

研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001

0755-83021673 lihk@ghzq.com.cn

王牌钨业走高端路线，稀土新贵变身区域龙头

——厦门钨业（600549）深度报告

投资要点：

- **公司是国内钨业老牌龙头企业，也是区域新晋稀土业领航者，核心竞争力突出** 公司是国内钨行业最早上市、最早形成“钨矿采选→冶炼→深加工→二次回收”全产业链的企业，也是目前全球仅有的三家具有钨全产业链的企业之一。目前，公司钨冶炼产品仲钨酸铵（APT）和氧化钨产能达 22000 吨，居世界第一，是国内最大的 APT、氧化钨、钨粉、碳化钨粉生产商和出口商，深加工产品硬质合金占全国出口量的 31%，细钨丝在国内市场占有率达 70%，国际市场占有率达 50%，拥有一定的定价权，行业龙头地位稳固。公司从 2006 年开始涉足稀土产业，3 年形成稀土全产业链，6 年成为区域稀土龙头企业。作为福建省政府钦点的省内稀土整合平台，目前已获得福建省全部 6 本稀土采矿证，并引进国内外专家和技术，建成稀土磁性材料、稀土发光材料和稀土贮氢合金三条新材料生产线，成为稀土行业集资源和技术优势于一身的领航者。
- **公司进行钨产业链结构优化升级，高端硬质合金发展空间大** 由于国内钨业深加工技术薄弱，特别是主要消费领域硬质合金的高端产能与国外差距甚远，90%高附加值切削刀具依赖进口，为了响应国家政策及寻求自身突破发展，公司把“通过硬质合金做强”作为战略方向。目前公司拥有 2000 吨硬质合金产能，居国内第三，随着九江金鹭硬质合金项目逐步达产投产，今年产能将达到 4000 吨，未来两年将达到 6000 吨，与目前产能第一的株洲硬质合金集团齐平。借力优质稳定的原材料供应、厦门金鹭参股股东—世界最大硬质合金生产商、第一刀具品牌瑞典 SANDVIK 公司的技术支持以及未来国产高端产品替代进口的市场机会，公司高端硬质合金发展潜力和空间巨大。
- **受益福建省稀土行业整合，稀土资源保障力大幅提升** 2012 年 8 月 6 日，公司收到福建省经贸委和省国土厅联合发布的《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）》，该行动方案明确指出，福建省将组建以公司为核心的福建稀土集团公司，整合开发省内稀土资源，用两年时间将公司培育成产值超过 200 亿、具有国际竞争力的全产业链稀土龙头企业。目前，公司已经获得福建省全部 6 本稀土采矿证，获得的稀土开采指标由 2011 年 80 吨大幅提升至 2012 年 1000 吨，另据 1 月 5 日国土资源部公告，福建省今年第一批稀土开采指标为 1000 吨，预计全年指标超过 1500 吨。稀土资源保障力大幅提升将为下游深加工产品提供充足的原材料，为做强公司稀土产业提供坚实后盾。
- **布局三大稀土新材料领域，借力节能政策、自身资源和技术快速成长** 公司于 2007 年至 2010 年先后进军稀土贮氢合金、稀土磁性材料和稀土发光材料三大新材料领域。目前公司已建成 5000 吨贮氢合金产能，居国内第一，占国内市场份额 1/3 以上，且市场占有率连续三年居国内第一，未来 5 到 10 年受益各国政府大力发展新能源节能车（特别是混合动力车）政策，作为节能车主流电池—镍氢电池的负极材料，公司稀土贮氢合金业务将迎来大好机会。稀土磁性材料方面，公司在建高性能钕铁硼永磁体产能 3000 吨，居世界第七位，并与日本爱知等公司合资投资新能源汽车电机，在快速获得技术提升的同时，也为将来拓展高端磁材市场做足准备。稀土发光材料方面，公司目前已拥有 2500 吨稀土三基色荧光粉产能，今年产能将提升至 3500 吨，加上今年将投产的 400 吨我国紧缺的背光源用 PDP 荧光粉、CCFL 蓝绿荧光粉，稀土发光材料总共将达

到 3900 吨产能，居行业前列。未来，随着白炽灯逐步淘汰，占稀土发光材料 70%以上消费市场份额的稀土节能灯将为公司稀土新材料业务带来广阔发展空间

- 钨业稳中求进、锂电池材料静待行业时机、房地产是一定时期利润增长点** 公司大力发展钨和稀土产业之外，仍然稳定发展钨业、锂电池材料业务，并将房地产业务作为一定时期的利润增长点。公司是国内五大钨全产业链上市公司之一，目前拥有 4500 吨钨酸铵产能，下游专注钨金属制品领域，出口配额居国内第五，其中钨丝材是公司优势产品，与钨丝共同占有国内电光源行业 60%以上市场，未来公司将继续巩固钨业市场地位。锂电池正极材料自 2003 年投产以来，已发展 10 年，成为国内电池行业重点企业，拥有 6000 吨各种锂电池正极材料产能，其中钴酸锂和锰酸锂是主打产品，产能达 5000 吨。另外，5000 吨三元材料产能预计今年达产，将开始贡献业绩。目前，锂电池已经占领高端便携式电子产品电池市场，未来锂电池将向新能源节能汽车电池领域发展，但由于目前其安全性能尚不如镍氢电池，行业大发展尚需等待时机。房地产方面，由于主要项目基本已经结算，2012 年底还有厦门海峡国际社区三期项目竣工结算，预计收入 4.5 亿左右，贡献净利润 1 亿左右。
- 盈利预测、估值与投资评级** 预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.15、1.42 和 1.58 元/股，对应动态 PE 为 34.3 倍、27.7 倍和 24.9 倍。鉴于公司在钨下游高端硬质合金领域、稀土产业链上游资源和下游稀土新材料领域以及锂电池三元材料领域突破在即，将显著增厚公司业绩，具有长期成长性，给予“增持”评级。

股票代码	股票名称	股价	EPS				PE			
			12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E
600549.sh	厦门钨业	39.52	0.77	1.15	1.42	1.58	51.2	34.3	27.7	24.9

目 录

1、公司介绍：钨和稀土领衔五大板块，核心竞争力突出	5
1.1、发展历程和股权结构	5
1.2、主营业务凸显核心竞争力	7
2、钨板块：做强硬质合金，龙头钨企强者更强	8
2.1、钨是我国的优势资源，公司是龙头钨企	8
2.2、产业链上游：三管齐下，不断加强资源保障	11
2.3、产业链中游：冶炼产能全球第一，规模优势明显	13
2.4、产业链下游：硬质合金是未来业绩增长新引擎	14
3、稀土板块：受益行业整合，稀土新贵变龙头	18
3.1、我国稀土资源丰富，行业整合将获定价权	18
3.2、三年打造全产业链，六年晋升区域龙头	20
3.3、产业链上游：资源整合，后劲十足	20
3.4、产业链中游：稀土冶炼分离能力居前	21
3.5、产业链下游：稀土高端新材料领域三花竞放	23
4、其他板块：钼、锂电池材料和房地产稳步发展	32
4.1、钼板块：国内五大钼全产业链上市公司之一	32
4.2、电池材料板块：十年耕耘，产销前三	34
4.3、房地产板块：阶段性的利润贡献点	35
5、盈利预测与估值	36
5.1 关键假设	36
5.2 预测结果与估值	37
6、风险提示	37

图 表

图 1、公司发展历程.....	5
图 2、股权结构和产业布局.....	6
图 3、公司近三年各项业务营业收入（单位：亿元）和毛利率情况.....	7
图 4、2011 年公司分业务营业收入占比	8
图 5、2011 年公司分业务营业利润占比	8
图 6、我国的钨矿资源储量遥遥领先（2011 年）	9
图 7、2007-2011 年全球钨矿产量情况（单位：万吨）	9
图 8、公司钨产业链情况.....	10
图 9、钨精矿价格仍处低位（单位：万元/吨）	13
图 10、全球各国钨消费占比.....	14
图 11、各国钨消费结构，我国硬质合金空间大.....	14
图 12、近五年我国硬质合金总产量及切削刀片占比情况（单位：吨）	15
图 13、国内硬质合金产能前五的公司（单位：吨）	16
图 14、我国稀土储量居世界第一（2011 年）	18
图 15、2011 年我国稀土产量居世界第一	18
图 16、南方七省中重稀土储量情况（单位：万吨）	19
图 17、公司稀土产业发展路径	20
图 18、主要轻稀土金属价格走势（单位：万元/吨）	21
图 19、主要中重稀土金属价格走势（单位：元/吨）	21
图 20、公司主要稀土冶炼分离产品.....	22
图 21、主要轻稀土氧化物价格走势（单位：万元/吨）	22
图 22、主要中重稀土氧化物价格走势（单位：元/吨）	22
图 23、美国稀土消费结构（2010 年）	23
图 24、日本稀土消费结构（2010 年）	23
图 25、我国稀土消费结构(2011 年).....	23
图 26、我国稀土新材料消费比重不断增加.....	23
图 27、永磁材料分类.....	24
图 28、2000 年-2010 年我国烧结钕铁硼永磁材料产量情况（单位：吨）	25
图 29、2009 年全球高性能钕铁硼材料产量情况	26
图 30、公司烧结钕铁硼永磁材料产能世界领先（单位：吨）	27
图 31、2006 年-2010 年我国稀土贮氢合金产能、产量及消费情况（单位：吨）	31

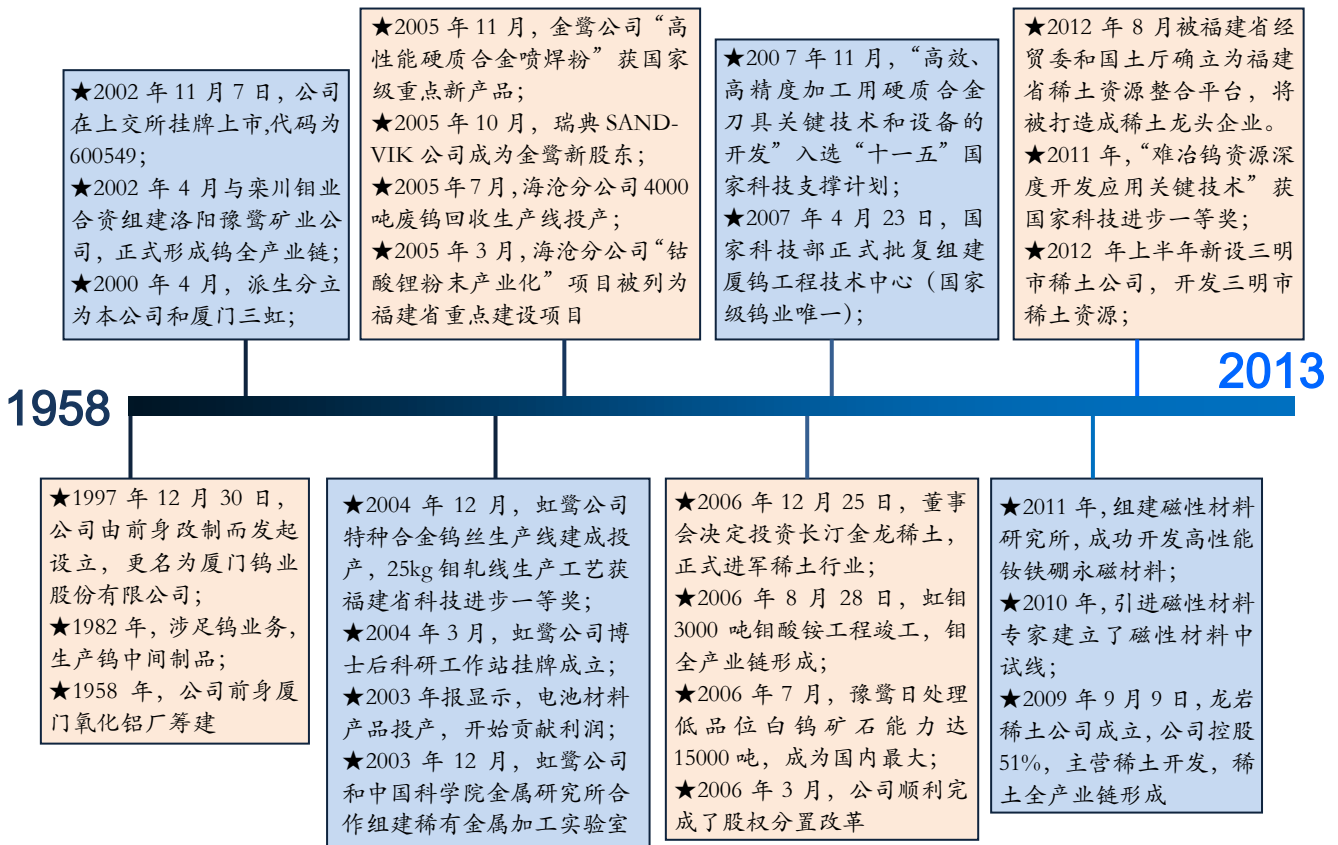
图 32、国内稀土贮氢合金产能前十名公司（单位：吨）	31
图 33、公司钨产业链情况.....	32
图 34、公司主要锂电池正极材料产品情况.....	34
图 35、2003 年-2011 年公司锂电池正极材料营业收入情况（单位：百万元）	35
表 1、2011 年公司主要控股子公司的经营与业绩情况（单位：百万元）	8
表 2、公司控股的两座矿山地质情况	11
表 3、公司自有钨矿山生产情况及钨精矿自给率预测（单位：吨）	11
表 4、公司现有的主要钨精矿采购渠道	12
表 5、公司钨产业链中间冶炼产品 APT+氧化物产能世界第一.....	14
表 6、厦门金鹭三大股东情况	16
表 7、近年公司硬质合金深加工技术发展情况	17
表 8、各省组建省级稀土集团情况	19
表 9、福建省稀土矿开采总量控制指标	21
表 10、公司稀土三大新材料领域产能情况（单位：吨）	24
表 11、三代稀土永磁材料性能对比	24
表 12、国外先进企业高性能钕铁硼基本成分专利到期时间表	26
表 13、稀土发光材料的主要应用领域（2009 年）	28
表 14、稀土荧光灯与白炽灯及传统卤粉荧光灯性能比较	28
表 15、国内外稀土发光材料行业的主要竞争公司情况	29
表 16、各国推出大力发展新能源汽车政策	30
表 17、各类动力电池性能对比	30
表 18、钨化工产品出口配额情况（单位：吨）	33
表 19、钨金属制品出口配额情况（单位：吨）	33
表 20、公司房地产业务预收账款情况（截至 2012 年 6 月 30 日，单位：万元）	35
表 21、公司主要产品产能及产量预测（单位：吨）	36
表 22、公司主要产品价格预测（单位：万元/吨）	37
表 23、公司三大报表预测	38

1、公司介绍：钨和稀土领衔五大板块，核心竞争力突出

1.1、发展历程和股权结构

公司前身为厦门氧化铝厂，始建于1958年，1982年转产钨中间制品，1984年更名为厦门钨品厂。1997年12月30日，公司由厦门钨品厂以发起设立方式整体改制而设立。为了增强核心竞争力，公司于2000年4月8日以派生分立方式分立为厦门钨业股份有限公司（存续公司）和厦门三虹钨钼股份有限公司（新设公司）。2002年11月7日公司在上海证券交易所上市，公开发行3000万股普通股，发行后的总股本为12000万股。之后，公司于2004至2008年间分别实施了两次送红股、三次资本公积金转增股本和一次定向增发普通股，截至目前，公司总股本为68,198万股。

