



Research and
Development Center

钨和稀土 比翼双飞

—— 厦门钨业 (600549.sh) 调研报告

2013年4月15日

范海波 CFA
吴漪
丁士涛

证券研究报告

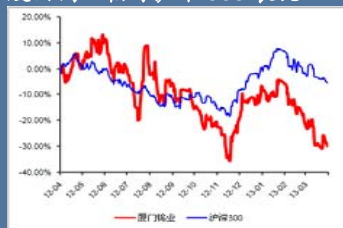
公司研究——调研报告

厦门钨业 (600549.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 卖出, 2010.3.24

厦门钨业相对沪深 300 表现



资料来源: wind

公司主要数据 (2013-4-15)

收盘价(元)	30.83
52 周内股价波动区间(元)	27.42-51.47
最近一月涨跌幅(%)	(8.78)
总股本(亿股)	6.82
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	210.25

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号: S1500512110003
联系电话: +86 10 63081085
邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理
联系电话: +86 10 63080936
邮箱: dingshitao@cindasc.com

相关研究

《钨行业报告: 短期看全球经济回暖 长期看钢铁结构升级》2013.3
《钨行业报告: 供给收缩 需求回暖》2013.1
《稀土行业报告: 稀有只是个传说》2013.1
《厦门钨业: 房地产成为主业》2010.3.

钨和稀土 比翼双飞

调研报告

2013 年 4 月 15 日

本期内容提要:

- ◆ **股权结构如虎添翼。** 公司是国内覆盖钨全产业链的三家公司之一, 钨和稀土产业布局完整。第一大股东福建省稀有稀土集团支持公司更好地发展稀土产业, 第二大股东五矿有色保证资源供应, 第三大股东提供技术支持。预计钨板块未来三年利润贡献在六成以上, 能源材料贡献在 10% 左右。
 - ◆ **做强钨板块。** 公司钨板块利润集中在上游矿山和下游加工, 资源储量 84.18 万吨, 精矿产量 8000 吨。厦门金鹭在国内硬质合金行业中竞争力最强, 待九江硬质合金项目 13 年底投产后, 产量再增加 2000 吨。预计未来三年钨精矿供给继续收紧, 下游消费年均增速 9%, 钨行业前景乐观。
 - ◆ **做大能源材料板块。** 作为福建省稀土整合平台, 公司拥有福建省 6 张采矿证和 1 张探矿证。稀土名稀却不稀, 作为能源材料的深加工龙头, 随着深加工项目的推进, 未来资源自给率有望提高。
 - ◆ **房地产利润占比逐年降低。** 公司房地产项目成本优势明显, 未来三年海峡国际、都江堰别墅和漳州原石滩项目将为公司贡献利润, 预计未来三年房地产业绩贡献分别为 0.19 元、0.1 元和 0.3 元。
 - ◆ **股价催化剂:** 在建工程按期达产并贡献产能; 上游资源开发取得重大进展; 钨和稀土价格大涨。
 - ◆ **盈利预测、估值及评级:** 预计公司 13-15 年 EPS 为 0.89 元、0.91 元、1.18 元, 对应 PE 35 倍、34 倍、26 倍, 合计估值区间 23.12-34.19 元, 上调公司评级至“增持”。
 - ◆ **风险因素:** 钨和稀土价格大幅波动; 下游需求复苏缓慢; 在建工程达产晚于预期; 房地产调控。
- 公司报告首页财务数据

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	11,910.40	8,836.90	10,402.91	11,728.21	13,930.43
同比(%)	115.05%	-25.81%	17.72%	12.74%	18.78%
净利润(百万元)	1,020.82	526.12	607.44	622.88	801.42
同比(%)	191.78%	-48.46%	15.46%	2.54%	28.66%
毛利率(%)	31.81%	25.76%	24.71%	24.67%	25.42%
ROE(%)	34.04%	14.42%	14.61%	13.05%	14.61%
每股收益(元)	1.50	0.77	0.89	0.91	1.18
P/E	21	40	35	34	26
P/B	6.1	5.5	4.7	4.1	3.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2013 年 4 月 15 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
钨与稀土龙头是这样炼成的	2
“小作坊”到“龙头”的转变	2
股权结构“如虎添翼”	2
战略定位清晰	2
钨行业前景乐观	5
中国钨资源储量全球第一	5
五矿有色国内独大	5
下游需求相对独立，依赖度低	6
全球供需基本平衡，国内消费结构不合理	6
硬质合金国内外差异明显	7
供给收缩+需求回暖	7
钨板块：现在和未来	8
上游钨精矿：自给率偏低 大股东支持资源扩张	8
中游仲钨氨酸（APT）和氧化钨：全球规模最大	11
下游钨粉和硬质合金：国内竞争力最强	12
下游钨钼丝：发展动力略显不足	13
能源新材料板块：福建省稀土整合平台	14
南北资源差异明显	14
福建省稀土整合：“厦钨模式”得到认可	15
厦钨稀土发展路径：先下游后上游	16
房地产板块：一段时期利润增长点	18
房地产板块业绩贡献呈下降趋势	18
盈利预测与估值：“增持”评级	19
基本假设和盈利预测	19
相对估值与投资评级	21
风险因素	22

图 目 录

图 1：公司钨产业链布局完整	2
图 2：典型的控股型公司	3
图 3：钨钼产品收入贡献过半（单位：亿元）	4
图 4：地产板块利润波动性大（单位：亿元）	4
图 5：能源新材料毛利率变动剧烈（单位：%）	4
图 6：钨产业链利润集中在两端（单位：万元）	4
图 7：国内钨行业保护性政策不断	5
图 8：全球钨供需略显过剩（单位：吨）	6
图 9：中国硬质合金消费比例过低（单位：%）	6
图 10：实际控制人都是福建省冶金控股	11
图 11：强大的股东背景	13
图 12：福建省中重稀土分布在福建和江西交界处	14
图 13：厦钨进军稀土产业过程	16

表 目 录

表 1：钨的应用领域广泛	6
表 2：厦门钨业与章源钨业产能产量（单位：吨，亿米）	8
表 3：售价差异造成毛利率差别（单位：万元/吨）	8
表 4：公司主要钨矿山	9
表 5：江西都昌金鼎盈利预测数据	9
表 6：钨精矿采购公司	10
表 7：中国各省稀土储量（单位：万吨）	14
表 8：龙岩市稀土开发下属九家子公司	15
表 9：福建省六张采矿证和一张探矿证都在厦钨手中	16
表 10：贮氢合金粉产能利用率低（单位：吨，%）	17
表 11：房地产在建项目	18
表 12：未来三年贡献利润的地产项目（单位：万平方米，万元）	19
表 13：公司各分产品产能、产量和价格预测	19
表 14：同类公司估值比较	21

投资聚焦

关键假设点

假设未来三年，钨下游需求年均增速 9%，钨系产品价格稳中有升，九江金鹭硬质合金项目按期达产；能源材料行业竞争激烈，能源产品价格基本稳定，长汀金龙铁钨磁材项目和三明今明稀土荧光粉项目按期达产；房地产项目按期结算。

有别于大众的认识

稀土虽名为稀却不稀，随着海外稀土资源的开采，稀土价格难以出现 2010 年的大涨行情。下游深加工行业竞争激烈，盈利难有大的改善，能源板块主要为公司贡献收入。

推荐逻辑

钨是中国的优势资源，国家对钨精矿开采和出口实行配额管理。钨下游需求广泛，我们判断未来三年硬质合金对钨需求的增速为 4%，钨钢对钨需求增速为 5%，下游需求的增长将带动钨价的回升。厦门钨业在国内钨行业竞争实力最强，虽然资源自给率不高，但是二股东五矿有色保证公司资源供应，大股东也表态新的钨资源优先由厦钨投资。厦门金鹭在国内硬质合金行业竞争力最强，毛利率远高于同业。随着九江金鹭硬质合金项目的年底投产，高端产品比例提高将带动钨板块盈利增长。

去年 8 月份，福建省明确将公司作为福建省稀土整合平台，这是对“厦钨模式”的认可。目前公司拥有福建省的全部稀土采矿证，预计随着龙岩和三明稀土工业园的建设，稀土自给率有望提高。稀土作为中国限制开采资源品种，国家政策持续不断，稀土价格和板块存在阶段性表现的机会。

市场表现催化剂

在建工程按期达产并贡献产能；上游资源开发取得重大进展；钨和稀土价格大涨。

盈利预测与投资评级

预计公司 2013-2015 年归属母公司的净利润分别为 6.07 亿元、6.23 亿元和 8.01 亿元，未来三年归属母公司净利润增速分别为 15.46%、2.54%和 28.66%，对应 EPS 为 0.89 元、0.91 元和 1.18 元。目前 A 股中找不到与厦门钨业主业完全吻合的上市公司，我们采用分步相对估值法，求和后得到厦门钨业 13 年合理估值区间为 23.12-34.19 元，上调公司评级至“增持”。

