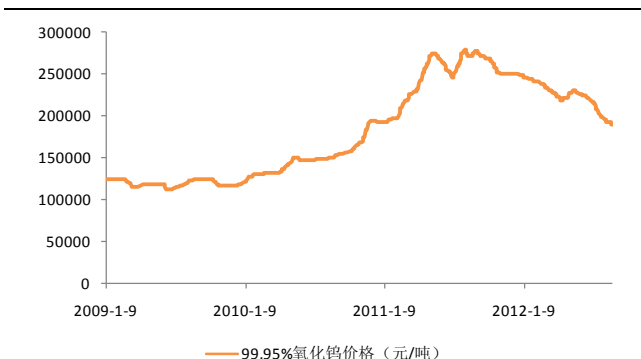
由于公司自产钨精矿的量不足以支撑 APT、氧化钨的产能，因此公司与国内主要钨精矿的供应商建立了长期供货关系，供应商以不高于市场价的价格优先供给公司钨精矿。公司的第二大股东是五矿有色，五矿有色的股东是五矿集团，而五矿集团已经控制了全国约 70% 的钨资源。去年公司与五矿有色签订了钨精矿的长期采购协议，协议有效期是 3 年。

公司的兄弟公司厦门三虹从事钨矿的开发，也是公司的坚强后盾。目前，厦门三虹持有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% 股权以及卢旺达鹭翔矿业有限公司 100% 股权。江西巨通实业拥有江西省九江市武宁县大湖塘钨矿的采矿权，目前在大湖塘钨矿的两个老矿区探明储量就达到 106 万吨，其他矿区还在勘探中，因此大湖塘钨矿的储量还有望继续增长。江西巨通实业年产 600 吨的钨精矿全部供给厦门钨业，随着大湖塘钨矿的不断开发，公司也将从中受

益。江西都昌金鼎钨钼矿业正在开发都昌的钨钼矿，钨和钼的金属储量大约分别为10万吨和2万吨。

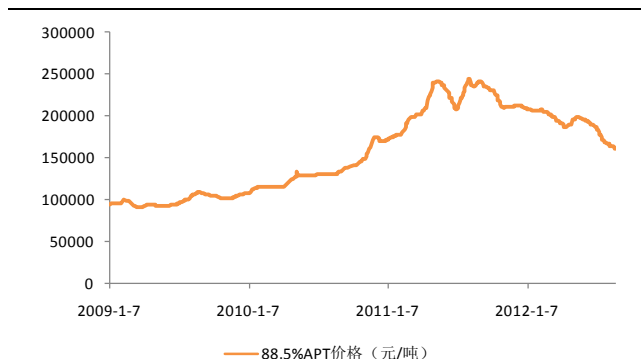
公司在钨矿采选的技术优势明显，已经攻克了含钨低于0.1%的贫矿无法利用的技术难题，选矿富集比达500多倍；在入选品位仅有0.07%的条件下，尾矿品位小于0.02%，指标达世界先进水平。而豫鹭矿业射流选矿回收低品位白钨技术改造取得成功，射流选矿技术首次在钨选矿工业上实现应用。

图 9：今年上半年氧化钨价格出现回调



数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

图 10：今年上半年 APT 价格出现回调



数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

2.3 公司的仲钨酸铵和氧化钨规模全球第一

APT（仲钨酸铵）和氧化钨是公司主要的冶炼加工产品，也是钨产业链的重要中间产品。APT 是钨精矿经压煮-离子交换-蒸发结晶而制得；氧化钨则是由 APT 煅烧制成。公司的 APT 和氧化钨主要由海沧分公司、厦门嘉鹭和海隅钨业生产，产能折合 APT 合计为 22000 吨，规模全球第一。其中，海沧分公司是 APT 和氧化钨生产的主力，年产能为 12000 吨；厦门嘉鹭和新成立的海隅钨业年产能分别为 5000 吨。公司生产的 APT 和氧化钨主要提供给下游厦门金鹭和“厦钨四虹”（厦门虹鹭钨钼工业有限公司、成都虹波实业股份有限公司、赣州虹飞钨钼材料有限公司和上海虹广钨钼科技有限公司）生产钨丝、钨粉、碳化钨粉和硬质合金，其余出口。