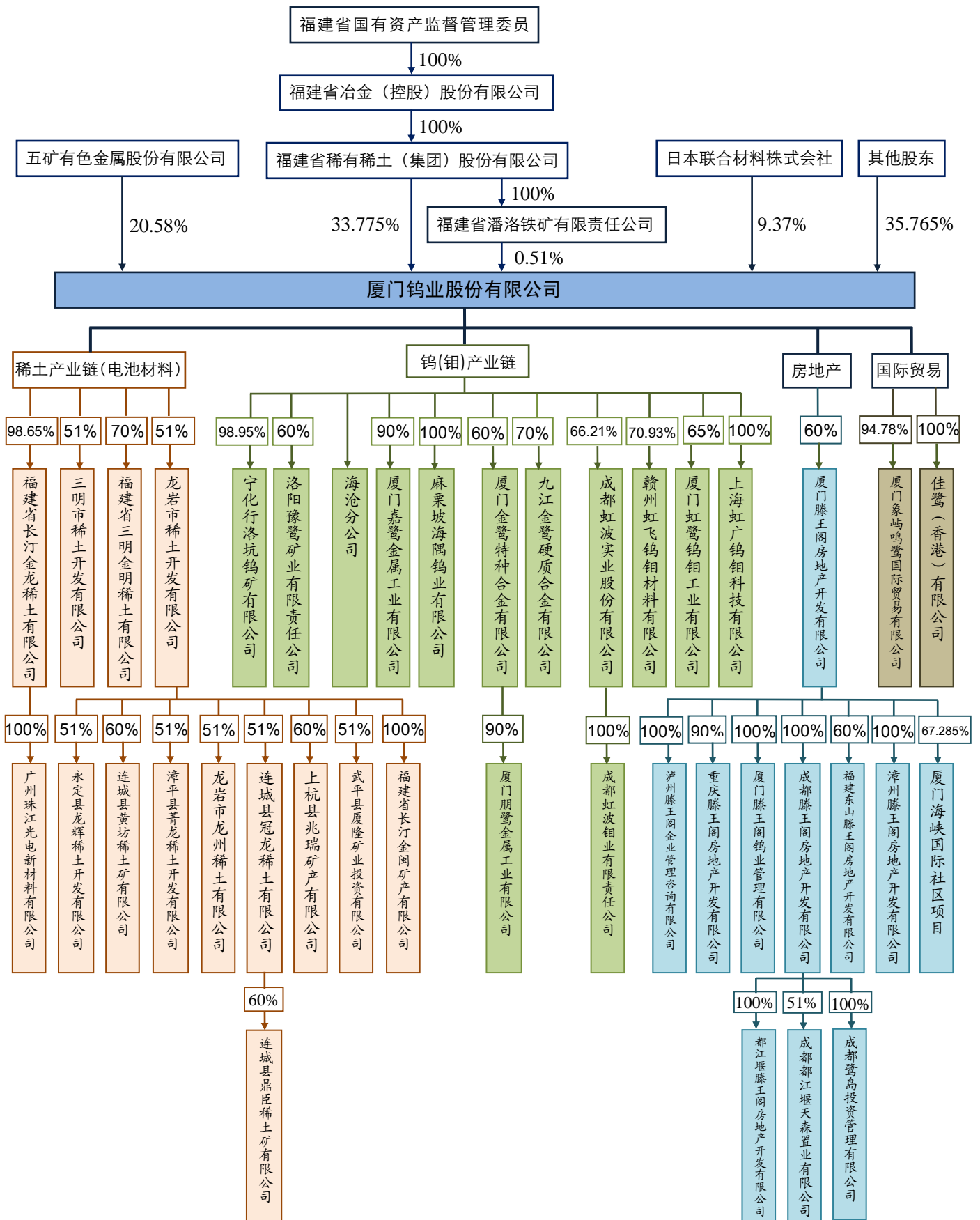
图 1、公司发展历程



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司股权结构优良，没有大股东绝对控股情况，有利于激励与监督公司的经营管理。公司第一大股东是福建省稀有稀土（集团）有限公司，持有公司33.775%的股份，加上其全资子公司福建省潘洛铁矿有限责任公司持有的0.51%股份，共持有公司34.28%的股份；五矿有色金属股份有限公司和日本联合材料株式会社为第二、三大股东，分别持有公司20.58%和9.37%的股份。另外，公司拥有控股子公司和分公司共17家，业务分工明晰了然。

图 2、股权结构和产业布局



资料来源：公司公告、国海证券研究所

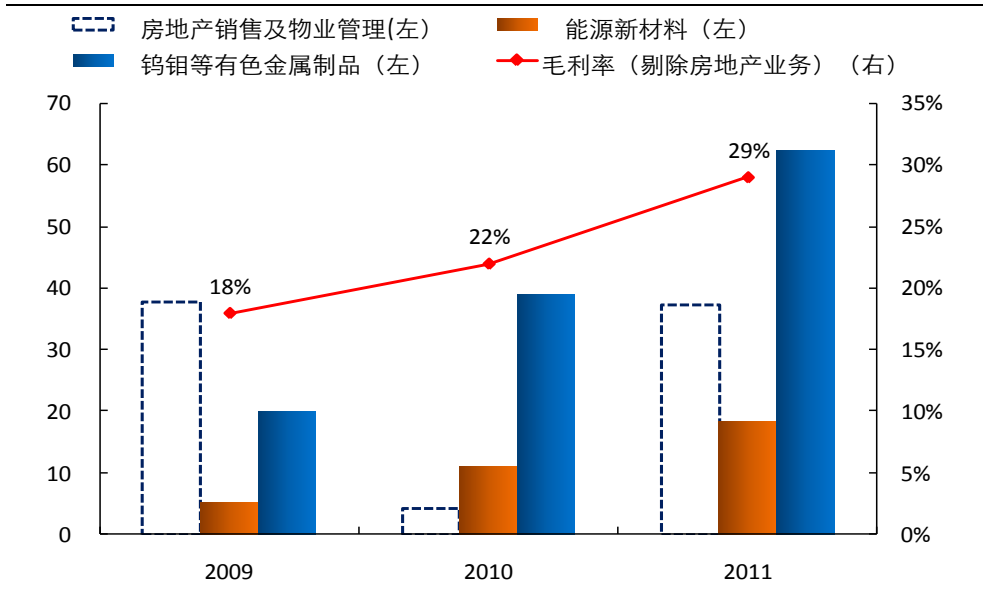
1.2、主营业务凸显核心竞争力

公司主要从事钨、钼、稀土、电池材料和房地产等五大板块业务的研发、生产与销售，近年来，公司实施“以钨为主业，以钼和能源新材料为两翼”的发展战略，在巩固和拓展钨钼产业市场地位的同时，积极发展包括稀土在内的能源新材料产业，而房地产业务则作为一个时期的利润增长点。

公司主营业务核心竞争力突出。目前，公司的钨、钼、稀土三大金属系列已各自拥有从矿采选、冶炼到深加工的完整产业链。在钨钼方面，公司已成为世界最大的钨中间产品冶炼企业，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，下游深加工产品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。稀土方面，公司作为福建省稀土资源整合主体，充分受益于地方政策的支持，产业链完整，将会快速成长为具有国际竞争力的稀土区域龙头，未来对公司的业绩贡献值得期待。另外，在电池材料方面，公司已成为国内该行业的重点企业，产销量居国内前三位，是未来新能源节能汽车电池材料市场的有力竞争者。

剔除房地产业绩的不稳定性，公司2010年和2011年钨钼板块业务的营业收入增长率为95.1%和60.2%，能源新材料（包括稀土和电池材料）板块业务的营业收入增长率为114.8%和67.3%。剔除房地产业务后，近三年公司毛利率呈现逐年增长的趋势，分别为18%、22%和29%。

图 3、公司近三年各项业务营业收入（单位：亿元）和毛利率情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

钨钼板块业务是公司的主要业务，利润贡献最大。2011年公司营业收入中钨钼等有色金属制品占比高达52.4%，贡献利润占比47.08%。房地产板块业务由于2011年3季度有集中的交房确认收入入账，增厚了当年业绩。能源新材板块业务营业收入占比15.5%，贡献利润15.61%。

图 4、2011 年公司分业务营业收入占比

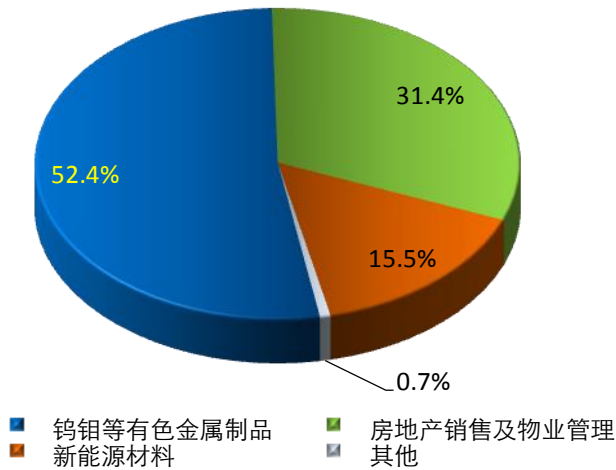
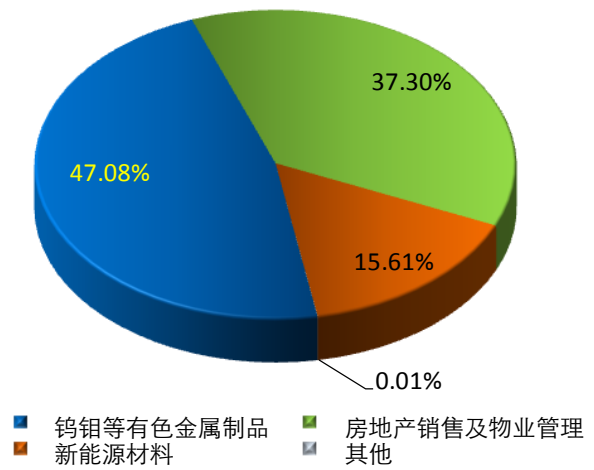


图 5、2011 年公司分业务营业利润占比



资料来源：公司公告、国海证券研究所

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 1、2011 年公司主要控股子公司的经营与业绩情况（单位：百万元）

公司名称	主营业务	控股比例	营业收入	净利润
洛阳豫鹭矿业有限公司	钨精矿	60%	442.66	235.55
宁化行洛坑钨矿有限公司	钨精矿	98.95%	438.54	169.97
厦门嘉鹭金属工业有限公司	APT和氧化钨	90%	945.53	110.68
厦门金鹭特种合金有限公司	钨粉、碳化钨粉、硬质合金	60%	2467.33	188.8
厦门虹鹭钨钼工业有限公司	钨丝、钼丝等	65%	728.1	105.21
长汀金龙稀土有限公司	稀土冶炼	98.65%	1042.25	386.51
厦门滕王阁房地产开发有限公司	房地产开发	60%	3771.63	245.8

资料来源：公司公告、国海证券研究所

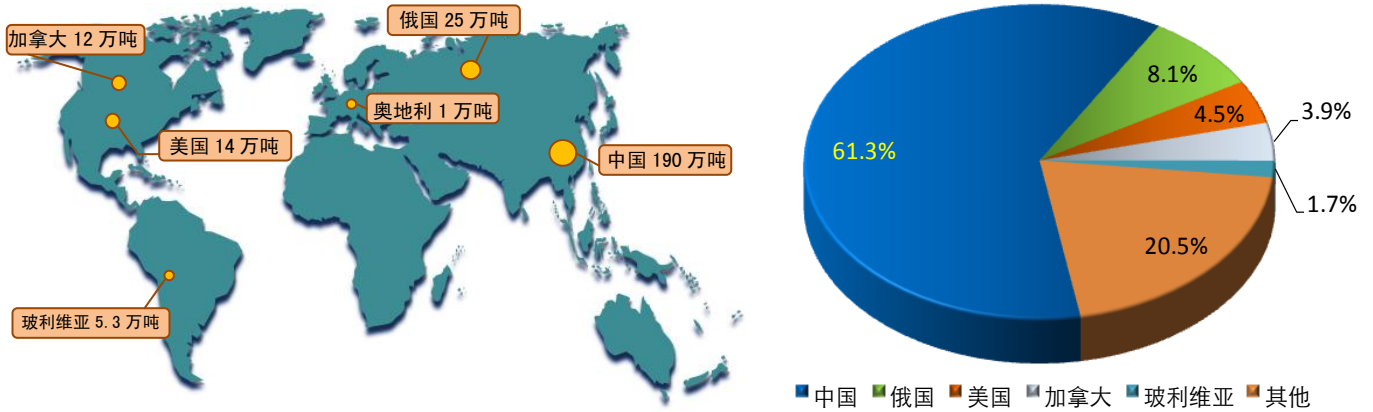
2、钨板块：做强硬质合金，龙头钨企强者更强

2.1、钨是我国的优势资源，公司是龙头钨企

金属钨具有高熔点、高硬度、高强度等独特的自然属性，被广泛应用于电力、电子、石油、化工、军事等重要工业领域，近年来在宇航工业、核子工程等尖端工业的用途也在不断扩大。由于资源的稀缺性和工业应用的重要性，钨矿已成为世界性的战略资源。

从世界范围来看，我国钨矿储量和产量均遥遥领先。2011 年世界钨矿探明储量为 310 万吨，其中我国达 190 万吨，占比 61.3%，居世界第一。2012 年 2 月我国在江西省武宁县大湖塘又新探明钨矿储量 106 万吨，使我国钨矿探明储量占世界总储量的比例大幅提升到 71.2%。