风险因素

钨价和稀土价格波动导致公司业绩大幅波动；钨和稀土下游需求复苏缓慢；在建工程投产晚于预期；房地产调控导致地产业务收入不及预期。

钨与稀土龙头是这样炼成的

“小作坊”到“龙头”的转变

公司前身是始建于 1958 年的厦门氧化铝厂，1982 年开始转作钨制品，1984 年更名为厦门市钨品厂，1997 年改制为厦门钨业股份有限公司。2000 年 4 月，公司按照产品分类差异，将钨钼丝生产及相关资产打包设立厦门三虹钨钼股份有限公司（以下简称厦门三虹），其余资产留存在厦门钨业股份有限公司，并于 2002 年登陆上交所。

股权结构“如虎添翼”

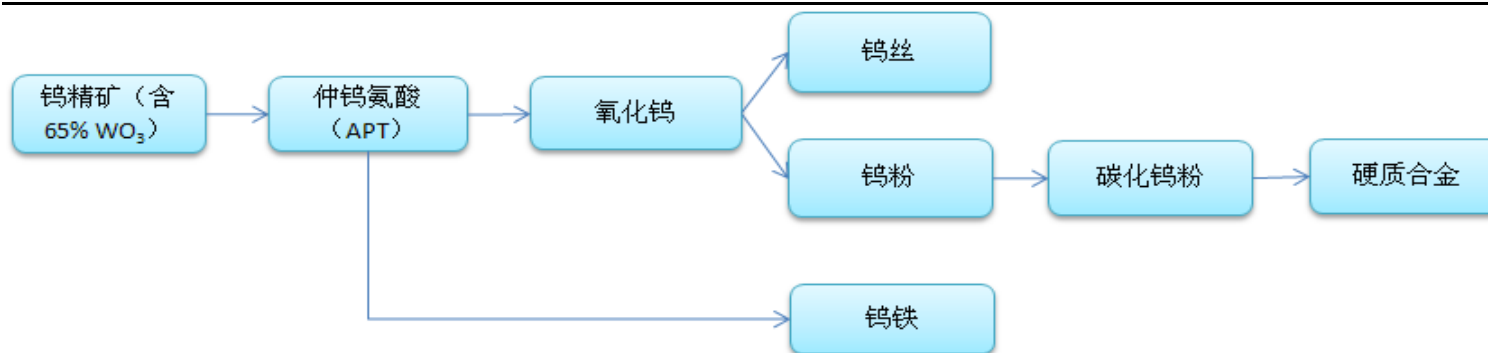
公司原第一大股东是福建省冶金控股有限公司，为了支持厦钨更好地发展稀土产业，2012 年 8 月 27 日福建省冶金控股将子公司福建黄金集团更名为福建省稀有稀土集团并进行了股份的无偿划转。算上福建潘洛铁矿有限公司持有的 0.51% 公司股份，福建省稀有稀土集团持有公司 34.29% 股份，成为公司第一大股东。

厦钨具有良好的股权结构，第二大股东五矿有色拥有丰富的钨资源，可以保证厦钨的钨精矿供应；第三大股东日本联合材料株式会社是世界钨行业的领先企业，为公司提供技术支持。2008 年 8 月公司第二大股东五矿有色率先通过交易所增持公司股份 4.77% 直逼大股东控股地位，随后福建省冶金控股也通过交易所增持股份。在福建省明确厦钨作为稀土整合平台后，五矿有色对前期增持的股份进行了减持，减持的原因是对 2008 年增持股份的减持，并非不看好厦钨的未来。

战略定位清晰

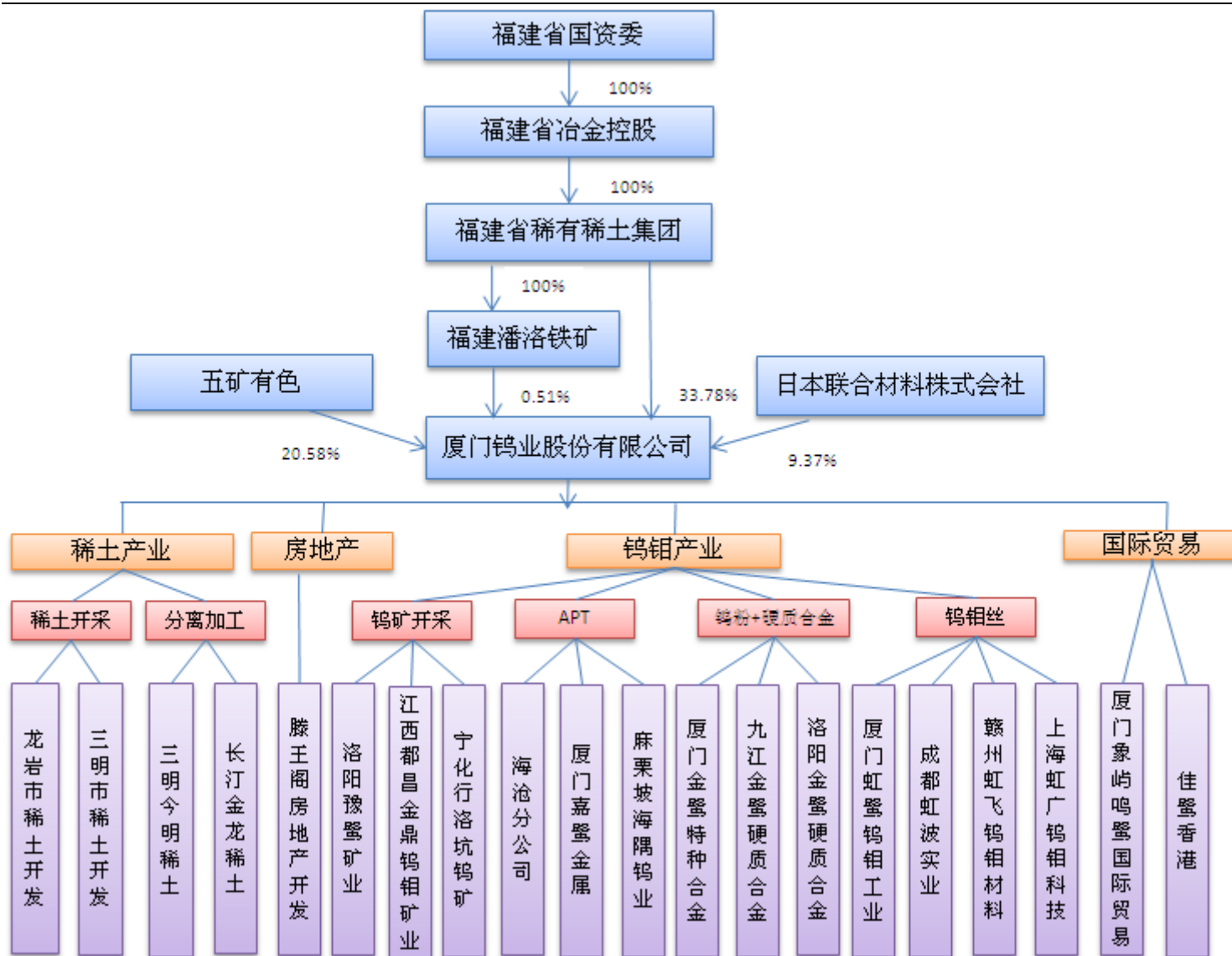
公司共有 19 家一级子公司（新增洛阳市金鹭硬质合金和江西都昌金鼎钨钼矿业）和 1 家分公司。钨钼板块和能源新材料板块布局完整，钨钼板块已完成从矿山、冶炼到钨钼材加工、硬质合金的布局；能源新材料板块完成从稀土开采、分离到磁性材料、发光材料、贮氢合金粉的布局。公司发展战略清晰，通过“以钨为主业，以钼系列产品和能源新材料为两翼，以房地产为一个时期的利润增长点”的战略定位做强硬质合金和钨钼深加工、做大能源新材料，房地产的利润占比逐渐降低。

图 1：公司钨产业链布局完整



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

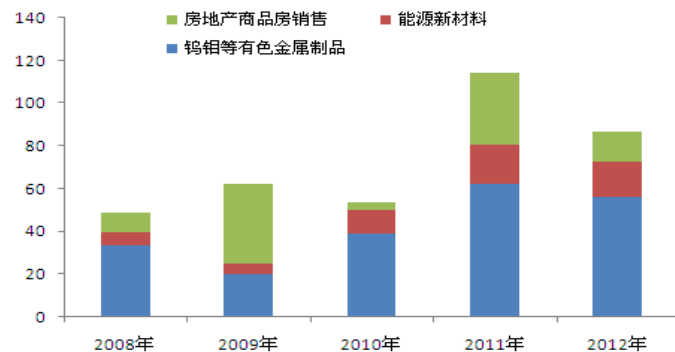
图 2: 典型的控股型公司



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

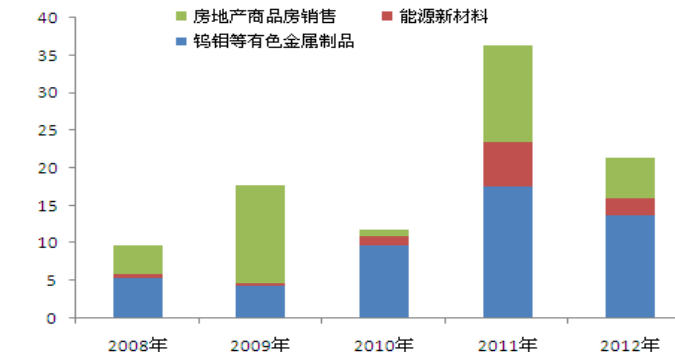
从公司收入构成看, 钨钼板块是公司主要的收入来源, 2012 年占比为 64%; 地产业务受到结算周期的影响, 每年的波动性大, 占比从 2011 年 28% 下降至 2012 年 16%; 能源新材料板块占比最低, 仅有 19%。