表 2：公司的 APT 和氧化钨冶炼产能在国内最大

公司	子公司	产能情况
厦门钨业	海沧分公司	12000吨APT和氧化钨
	厦门嘉鹭	5000吨APT和氧化钨
	海隅钨业	5000吨APT和氧化钨
	合计	22000吨APT和氧化钨
章源钨业		10000吨APT和8000吨氧化钨

数据来源：公司公告，章源钨业短期融资券募集说明书，恒泰证券研发中心

在冶炼加工方面，公司技术优势领先，具有离子交换冶炼工艺可以处理低品位的黑白钨混合矿；同时也具有碱体系远红外热压分解白钨矿的工艺，可以分解高杂白钨矿知趣高纯度的 APT。因此，工艺的优势使得公司的冶炼加工业务可以不受钨矿品种的影响，黑钨矿、白钨矿、黑白混合钨矿以及高杂白钨矿等各种钨矿资源公司均能利用。

2.4 公司的钨深加工领域实力雄厚

钨深加工领域主要包括钨粉、碳化钨粉、硬质合金和钨丝等等。其中，钨粉以氧化钨为原料，用氢气还原制成，主要用作钨材加工及碳化钨生产的原料；碳化钨粉以金属钨粉和炭黑为原料，经过配碳、碳化、球磨、筛分工序制成；硬质合金主要以碳化钨为硬质相、钴为粘结相，经球磨、喷雾制粒、压制、烧结制得；钨丝是以钨粉为原料，或添加相关合金元素，经压制、半成品加工、烧结、机械加工制得。公司钨粉、碳化钨粉和硬质合金主要是由子公司厦门金鹭生产，目前厦门金鹭具有7500吨钨粉、5000吨碳化钨粉和2000吨硬质合金产能。而钨丝主要是由四个子公司“厦钨四虹”生产，目前“厦钨四虹”具有2000吨粗钨丝、200亿米细钨丝产能。公司的子公司九江金鹭一期项目正在建设中，预计明年投产，将具有3000吨钨粉和2000吨硬质合金的产能。

表 3：公司的钨深加工产能在上市公司中规模最大

公司	子公司	产能情况
厦门钨业	厦门金鹭	7500吨钨粉、5000吨碳化钨粉和2000吨硬质合金
	“厦钨四虹”	2000吨粗钨丝、200亿米细钨丝
	九江金鹭	3000吨钨粉、2000吨硬质合金（在建）
章源钨业		6000吨钨粉、6000吨碳化钨粉和1000吨硬质合金

数据来源：公司公告，章源钨业短期融资券募集说明书，恒泰证券研发中心

公司的钨粉和碳化钨粉产品具有高纯度、超细均匀的品质，正在向纳米、复合和集成方向发展，并且亚微细粒度粉末已经是世界顶尖水平。公司的钨粉和碳化钨粉除了提供给下游生产硬质合金产品之外，剩余部分也进行外销。

表 4：公司的硬质合金产能全国第三

公司	硬质合金产能情况
株洲硬质合金	6000吨（国内目前唯一批量生产高质量涂层刀片和道具的企业）
自贡硬质合金	4000吨
厦门钨业	2000吨（另有2000吨产能在建）
章源钨业	1000吨

数据来源：章源钨业招股说明书，恒泰证券研发中心

公司的硬质合金主要由子公司厦门金鹭生产。虽然厦门金鹭与株洲硬质合金以及国外硬质合金巨头相比有一定差距，但是由于公司背靠厦门钨业、SANDVIK 和日本联合材料株式会社三大股东，在原材料、粉末和硬质合金技术方面都能获得支持。

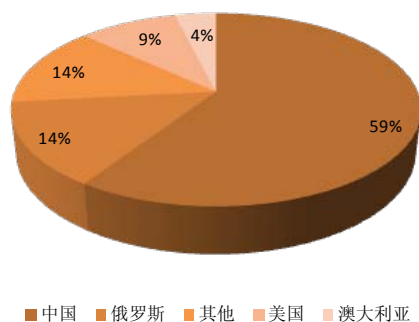
表 5：厦门金鹭背靠的三大股东

股东	持股比例	公司地位	业务支持
厦门钨业	60%	世界最大的APT生产厂商	优质稳定的原材料供应
日本联合材料株式会社	30%	世界钨行业的巨头之一	粉末产品技术支持
SANDVIK	10%	世界最大的硬质合金生产厂商	硬质合金产品技术支持