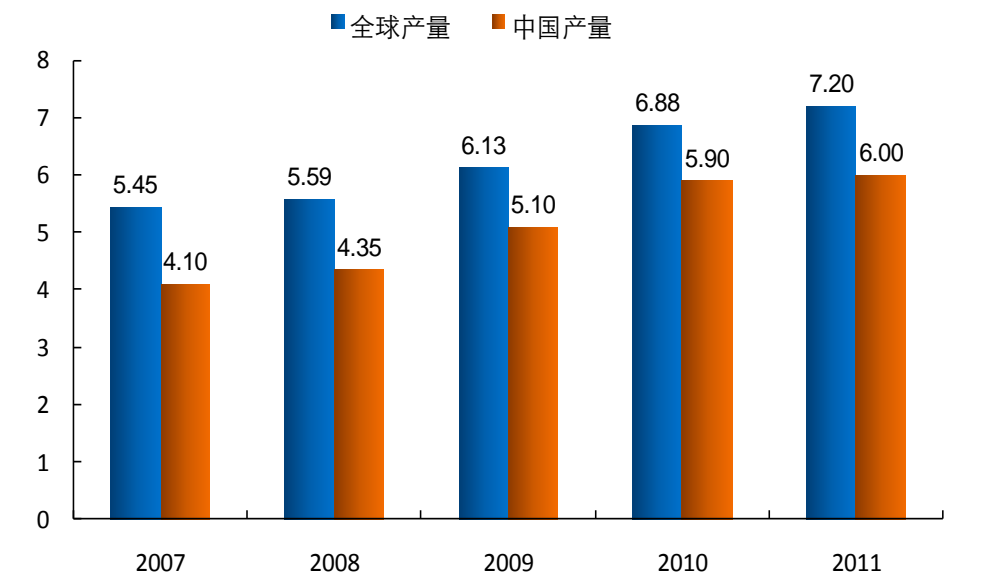
图 6、我国的钨矿资源储量遥遥领先（2011 年）



资料来源：USGS、国海证券研究所

产量方面，我国钨精矿产量占全球总产量的比例一直维持在 80%左右，稳居世界第一。

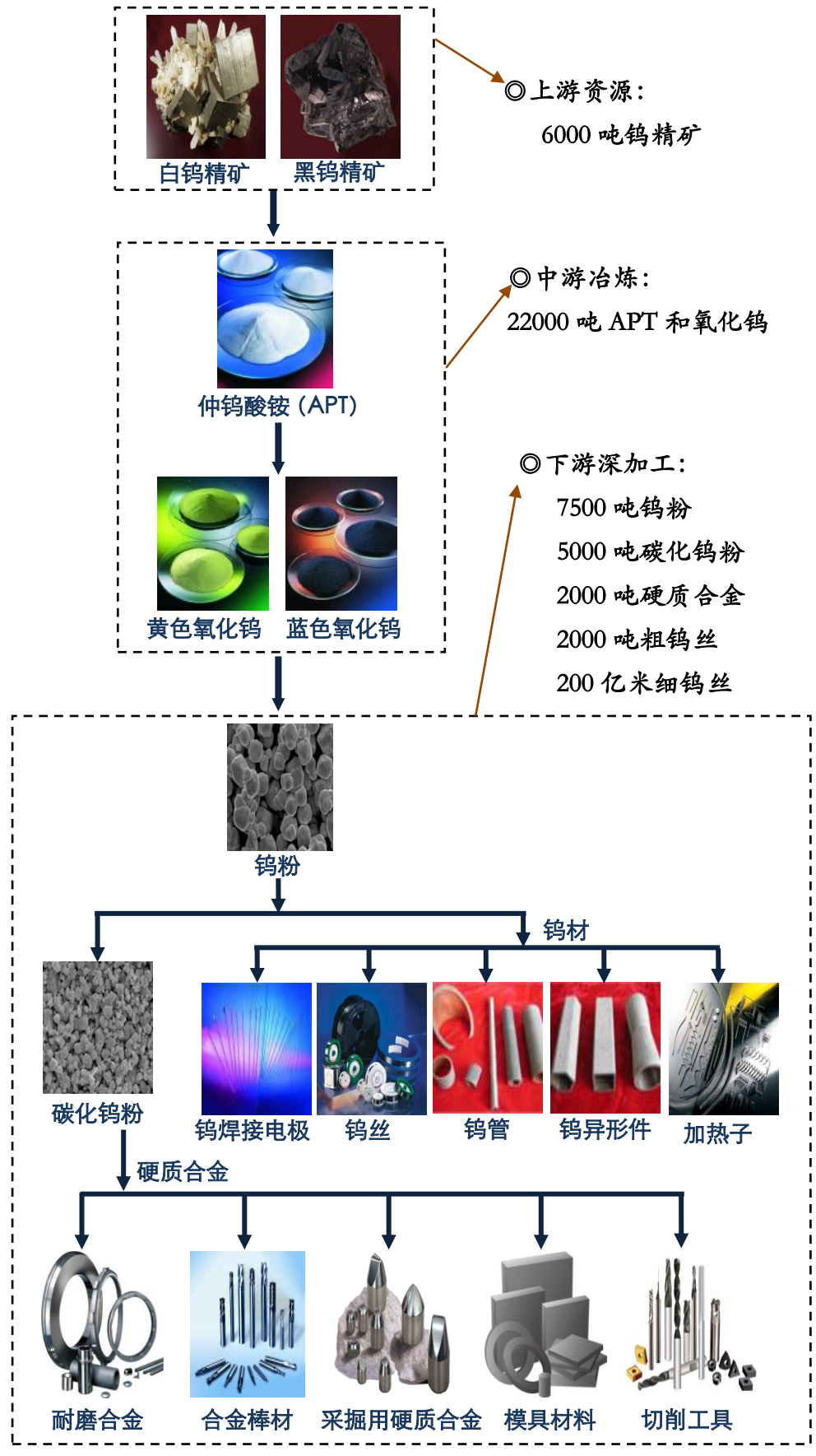
图 7、2007-2011 年全球钨矿产量情况（单位：万吨）



资料来源：USGS、国海证券研究所

公司是产业链最完整、全球最大的龙头钨企。公司是全球仅有的三家覆盖钨全产业链的公司之一（湖南有色、厦门钨业、章源钨业），目前拥有 59.8 万吨钨矿储量，占国内钨矿总储量的 8%，拥有 6000 吨钨精矿、22000 吨仲钨酸铵（APT）和氧化钨、7500 吨钨粉、5000 吨碳化钨粉、2000 吨硬质合金、2000 吨粗钨丝及 200 亿米细钨丝产能，并且预计未来五年硬质合金产能将提升至 6000 吨，是世界最大的钨中间产品冶炼企业公司，是国内最大的 APT、钨粉及碳化钨生产商，硬质合金产品技术国内领先，钨钼丝材的产销量占全国 60%以上，行业龙头地位不可撼动。

图 8、公司钨产业链情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.2、产业链上游：三管齐下，不断加强资源保障

产业链上游的钨矿产资源是行业利润集中点(技术壁垒很高的下游深加工产品也有很高的利润附加值)，拥有资源就可以降低原材料成本从而增厚企业业绩，提高抗风险能力，甚至夺得行业定价权。公司通过三条路径增强钨精矿资源保障：自有矿山生产、废钨回收和采购。

(1) 自有矿山生产：自给率偏低，未来或将寻求外延式扩张

目前，公司拥有洛阳豫鹭和宁化行洛坑两座钨矿山，其中洛阳豫鹭矿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%，主要回收洛钼集团选钼尾矿中的伴生白钨矿，已探明的钨金属储量为 51 万吨，矿石品位为 0.145%，设计产能为 6000 吨，2011 年产量为 2800 吨。由于洛钼集团生产规模稳定，且短期内采选矿技术不会发生很大突破，对钨矿最低工业品位的要求基本不变，因此豫鹭矿钨精矿未来产量难有较大提升。宁化行洛坑钨矿由公司持有 98.95% 股权，是黑白混合钨矿，已探明的钨金属资源量为 29.5 万吨，在全国已探明的钨矿中排名第三，矿石品位为 0.228%，设计产能为 3600 吨，2011 年和 2012 年获政府开采指标配额分别为 2600 吨、2700 吨。由于公司拥有采矿权，未来在地质条件相似的矿山深部和边部取得勘探突破的可能性较大，但是周期也可能较长，因此我们预测，宁化行洛坑钨矿短期内开采指标变化不大，未来视找矿及采选技术突破将有提升。总体来看，公司自有矿山生产钨精矿的自给率偏低，不足 20%。

表 2、公司控股的两座矿山地质情况

公司名称	持股比例	矿石品种	探明资源量	权益资源量	矿石品位	设计产能	预计可采年限	备注
洛阳豫鹭矿	60%	钼尾矿伴生钨矿	51万吨	30.6万吨	0.15%	6000吨	2060年	尾矿选矿不受指标控制
宁化行洛坑矿	98.95%	黑白混合钨矿	29.5万吨	29.2万吨	0.23%	3600吨	2085年	已有采矿权、全国储量第三
合计	—	—	80.5万吨	59.8万吨	—	9600吨	—	—

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 3、公司自有钨矿山生产情况及钨精矿自给率预测（单位：吨）

公司名称	主营业务	2011A	2012E	2013E	2014E
洛阳豫鹭矿 (60%)	产能	6000	6000	6000	6000
	产量	2800	2800	2800	3000
	权益产量	1680	1680	1680	1800
宁化行洛坑矿 (98.95%)	产能	3600	3600	3600	4000
	产量	2600	2700	2800	3000
	权益产量	2573	2672	2771	2969
钨精矿权益产量合计		4253	4352	4451	4769
APT产量		17000	19500	22000	22000
钨精矿需求量（按1:1.42转换）		24140	27690	31240	31240
钨精矿自给率		17.6%	15.7%	14.2%	15.3%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

(2) 废钨回收：作为原材料需求的补给点

废钨回收业务主要由海沧分公司负责，2005年其主持的“钨二次资源再生利用”项目获福建省科技进步二等奖，利用其自主研发的废钨回收处理技术使公司的年度钨处理能力达到2000吨左右，在一定程度上缓解了公司原材料自给的不足。但由于废钨外购价格与钨精矿价格密切正相关，因此废钨回收只能作为公司原材料供给的补充点，并不能从本质上解决资源保障问题。

(3) 采购：多渠道保障长期稳定供货

由于自产钨精矿和废钨回收量远不能满足公司15000-20000吨APT产量对原材料的需求，因此公司目前主要通过外购钨精矿来保障原材料的稳定供应。采购渠道有海外采购和国内采购，其中公司位于厦门出口加工区的子公司厦门嘉鹭负责海外采购业务，其进口的钨精矿冶炼加工后的产品主要用于出口。国内采购则主要来自江西、河南、云南、甘肃等钨资源大省。为了能获得持续稳定且不高于市场价格的原材料供应，公司已经与各主要钨精矿供应商建立了长期的战略合作伙伴关系，从而保证产业链中下游业务的稳定经营。

表4、公司现有的主要钨精矿采购渠道

公司名称	关联关系	标的	定价原则	交易数量	协议期限	备注
江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司	厦门三虹控股60%，三虹与厦钨都由福建冶金直接或间接控股	钨精矿	按交货月份市场平均价格确定	根据客户需求逐月议定	2013年1月至2015年12月	都昌金鼎为一家矿山开采企业，目前正在建设日处理4500吨原矿的钨选厂，预计2012年年底投入生产，未来具备持续供应钨精矿的能力
江西巨通实业有限公司	公司董事长刘同高、副总裁许火耀担任江西巨通董事，厦门三虹参股30%	钨精矿	按交货月份市场平均价格确定	根据客户需求逐月议定	2011年8月到2014年8月	江西巨通为一家矿山开采企业，目前主要进行江西武宁大湖塘钨矿的开采，该矿已探明钨储量达106万吨，是目前全球已探明储量最大的钨矿，年产钨精矿500吨左右，未来具备持续扩大供应量的能力
五矿有色金属股份有限公司	公司第二大股东	钨精矿、仲钨酸铵	按交货月份市场平均价格确定	根据客户需求逐月议定	2011年4月到2014年4月	五矿有色拥有丰富的钨矿资源，是目前国内较大的钨精矿生产供应商及仲钨酸铵等钨制品生产供应商，其母公司中国五矿已控制全国超过50%的钨矿资源
鹭翔矿业有限公司	厦门三虹全资子公司	钨精矿	按交货月份市场平均价格确定	根据客户需求逐月议定	2010年4月至2013年4月	鹭翔矿业是厦门三虹钨钼股份有限公司在卢旺达投资设立的公司，在卢旺达进行钨矿勘探及收购钨砂工作

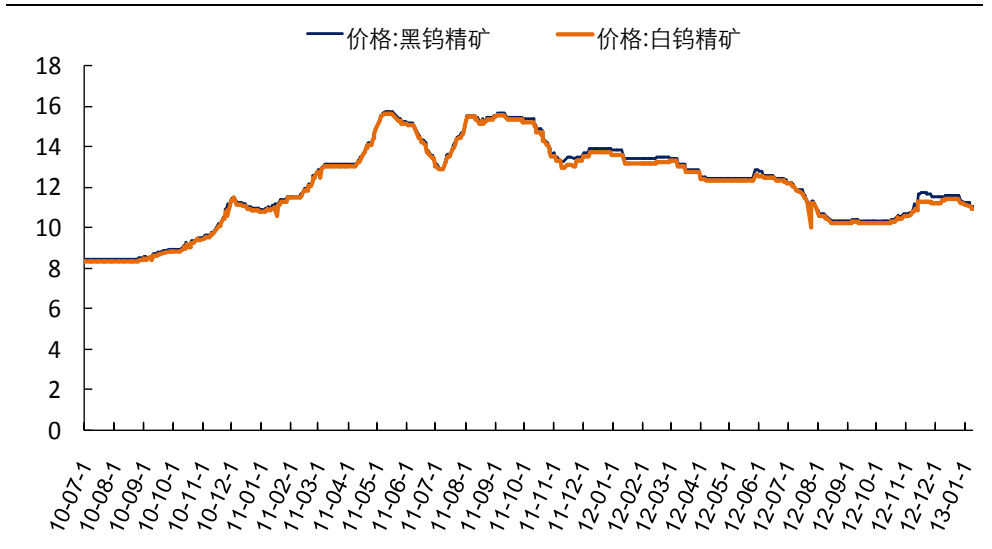
资料来源：公司公告、国海证券研究所

根据公司战略定位及大股东承诺，公司未来在资源外延式扩张方面值得期待。

(1) 间接控股股东福建冶金（控股）股份有限公司曾做出长期承诺：未来如有新的钨资源投资项目，只要项目符合上市公司投资管理规范要求及监管要求，优先由厦门钨业进行投资，还将促使兄弟公司厦门三虹将其下属矿山生产的钨精矿在同等价格下优先销售给厦门钨业。(2) 2011年4月，公司、五矿有色、厦门三虹与九江市政府及九江修水县政府签订《硬质合金项目合作协议书》，与五矿有色合资投入20亿元在九江发展钨深加工产业，与厦门三虹合资投入20亿元开发九江地区丰富的钨矿资源，以保证钨深加工所需的原料供应。2012年2月，九江找矿取得重大突破，武宁县大湖塘钨矿探明储量达106万吨，成为全球已探明最大钨矿，公司九江硬质合金项目的资源保障力度大幅提升。(3) 2011年，公司在云南设立海隅钨业有限公司(100%)，租赁已建成的5000吨APT生产线进

行改造，2012 年底已投产，公司以合约形式获得当地钨矿资源保障，未来随着下游深加工产品的扩张，不排除与云南省内地方政府合作开发当地钨矿资源的可能性。

图 9、钨精矿价格仍处低位（单位：万元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

2.3、产业链中游：冶炼产能全球第一，规模优势明显

APT 和氧化钨是钨产业链中游的冶炼产品，也是下游钨粉及进一步加工成硬质合金、钨材等深加工产品的原材料，主要由海沧分公司、嘉鹭金属和麻栗坡海隅钨业负责生产。

其中，海沧分公司是公司 APT 及氧化钨的生产主体，产能达 12000 吨，产品主要提供给厦门金鹭特种合金公司用于生产钨粉、碳化钨粉，最终生产硬质合金等深加工产品，以及提供给上海虹广、赣州虹飞、成都虹波和厦门虹鹭四家钨钼丝生产子公司（简称厦钨四虹）生产钨粉和钨钼丝材等产品。

厦门嘉鹭金属工业有限公司位于厦门出口工业区，充分享受进出口优惠政策，产品原料采购自国外，冶炼完成后主要用于出口，目前其 APT 及氧化钨产能为 5000 吨。2011 年公司在云南设立麻栗坡海隅钨业公司，租赁已建成 5000 吨 APT 生产线，以合约形式保证当地钨资源供应。

目前公司 APT 和氧化钨年产能达 22000 吨，规模世界第一。国内 APT 和氧化钨产能排名前三的还有章源钨业和江西耀升工贸发展有限公司，分别达 18000 吨和 13000 吨。国外由于钨精矿生产数量较少等原因，以 APT 为代表的冶炼企业大部分已经关闭或处于半停产状态，所需冶炼产品相当一部分从我国进口。

虽然冶炼环节相对于产业链上游资源和下游深加工产品来说利润最低，但是凭借规模优势以及公司上下游业务都有待突破的情况下，冶炼环节还是能为公司贡献一定的利润。

表 5、公司钨产业链中间冶炼产品 APT+氧化物产能世界第一

公司名称	产能情况（年）
厦门钨业	海沧分公司：APT+氧化钨 12000吨
	嘉鹭金属：APT+氧化钨 5000吨
	麻栗坡海隅钨业：APT+氧化钨 5000吨
章源钨业	APT 10000吨+氧化钨 8000吨
江西耀升工贸发展有限公司	APT 9000吨+氧化钨 4000吨
国外	大部分已经关闭或处于半停产状态，相当一部分从我国进口