图 3: 钨钼产品收入贡献过半 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 4: 地产板块利润波动性大 (单位: 亿元)

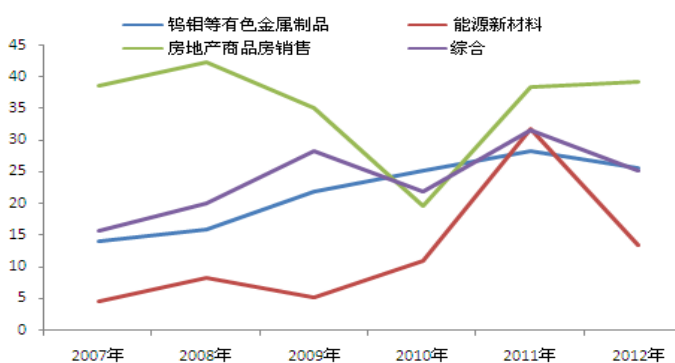


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

从公司利润构成看, 钨钼板块是绝对的利润来源, 2012 年占比为 62%; 房地产业务受到结算周期的影响, 2012 年利润出现较大下滑, 对利润的贡献从 34%下降至 24%; 能源新材料板块受到稀土和下游产品价格暴跌的影响, 2012 年利润下降 62%, 再出现 2011 年那种低价库存高价销售的情况可能性不大。

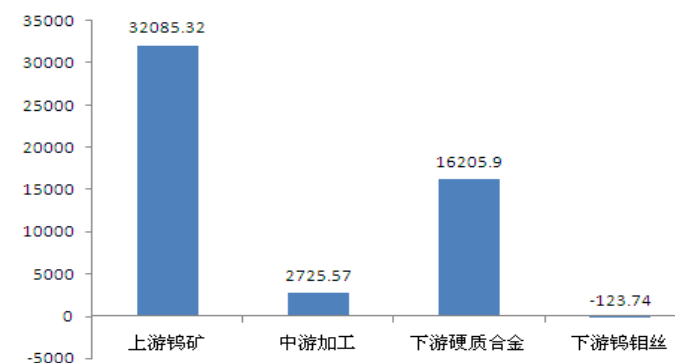
未来一段时间, 钨钼板块仍是公司主要的收入和利润来源。通过分析下属子公司的盈利情况发现, 钨板块的上游矿山和下游硬质合金的盈利能力最强, 中游加工和下游钨钼丝板块盈利能力稍差。我们预计未来钨板块的利润仍会集中在上游矿山和下游硬质合金这两大板块, 上游利润增长源于钨资源开发集中度的提高, 下游硬质合金的盈利提升源于技术提升和募投项目投产, 而中游制品受到产能过剩的影响, 竞争趋于激烈。未来能源新材料板块将成为公司另一个主要收入来源, 但是受到行业产能过剩的影响, 盈利难有大的改善。房地产板块受到国家政策调控的影响, 未来不确定性大, 未来三年收入占比不超过 30%。

图 5: 能源新材料毛利率变动剧烈 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 6: 钨产业链利润集中在两端 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理 注: 数据为 2012 年前三季度

2009 年受到全球金融危机的影响, 钨钼板块盈利大幅下滑, 房地产板块占公司利润的七成以上, 所以我们将公司移出研究范

围。随着公司战略的重新定位，钨和稀土将成为公司利润和收入的来源，房地产仅是一段时间的利润来源，因此我们重新对厦门钨业进行覆盖。

钨行业前景乐观

中国钨资源储量全球第一

全球钨探明总储量仅为 289.8 万吨，可供开采年限已不足 40 年。我国钨资源探明储量约为 190 万吨，占到全球探明储量的 65.51%，位居世界第一位。我国钨矿主要分布在湖南、江西、河南、广西、福建等省份，占全国钨保有储量的 91.7%。

从产量来看，中国供给决定着全球供给，因为中国以 60% 的资源储量承担着全球 80% 以上的供给。为了合理保护钨资源，我国从开采配额管理和出口配额管理两方面控制钨供给，近 10 年来只新发 2 张采矿证。

图 7：国内钨行业保护性政策不断



资料来源：公开资料汇总，信达证券研发中心

五矿有色国内独大

五矿有色作为国家整合钨资源的重要平台，基本控制国内钨矿资源。五矿有色持有湖南有色控股 100% 的股权，拥有国内第一钨矿山“湖南柿竹园”和国内硬质合金产量最大的“株洲硬质合金厂”。

从钨资源储量上看，尽管厦门钨业的钨矿山储量远低于五矿有色，但是五矿有色作为厦门钨业的第二大股东，在钨精矿供应上为厦门钨业提供原料支持。2011 年 4 月份成立的九江硬质合金项目，钨精矿的来源也主要是五矿有色。

下游需求相对独立，依赖度低

钨行业的下游行业范围较广，主要包括航天、军工、装备制造、冶金矿山和电子通讯等行业。由于钨产品广泛应用于多个相对独立的行业，因此可以减少某一行业的不景气对钨行业的影响。

表 1: 钨的应用领域广泛

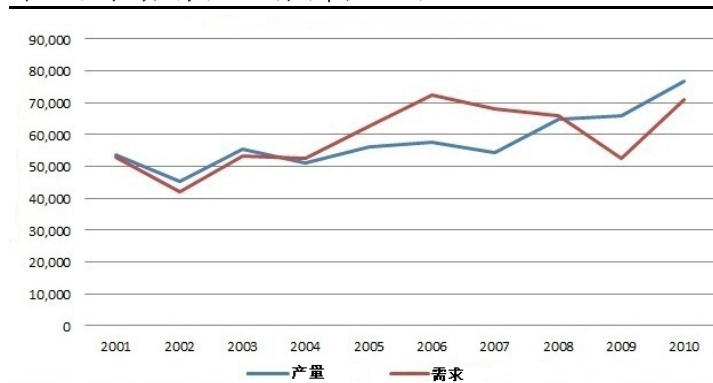
应用领域	相关需求
机械制造	高性能、高精度硬质合金等
钢铁工业	硬质合金轧辊、模具、刀具及特殊钢生产所需的钨等。
汽车	高质量、高档次和高精度的切削刀具、孔加工刀具用硬质合金；耐震钨丝、钨触头材料等
国防	钨基合金、硬质合金等
航空航天	高档次、高精度硬质合金等
信息产业	高性能钨材、钨触头材料等
矿山采掘、冶炼	矿用硬质合金、钨制品等
石油、化工	矿用硬质合金、含钨催化剂等
电力能源	钨基复合材料、钨触头和高性能钨合金等

资料来源：章源钨业招股说明书，信达证券研发中心

全球供给略显过剩,国内消费结构不合理

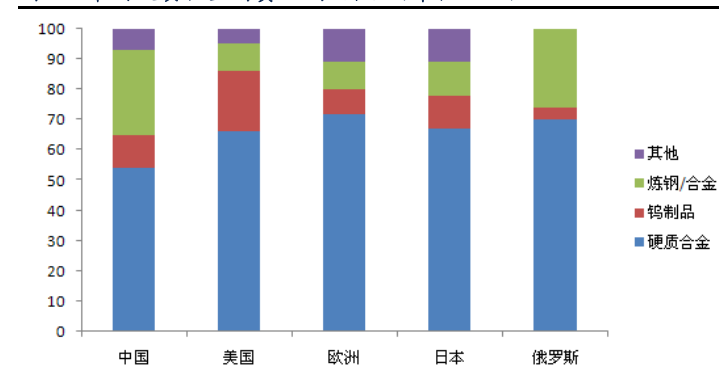
08 年开始全球钨供给略显过剩，但是国内钨的消费结构存在较大的提升空间。我国国内硬质合金占钨消费的比重为 54%，远低于美国 66%和欧洲 72%；钢铁是钨的第二消费领域，主要用于生产高速工具钢、磨具钢等，但消费比例过高。

图 8: 全球钨供需略显过剩 (单位: 吨)



资料来源：ITIA，信达证券研发中心

图 9: 中国硬质合金消费比例过低 (单位: %)