数据来源：公司公告，恒泰证券研发中心

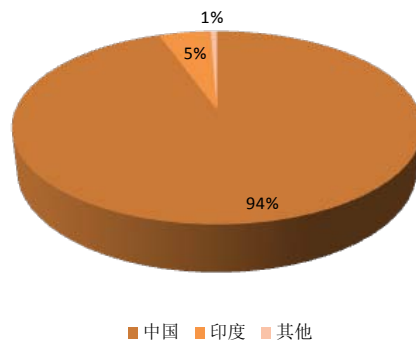
去年厦门钨业与五矿有色共同投资4亿元设立了九江金鹭硬质合金有限公司，厦门钨业出资2.8亿元，持股70%。九江金鹭硬质合金项目分两期建设，第一期建设规模为年产3000吨钨粉、2000吨硬质合金，于去年下半年开始实施，预计明年开始试生产。第二期建设将于厦门钨业、五矿有色和厦门三虹在九江地区的钨矿山

图 13：目前中国的稀土储量在全球的占比超过一半



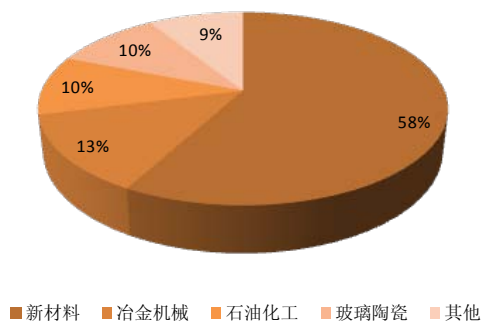
数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

图 14：目前中国的稀土产量在全球的占比超过 9 成



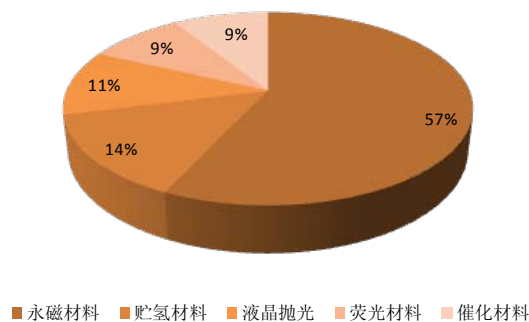
数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

图 15：稀土下游应用中新材料占比最大



数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

图 16：稀土在新材料的应用中永磁材料占比最大



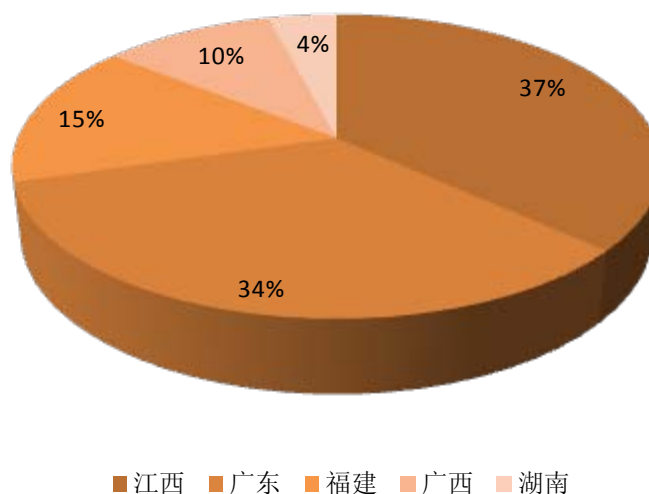
数据来源：上海有色网，恒泰证券研发中心

厦门钨业已经形成了“上游稀土资源-中游冶炼分离-下游深加工”完整的稀土产业链，特别是公司已经成为福建稀土资源整合的平台，且在下游应用中布局非常到位，因此稀土业务有望成为公司新的利润增长点。