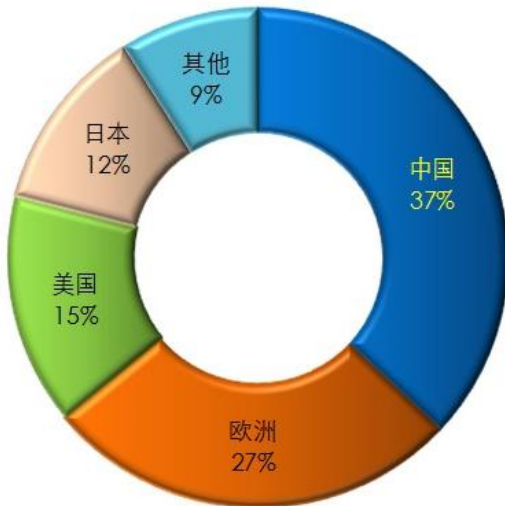
资料来源：公司公告、章源钨业招股说明书、国海证券研究所

2.4、产业链下游：硬质合金是未来业绩增长新引擎

(1) 硬质合金：高端数控切削刀具是未来发展方向

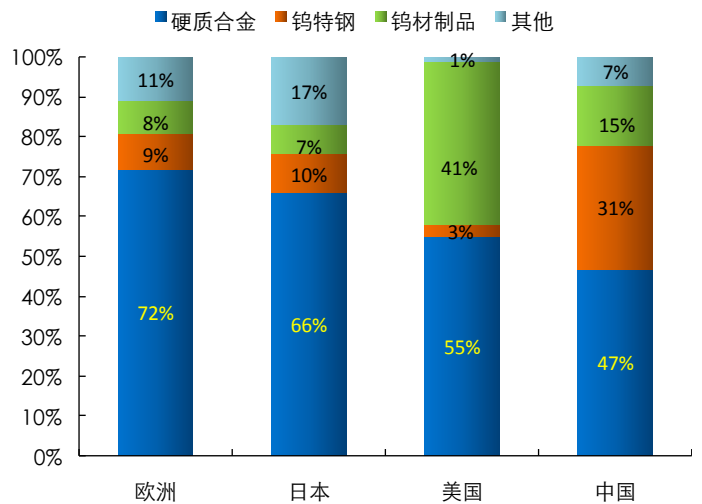
钨下游消费领域主要有硬质合金、钨特钢和钨材制品等，其中硬质合金加工与制造是目前金属钨最重要的应用领域。中国、欧洲、美国、日本是钨消费最大的四个国家，占钨消费总量比例超过 90%，其中中国占比 37%、欧洲占比 27%、美国占比 15%、日本占比 12%。对比欧、美、日三个发达国家与我国的钨消费结构可见，发达国家硬质合金占下游消费比例最高达 72%，而我国硬质合金只占 47%，可见我国硬质合金市场空间巨大。

图 10、全球各国钨消费占比



资料来源：亚洲金属网、国海证券研究所

图 11、各国钨消费结构，我国硬质合金空间大

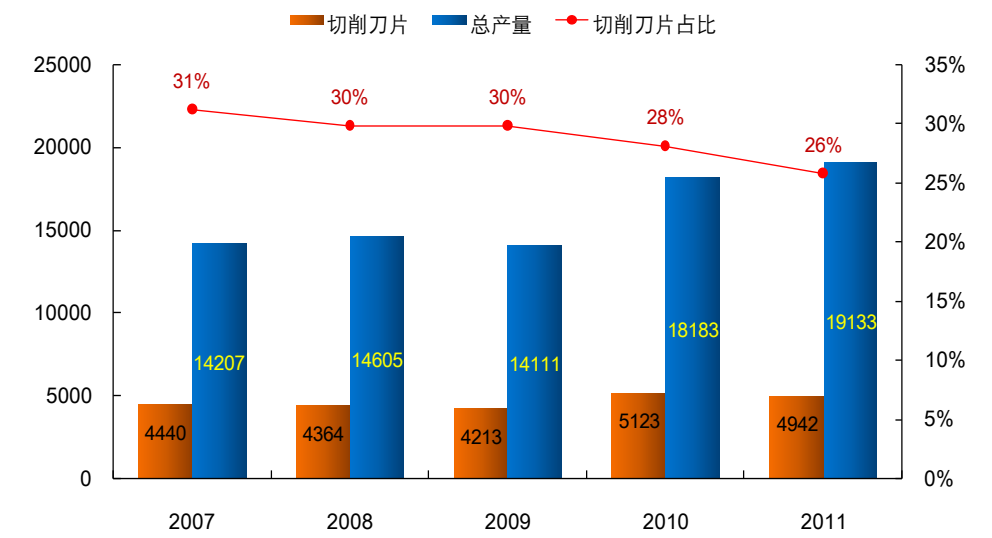


资料来源：亚洲金属网、国海证券研究所

硬质合金具有硬度大、强度高、韧性好、耐磨、耐热、耐腐蚀等一系列优良性能，被称为“工业牙齿”，广泛应用于矿业、机械、汽车、电子等多个行业。按照消费领域分类，硬质合金主要分为切削刀具、矿用工具、耐磨零件和钢结合金等，其中切削刀具是附加值和技术壁垒最高的硬质合金产品。

我国高端硬质合金刀具难以满足市场需求，发展前景广阔。我国硬质合金行业仍处于成长期，产业集中度低，近 200 家硬质合金企业中只有 4 家年产量超过 1000 吨，产品多数为低端烧结态产品，深加工高附加值高技术壁垒产品与国外硬质合金巨头瑞典山特维克（Sandvik）集团、美国肯纳金属（Kennametal）以及以色列伊斯卡（ISCAR）等公司有很大差距。据中国钨业协会统计，我国目前年产硬质合金 1.6 万吨，占全球总产量的 40% 左右，但附加值最高的硬质合金切削刀具产量仅 3000 余吨，占全球总产量的 20% 左右。从经济效益方面比较，我国硬质合金产量是日本的 2.5 倍，但硬质合金年销售收入仅为日本的 20% 左右，原因在于日本硬质合金产品中高附加值切削刀具占比高达 72%，而我国硬质合金产品结构中切削刀具仅占 26%，特别是高端硬质合金切削刀具 90% 依赖进口。因此，我国大力发展高端硬质合金是大势所趋，未来国产高端硬质合金产品替代进口的空间巨大。

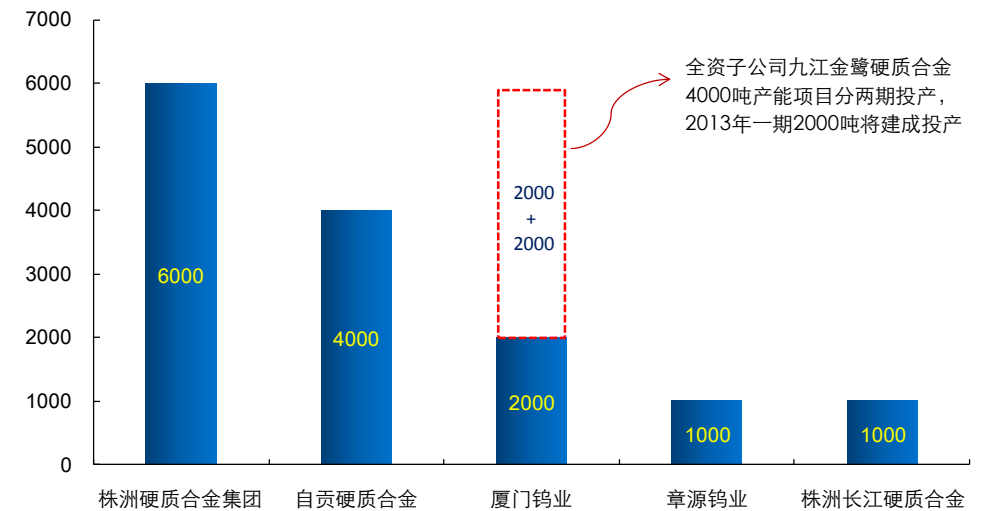
图 12、近五年我国硬质合金总产量及切削刀片占比情况（单位：吨）



资料来源：中国钨业协会硬质合金分会、国海证券研究所

公司领导层高瞻远瞩，在 2009 年就已经提出“通过硬质合金把公司做强”的战略目标。公司硬质合金产品主要由控股子公司厦门金鹭和九江金鹭负责生产。目前，硬质合金年产能为 2000 吨，仅次于株洲硬质合金集团有限公司和自贡硬质合金有限责任公司。随着将来子公司九江金鹭 4000 吨硬质合金两期项目陆续投产，公司硬质合金产能将于 2013 年扩涨至 4000 吨，达到自贡硬质合金的产能水平，二期项目完成后产能将达到 6000 吨，与株洲硬质合金集团齐平，未来对公司业绩增长的贡献值得期待。

图 13、国内硬质合金产能前五的公司（单位：吨）



资料来源：公司公告、章源钨业招股说明书、国海证券研究所

公司主要生产耐磨合金（包括合金棒材）、采掘用硬质合金、切削工具和模具材料等硬质合金工具。其中，盈利能力最强的是耐磨合金，以棒材最为突出。切削工具中，整体刀具产能为 100 万支，PCB 微型刀具产能为 500 万支，切削用数控刀片产能为 400 万支，公司以生产高端数控刀片为主，但产量较小，利润贡献比例不大。随着我国制造业向高端高效方向转型升级，作为制造业之母的机床产业对高性能数控硬质合金刀具的需求将大大增加，而据中国钨业协会统计，我国高端硬质合金切削刀具 90% 依赖进口。因此，单从市场容量来看，高端硬质合金国产化实现进口替代的空间巨大。

我们认为，未来公司硬质合金向高端领域拓展市场有两方面保障：（1）厦门金鹭的三大股东分别是产业链各端的顶级公司，为公司硬质合金发展提供强有力的原料和技术保障；（2）公司自身重视技术研发，有望在高端技术方面取得突破。

表 6、厦门金鹭三大股东情况

股东	持股比例	业务支持	备注
厦门钨业	60%	稳定的原材料供应	APT 和氧化钨产能世界第一
日本联合材料株式会社	30%	粉末产品技术支持	世界钨行业的权威企业
瑞典 SANDVIK 公司	10%	高端数控刀具技术	世界第一大刀具品牌，最大的硬质合金生产商

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 7、近年公司硬质合金深加工技术发展情况

年份	硬质合金技术研发进展及突破情况
2011年	<ul style="list-style-type: none"> ◎组建了超硬材料刀具研究所，顺利完成超硬材料刀具中试线项目建设，具备中试生产能力 ◎超硬刀具中试开发及超硬数控刀片等研究取得成效
2010年	<ul style="list-style-type: none"> ◎引进硬质合金专家主攻超硬材料刀具产品，已经开发6种数控超硬刀片、15种杆状刀具，开发9家试验用户
2009年	<ul style="list-style-type: none"> ◎成功开发并批量生产高研磨、超粗晶粒度合金用超粗碳化钨粉，使我国的粗晶粒度合金的晶粒度从3.4um，提高到7~9um，打破了高档矿用合金被国外垄断的局面； ◎开发出多种异形棒料、如带盲孔的棒料、三斜孔、四斜孔的带冷却孔的棒料等 ◎开发了低钴牌号的合金棒材，并已批量供货 ◎开发了多种超粗晶粒度矿用硬质合金、高耐磨性和高韧性矿用硬质合金、盾构机用高性能硬质合金、新型硬质合金喷焊粉等新品种，大部分产品的性能达到国际同类产品的先进水平，并取得国际高端客户的认可 ◎开发航空高速铝合金加工用立铣刀、钛合金加工用涂层立铣刀、航空增强碳纤维复合材料加工用立铣刀、铝合金加工钻铰刀、用于高硬材料和难加工材料的大螺旋角系列立铣刀等多个系列的新刀具产品，并批量供货 ◎开发铝基板加工用双刃微铣刀，以适应未来市场变化的需求 ◎开发了超细碳化铬、碳化钒及碳化钛等高档合金添加剂 ◎由厦钨国家钨材料工程技术中心牵头，在数控刀片技术上有新的突破，共开发8个牌号的合金基体并成功应用、批量生产
2008年	<ul style="list-style-type: none"> ◎实用技术“金刚石涂层镜面抛光的整体硬质合金刀具”、“TiAlCN 非金属元素线性开发变化梯度涂层的制作方法”等项发明通过国家专利审查 ◎“紫钨原位还原法超细晶硬质合金工业化制造技术”获得国家科学技术进步二等奖 ◎完成国家863计划“含稀土添加剂的0.2um晶粒硬质合金”
2007年	<ul style="list-style-type: none"> ◎“高效、高精度加工用硬质合金刀具关键技术和设备开发项目”成功申报国家科技支撑计划项目，并争取国家资金支持3587万元 ◎PCB工具产品全面系列化，产品最小从Ø0.1mm极细微钻，最大到Ø6.5mm大头钻；菱齿微铣刀径从0.6mm到3.175mm
2005年	<ul style="list-style-type: none"> ◎成功开发出超细氧化钴和超细钴粉生产新技术，使钴粉生产能耗降低50% ◎完成了合金挤压新工艺的改造，使用合金挤压产品的材质稳定性达到国外先进厂家的同等水平 ◎成功开发出Ø10/40°螺旋角双螺旋冷却孔棒材 ◎完成了细粒度喷焊粉的生产工艺及设备的改造，使产品一次合格率由60%提高到95%，生产效率提高了2.5倍，“高性能硬质合金喷焊粉”被确认为国家级重点新产品 ◎全刚石刀具涂层技术研发获得成功，切削试验结果证明，该项技术已达国际先进水平
2002年上市前	<ul style="list-style-type: none"> ◎超细晶硬质合金及其深加工全套技术

资料来源：公司公告、国海证券研究所

(2) 钨材：钨丝材巨头地位稳固

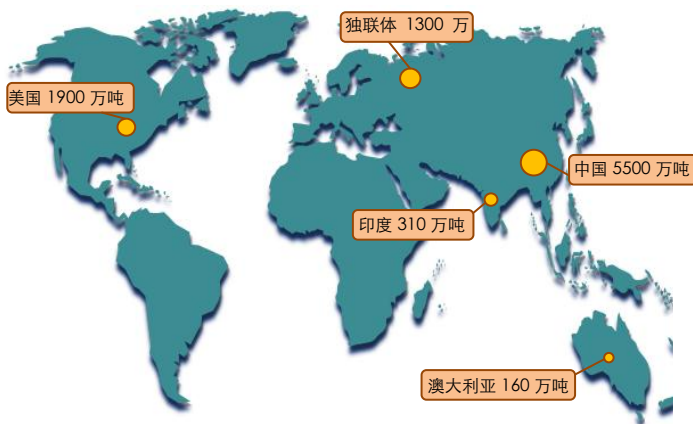
在产业链下游领域，公司还生产钨材制品，以钨丝为主，还包括钨异型件、钨焊接电极、加热子、钨管、钨坩埚等，由厦钨四虹负责生产。目前，公司拥有 2000 吨粗钨丝和 200 亿米细钨丝的产能，是全球最大的钨丝生产企业。公司细钨丝在国内市场占有率达 70%，全球市场占有率达 50%，居全球第一，拥有一定的定价权。随着全球白炽灯和传统卤粉荧光灯逐步被新一代节能灯—稀土荧光灯取代，未来钨丝的需求量和产量将逐渐减少，但短期内产量仍将保持稳定。目前，公司已经布局稀土荧光材料领域，日后取代以钨丝为代表的传统照明材料市场将共享销售渠道优势。另外，钨异形件方面，值得一提的是，2010 年公司与俄罗斯工程院院士合作，成功开发出六氟化钨新产品，并制成各种钨异形件，填补了国内这方面的空白。总体而言，目前阶段，公司在钨材领域的龙头地位稳固。

3、稀土板块：受益行业整合，稀土新贵变龙头

3.1、我国稀土资源丰富，行业整合将获定价权

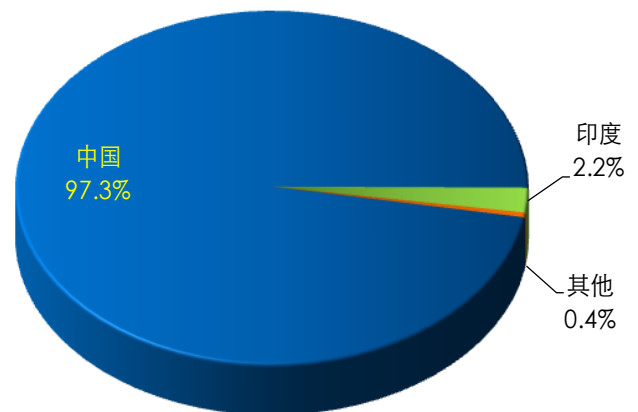
从资源分布来看，全球稀土矿主要分布在中国、独联体（主要为俄罗斯与吉尔吉斯）、美国、印度和澳大利亚等国家。据美国地质调查局 2011 年统计显示，全球稀土矿储量基础为 11000 万吨，其中我国稀土储量一家独大，占比 50%，达 5500 万吨；2011 年全球钨矿产量为 133580 吨，我国产量占比 97.3%，达 130000 吨。