资料来源：ITIA，信达证券研发中心

硬质合金国内外差异明显

2011 年我国硬质合金产量 2.35 万吨，占全球产量 38%；行业销售收入 196 亿元，占全球硬质合金总产值不到 8%；利润率仅有 6.5%，大而不强的情况非常突出，全行业收入和利润都不及国外一家企业。2011 年瑞典 Sandvik 销售收入 145 亿美元，净利润 8.48 亿美元，毛利率 35%；美国 Kennametal 销售收入 24 亿美元，净利润 2.3 亿美元，毛利率 37%。而国内硬质合金企业毛利率远低于国外企业，2011 年厦门钨业毛利率 28.24%、章源钨业 25.78%、湖南有色 15.71%。

国内硬质合金行业存在的问题：企业规模小，行业集中度低，产量在千吨以上的仅有四家；技术实力弱，高附加值产品占比小。作为国内硬质合金行业竞争力最强的企业，随着九江项目一期的投产，厦钨硬质合金未来盈利增长源于募投项目达产带来的产量增加和高端产品比例提升带来的进口替代。

供给收缩+需求回暖

我们对钨下游需求增速的测算主要从硬质合金和钨钢两个领域。

硬质合金领域：2011 年我国硬质合金产量 2.35 万吨，中国钨业协会硬质合金分会的预测显示，2015 年我国硬质合金产量将达到 3 万吨，年度产量增速 6.3%。假设我国硬质合金占钨消费的比例从目前的 54%提升 10 个百分点，未来硬质合金行业对钨消费的年增速为 4%。

钨钢领域：钨的第二大消费领域为钨钢，由于含钨的特钢种类繁多，如铬钨硅钢、铬钨钢、铬钨锰钢等，因为我们仅分析特钢产量增长对钨消费的影响。2012 年我国粗钢产量 7.165 亿吨，增速 3.1%。我们假设到 2015 年前，我国钢铁产量维持 2012 年 3%的增速，2015 年粗钢产量约为 7.83 亿吨。根据特钢行业“十二五”规划，特钢占比从 5%提升至 10%，按照 2012 年 7.165 亿吨粗钢产量和 5%的特钢占比计算，2012 年特钢产量约为 3582 万吨，2015 年特钢产量预计为 7830 万吨，年产量增速 29%。假设我国钨钢占钨消费的比例从目前的 28%下降 10 个百分点，未来钨钢对钨消费的年增速为 5%。

由于钨金属重要的战略地位以及我国加强对战略性矿产资源的保护，并通过五矿集团对江西及湖南的钨资源进行整合，钨行业集中度进一步提升。钨精矿“十二五”末期计划开采总量控制在 8 万吨以内，较 2011 年的 8.5 万吨略有下降，钨精矿供给将逐步减少。

鉴于钨的下游主要消费领域未来三年保持年均 9%增速和钨精矿产量可能出现负增长的情况，我们认为在上游供给收缩和下游需求回升的带动下，钨行业存在较好的发展前景。

钨板块：现在和未来

公司是国内上市公司中覆盖全钨产业链的三家上市公司之一（湖南有色在香港上市，章源钨业在中小板上市），是世界上最大的钨冶炼加工企业和最大的钨粉加工基地，钨丝国内份额 70%，硬质合金竞争力国内最强。

表 2：厦门钨业与章源钨业产能产量（单位：吨，亿米）

	章源钨业		厦门钨业	
	产能	产量	产能	产量
APT	10000	9798	20000	14100
氧化钨	8000			
钨粉	6000	5883	7500	2900
碳化钨粉	6000		5000	
硬质合金	1500	322	2500	1600
粗钨丝	0	0	2000	630
细钨丝（亿米）	0	0	200	110

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

注：折合 APT 产能=APT 产能+1.13*氧化钨产能，产量为 2012 年 1-9 月数据

公司钨板块毛利率明显高于同业，以 2012 年中报数据为例，厦钨毛利率 30%，远高于章源钨业 21.4%和湖南有色 13.99%。通过我们的分析发现，厦门钨业钨板块的毛利率高的原因在于产品售价的差异，尤其是最能体现企业技术优势的硬质合金板块，售价高于同业价格 20%。

表 3：售价差异造成毛利率差别（单位：万元/吨）

	自给率	采购成本	自给成本	APT 售价	钨粉售价	硬质合金售价
厦门钨业	25.09%	10.98	4.01	18	25	40
章源钨业	27%	10.50	/	16.19	26.84	32.17

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

注：数据为 2012 年 1-9 月数据

上游钨精矿：自给率偏低 大股东支持资源扩张

钨精矿处于钨产业链的上游，用以生产 APT 和氧化钨。制造成本中 APT 和氧化钨占 88%，因此钨精矿价格和自给率对公司钨产业链的盈利至关重要。公司钨精矿的来源主要有：自产钨精矿、外购钨精矿、废钨回收。

自产钨精矿

公司拥有三家钨矿山，分别是宁化行洛坑钨矿、洛阳豫鹭矿业、江西都昌金鼎矿业，总储量 84.18 万吨，产量约 8000 吨。在不考虑都昌金鼎矿业的情况下，近几年公司钨精矿的自给率分别为 27.59%、33.33%、23.18%和 25.09%，自给率偏低。

(1) 宁化行洛坑钨矿属于黑白混合矿，在全国已探明的钨矿中排名第三，仅次于柿竹园和阳储岭，可采年限预计至 2085 年。行洛坑钨矿 2010 年开采指标 2450 吨，2011 年 2600 吨，2012 年第一批 1300 吨。开采指标整体变动不大，未来大幅增产可能性小。

(2) 豫鹭矿业是公司与洛钼集团合资建立的控股子公司，用于回收洛钼集团选钼尾矿中的白钨矿，厦钨持有 60% 股权。可采年限预计至 2060 年。该矿品位不高，但是属于尾矿回收，因此不受钨精矿开采指标的控制。但在当前国家停发钨矿采矿证和钨资源日益短缺下，其战略意义重大。

表 4: 公司主要钨矿山

	持股比例	可采储量 (万吨金属量)	钨矿品位	年产钨精矿 (吨)
宁化行洛坑钨矿	98.23%	29.5	0.228%	2600
洛阳豫鹭矿业	60%	51	0.145%	2500
都昌金鼎矿业	60%	3.68	0.19%	3093
合计		84.18		

资料来源: 公司公告

注: 都昌金鼎矿业产量为 2015 年达产后产量

(3) 今年 2 月份，公司以 3.67 亿元收购厦门三虹所持有的江西都昌金鼎矿业有限公司 60% 股权。

都昌金鼎矿业评估利用的钨矿石资源储量为 1936.28 万吨、金属量 36759 吨，平均品位 0.19%；伴生钼金属量 5379.75 吨，平均品位 0.028%；可采储量钨矿石量为 1489.97 万吨；生产规模 148.50 万吨/年。都昌金鼎 4500 吨日处理量的采选生产线工程正在建设中，计划于 2013 年第二季度建成投产。此次收购有助于提高原料自给率。

表 5: 江西都昌金鼎盈利预测数据

	矿石处理 量(万吨)	产能利用率	矿石贫化率	矿石品位	回收率	产量(吨, 三氧化钨)		回收率	产量(吨, 三氧化钨)		净利润(亿元)
						钨产品	钼产品		钨产品	钼产品	
2013 年	148.5	60%	5%	0.153%	71.25%	1419.59	0.028%	76%	180.12	0.02	
2014 年	148.5	80%	5%	0.190%	75%	2474.24	0.028%	80%	251.81	0.44	
2015 年	148.5	100%	5%	0.190%	75%	3092.8	0.028%	80%	316.01	0.87	

资料来源: 公司公告

废钨回收

国际钨业协会 (ITIA) 数据显示，全球钨资源供应主要源于钨精矿 (75% 中有 10% 以生产废料的形式变成废钨) 和废钨回收 (35%)。与钨精矿相比，废钨的钨含量高且回收简易，已成为重要的钨来源。2005 年海沧分公司自主研发的“钨二次资源