3.2 公司成为福建省稀土资源整合主体

我国的稀土分布呈现“北轻南重”的特点，中重稀土大部分位于南方的江西、广东、广西、福建和湖南五省，而且是以世界罕见的离子吸附性稀土矿形式存在的。福建的稀土资源主要在福建省西部的龙岩市和三明市，与江西赣州相邻，同处一条矿脉。

图 17：各省份离子吸附性稀土矿占比



数据来源：国土资源部网站，恒泰证券研发中心

福建省目前发放了 5 本稀土采矿证，这 5 本采矿证对应的矿山分别是长汀县杨梅坑稀土矿、连城县黄坊稀土矿、连城县文坊稀土矿、上杭县兆瑞稀土矿和三明市中山稀土矿。目前这 5 本稀土采矿证已经尽归厦门钨业之手，外加国土资源部特别授予厦门钨业的、目前正在办理的一本稀土采矿证，厦门钨业已经拥有福建所有六本稀土采矿证。

2009 年，公司和龙岩工贸发展集团有限公司合资成立了龙岩市稀土开发有限公司，统一经营龙岩地区的稀土资源。公司持股比例为 51%。今年，公司已经和三明市国有资产投资经营公司成立三明市稀土开发有限公司，负责三明地区的稀土勘探、开采、销售等。公司持股比例也为 51%。

对厦门钨业的稀土产业更加重要的消息是，今年七月福建省经贸委和省国土资源厅联合发布《福建省加强稀土资源保护 科学开发稀土资源行动方案（2012—2015 年）》。方案提出：用两年时间，建立起规范有序的稀土资源开发秩序，遏制全省稀土非法盗采行为；培育 1 个产值超过 200 亿元具有国际竞争力的稀土龙头企业，力争创建 1 个国家级稀土产业园，建设 2 个稀土绿色开采示范矿山，建设 1 个国家级稀土及应用产品技术创新和研发平台，到 2015 年稀土产业产值达到 400 亿元以上。通过资产兼并重组和资源整合，在 2012 年底前完成以厦门钨业为核心的福建稀有稀土集团公司的组建，形成大企业引领稀土产业发展格局。这意味着，厦门钨业已经成为政府支持下的，福建稀土整合的平台。

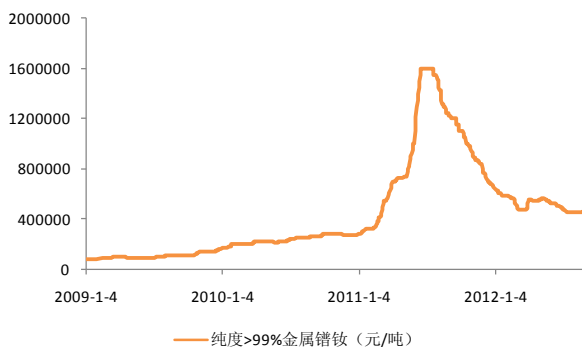
厦门钨业的控股股东福建冶金（控股）有限责任公司也在随后将其所直接持有厦门钨业 22,917.69 万股、占厦门钨业总股本 33.60% 的国有股股份无偿划拨给子公司福建稀有稀土集团，由稀有稀土集团行使对厦门钨业的出资人职责，并集中资源支持以厦门钨业为平台大力发展稀土产业。公司已经成为福建稀土整合的平台，未来成长空间巨大。