图 14、我国稀土储量居世界第一（2011 年）



资料来源：USGS、国海证券研究所

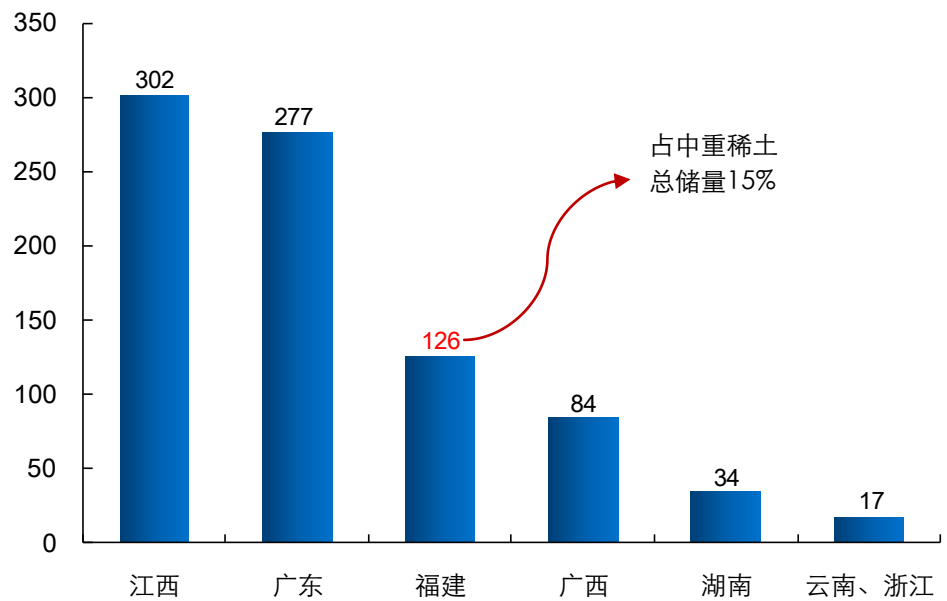
图 15、2011 年我国稀土产量居世界第一



资料来源：USGS、国海证券研究所

我国稀土矿资源分布呈现“北轻南重”的特点：北方以内蒙古的白云鄂博稀土矿为主，属于轻稀土矿，绝大部分是氟碳铈矿和独居石矿；南方以离子吸附型稀土矿为主，是花岗岩风化矿床，也是我国特有的稀土矿类型，属于中重稀土矿，主要产于江西、广东、广西、福建、湖南、浙江、云南等南方七省。目前，我国离子吸附型稀土矿查明资源储量为 840 万吨，其中福建省占比 15%，达 126 万吨。

图 16、南方七省中重稀土储量情况 (单位: 万吨)



资料来源:《有色金属科学与工程》、国海证券研究所

为了避免私挖滥采, 原材料恶性压价出口等混乱竞争造成资源严重损耗和浪费, 近年国家相继出台一系列政策从源头上控制资源的开采与出口。2011年8月7日, 国土资源部下发通知, 要求全面清理稀土探矿权和采矿权, 提高开采准入门槛, 同时严厉打击违法勘查开采和超指标开采, 全面推进稀土资源开发力度, 力争用1-2年时间, 基本形成以大型企业为主导的稀土开发格局。2012年8月6日, 工信部发布《稀土行业准入条件》, 这是我国第一次从生产规模上设置稀土准入门槛, 预计全国有20%的产能将被淘汰。2012年9月13日, 国土资源部发布的《稀土探矿权名单》和《稀土采矿权名单》显示, 全国稀土探矿权为10个, 采矿权从113个消减至67个, 消减幅度达四成, 表明稀土行业整治进入实质性阶段。截止去年, 湖南、内蒙、广东、福建、江西等稀土资源大省已经建立了省级稀土产业集团, 逐步完成省内稀土资源整合, 形成资源寡头垄断的局面, 将有助于我国稀土在国际市场上的话语权和定价权。其中, 福建省新组建的福建稀有稀土集团明确以公司为省内稀土资源整合平台, 力争在未来两年时间内将公司培育成产值超过200亿元、具有国际竞争力的全产业链稀土龙头企业。

表 8、各省组建省级稀土集团情况

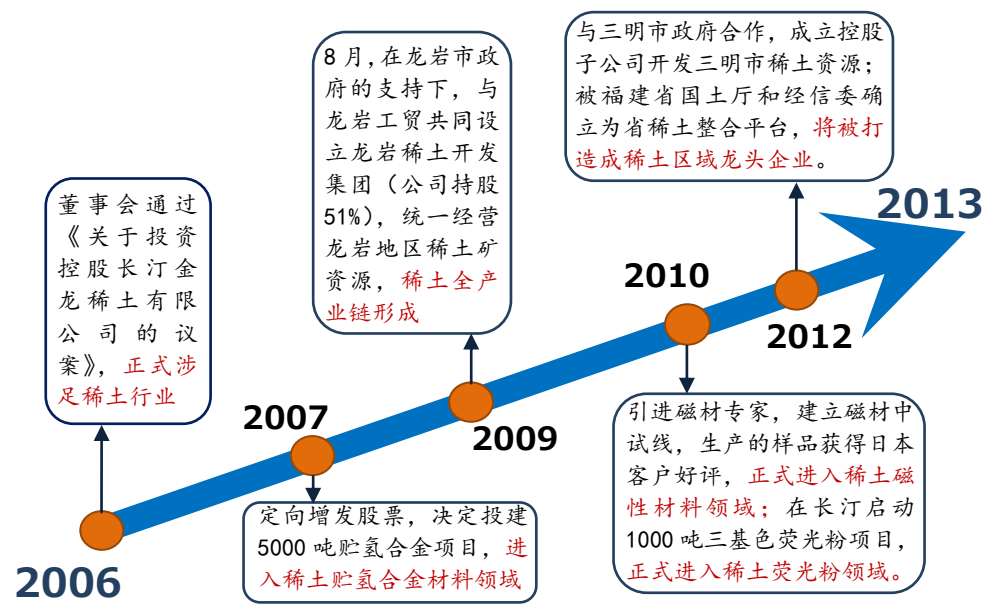
稀土集团	成立时间	核心上市企业	所属省份
广东省稀土产业集团	2012年2月27日	广晟有色	广东省
福建省稀有稀土集团	2012年7月16日	厦门钨业	福建省
湖南省稀土产业集团	2012年9月29日 (获批)	科力远	湖南省
江西稀土集团	2012年11月26日	—	江西省
北方稀土集团	2013年待定	包钢稀土	内蒙古
四川稀土集团	2011年签订协议将组建	乐山盛和 (将上市)	四川省

资料来源: 各省国土部门官网、国海证券研究所

3.2、三年打造全产业链，六年晋升区域龙头

公司于2006年底通过《关于投资控股长汀金龙稀土有限公司的议案》，开始涉足稀土冶炼分离领域，于2009年8月与龙岩工贸发展集团有限公司合资设立龙岩市稀土开发有限公司而正式形成从稀土矿开采、冶炼分离到深加工的全产业链，晋升稀土行业新贵。2012年8月6日，公司收到福建省经贸委和省国土厅联合发布的《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）》，该行动方案明确指出，福建省将组建以公司为核心的福建稀土集团公司，整合开发省内稀土资源，将公司培育成具有完整稀土产业链、具有国际竞争力的稀土龙头企业。至此，公司总共花了六年时间完成由“刚涉足稀土冶炼分离领域”到“全产业链稀土新贵”，再到“区域稀土龙头”的华丽转变。未来公司稀土业务的发展将得益于上游中重稀土资源的开发和扩张，以及下游深加工技术的突破和高端市场的拓展。**目前，公司已经拥有稀土永磁材料、稀土发光材料以及稀土贮氢合金三大核心应用领域的全产业链。**

图 17、公司稀土产业发展路径



资料来源：公司公告、国海证券研究所

3.3、产业链上游：资源整合，后劲十足

目前，全国稀土采矿证共有68本，其中福建省拥有6本。2012年以前，公司仅拥有连城县黄坊稀土矿和上杭县加庄稀土矿两本稀土采矿证，2011年获得的采矿指标只有80吨。2012年公司被确立为福建省稀土资源整合平台，在福建省政府的支持下，加快整合省内稀土资源的步伐，已获得福建省其余三本稀土采矿证，加上正在办理的国土资源部特别授予公司的另一本稀土采矿证，公司已拥有福建省所有六本稀土采矿证，2012年获得的稀土开采指标骤升至1000吨。另据1月5日国土资源部公告，福建省今年稀土第一批开采指标为1000吨。

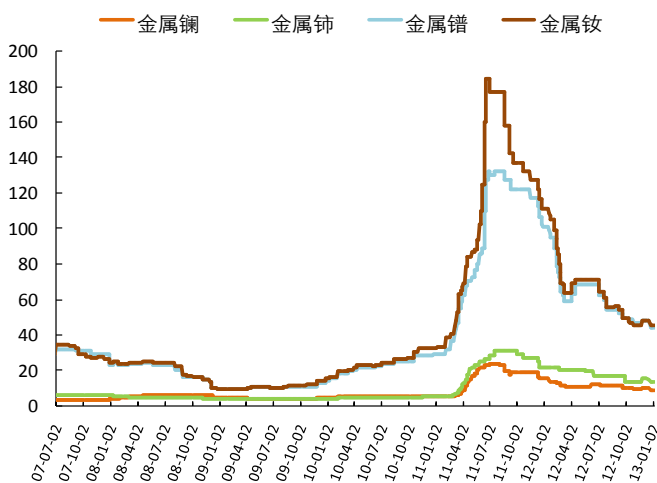
表 9、福建省稀土矿开采总量控制指标

序号	矿山企业名称	2011年 (吨)	2012年 (吨)	公司取得采矿证 时间
1	上杭县兆瑞矿产有限公司加庄稀土矿	30	10	2010年
2	连城县黄坊稀土矿	50	10	2010年
3	长汀县闽欣稀土有限公司杨梅坑稀土矿	650	230	2012年
4	连城县文坊稀土矿	40	20	2012年
5	福建省三明市稀土材料厂中山稀土矿	30	30	2012年
6	厦门钨业股份有限公司	0	700	2012年
	合计	800	1000	

资料来源：福建省国土资源厅、国海证券研究所

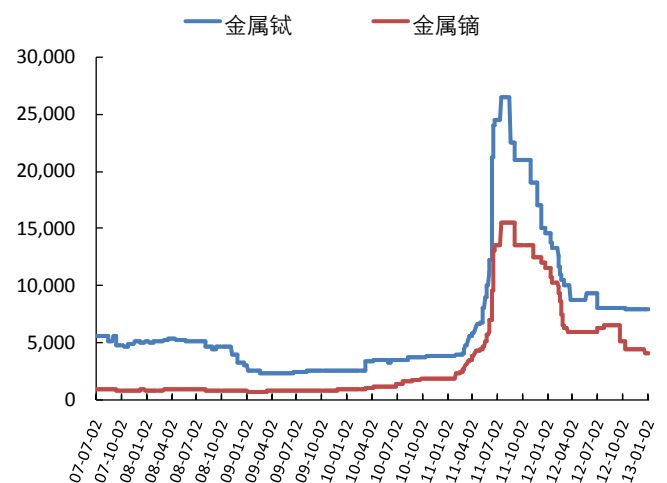
稀土资源占有量大大增加将快速提升下游高附加值深加工产品的原材料保障力，未来成本优势带动业绩增长将后劲十足。

图 18、主要轻稀土金属价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 19、主要中重稀土金属价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

3.4、产业链中游：稀土冶炼分离能力居前

稀土冶炼分离领域是公司进军稀土市场的第一步，2006 年公司收购兼并了龙岩长汀金龙稀土公司，对其冶炼分离生产线进行异地技术改造，形成了 4000 吨的冶炼分离产能。2012 年新设成立的控股子公司福建省三明金明稀土有限公司主要从事稀土分离和深加工业务，公司的稀土冶炼分离规模得到进一步提升。

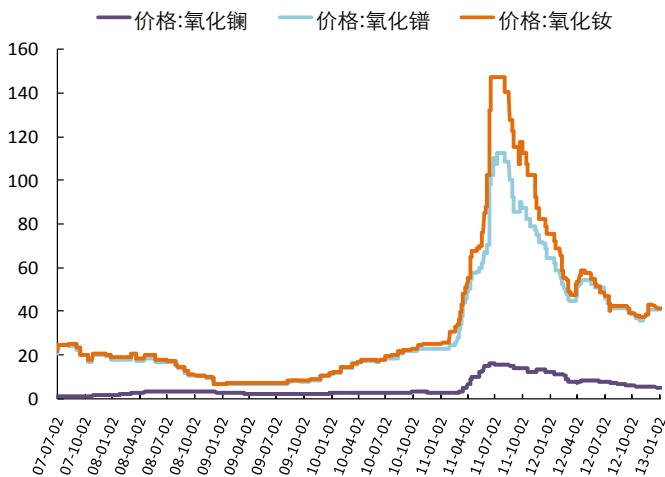
目前，公司实现了 15 种稀土元素全分离生产氧化物技术，拥有 4000 吨稀土冶炼分离产能和 2500 吨稀土金属产能。另外，2012 年公司启动了长汀金龙 6000 吨稀土特种金属及合金生产线项目，预计今年投产。随着公司自有资源和开采配额的骤升，以及大力进军深加工领域，公司稀土冶炼产能利用率将会提升，产能有望扩张。

图 20、公司主要稀土冶炼分离产品

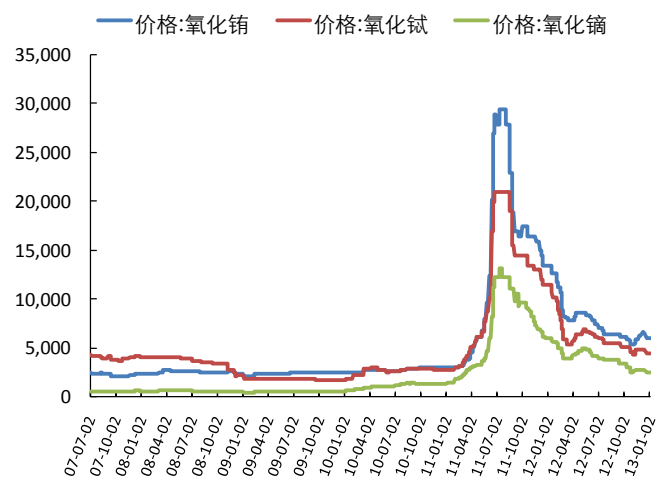


资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 21、主要轻稀土氧化物价格走势（单位：万元/吨） 图 22、主要中重稀土氧化物价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所



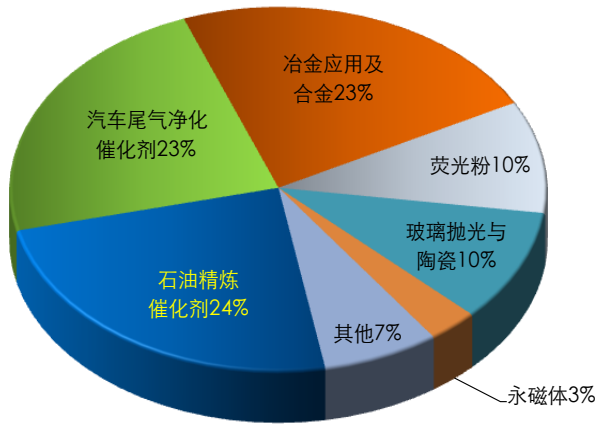
资料来源：Wind、国海证券研究所

3.5、产业链下游：稀土高端新材料领域三花竞放

稀土金属的应用分为传统领域和新材料领域，其中传统领域包括冶金、机械、玻璃陶瓷、农业及轻纺等领域，而近年发展迅速的新材料领域主要包括稀土磁性材料、稀土发光材料、稀土系贮氢合金、稀土抛光材料及稀土催化材料等领域。《新材料产业“十二五”发展规划》提出大力发展六种新材料产业，其中稀土新材料排在首位。