再生利用”项目获得福建省科技进步二等奖，同年7月新建4000吨废钨综合回收生产线投产。废钨回收可以提高公司原料自给率，但不能解决公司自给率不足的问题。

对外采购

国际采购：厦门嘉鹭金属有限公司位于厦门出口加工区，通过充分利用出口加工区的优惠政策从事加工贸易，所有钨精矿源于进口，所有APT和氧化钨用于出口。

国内采购：厦钨国内钨精矿采购主要从云南、甘肃、江西、河南等地采购，采购的公司主要包括五矿有色、江西巨通、鹭翔矿业等。

表 6：钨精矿采购公司

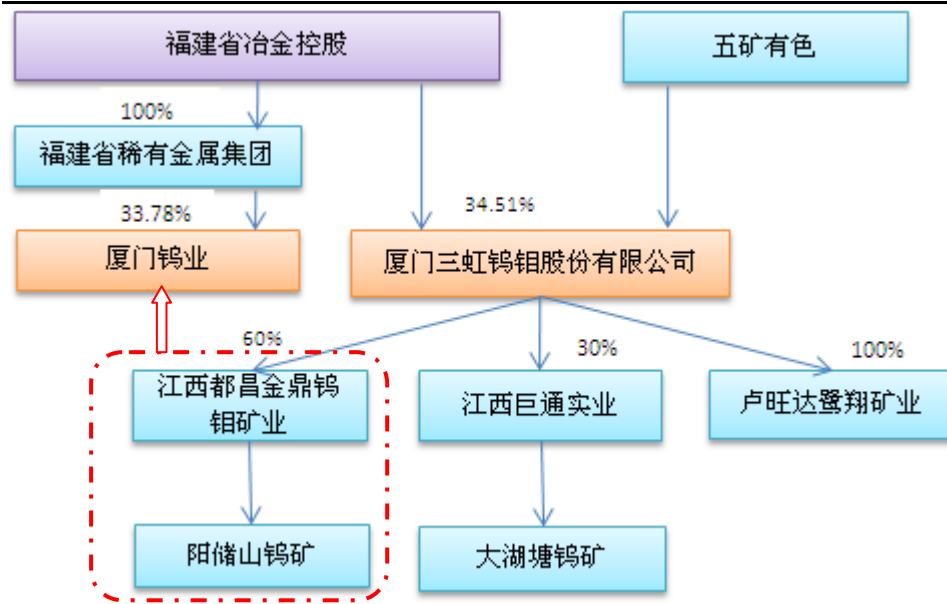
	采购产品	时间期限	价格	数量	备注
五矿有色金属股份有限公司	钨精矿和APT等	2011年4月起三年	交货月份市场均价	逐月议定	厦门钨业第二大股东
江西巨通实业有限公司	钨精矿等	2011年8月起三年	交货月份市场均价	逐月议定	厦门三虹参股公司
卢旺达鹭翔矿业有限公司	钨精矿等	2010年4月起三年	交货月份市场均价	逐月议定	厦门三虹全资子公司
修水县神威矿冶有限公司	钨精矿等	2009年7月起六年		每年不少于2200吨	江西巨通和修水神威矿冶 法人为同一人

资料来源：公司公告

九江钨资源丰富，当地政府支持矿业开发。2011年4月，公司与九江市人民政府，修水县人民政府签订合作协议。九江市人民政府支持厦钨和厦门三虹在九江市所辖区县进行探矿工作。厦钨与厦门三虹投资20亿元进行钨资源开发，其中7亿元用于厦门三虹参股管理的江西巨通进行大湖塘钨矿南北矿区的开采；4亿元用于厦门三虹控股的江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司。修水县拥有丰富的钨、钼资源，五矿有色控股的香炉山钨矿探明储量达21.6万吨，现年产钨精矿5500吨；五矿有色间接控股的江西省修水赣北钨业有限公司，可年产5000吨APT；另外还有许多正待开发的钨资源。通过与九江市和修水县人民政府的合作有助于拓宽公司钨精矿来源。

分工各有不同。厦门三虹成立于2000年4月，主要从事钨资源勘探、开发，现持有卢旺达鹭翔矿业有限公司100%股权和江西巨通实业有限公司（江西巨通）30%股权。今年2月厦门钨业收购厦门三虹持有的江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司60%股权。厦门三虹是厦门钨业的兄弟公司，两者的相同点是实际控制人均为福建省冶金控股，不同点是厦门三虹主要负责钨资源的勘探和矿山开发，厦门钨业主要集中在投资发展钨深加工产业。

图 10: 实际控制人都是福建省冶金控股



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

大股东支持公司资源扩张。去年 6 月份在江西九江市武宁县大湖塘地区发现的世界上最大的钨矿（探明金属量 106 万吨）引起了市场的关注，随后厦钨澄清其未参加开发勘探，主要是厦门三虹在成为江西巨通第二大股东后，协助江西巨通对大湖塘钨矿进行开发勘探。此澄清公告有以下三点值得我们关注：

- (1) 厦钨曾和江西巨通接触过，但由于风险巨大，公司主动放弃。
- (2) 厦钨前控股股东福建冶金控股承诺：在符合监管要求的情况下，新的钨资源项目优先由厦钨进行投资。可见大股东对公司的支持力度很大。
- (3) 通过厦门三虹将江西都昌金鼎钨钼矿业 60% 股权转让给厦钨的事件看出，不排除在大湖塘钨矿开发勘探成熟后注入厦钨的可能。

公开资料显示江西巨通是厦门钨业的供应商之一，2011 年厦钨向江西巨通采购钨精矿的金额达 1.03 亿元。无论未来大湖塘钨矿的归属，必定会对厦钨原料来源提供有力的保障。

中游仲钨氨酸（APT）和氧化钨：全球规模最大

APT 和氧化钨是钨产业链的中间产品，主要由海沧分公司和嘉鹭金属负责生产。氧化钨是下游产品的原材料，一方面提供给

厦门金鹭生产钨粉和碳化钨粉，进而生产硬质合金；另一方面提供给厦门“四虹”（四家生产钨钼丝企业）用来生产钨丝等。

（1）海沧分公司：APT 及氧化钨的生产主体，APT+氧化钨年产能 13,000 吨，产品少量出口，大部分（70%-80%）提供给下游企业。

（2）厦门嘉鹭：从事加工贸易，其 APT 及氧化钨的原料来源进口，产品全部出口，APT+氧化钨年产能 7,000 吨。

（3）麻栗坡海隅钨业：公司 2011 年成立海隅钨业，以合约形式保证钨矿供应。海隅钨业达产后生产能力将达到年产 APT 5,000 吨，产品大部分提供给下游厦门金鹭用于生产钨粉和碳化钨粉。

下游钨粉和硬质合金：国内竞争力最强

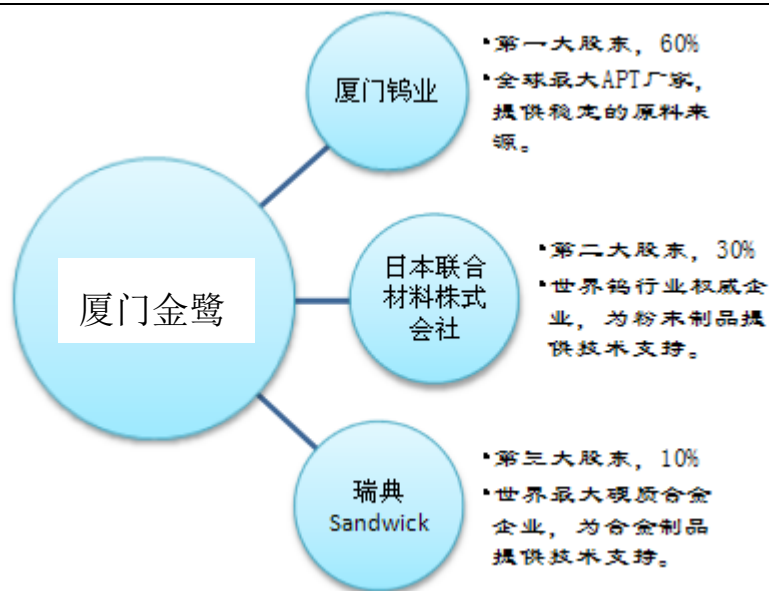
公司钨产业链中进行钨粉和硬质合金生产的主要有三家：厦门金鹭、九江金鹭和新设立的洛阳金鹭。待九江金鹭一期项目建成投产后，公司钨粉和硬质合金产能分别从目前的 7500 吨和 2500 吨提升至 10500 吨和 4500 吨。

尽管国内硬质合金产量第一的株洲硬质合金和产量第三的自贡硬质合金都在湖南有色手中，但是两家公司的盈利能力与产量第二的厦门钨业子公司厦门金鹭硬质合金有很大的距离。湖南有色 2011 年硬质合金产量 8800 吨，该板块毛利率增加 1.97% 至 15.71%；厦门钨业 2011 年硬质合金产量 2418 吨，该板块毛利率增加 3.06% 至 28.24%。2011 年厦门金鹭硬质合金净利润 1.93 亿，株洲硬质合金净利润 1.45 亿，而自贡硬质合金净利润仅有 0.45 亿。从硬质合金板块看，尽管厦钨的硬质合金产量与湖南有色尚有距离，但是从毛利率和净利润看，厦钨的硬质合金竞争力在国内首屈一指。

厦门金鹭-强大的股东背景

厦门金鹭是国内最大的钨粉、碳化钨粉生产商和出口商之一，是世界上五大钨粉材料生产厂商之一。钨粉产品中部分用于自身硬质合金生产，其余部分出口。2012 年厦门金鹭的钨粉出口配额 518 吨，占全国钨粉出口配额的 12%。目前拥有 7,500 吨钨粉、5,000 吨碳化钨粉的年生产能力。厦门金鹭还拥有 4,000 吨混合料、2,500 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，毛利率基本可稳定在 25%-30%。