3.3 公司通过收购金龙稀土开始稀土分离业务

公司在 2006 年收购了福建长汀金龙稀土有限公司，获得了稀土分离的许可证，拉开了稀土冶炼分离业务的大幕。目前公司具有 4000 吨稀土分离的生产线。

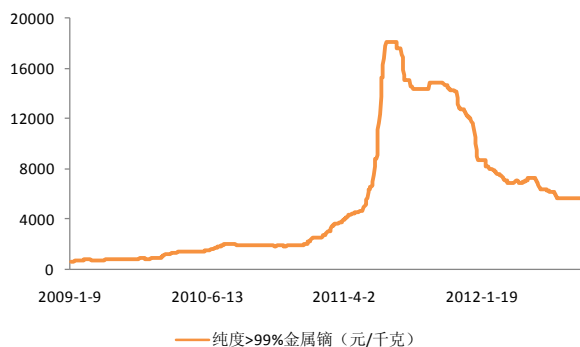
公司今年在三门市成立了稀土加工公司，未来将涉及稀土冶炼分离、功能材料等领域。

图 18：金属镨钕价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平



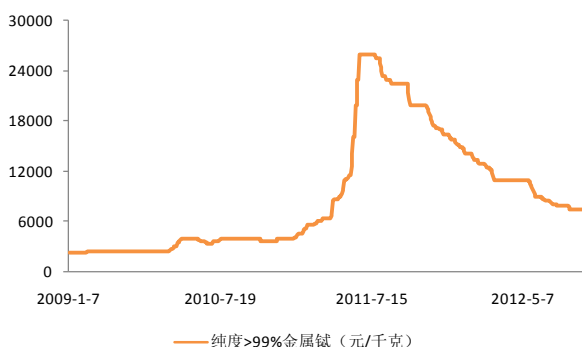
数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

图 19：金属铈价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平



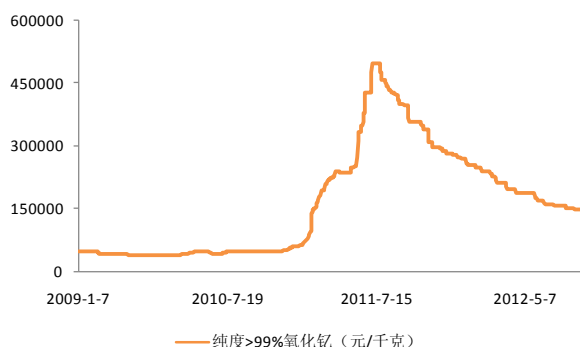
数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

图 20：金属铽价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平



数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

图 21：氧化钕价格在去年暴涨之后逐渐回归正常水平



数据来源：WIND，恒泰证券研发中心

3.4 公司进入稀土下游应用三大领域

稀土广泛用于永磁、发光、储氢、抛光和催化等材料领域。2010 年开始，公司开始打造下游深加工产业链环节，目前已经进入稀土永磁材料、稀土发光材料和稀土储氢材料这三大最重要的应用领域。

稀土永磁是稀土最大的应用领域，其中，钕铁硼磁体中 SmCo5 为第一代稀土永磁体，Sm2Co17 为第二代稀土永磁体，目前最为主流的钕铁硼（NdFeB）则为第三代稀土永磁体。钕铁硼永磁材料具有的优异性能，使其目前正在替代其他磁性材料而成为主流磁性材料，被广泛应用于能源、交通、机械、医疗、计算机、家电等领域。在国家对节能环保产业的鼓励政策支持下，风力发电、节能电梯、变频家电以及混合动力汽车等新兴领域的快速发展将推动中国高端钕铁硼需求实现快速增长。

表 6：稀土永磁材料的主要应用领域

应用领域	应用设备	优点
风力发电	永磁直驱风机	采用全功率变流技术，具备较强无功补偿、低电压穿越能力，对电网冲击小，发电效率平均提高
节能电梯	永磁同步曳引机	采用直接驱动的方式，省去了涡轮蜗杆结构，传动效率比传统异步曳引机提高了20%-30%，总体能耗比传统异步曳引机降低 45%-60%
变频空调	压缩机	与定频空调相比，可节能30%以上，其寿命一般能达到12-15年
新能源汽车	驱动电机	新能源汽车的心脏，具有更高的驱动功率
汽车EPS系统	EPS核心零部件	能在各种行驶状态下提供最佳助力，减小路面不平引起的对转向系统的扰动，改善汽车的转向特性，减轻汽车低速行驶时的转向操纵力，提高汽车高速行驶时的转向稳定性，进而提高汽车的主动安全性

数据来源：正海磁材招股说明书，恒泰证券研发中心

厦门钨业目前已经具有 3000 吨稀土永磁材料的产能，规模在全国处于前列。在高性能钕铁硼永磁材料中，包括镨和铽在内的中重稀土的原材料成本占比超过 50%，而公司由于拥有稀缺的中重稀土资源，因此在高性能钕铁硼业务中具有明显的成本优势。