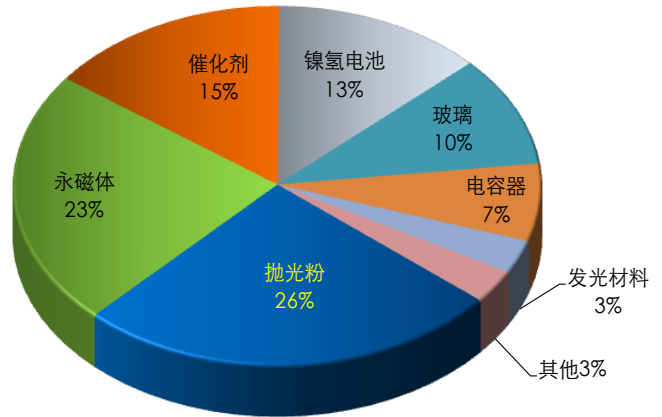
近年来，全球稀土消费主要集中在中国、日本、东南亚、美国和欧洲等国家和地区，共占全球总消费的98%以上，其中我国消费量占比50%左右。从各发达国家及我国稀土的消费结构来看，包括稀土永磁体、稀土贮氢合金材料、稀土荧光粉、稀土催化剂等在内的**稀土新材料是最大的，也是增长最快的消费领域**。2010年日本的稀土新材料消费量占稀土总消费的比例高达80%，美国的比例在70%左右。

图 23、美国稀土消费结构（2010 年）



资料来源：《有色金属工程》、国海证券研究所

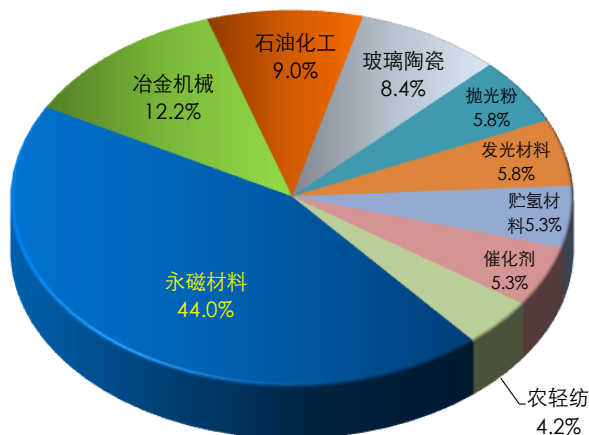
图 24、日本稀土消费结构（2010 年）



资料来源：《有色金属工程》、国海证券研究所

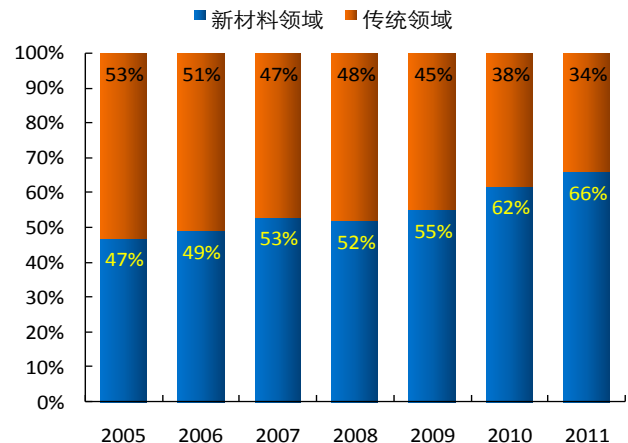
2011 年我国稀土消费量为 83110 吨，其中稀土新材料消费量为 55010 吨，占比 66.2%，而且该项比例近年来呈现不断增长的趋势。在稀土新材料中，稀土永磁材料的消费量占稀土总消费量的 44.0%，为新材料最大消费领域。

图 25、我国稀土消费结构(2011 年)



资料来源：《中国科技产业》、国海证券研究所

图 26、我国稀土新材料消费比重不断增加



资料来源：《稀土信息》、国海证券研究所

在稀土产业链下游，公司主要布局稀土永磁材料、稀土发光材料和稀土贮氢合金三大新材料领域。

表 10、公司稀土三大新材料领域产能情况（单位：吨）

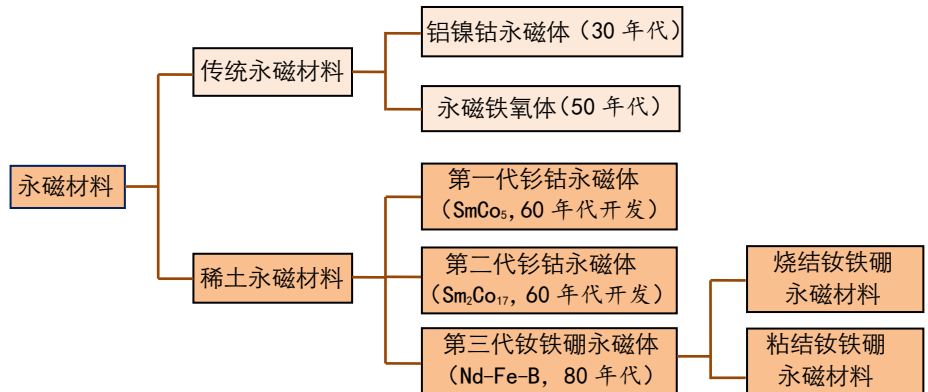
下游领域		目前产能	在建产能	合计	所属子公司
稀土磁性材料	高性能钕铁硼永磁材料		3000	3000	长汀金龙稀土有限公司
稀土发光材料	三基色荧光粉	2500	1000	3500	长汀金龙稀土有限公司、广州珠江光电材料
	PDP荧光粉、CCFL蓝绿荧光粉		400	400	长汀金龙稀土有限公司、广州珠江光电材料
稀土贮氢合金	稀土贮氢合金粉	5000		5000	海沧分公司

资料来源：公司公告、国海证券研究所

(1) 稀土永磁材料：期待 2013 年业绩释放

稀土永磁材料是以稀土金属元素与过渡族金属所形成的金属间化合物为基础的永磁材料，分为第一代钐钴（SmCo₅）永磁体、第二代钐钴（Sm₂Co₁₇）永磁体和第三代钕铁硼（Nd-Fe-B）永磁体。其中，以钕铁硼（Nd-Fe-B）永磁体为代表的稀土永磁材料是磁性能最高、应用范围最广、发展速度最快的新一代永磁材料。根据生产工艺不同，钕铁硼永磁体又可分为烧结和粘结两种，以烧结钕铁硼永磁体综合性能更优，应用更广。

图 27、永磁材料分类



资料来源：国海证券研究所整理

表 11、三代稀土永磁材料性能对比

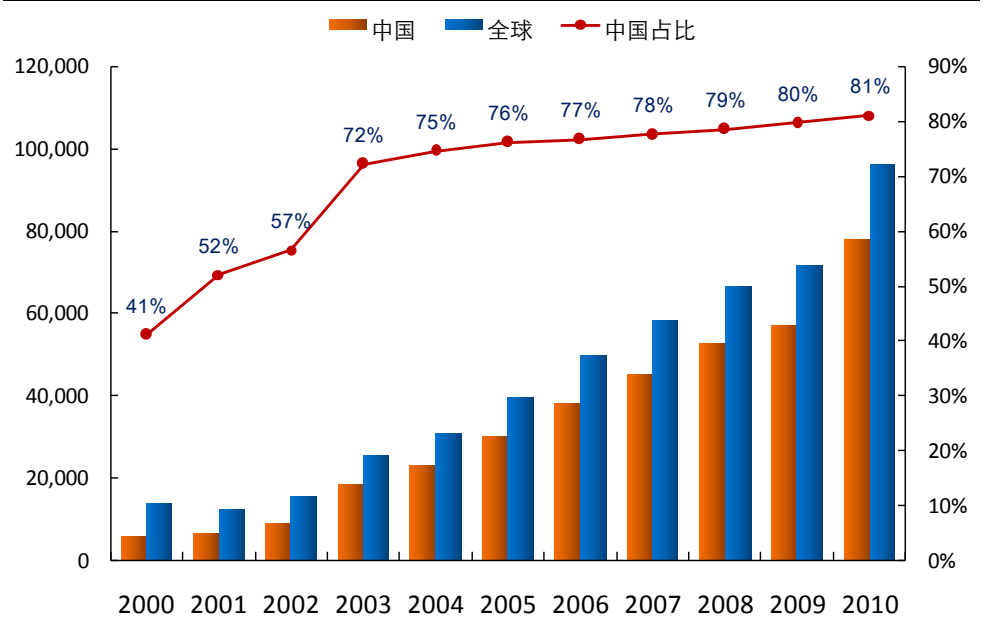
稀土永磁材料	制备方法	发明时间	特点
第一代 (SmCo ₅)	利用粉末法研制成功	1967年	主要成分为钐 (Sm)、钴 (Co)，价格昂贵，且钴属于战略物资，工业化生产及市场扩张速度受到很大影响
第二代 (Sm ₂ Co ₁₇)	利用粉末冶金法研制成功	1977年	
第三代 (Nd-Fe-B)	日本住友的佐川真人等用粉末冶金法研制成功；美国通用汽车公司以Nd ₂ Fe ₁₄ B相为基的适用磁体开发成功	1983年	理论磁能积高达64MGOe，是目前永磁材料中磁性能最高的一种

资料来源：中国磁性材料与器件行业协会、国海证券研究所

从稀土永磁产业格局来看，世界磁材产业中心正在向中国转移。美国烧结钕铁硼磁体企业于 2004 年已经全部消亡，欧洲仅存一家烧结钕铁硼企业—德国 VAC 公司（2007 年兼并了芬兰 Neorem 公司），日本主要有三家钕铁硼企业包括全球最大的钕铁硼生产企业日本 NEOMAX 公司和两家老牌磁性材料生产企业 TDK 和信越化工。其中，NEOMAX、TDK 和 Neorem 已在中国建立磁体后加工基地，德国 VAC 公司与中科三环合作，在北京成立了烧结钕铁硼合资企业三环瓦克华。目前，除了欧洲和日本，其余的烧结钕铁硼磁体生产企业全部集中在中国。

从产量方面看，我国烧结钕铁硼永磁材料产量在 2001 年开始超过日本，居世界第一，而且近年来一直保持高速增长态势，2000 年到 2010 年产量的复合增长率达 30%。2010 年，全球烧结钕铁硼永磁材料产量为 9.62 万吨，其中我国产量为 7.8 万吨，占比高达 81%，生产烧结钕铁硼永磁材料的企业已达到 130 家左右。

图 28、2000 年-2010 年我国烧结钕铁硼永磁材料产量情况（单位：吨）



资料来源：《新材料产业》、国海证券研究所

然而，我国的烧结钕铁硼永磁材料多为中低端产品。高性能的钕铁硼永磁材料在我国的起步较晚，自 2003 年投产以来，虽然增速明显，但与日本仍有较大差距。2009 年，全球高性能钕铁硼永磁材料产量为 21,726 吨，其中日本占比高达 63.7%，我国居第二，占 29.9%。

图 29、2009 年全球高性能钕铁硼材料产量情况



资料来源：中电元协磁材分会、国海证券研究所

高性能钕铁硼永磁材料的磁性能比其他永磁材料更优异，属于非标准件产品，其技术参数、形状及表面处理方式一般根据下游应用领域实际需求而定，需要生产厂家有较高的研发设计能力。同时，产品的磁性能指标及一致性等方面要求较高，制造工艺复杂，具有较高的技术门槛。长期以来，高端应用领域被国外先进企业（主要是日本的日立 NEOMAX 和美国的麦格昆磁）垄断，尤其是**国际市场，受到专利的限制，国内企业无法与国际先进企业形成竞争。**

表 12、国外先进企业高性能钕铁硼基本成分专利到期时间表

主要成分专利	专利到期时间		
	日本	美国	欧洲
RE-Fe-B基本成分（日立NEOMAX）	2003	2003	2003
RE-Fe, Co-B成分（日立NEOMAX）	2008	2003	2007
Nd, Dy-Fe, Co-B成分（日立NEOMAX）	2003	2010	2003
RE-Fe-B化合物（日立NEOMAX）	2003	2014	—
RE-Fe, Co-B化合物（日立NEOMAX）	2003	2014	—
RE-Fe-B基本成分（麦格昆磁）	2003	2006	2004
含有Co（麦格昆磁）	2004	2012	—

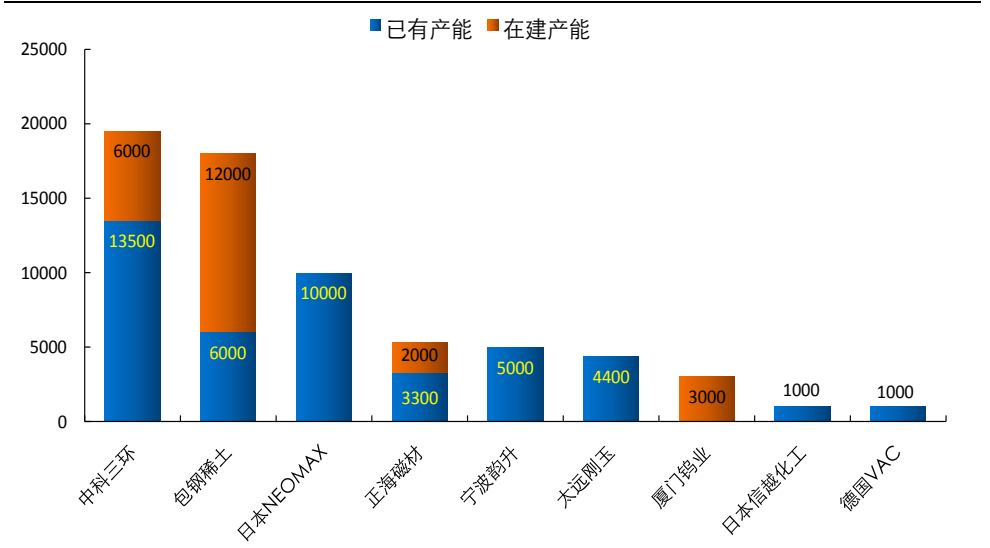
资料来源：中国磁性材料与器件行业协会、国海证券研究所

由上表可知，到 2014 年两大公司的基本成分专利将全部到期。专利到期后，我国钕铁硼永磁材料生产企业将有机会全面进军国际市场。

公司在高性能钕铁硼永磁材料领域的发展稳固扎实，于 2010 年引进磁性材料专家，建立磁性材料中试线，按照其技术和专利生产的样品获得日本客户好评，2011 年与日本爱知等合资成立苏州爱知高斯电机公司（参股 25%）生产新能源汽车电机，使公司磁材技术水平迅速提升，同时又组建了磁性材料研究所，成功开发出

高性能钕铁硼稀土永磁材料。目前，子公司长汀金龙正在进行 3000 吨高性能钕铁硼永磁材料项目建设，于 2012 年一季度开始试生产，预计 2013 年将对公司业绩作出贡献，在建产能位居全球第七位。

图 30、公司烧结钕铁硼永磁材料产能世界领先（单位：吨）



资料来源：《新材料产业》、国海证券研究所

未来，公司在高性能钕铁硼永磁材料领域的竞争力突出，主要有两个优势：(1) 资源保障力骤升带来的原材料成本优势；(2) 引进磁材专家，并与日本先进企业合作进军钕铁硼永磁体高端市场等举措将快速推动公司高端技术发展及突破。随着 2014 年国际被专利封锁的高性能钕铁硼市场全面放开，公司作为国内产能靠前，科研实力突出，并受到福建省政府强力支持的区域稀土龙头企业将非常有发展前景。