图 11: 强大的股东背景



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

九江金鹭-与九江市政府合作 拓展钨精矿来源

2011年4月公司与五矿有色共同投资20亿元，在九江市经济技术开发区修水工业园建设硬质合金项目“九江金鹭硬质合金有限公司”，厦钨占70%股份，五矿有色占30%股份。第一期建设规模为年产3000吨钨粉、2000吨硬质合金，公司预计（2012年年报）2013年底建成投产。通过与五矿的合作，可为硬质合金合资公司提供APT原料供应保障。通过进一步发掘九江地区潜在的钨资源，靠近资源地投资建设钨粉、碳化钨粉及硬质合金生产线，将进一步扩大公司的钨深加工产业。

下游钨钼丝：发展动力略显不足

钨丝是照明行业的核心部件，主要由厦门“四虹”进行生产。公司是全球最大的钨丝生产企业，国内份额70%，高端市场80%，是飞利浦在国内的唯一供货商。公司拥有200亿米细钨丝、2,000吨粗钨丝的生产能力，在钨丝行业地位显著，并拥有一定定价权。

钼丝和钨丝的工艺和下游消费基本相似，同样是应用在电光源行业。公司在钼产业上的布局完备，具有从钼精矿-钼酸铵-钼粉-钼丝完备的产业链优势。公司具有30亿米细钼丝、1,000吨粗钼丝的生产能力。

近几年公司钨钼丝板块发展动力不足，盈利能力不佳。尤其是2012年厦门“四虹”的利润下滑明显，一方面是受到行业本身的影响，另一方面与公司缺乏新产品的研发有关。

能源新材料板块：福建省稀土整合平台

南北资源差异明显

我国稀土呈现出南北差异的分布特点，北方轻稀土矿以包头白云鄂博、四川冕宁、山东微山的氟碳铈矿为主，南方重稀土矿以江西、广东、福建、广西、云南地区的稀土离子型矿为主。离子型稀土的生产工艺相对简单和落后，采用了池浸法、堆浸法、原地浸矿法等多种方法开采，对环境造成不可修复的破坏。资源的不可再生在离子型稀土区域表现的淋漓尽致，浸泡后的土地不会再产生新的稀土资源，因此需要不停地更换采矿证。

表 7: 中国各省稀土储量 (单位: 万吨)

地区	白云鄂博	山东微山	四川凉山	南方七省	贵州织金	其他	总计
探明储量	10600	1270	240	840	70	150	12770
工业储量	4350	400	150	150	/	150	5200
远景储量	13500	1300	500	5000	150	255	20675

资料来源: 中国稀土协会年鉴 (2002)

福建省目前资源储量 130 万吨，占南方七省已探明储量的 15%，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，龙岩市稀土矿占福建省探明储量的 70% 以上。我们注意到，与龙岩市接壤的江西省赣州市具有丰富的稀土资源，三明市的稀土资源相对匮乏，只有一本采矿证。

图 12: 福建省中重稀土分布在福建和江西交界处



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

福建省稀土整合：“厦钨模式”得到认可

为了保护我国的优势资源，国家近年来一直暂停受理新的稀土矿勘查和采矿证的授予，2012年9月我国稀土采矿证从113张整合至67张，目前各省都成立了省内的稀土整合平台。

2012年8月6日，福建省经济贸易委员会和福建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）》。该行动方案对公司而言有两点重要意义：（1）公司控股股东由福建省冶金控股变成福建省稀有稀土集团，公司是福建省稀土整合的主体；（2）公司拥有福建省六本采矿证和一本探矿证，完成从区域稀土冶炼分离企业向福建省稀土龙头的转变，未来有望建成产值过200亿元的国际稀土龙头。厦门钨业在福建省稀土整合中胜出的原因是对“福建模式”的认可。

（1）统一开采+统一分离+统一加工

在资源地成立市稀土开发子公司，保证市稀土开发公司对资源的掌控；各市仅成立一家稀土分离公司，统一采购统一分离；分离完毕后送至各市（龙岩市和三明市）稀土工业园进行深加工。

（2）深加工能力决定开采指标

厦钨介入稀土深加工领域早，实力雄厚，有助于杜绝单纯囤积资源的情况的发生。在稀土深加工产业建成前，福建省对稀土资源仍以保护性开采为主。

（3）与当地政府和企业利益共享

龙岩市稀土开发共有九家子公司，除长汀金闽矿产外，其余八家公司的权益比例仅有30%，有利于与当地企业共享收益。

表 8：龙岩市稀土开发下属九家子公司

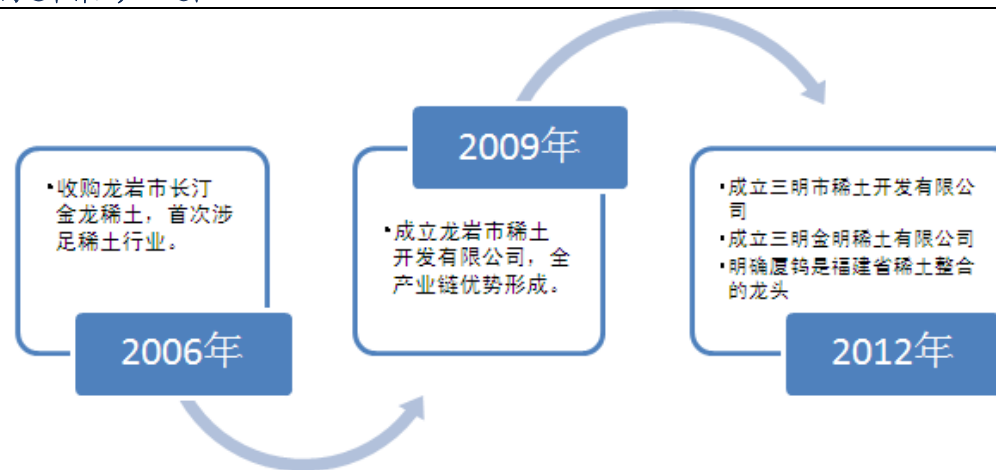
子公司	位置	经营范围	龙岩稀土权益比例	厦门钨业权益比例
福建省长汀金闽矿产有限公司	长汀县	稀土矿经营	100.00%	51.00%
武平县厦隆矿业投资发展有限公司	武平县	稀土矿生产	51.00%	26.01%
上杭县兆瑞矿产有限公司	上杭县	稀土矿生产	60.00%	30.60%
连城县黄坊稀土矿有限公司	连城县	稀土矿开采	60.00%	30.60%
龙岩市龙州稀土有限公司	龙岩市	稀土矿开采	51.00%	26.01%
漳平市菁龙稀土开发有限公司	漳平市	稀土矿开采	51.00%	26.01%
连城县冠龙稀土有限公司	连城县	稀土矿开采	51.00%	26.01%
永定县龙辉稀土开发有限公司	永定县	稀土矿开采	51.00%	26.01%
连城县鼎臣稀土矿有限公司	连城县	稀土矿生产	60.00%	30.60%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

厦钨稀土发展路径：先下游后上游

2006 年收购长汀金龙稀土获得稀土分离许可证进入稀土中游领域，2007 年非公开增发用以生产 5000 吨贮氢合金粉项目布局下游，2009 年在龙岩市政府的支持下设立龙岩市稀土开发公司，整合龙岩市稀土资源。2012 年 3 月在三明市设立三明稀土开发公司和三明稀土加工公司，尽管遭到公司第二大股东五矿有色的反对，但是依然顺利建成。至此，公司完成在龙岩市和三明市稀土产业链的布局。龙岩稀土工业园重点发展稀土磁性材料及其应用产品，形成空调、汽车、电脑等稀土磁性电机及应用产品产业集群；三明市稀土工业园形成稀土发光材料和现代 LED 显示器、照明器具等应用产品产业链。

图 13：厦钨进军稀土产业过程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

稀土资源

作为福建省稀土整合平台，公司拥有福建省六张采矿证。由于稀土是保护性开采品种，每年国土部都会公布各省稀土开采指标。2013 年福建省的开采指标为 1000 吨，与 2012 年持平。我们认为福建省在稀土深加工发展起来之前，稀土以保护为主，公司资源自给率依然较低。

表 9：福建省六张采矿证和一张探矿证都在厦钨手中

探矿人名称		勘察项目名称	首设日期	有效期	开采指标
采矿权	龙岩稀土				吨
	长汀县闽欣稀土有限公司	长汀县闽欣稀土有限公司杨梅坑稀土矿	1989 年	2017 年 2 月 28 日	250
	连城县鼎臣稀土矿有限公司	连城县鼎臣稀土矿有限公司文坊稀土矿	1988 年	2016 年 10 月 15 日	20
	连城县黄坊稀土矿	连城县黄坊稀土矿	1987 年	2015 年 3 月 31 日	10
	上杭县兆瑞矿产有限公司	上杭县兆瑞矿产有限公司加庄稀土矿	1987 年	2017 年 12 月 31 日	10

三明稀土					
	福建省三明稀土材料有限公司	福建省三明稀土材料有限公司中山稀土矿	1989年	2018年10月28日	10
	厦门钨业股份有限公司				700
	合计				1000
探矿权	上杭赣闽有色金属实业发展有限公司	福建省上杭县洋坂坑矿区花岗岩风化壳离子吸附型稀土矿详查	2009年	2013年6月3日	