稀土发光材料主要应用领域是节能照明，具体的下游产品是节能灯。由于节能灯比白炽灯等其他灯泡具有更好的发光效率和更长的使用寿命，在当前能源紧缺、环保意识加强的大环境下，节能灯是未来的发展方向。而在信息产业、医药产业、新能源等领域，稀土发光材料的需求未来也有望呈现快速增长。

厦门钨业在 2010 年启动 1000 吨的三基色荧光粉项目，目前产能 300 吨，其余在今年年底投产。在 2011 年接手广州珠江光电荧光粉厂，因此增加了 1500 吨三基色荧光粉产能。今年公司还将完成广州珠江光电荧光粉厂的 400 吨 PDP 荧光粉和 CCFL 蓝绿粉荧光粉的技改项目。此外，公司在三明市新建的 1000 吨高性能稀土发光材料项目也将在明年投产。

公司的稀土发光材料优势也是在于成本方面。发光材料中主要含有铈、钇、铕、铽等稀土元素，成本占比超过 90%。而钇、铕、铽都是中重稀土，因此公司由于拥有资源，具有明显的成本优势。

稀土贮氢材料主要用于贮氢合金粉，而贮氢合金粉是用作镍氢电池的负极材料。由于镍氢电池与镍镉电池相比具有高性能、无污染的优点，在数码设备、电动汽车上应用广泛。贮氢合金粉主要需要的稀土是镧、铈和钕等等。

厦门钨业目前具有贮氢合金粉产能 5000 吨，年产量在 3000 吨左右，规模在国内领先。目前稀土贮氢材料的发展还需等待下游镍氢等电池行业的启动。

4. 房地产业务是公司盈利的补充

房地产业务是公司的利润来源之一，是公司主业的补充。公司持股 60%的厦门滕王阁房地产公司目前的项目包括“程度鹭岛国际社区”、“厦门海峡国际社区”和“重庆假日滨江花园”；此外还有福建漳州的 650 亩土地储备和四川都江堰的 100 亩土地储备。

由于公司的房地产业务的主要项目大部分已经结算，今明两年房地产业务业绩贡献较小。

5. 盈利预测

我们认为，目前钨行业和稀土行业目前处于景气度较低的阶段，全球宏观经济增速的放缓使得钨和稀土的下游需求低迷，今年下半年钨和稀土的价格很可能处于低位震荡的态势。今年海隅钨业的 5000 吨 APT 产能已经投产，2010 年启动的 1000 吨的三基色荧光粉项目剩余 700 吨产能将今年下半年投产，广州珠江光电荧光粉厂的 400 吨 PDP 荧光粉和 CCFL 蓝绿粉荧光粉的技改项目也将在今年下半年完成，今年将开始贡献收入和业绩。厦门金鹭 3000 吨钨粉和 2000 吨硬质合金预计 2013 年达产一半，2014 年完全达产。

盈利预测关键假设：

全球宏观经济增速放缓，钨和稀土的下游需求低迷，预计 2012 年国内 APT、钨粉、硬质合金和钨丝的平均价格分别为 20 万元/吨、33 万元/吨、95 万元/吨和 45 万元/吨；预计 2012 年稀土永磁材料、发光材料和贮氢材料的平均价格为 60 万元/吨、75 万元/吨和 19 万元/吨。

海隅钨业的 5000 吨 APT 产能已经投产，今年能释放一半产能，今年产能利用率 89%；2010 年启动的 1000 吨的三基色荧光粉项目剩余 700 万吨产能将今年下半年投产，广州珠江光电荧光粉厂的 400 吨 PDP 荧光粉和 CCFL 蓝绿粉荧光粉的技改项目也将在今年下半年完成，发光材料产能将达到 2900 吨，今年产能利用率 62%。

公司的 APT、钨粉销量仅为公司对外销量，APT 首先供给下游生产钨粉，而钨粉也首先供给下游生产硬质合金和钨材，最终以硬质合金和钨材的形式实现销售，因此 APT 和钨粉的产销率预计为 23%和 40%。

由于公司的房地产业务的主要项目大部分已经结算，今明两年房地产业务业绩贡献较小。2012 年主要是鹭岛四期，确认收入 7 亿元左右；2013 年则是海峡三期，确认收入 4 亿元左右。