(2) 稀土发光材料：稀土荧光节能灯替代传统白炽灯带来机会

稀土发光材料是指利用稀土元素独特的电子层结构、采用不同激发方式使其发光的稀土功能材料，俗称稀土荧光粉，目前已形成三大主流产品：节能灯用稀土发光材料、显示器用稀土发光材料和特种光源用稀土发光材料。其中，节能灯用稀土发光材料是稀土发光材料行业发展最为成熟的应用领域，我国从 20 世纪 80 年代起步，经历 30 年的发展在该领域的整体技术水平及产业规模已位居世界前列。据全国稀土荧光粉、灯协作网数据统计，2009 年我国节能灯用发光稀土材料产量 6184 吨，占全球节能灯用稀土发光材料总产量的 70% 以上，占我国稀土发光材料行业总产量的 84.92%，而市场需求方面，2009 年节能灯用稀土发光材料的需求量占我国稀土发光材料总需求比例超过 70%。受益国家节能减排战略的实施、国民节能环保意识的不断加强以及近年稀土原材料出口控制导致国外厂家生产原材料成本提高转而生产高端新兴领域发光材料等因素，我国在节能灯稀土发光材料领域的优势明显，市场占有率不断提升。


表 13、稀土发光材料的主要应用领域（2009 年）

应用领域		应用产品	占稀土发光材料市场总需求比例	备注
节能灯生产行业		稀土荧光灯	74.13%	—
新兴领域	显示显像器材生产行业	彩色显像管	2.02%	传统CRT
		用CCFL（冷阴极荧光管）作背光源的液晶显示器	9.20%	平板显示
		用LED（发光二极管）作背光源的液晶显示器	0.09%	
		等离子显示屏	3.96%	
	特种光源生产行业	无极灯	2.17%	—
		全光谱照明灯具		—
		白光LED固态光源		—
		促进植物生长灯具		—
紫外线灯具		—		
稀土长余辉（夜光）灯具		如防灾残光灯		
稀土长余辉（夜光）标示	8.42%	如道路显示牌		

资料来源：全国稀土荧光粉灯、灯协作网、国海证券研究所

由于稀土节能灯相对白炽灯及传统卤粉荧光灯而言，在光效和寿命等方面的卓越性能优势，在全球应对气候变化及能源紧张的背景下，多个国家或地区先后推出禁止使用白炽灯，推广使用节能灯计划。目前，全球白炽灯、卤粉荧光灯和节能灯的应用比例约为 4:3:1，我国约为 8:9:1。2011 年 11 月，我国正式发布淘汰白炽灯路线图，于 2012 年 10 月开始逐步淘汰白炽灯，未来稀土节能灯替代白炽灯及卤粉荧光灯的市场空间巨大。

表 14、稀土荧光灯与白炽灯及传统卤粉荧光灯性能比较

类别	产品举例	产品类别	放光材料	发光原理	功率 (W)	光效 (lm/W)	平均寿命 (h)	价格 (元/kLm)
白炽灯			灯丝	电流通过灯丝时产生热量，热辐射产生可见光	<500	6~12	<1000	5
荧光灯	卤粉荧光灯	T9 - T12 直管型荧光灯；部分T9直管型荧光灯和环形荧光灯	卤粉荧光粉	电子汞原子所生产的紫外线激发荧光粉发光	<500	60~80	2000-3000	15
	稀土荧光灯（节能灯）	紧凑型荧光灯、T4、T5直管型荧光灯；部分T9直管型荧光灯和环形荧光灯	稀土发光材料		<500	80~120	>10000	20

资料来源：全国稀土荧光粉、灯协作网、国海证券研究所

目前，国内节能灯用稀土发光材料生产企业约 40 家，其中多数为自主研发能力薄弱、无规模化生产能力、在中低端市场以价格战激烈竞争的中小企业。随着产业升级的不断加快，中低端市场将不断萎缩，行业内将呈现寡头垄断的局面。

表 15、国内外稀土发光材料行业的主要竞争公司情况

企业名称	企业介绍
日亚化学工业株式会社 (Nichia)	全球领先的稀土发光材料制造商，1980年开发出磷酸盐系稀土发光材料，应用于节能照明领域，目前占有了平板显示和LED用稀土发光材料的较大市场份额。2001年设立上海日亚电子化学有限公司，从事在华销售的业务。
陕西彩虹荧光材料有限公司	陕西彩虹荧光材料有限公司是香港上市公司彩虹集团电子股份有限公司子公司，是我国较早从事彩电用稀土发光材料生产的企业，2010年稀土发光材料产量约1200多吨。
衢州奥仕特照明有限公司	地处衢州市经济开发区，产品通过欧盟环保认证(RoHs认证)及美国埃维尔ISO9001:2008质量管理体系认证。近年开始进行多元化经营，进入下游相关行业。
江苏天彩科技材料有限公司	成立于2000年9月，专门从事稀土发光材料研发、生产和销售，具备1200吨三基色荧光粉产能。
杭州大明荧光材料有限公司	国家级高新技术企业，拥有省级稀土发光材料研发中心，已通过ISO9001:2000版国际质量保证体系，通过ISO14000国际环境管理体系认证，通过ISO18000健康安全认证。
包钢稀土	成立立包钢天彩(靖江)科技有限公司，在建4000吨节能灯用稀土三基色荧光粉产能项目。预计2014年投产。

资料来源：科恒股份招股说明书、国海证券研究所

2010年公司在长汀启动1000吨稀土三基色荧光粉生产线项目，2012年底投产。2011年公司购并了日本三菱化学稀土荧光粉事业部，将其在日本本土的工厂和其在广州的工厂(珠江光电)以及生产技术、专利等全部买下，使公司的稀土荧光粉生产一步提升至国际先进水平，形成年产1500吨稀土三基色荧光粉产能。因此，公司目前的稀土三基色荧光粉产能达到2500吨，加上去年新增1000吨高性能发光材料项目建设，预计今年产能将提升至3500吨，处于行业前列。另外，长汀金龙正在推进的400吨我国紧缺的背光源用PDP荧光粉、CCFL蓝绿荧光粉生产线技改项目也将于今年投产，为公司进军稀土发光材料新兴高附加值领域，参与国际高端市场竞争做足准备。

未来，公司在稀土发光材料领域的竞争力突出，主要归纳为两点：(1)资源保障带来的成本优势(稀土三基色荧光粉的原料主要为钇、铕、铽等中重稀土元素，公司具有资源优势)；(2)随着各国白炽灯淘汰计划的实施，稀土荧光灯将有广阔发展空间，公司利用资源和先进技术进行国内和国际市场拓展机会大，期待未来的业绩贡献。

(3) 稀土贮氢合金：新能源节能汽车带来行业发展大好机遇

贮氢合金是指在一定温度和氢气压力下，能可逆的大量吸收、贮存和释放氢气的金属间化合物，可分为稀土系、钛系、锆系和镁系四大系列。稀土系贮氢合金由于反应速度快、贮氢量大、滞后效应和反应热效应小、平台压力低而平直、活化容易等优越性能，被广泛应用于国民经济中冶金、石油化工、光学、磁学、电子、生物医疗、原子能工业等30多个行业领域，其中最主要的应用领域是高性能充电电池(二次电池)——镍氢电池。

镍氢电池具有能量密度高、循环寿命长、动力性能良好、环境友好和安全性好等优点，广泛应用于新能源汽车、储能电站和风光互补发电系统、电动工具等领域。近年，在全球发展低碳经济，倡导节能减排的背景下，世界各国高度重视新能源节能汽车产业的发展，主要汽车生产国推出了一系列政策鼓励该产业的发展。

表 16、各国推出大力发展新能源汽车政策

国家	新能源汽车推广政策
美国	《美国清洁能源与安全法案》提出：到2015年新能源与节能汽车产能达到每年100万辆的规模。
日本	日本《建设低碳社会行动计划》提出：到2020年日本一半的新车为电动汽车等新一代汽车的目标。
中国	2011年底，在国家工信部牵头制定的《节能与新能源汽车发展规划中（2011年至2020年）》明确指出，到2015年，我国插电式混合动力汽车和纯电动汽车市场保有量达到50万辆以上；中、重度混合动力乘用车保有量达到100万辆。“十五”、“十一五”期间，我国“863”新能源与节能汽车重大专项已投入近20亿元资金，用于新能源与节能汽车及动力电池等器件的开发。计划进一步投入100亿元支持新能源汽车及关键零部件产业化。

资料来源：《稀土信息》、国海证券研究所

由于新能源节能汽车对电池比功率、比能量及大倍率充放电等性能的高要求，目前只有镍氢电池和锂电池比较符合，虽然锂离子电池比镍氢电池的综合性能要好，但存在安全、高低温性能差和大电流充放电性能改进等问题，据 USABC 和日本公司综合比较和论证各种电池的安全性、可靠性、电池性能发展趋势以及资源环境问题，认为近、中期动力电池的首选是镍氢电池。现有新能源节能车电池 99% 的市场份额是镍氢动力电池，商业化的代表是日本的普锐斯。

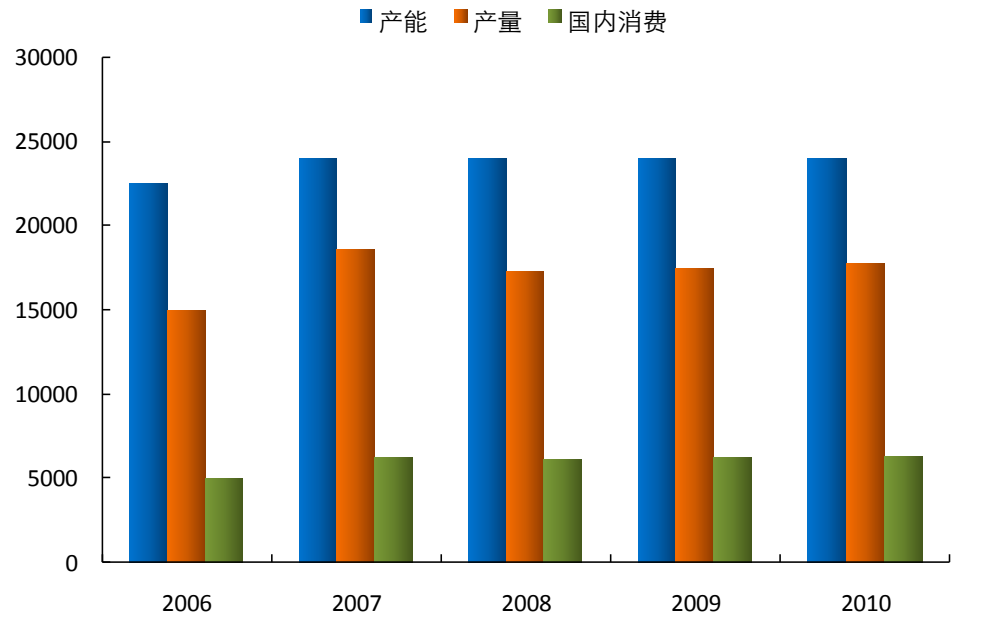
表 17、各类动力电池性能对比

电池类型	质量比能量 (Wh·kg ⁻¹)	质量比功率 (W·kg ⁻¹)	循环次数 (次)
铅酸电池	33	130	400-500
镍镉电池	45	>500	500
镍氢电池	40-60	550-1350	>1000
锂离子电池	100	>1300	>1000

资料来源：中国知网、国海证券研究所

因此，各国大力发展新能源节能汽车无疑将为镍氢动力电池带来广阔的发展空间，而作为镍氢电池负极材料的稀土贮氢合金也有望在需求大力带动下，改善产能过剩问题，并迎来产业的新发展。

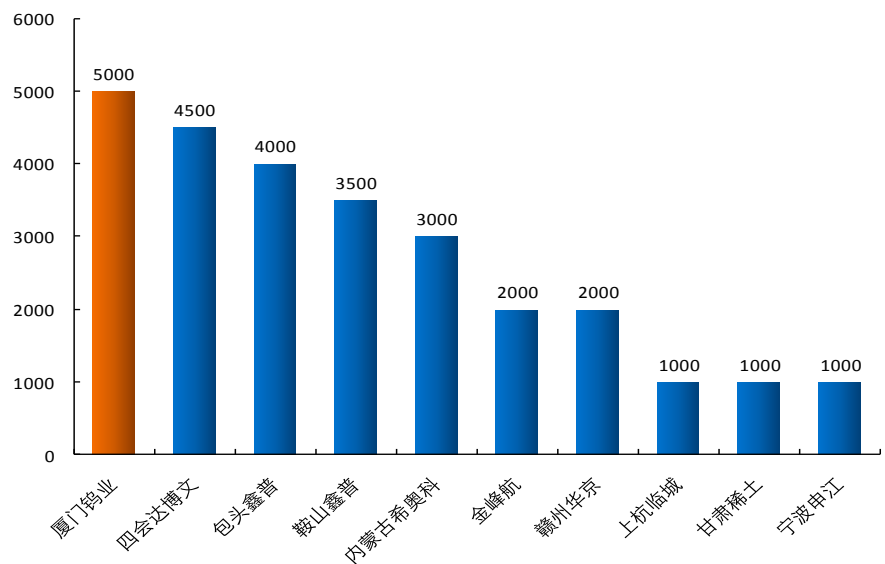
图 31、2006 年-2010 年我国稀土贮氢合金产能、产量及消费情况 (单位: 吨)



资料来源:《稀土信息》、国海证券研究所

2002 年, 公司看到绿色能源材料的前景, 引进北京有色研究总院国家 863 计划攻关项目—贮氢合金生产技术, 后引进日本甩带式真空熔炼炉在全球首次用于贮氢合金生产获得成功, 并通过对日本先进设备的消化、吸收和再创新生产出多种牌号规格的产品, 满足不同客户的需要。2011 年, 公司贮氢合金产能达到 5000 吨, 居国内第一, 市场份额占到国内市场的 1/3 以上, 且市场占有率连续三年居国内第一, 成为国内最大的稀土贮氢合金生产供应商。

图 32、国内稀土贮氢合金产能前十名公司 (单位: 吨)