资料来源：信达证券研发中心整理

注：开采指标为2012年数据

中游冶炼分离

2006年收购龙岩市长汀金龙稀土获得稀土分离许可证。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。2011年长汀金龙稀土实施年产6000吨稀土特种金属电解技改项目，项目建设规模为形成年产6000吨稀土特种金属产能，建设期约为一年半，预计2013年投产。

加上2012年在三明市设立的从事稀土分离和深加工的三明今明稀土有限公司，未来公司稀土冶炼分离规模将继续扩大。

下游深加工

贮氢合金粉：贮氢合金粉是一种能在晶体的空隙中大量储存氢原子的合金材料，被主要用作镍氢电池负极材料。海沧分公司作为贮氢合金粉的生产主体，年产能已由最初的500吨增加到目前的5,000吨。2007年公司非公开发行建设年产5000吨贮氢合金粉生产线，奠定公司在国内镍氢储能材料领域的领导地位。

公司储氢材料产能5000吨，近三年产能利用率一直维持在65%上下。由于混合动力电池不再采用镍氢电池，主流材料还是锂电池，储氢材料技术路线行不通，近几年该项目也处于亏损边缘。目前储氢材料领域做的比较大的一个是厦钨，另一个是包钢稀土，而后的原料成本比较低，两家又持续打价格战，这也是导致公司处于亏损边缘的另一原因。

表 10：贮氢合金粉产能利用率低（单位：吨，%）

项目	2009 A	2010 A	2011 A	2012 E
产量	2,317	3,300	3,170	3,333
销量	2,357	3,200	3,200	3,200
产销率	101.73	96.97	100.95	96

资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：2012年全年数据是根据2012年1-9月数据推算

磁性材料：磁性材料是指由铁、钴、镍及其合金等能够直接或间接产生磁性的物质，生产主体是长汀稀土。年产3000吨钕铁硼磁性材料生产线于2011年在福建长汀开工建设，截至2012年6月已建成投产。为稳定磁性材料销量和提升磁性材料技术水平，2011年7月厦门钨业与日本爱知电机株式会社、爱知电子株式会社等合资成立苏州爱知高斯电机公司（厦门钨业参股25%），生产新能源汽车电机，研发样机已开始测试。

稀土荧光粉：发光材料（荧光粉）由稀土离子作为激活剂或基质组份而制成的新一代荧光粉，用于照明、显示、灯饰和酒版复印，生产主体是长汀稀土。2010 年长汀金龙稀土年产 1000 吨三基色荧光粉开始建设，第一期 300 吨于 2011 年开始批量生产，剩余 700 吨于 2012 年投产。2011 年长汀金龙稀土收购日本三菱化学株式会社持有的广州珠江光电新材料有限公司 100% 的股权，形成年产 1500 吨稀土三基色荧光粉生产能力。2013 年 1 月三明今明稀土年产 1000 吨（三基色红粉 500 吨，蓝粉 200 吨，绿粉 300 吨）三基色荧光分生产线获得福建省发改委批复，项目建设期一年，我们预计 2014 年建成，建成后公司荧光粉生产能力将达到 3500 吨。

电池材料：锂离子材料主要用于锂离子电池的正极材料，2000 年以来，锂离子电池市场总量以每年 15% 的速度高速增长。厦门钨业本部是锂离子材料的生产主体，已具备 2000 吨钴酸锂、1000 吨锰酸锂和 5000 吨的三元材料生产能力。但由于钴酸锂技术路线行不通，公司将目光投向主流正极三元材料。

随着战略性新兴产业的蓬勃发展，稀土和电池材料将面临较大的发展空间。但由于新能源材料产业企业投资热情高涨导致产能过剩，行业竞争激烈，盈利难有大的改善。

房地产板块：一段时期利润增长点

房地产板块业绩贡献呈下降趋势

房地产板块的平台通过其控股 60% 的厦门滕王阁房地产开发公司运作，拥有成都滕王阁、重庆滕王阁、泸州滕王阁、漳州滕王阁、滕王阁物业和东山滕丰房地产 6 家控股子公司，以及海峡国际社区项目部 1 个控股项目公司。公司先后开发厦门“富山花园”项目、泸州“市府花园”项目、重庆“假日滨江花园”项目、成都“鹭岛国际社区”项目，由于地价成本低廉，项目有较好的成本优势。目前厦门滕王阁在各地的在建项目包括“厦门海峡国际社区”、“漳州原石滩社区”和“都江堰别墅”。

表 11：房地产在建项目

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资
海峡国际社区三期项目	2009 年 12 月	2013 年 12 月	11.2 亿元
海峡国际社区四期项目	2011 年 9 月	2014 年 12 月	7 亿元
成都都江堰项目	2012 年 12 月	2015 年 12 月	2.9 亿元
海峡国际社区后期项目	2009 年 12 月	2015 年 10 月	6 亿元
东山滕丰项目	2013 年 7 月	2018 年 7 月	9 亿元
漳州原石滩国际社区项目	2011 年 12 月	2018 年 12 月	44.5 亿元

资料来源：公司公告

“成都鹭岛国际社区”已经开发完毕；“厦门海峡国际社区项目”是当地品牌楼盘，正进行第三期的开发销售（分五期开发），给公司带来较好的利润；“漳州原石滩社区”正进行一期开发（共五期）；公司储备项目“都江堰别墅项目”预计2013年上半年开工，2014年开发结束。

公司在《2012年度第一期中期票据募集说明书》中预计2013年至2015年房地产板块销售收入分别为14亿元、10亿元和23亿元，销售收入不会超过集团合并营业收入的30%，占比预计在10-20%左右。

表 12: 未来三年贡献利润的地产项目（单位：万平方米，万元）

项目	占地面积	建筑面积	2013 年预计开发面积	2014 年预计开发面积	2015 年预计开发面积
都江堰别墅项目（鹭岛青城别墅）	6.67	3.3	2.65	0.65	0
漳州原石滩社区	42.93	106.41	19	20	20
合计	49.6	109.71	21.65	20.65	20

资料来源：公司公告

盈利预测与估值：“增持”评级

基本假设和盈利预测

- 1、在建工程按期达产并贡献产量，未来三年主要在建项目包括：九江金鹭（一期）年产3000吨钨粉和2000吨硬质合金项目、长汀金龙稀土年产3000吨铁钨硼磁材项目、三明今明稀土年产1000吨三基色荧光粉项目、都江堰别墅项目和漳州原石滩社区的地产项目。
- 2、在国家继续对钨精矿开采指标控制和钨下游需求未来三年年均增速9%的带动下，钨系列产品价格稳中有升；能源新材料板块受到行业产能过剩的影响，产品价格难有大的提升；房地产板块完成公司的收入预测。
- 3、三大业务板块毛利率基本稳定。

表 13: 公司各分产品产能、产量和价格预测

		2011A	2012E	2013E	2014E	2014E
		钨钼板块				
钨精矿（吨）*	产能	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
	产量	5,100	5,453	5,453	5,453	5,453
APT（吨）	产能	20,000	20,000	25,000	25,000	25,000
	产量	19,100	18,800	23,500	23,500	23,500

钨粉	产能	7,500	7,500	7,500	10,500	10,500
碳化钨粉	产能	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
钨粉和碳化钨粉(吨)	产量	4,530	3,867	3,867	4,795	4,795
硬质合金(吨)	产能	2,500	2,500	2,500	4,500	4,500
	产量	2,418	2,133	2,133	3,840	3,840
粗钨丝(吨)	产能	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
	产量	1,010	840	840	840	840
细钨丝(亿米)	产能	200	200	200	200	200
	产量	175	147	147	147	147
粗钼丝(吨)	产能	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	产量	350	333	333	333	333
细钼丝(亿米)	产能	30	30	30	30	30
	产量	18	16	16	16	16
钨精矿(万元/吨)	价格	11.0	9.7	10.5	11.0	12.0
仲钨酸铵(万元/吨)	价格	21.0	18.5	19.0	20.0	21.0
钨粉(万元/吨)	价格	29.0	25.6	27.0	27.0	29.0
硬质合金(万元/吨)	价格	45.0	41.0	42.0	45.0	47.0
粗钨丝(万元/吨)	价格	40.0	37.9	37.0	38.0	38.0
细钨丝(万元/亿米)	价格	180.0	153.4	150.0	160.0	180.0
粗钼丝(万元/吨)	价格	30.0	28.7	28.0	29.0	30.0
细钼丝(万元/亿米)	价格	560.0	543.0	530.0	540.0	550.0
钨板块(万元)	收入	623,962	563,631	673,372	803,578	855,291
能源材料						
贮氢合金粉(吨)	产能	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	产量	3,170	3,333	3,333	3,333	3,333
永磁材料(吨)	产能	-	3,000	3,000	3,000	3,000
	产量	-	1,500	3,000	3,000	3,000
发光材料(吨)	产能	1,800	2,500	2,500	3,500	3,500
	产量	300	800	1,500	2,500	3,500
锂离子材料(吨)	产能	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
	产量	2,393	2,644	2,644	2,644	2,644
贮氢合金粉(万元/吨)	价格	14.0	11.0	11.0	12.0	12.0

永磁材料(万元/吨)	价格		14.3	14.3	14.3	14.3
发光材料(万元/吨)	价格		40.0	40.0	40.0	40.0
锂离子材料(万元/吨)	价格	15.0	13.0	13.0	14.0	14.0
能源材料(万元)	收入	184,045	165,721	207,922	247,054	281,243
房地产板块						
房地产(万元)	收入	336,166	138,371	140,000	100,000	230,000

资料来源: 信达证券研发中心预测

注: 钨精矿产量不包括今年2月份新收购的江西都昌金鼎钨钼矿业产量

预计公司 2013-2015 年归属母公司的净利润分别为 6.07 亿元、6.23 亿元和 8.01 亿元, 归属母公司净利润增速分别为 15.46%、2.54%和 28.66%, 对应 EPS 为 0.89 元、0.91 元和 1.18 元。

相对估值与投资评级

目前 A 股中找不到与厦门钨业主业完全吻合的上市公司, 因此我们采用分步相对估值法。我们将厦钨 2013 年 EPS 进行拆分, 各板块 13 年 EPS 贡献分别为: 钨钼板块 0.60 元, 能源材料板块 0.10 元, 房地产板块 0.19 元。我们在每个子版块中选取 A 股中主业最相似的两家公司: 钨钼板块-章源钨业和洛阳钼业; 能源材料板块-包钢稀土和中科三环; 房地产板块-万科 A 和招商地产。用每个子版块两家公司的 13 年 PE 作为估值区间: 钨钼板块 33-46 倍, 合理估值 19.80-27.60 元; 能源材料 18-45 倍, 合理估值区间 1.80 元-4.50 元; 房地产 8-11 倍, 合理估值区间 1.52-2.09 元。求和后得到厦门钨业 13 年合理估值区间为 23.12-34.19 元, 上调公司评级至“增持”。

表 14: 同类公司估值比较

所属行业	证券代码	证券简称	收盘价		EPS			PE		
			2012A	2013E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
钨钼板块	002378.SZ	章源钨业	19.70	0.31	0.43	0.54	63.55	46.09	36.54	
	603993.SH	洛阳钼业	8.31	0.21	0.25	0.30	39.57	32.72	27.82	
厦门钨业-钨钼板块					0.60					
能源材料	600111.SH	包钢稀土	27.79	0.62	0.62	0.73	44.56	44.74	38.00	
	000970.SZ	中科三环	26.79	1.10	1.52	1.90	24.35	17.62	14.08	
厦门钨业-能源材料					0.10					
房地产	000002.SZ	万科 A	11.03	1.14	1.40	1.71	9.68	7.87	6.44	
	000024.SZ	招商地产	26.27	1.93	2.50	3.16	13.60	10.52	8.32	
厦门钨业-房地产					0.19					

资料来源: 厦门钨业为信达证券研发中心预测, 其余采用 wind 一致预期

注: 价格为 2013 年 4 月 15 日收盘价

风险因素

- 1、钨价和稀土价格波动导致公司业绩大幅波动;
- 2、钨和稀土下游需求复苏缓慢;
- 3、在建工程投产晚于预期;
- 4、房地产调控导致地产业务收入不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	8,392.51	7,706.38	10,960.14	13,420.20	16,204.67
货币资金	506.88	788.45	3,083.96	4,582.28	5,854.67
应收票据	303.71	372.00	351.60	396.39	470.82
应收帐款	1,251.41	819.80	1,029.05	1,160.14	1,377.99
预付账款	592.83	364.02	503.14	567.50	667.41
存货	5,495.01	5,009.45	5,639.74	6,361.22	7,481.11
其他	242.67	352.66	352.66	352.66	352.66
非流动资产	4,263.29	5,129.94	5,209.84	5,323.75	5,381.24
长期投资	178.28	206.13	206.13	206.13	206.13
固定资产	2,670.20	3,257.93	3,368.39	3,758.74	3,800.73
无形资产	248.16	290.82	309.78	334.29	360.47
其他	1,166.64	1,375.05	1,325.54	1,024.59	1,013.91
资产总计	12,655.80	12,836.32	16,169.98	18,743.95	21,585.90
流动负债	6,714.11	5,739.51	7,056.35	7,787.64	8,888.05
短期借款	1,470.84	959.07	1,959.07	2,259.07	2,659.07
应付账款	1,206.86	906.08	1,122.77	1,266.40	1,489.35
其他	4,036.41	3,874.35	3,974.51	4,262.17	4,739.62
非流动负债	889.39	1,462.53	2,462.53	3,262.53	3,662.53
长期借款	689.88	729.85	1,729.85	2,529.85	2,929.85
其他	199.51	732.68	732.68	732.68	732.68
负债合计	7,603.50	7,202.04	9,518.88	11,050.17	12,550.58
少数股东权益	1,611.63	1,778.91	2,188.29	2,608.09	3,148.21
归属母公司股东权益	3,440.67	3,855.37	4,462.81	5,085.69	5,887.12
负债和股东权益	12655.80	12836.32	16169.98	18743.95	21585.90

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,910.40	8,836.90	10,402.91	11,728.21	13,930.43
同比(%)	115.05%	-25.81%	17.72%	12.74%	18.78%
归属母公司净利润	1,020.82	526.12	607.44	622.88	801.42
同比(%)	191.78%	-48.46%	15.46%	2.54%	28.66%
毛利率(%)	31.81%	25.76%	24.71%	24.67%	25.42%
ROE(%)	34.04%	14.42%	14.61%	13.05%	14.61%
每股收益(元)	1.50	0.77	0.89	0.91	1.18
P/E	20.55	40.04	34.64	33.88	26.13
P/B	6.10	5.46	4.71	4.13	3.57
EV/EBITDA	9.15	15.01	14.95	14.18	11.78

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,910.40	8,836.90	10,402.91	11,728.21	13,930.43
营业成本	8,121.69	6,560.90	7,832.34	8,834.31	10,389.59
营业税金及附加	749.30	276.61	325.63	490.69	484.98
营业费用	145.69	147.90	174.11	178.68	226.18
管理费用	520.61	551.57	649.32	658.91	840.54
财务费用	158.31	235.76	196.03	287.20	346.00
资产减值损失	79.19	63.74	44.94	67.19	77.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.46	7.75	8.21	8.21	8.21
营业利润	2,155.08	1,008.17	1,188.76	1,219.43	1,574.09
营业外收入	53.88	42.97	42.71	42.71	42.71
营业外支出	61.92	6.05	24.83	24.83	24.83
利润总额	2,147.04	1,045.09	1,206.63	1,237.31	1,591.97
所得税	653.99	164.40	189.81	194.63	250.42
净利润	1,493.05	880.70	1,016.83	1,042.68	1,341.54
少数股东损益	472.23	354.58	409.39	419.79	540.12
归属母公司净利润	1,020.82	526.12	607.44	622.88	801.42
EBITDA	2,548.41	1,590.62	1,730.64	1,901.61	2,358.04
EPS(摊薄)	1.50	0.77	0.89	0.91	1.18

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-489.74	1,679.71	898.06	1,171.67	1,289.52
净利润	1,493.05	880.70	1,016.83	1,042.68	1,341.54
折旧摊销	243.06	309.77	349.25	388.81	428.85
财务费用	158.31	235.76	174.75	275.49	337.23
投资损失	-19.46	-7.75	-8.21	-8.21	-8.21
营运资金变动	-2,414.94	155.73	-686.35	-597.64	-888.93
其它	50.25	105.51	51.80	70.55	79.04
投资活动现金流	-1,180.83	-869.55	-427.80	-497.87	-479.89
资本支出	-1,091.43	-841.71	-436.01	-506.08	-488.10
长期投资	-18.74	21.16	8.21	8.21	8.21
其他	-70.66	-49.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,441.60	-548.24	1,825.25	824.51	462.77
吸收投资	37.47	57.52	0.00	0.00	0.00
借款	482.55	-1,256.67	2,000.00	1,100.00	800.00
支付利息或股息	374.16	571.32	174.75	275.49	337.23
现金净增加额	-229.16	259.99	2295.51	1498.32	1272.40

有色钢铁小组简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作7年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010年加入信达证券, 2年证券从业经验。

丁士涛 中央财经大学管理学硕士, 3年银行业工作经验, 2011年通过CFA三级考试。2012年2月加盟信达证券研究开发中心, 从事有色金属和钢铁行业研究。

有色金属/钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	紫金矿业	601899	兴业矿业	000426
盛达矿业	000603	新兴铸管	000778	云南铜业	000878	安泰科技	000969	银泰资源	000975
闽东电力	000993	中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484
钢研高纳	300034								

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13671072405	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表达的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所指证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。