表 7：公司主营业务收入和毛利分项预测

业务分项	指标	2011A	2012E
APT	产能(吨)	17000.00	22000.00
	产能利用率(%)	100.00%	88.64%
	产量(吨)	17000.00	19500.00
	产销率(%)	11.76%	23.08%
	销量(吨)	2000.00	4500.00
	均价(万元/吨)	22.00	20.00
	销售收入(万元)	44,000.00	90,000.00
钨粉	产能(吨)	7500.00	7500.00
	产能利用率(%)	100.00%	100.00%
	产量(吨)	7500.00	7500.00
	产销率(%)	40.00%	40.00%
	销量(吨)	3000.00	3000.00
	均价(万元/吨)	36.00	33.00
	销售收入(万元)	108,000.00	99,000.00
硬质合金	产能(吨)	2000.00	2000.00
	产能利用率(%)	110.00%	110.00%
	产量(吨)	2200.00	2200.00
	产销率(%)	100.00%	100.00%
	销量(吨)	2200.00	2200.00
	均价(万元/吨)	100.00	95.00
	销售收入(万元)	22,000.00	20,900.00
钨丝	产能(吨)	2000.00	2000.00
	产能利用率(%)	100.00%	100.00%
	产量(吨)	2000.00	2000.00
	产销率(%)	100.00%	100.00%
	销量(吨)	2000.00	2000.00
	均价(万元/吨)	48.00	45.00
	销售收入(万元)	96,000.00	90,000.00
永磁材料	产能(吨)	3000.00	3000.00
	产能利用率(%)	50.00%	50.00%
	产量(吨)	1500.00	1500.00
	产销率(%)	100.00%	100.00%
	销量(吨)	1500.00	1500.00
	均价(万元/吨)	63.00	60.00
	销售收入(万元)	94,500.00	90,000.00
发光材料	产能(吨)	1800.00	2900.00
	产能利用率(%)	83.33%	62.07%
	产量(吨)	1500.00	1800.00
	产销率(%)	100.00%	116.67%
	销量(吨)	1500.00	2100.00
	均价(万元/吨)	77.00	75.00
	销售收入(万元)	115,500.00	157,500.00
贮氢材料	产能(吨)	5000.00	5000.00
	产能利用率(%)	60.00%	60.00%
	产量(吨)	3000.00	3000.00
	产销率(%)	100.00%	100.00%
	销量(吨)	3000.00	3000.00
	均价(万元/吨)	21.00	19.00
	销售收入(万元)	63,000.00	57,000.00

数据来源：wind，公司公告，恒泰证券研发中心

预计公司 2012 年营业收入 129.57 亿元，同比增长 8.79%；净利润 7.05 亿元，同比下降 30.95%；摊薄后 EPS1.03 元，对应动态 PE37.03 倍。

表 8：盈利预测表（单位：亿元、%）

	2012E	2011A	2010A	2009A
合并利润表				
一、营业总收入	129.57	119.10	55.38	63.38
二、营业总成本	115.35	97.75	49.17	56.51
营业成本	93.40	81.22	43.41	45.32
营业税金及附加	9.38	7.49	0.82	6.56
销售费用	2.33	1.46	1.09	1.08
管理费用	6.48	5.21	3.08	2.02
财务费用	2.23	1.58	0.77	0.67
三、其他经营收益	0.06	0.19	0.07	-0.02
投资净收益	0.06	0.19	0.07	-0.02
四、营业利润	14.22	21.55	6.28	6.85
加：营业外收入	0.42	0.54	0.31	0.59
减：营业外支出	0.25	0.62	0.07	0.19
五、利润总额	14.39	21.47	6.52	7.24
减：所得税	4.32	6.54	1.37	2.59
六、净利润	10.07	14.93	5.15	4.66
归属于母公司所有者的净利润	7.05	10.21	3.50	2.13

数据来源：wind，恒泰证券研发中心

6. 风险提示

下游需求低迷，行业整合缓慢，新项目投产进度慢于预期等。

重要声明

恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

联系方式

恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系人：顾钰

联系电话：021-68405207

电子邮件：guyu@cnht.com.cn