资料来源:《稀土信息》、国海证券研究所

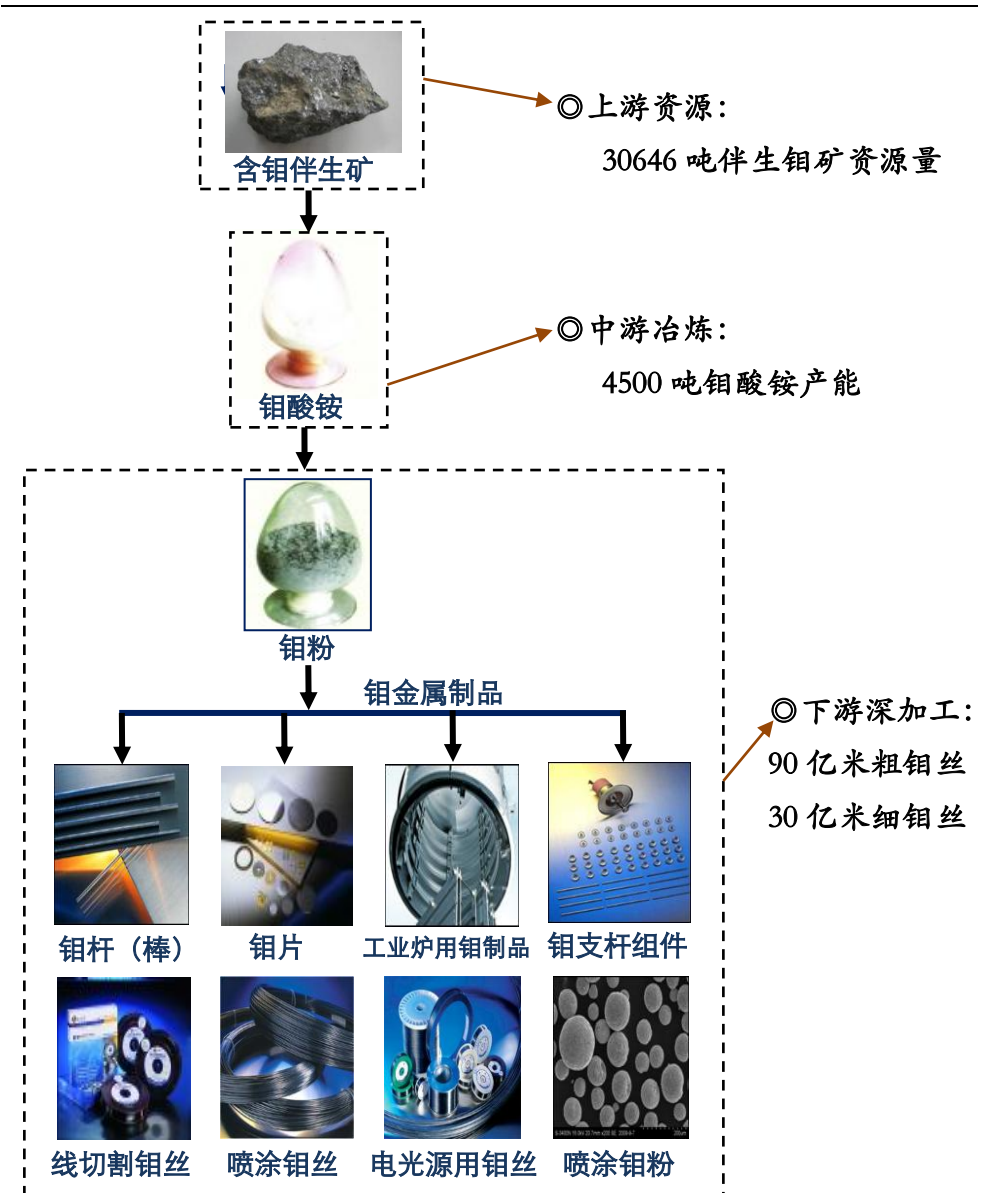
未来, 作为稀土贮氢合金产业的龙头企业, 公司将充分发挥资源和技术的双重优势, 受益于国家大力发展新能源节能汽车政策带来的广阔市场机会。

4、其他板块：钼、锂电池材料和房地产稳步发展

4.1、钼板块：国内五大钼全产业链上市公司之一

公司是国内拥有钼全产业链的五大上市公司（另外四个为湖南有色、金钼股份、洛阳钼业和新华龙）之一，其产业链上游拥有宁化行洛坑钨矿伴生含钼矿资源，含钼矿石品位在 0.023% 以上，钼金属储量为 30646 吨。2008 年海沧分公司完成二段液除钼和钼回收技术攻关，增强了流程对含钼矿石原料的适应性。产业链中游钼酸铵等化工品近年的出口配额居国内第六，成都虹钼拥有 4500 吨钼酸铵产能，居国内前列。产业链下游专注于钼金属制品领域，近年出口配额居国内第五，其中钼丝材是公司的优势产品，与钨丝产品一起产销量占全国 60% 以上，目前粗钼丝产能达 90 亿米，细钼丝产能达 30 亿米。

图 33、公司钼产业链情况



资料来源：公司官网、国海证券研究所

表 18、钼化工产品出口配额情况 (单位: 吨)

序号	公司名称	2012年总配额数量	2013年第一批配额数量
1	金堆城钼业股份有限公司	1742	1044
2	江苏光明新材料有限公司	613	378
3	中国中化集团公司	392	235
4	泰州市万鑫钨钼制品有限公司	311	189
5	锦州新华龙钼业股份有限公司	239	145
6	成都虹波实业股份有限公司	168	93
7	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	153	86
8	安徽省池州泰达冶金有限公司	90	57
9	天津四方化工有限公司	83	47
10	泉州敬泰实业有限公司	68	42

资料来源: 商务部公告、国海证券研究所

表 19、钼金属制品出口配额情况 (单位: 吨)

序号	公司名称	2012年总配额数量	2013年第一批配额数量
1	金堆城钼业股份有限公司	2256	1354
2	江苏瑞丰行金属有限公司	375	225
3	泰州市万鑫钨钼制品有限公司	193	115
4	江苏峰峰钨钼制品股份有限公司	190	114
5	成都虹波实业股份有限公司	157	95
6	洛阳高科钨钼材料有限公司	123	73
7	姜堰市光明化工厂	118	71
8	泉州敬泰实业有限公司	101	64
9	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	86	52
10	自贡硬质合金贸易有限责任公司	41	24

资料来源: 商务部公告、国海证券研究所

未来, 公司在以钨为主业, 并大力打造稀土王国的战略布局下, 对钼业务的定位是巩固并拓展钼金属制品市场地位, 以取得稳定发展。

4.2、电池材料板块：十年耕耘，产销前三

公司于 2003 年开始生产锂电池正极材料，经过十年的耕耘现已成为国内电池行业重点企业，拥有 6000 吨各种锂离子正极材料产能，产销量居国内前三位，其中钴酸锂和锰酸锂是主打产品，产能已达 5000 吨。另外，已完成年产 5000 吨多元材料（锂离子正极新型材料）生产线扩建，预计 2013 年将投产。

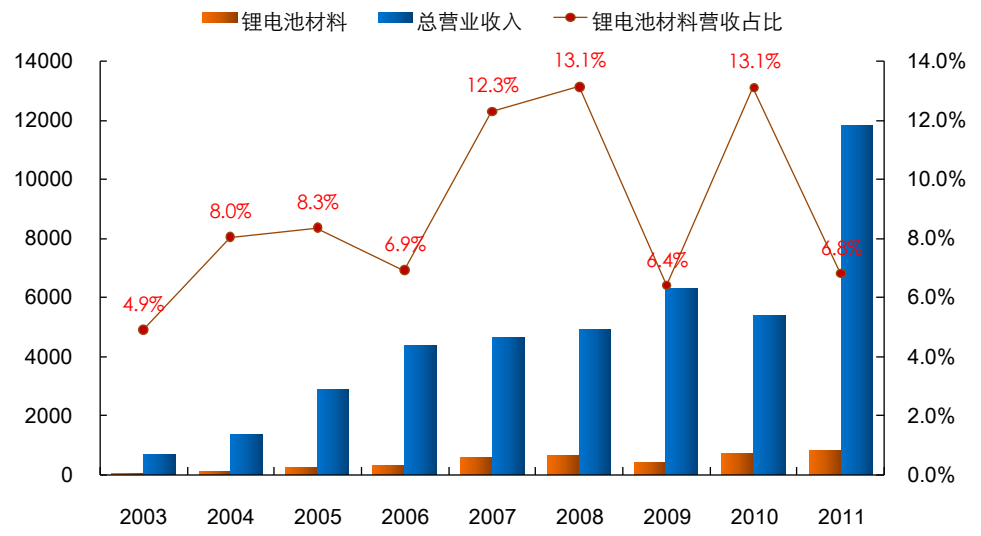
图 34、公司主要锂电池正极材料产品情况



资料来源：公司官网、国海证券研究所

与稀土贮氢合金为原料生产的镍氢电池相比，锂电池具有工作电压高，能量比高，自放电小，无记忆效应、体积小、质量轻等卓越性能，广泛应用于手机、数码相机、手提电脑等便携式高端电子产品及矿灯，约占锂离子全部消费量的 90%。而目前开发的大容量锂离子电池已在电动汽车中开始试用，但由于价格高昂和技术瓶颈（如高低温性能差、大电流充放电性能改进）等问题还未规模化生产。未来，随着技术发展及规模化生产带来一定程度的成本降低，锂电池将在新能源节能汽车特别是混合动力车领域有不错的应用前景，公司专注锂电池正极材料也将从中获益。

图 35、2003 年-2011 年公司锂电池正极材料营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

4.3、房地产板块：阶段性的利润贡献点

“以房地产为一个时期的利润增长点”是公司对于房地产业务板块的战略定位，该板块的经营主体是公司控股 60% 的厦门滕王阁房地产开发公司，是厦门市十大房地产公司之一，在厦门、漳州、东山、泸州、重庆、成都、都江堰等地设有 9 家子公司并控制厦门海峡国际社区合作项目。目前，在售项目有“泸州市府花园”、“成都鹭岛国际社区”和“厦门海峡国际社区”，另外，有两个储备项目尚处于规划阶段，即四川都江堰 100 亩土地和福建漳州地区 650 亩土地，预计 2014 之后开始贡献利润。

表 20、公司房地产业务预收账款情况（截至 2012 年 6 月 30 日，单位：万元）

项目名称	期末数	预计竣工时间	预售（销售）比例
泸州市府花园	16.06	2003年4月	75.00%
成都鹭岛国际三期	1050.91	2009年12月	93.94%
成都鹭岛国际四期	762.09	2012年6月	99.27%
成都鹭岛国际四期写字楼	1773.31	2011年12月	57.10%
厦门海峡国际社区预收一期车位款	276.3	2009年12月	34.00%
厦门海峡国际社区二期高层项目	6250.63	2011年5月	97.00%
厦门海峡国际社区预收三期住宅	81683.31	2013年12月	56%
预收租金	465.18	—	—
物业公司预收款	1354.74	—	—
合计	93632.53	—	—

资料来源：2012 年半年报、国海证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1 关键假设

根据调研的信息以及对行业的判断,我们对公司分业务分产品进行产能、产量和价格预测,并在此基础上对2012至2014年公司盈利进行测算。

表 21、公司主要产品产能及产量预测 (单位:吨)

业务板块	细分产品	指标	2011A	2012E	2013E	2014E
钨产业链	钨精矿	产能	9600	9600	9600	9600
		产量	5400	5500	5600	5700
	APT	产能	17000	22000	22000	22000
		产量	17000	19500	22000	22000
	钨粉	产能	7500	7500	10500	10500
		产量	6000	6000	9000	9000
	碳化钨粉	产能	5000	5000	7500	7500
		产量	4000	4000	7000	7000
	硬质合金	产能	2000	2000	4000	6000
		产量	2200	2200	4000	5000
	粗钨丝	产能	2000	2000	2000	2000
		产量	1000	1000	1000	1000
	细钨丝 (亿米)	产能	200	200	200	200
		产量	150	150	150	150
稀土产业链	稀土矿	产量	80	1000	1500	1500
		产能	4000	4000	6000	6000
	稀土分离产品	产量	3000	4000	6000	6000
		产能	—	3000	3000	3000
	永磁材料	产量	—	1500	3000	3000
		产能	1800	2900	2900	3900
	发光材料	产量	300	800	1500	2500
		产能	5000	5000	5000	5000
贮氢合金	产量	3500	3500	3500	4000	
	产能	—	2500	5000	5000	
锂电池材料	三元材料	产量	—	1000	3000	3500
		产能	—	—	—	—

资料来源:公司公告、国海证券研究所(注:红色代表产能增加节点)

表 22、公司主要产品价格预测（单位：万元/吨）

业务板块	细分产品	指标	2011A	2012E	2013E	2014E
钨产业链	钨精矿	均价	13.5	12	12.5	14
	APT	均价	21.5	18.5	19	20
	钨粉	均价	36.5	40	40	41
	碳化钨粉	均价	33	34	34	35
	硬质合金	均价	100	96	98	100
	粗钨丝	均价	48	45	46	48
稀土产业链	氧化钕	均价	88.5	48.5	49	55
	氧化镨	均价	70	46	47	50
	永磁材料	均价	64	60	63	66
	发光材料	均价	77	75	75	76
	贮氢合金	均价	21	20	20	21
锂电池材料	三元材料	均价	30	30	30	30

资料来源：Wind、国海证券研究所

5.2 预测结果与估值

根据以上关键假设，我们测算出公司 2013 至 2015 年的 EPS 分别为 1.15、1.42 和 1.58 元/股，对应动态 PE 为 34.2 倍、27.7 倍和 24.9 倍。鉴于公司在钨下游高端硬质合金领域、稀土产业链上游资源和下游稀土新材料领域以及锂电池三元材料领域突破在即，将显著增厚公司业绩，具有长期成长性，给予“增持”评级。

6、风险提示

- (1) 宏观经济增长乏力，影响公司钨和稀土等主业的下游需求；
- (2) 原材料价格波动对公司业绩带来影响；
- (3) 高端硬质合金及稀土新材料在建产能投产慢于预期，拖延业绩贡献时间；
- (4) 钨和稀土深加工技术壁垒难以快速突破，高端市场竞争激烈

表 23、公司三大报表预测

证券代码:	600549.sh				股票价格:	39.29	投资评级:	增持		日期:	2013/2/4
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E		
盈利能力					每股指标						
ROE	9%	13%	15%	16%	EPS	0.77	1.15	1.42	1.58		
毛利率	25%	26%	25%	23%	BVPS	5.65	5.67	5.69	5.72		
期间费率	13%	12%	12%	11%	估值						
销售净利率	6%	7%	7%	6%	P/E	51.18	34.27	27.73	24.90		
成长能力					P/B	6.96	6.93	6.90	6.87		
收入增长率	-26%	27%	31%	30%	P/S	3.03	2.38	1.82	1.40		
利润增长率	-49%	49%	24%	11%							
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E		
总资产周转率	0.68	0.75	0.86	0.99	营业收入	8835	11255	14691	19098		
应收账款周转率	5.49	5.49	5.49	5.49	营业成本	6618	8280	10986	14727		
存货周转率	1.30	1.30	1.40	1.52	营业税金及附加	187	238	310	403		
偿债能力					销售费用	143	182	237	308		
资产负债率	57%	60%	62%	64%	管理费用	590	751	981	1275		
流动比	1.13	1.09	1.11	1.11	财务费用	273	207	203	188		
速动比	0.39	0.31	0.30	0.26	其他费用/(-收入)	(19)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业利润	1016	1597	1973	2197		
现金及现金等价物	719	98	(384)	(1305)	营业外净收支	53	0	0	0		
应收款项	1610	2052	2678	3481	利润总额	1069	1597	1973	2197		
存货净额	5089	6550	8068	9977	所得税费用	303	453	560	624		
其他流动资产	392	499	651	847	净利润	766	1144	1413	1574		
流动资产合计	7810	9198	11012	12999	少数股东损益	242	362	447	498		
固定资产	3189	3490	3621	3809	归属于母公司净利润	524	782	966	1076		
在建工程	812	1072	1112	1182	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E		
无形资产及其他	264	264	237	211	经营活动现金流	0	(1483)	(1655)	(2453)		
长期股权投资	228	228	228	228	净利润	766	1144	1413	1574		
资产总计	13087	15036	16995	19213	少数股东权益	242	362	447	498		
短期借款	1934	2184	2084	1784	折旧摊销	0	345	375	386		
应付款项	1102	1232	1789	2396	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	1546	2741	3779	5174	营运资金变动	(1008)	(3333)	(3891)	(4910)		
其他流动负债	2305	2305	2305	2305	投资活动现金流	(1000)	(561)	(171)	(258)		
流动负债合计	6888	8462	9957	11659	资本支出	(843)	(561)	(171)	(258)		
长期借款及应付债券	414	414	414	414	长期投资	(50)	0	0	0		
其他长期负债	202	202	202	202	其他	(106)	0	0	0		
长期负债合计	616	616	616	616	筹资活动现金流	379	(518)	(1050)	(1357)		
负债合计	7504	9078	10572	12275	债务融资	187	250	(100)	(300)		
股本	682	682	682	682	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	5583	5959	6422	6939	其它	191	(768)	(950)	(1057)		
负债和股东权益总计	13087	15036	16995	19213	现金净增加额	(621)	(2562)	(2875)	(4068)		

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

【分析师承诺】

李会坤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576936-818	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn

