

厦门钨业 (600549.SH) 有色金属行业

评级：增持 首次评级

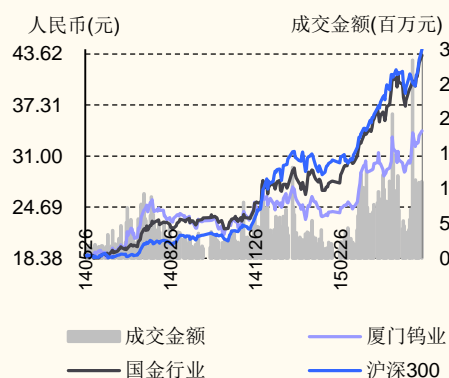
公司研究

市场价格 (人民币): 34.12 元
 目标价格 (人民币): 38.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	886.57
总市值(百万元)	36,903.30
年内股价最高最低(元)	34.12/18.50
沪深 300 指数	5099.50
上证指数	4813.80



风格稳健的新材料领军企业；

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.674	0.530	0.432	0.573	0.796
每股净资产(元)	6.10	8.94	7.11	7.48	8.08
每股经营性现金流(元)	4.10	-0.05	0.91	1.33	1.36
市盈率(倍)	35.68	62.20	78.99	59.58	42.88
行业优化市盈率(倍)	15.23	22.11	34.04	34.04	34.04
净利润增长率(%)	-12.65%	-4.01%	5.91%	32.59%	38.95%
净资产收益率(%)	11.05%	5.93%	6.08%	7.66%	9.85%
总股本(百万股)	681.98	831.98	1,081.57	1,081.57	1,081.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **厦门钨业是一家技术实力突出、经营稳健的老牌新材料国企。**公司盈利来源以钨钼材料为主，稀土、电池材料、房地产业务为辅。公司以最具竞争实力的国际性一流公司作为战略目标，通过硬质合金和钨钼深加工产品做强，通过能源新材料（稀土）做大，房地产业务为公司一段时期的利润增长点。
- **钨产业链优势突出，期待钨价回升。**公司拥有多家钨矿，依靠金鼎钨钼产能释放及集团公司潜在的资源注入，公司上游资源自给量不断提升；公司 APT 冶炼产能居全国之首，钨粉及硬质合金产能、产量及出口量居国内前列，品质优良。我们预计，随着钨成本支撑趋强，国内刺激政策不断加码，制造业、基建需求回暖将带来钨价回升，提升钨业务业绩。
- **稀土业绩改善：整合主体，资源扩张前景乐观，冶炼盈利改善，磁材产能释放。**公司是福建稀土资源的整合主体及 6 大稀土集团之一，年指令性计划指标近 2000 吨，资源成长前景好、保障度高；稀土冶炼盈利改善，磁材产能不断释放，及预期价格回升对公司业绩形成正面支撑。
- **电池材料行业领先，市场更具空间。**公司电池材料业务迅速成长，如 2014 年，公司锂离子材料产销量进一步扩大至 4552 吨，同比增长 55%，目前公司已成为电池材料行业的领军企业，贮氢合金粉、锂电材料市场占有率都处行业前列，与松下等客户合作关系稳固。公司锂离子电池材料 3C 与动力电池各占一半，随着电动汽车需求爆发，公司成长空间更加广阔。
- **2015 年，房地产业务主要看漳州湾区，利润贡献可能有所降低。**

盈利预测与投资建议

- **盈利预测：**我们预计公司 2015 年到 2016 年的业绩分别为 0.43 和 0.57 元，对应当前股价的 PE 水平分别为 79 和 60 倍。
- **投资建议：**我们看好，公司在钨、稀土资源拓展上的潜力，及深加工产品产能的释放空间，随着钨、稀土产品价格的回升，公司业绩将逐步好转，而公司电池材料业务，紧扣新能源汽车行业发展方向，随着产能的增长与释放，其盈利能力也将显现，为此，我们给予公司“增持”评级。
- **催化剂与风险提示：**我们关注，钨价、稀土价格、钨资源注入、电池材料放量等因素对公司股价的催化作用。风险在于：稀土、钨价持续低迷；电池材料质量与市场不及预期，漳州等地房地产市场风险等。

陈炳辉 分析师 SAC 执业编号: S1130514090003
 (8621)60230238
 chenbinghui@gjzq.com.cn

内容目录

公司钨业务：一体化优势突出	4
钨资源自给提升有潜力	4
APT 冶炼：产能领先，技术过硬	7
强力推进硬质合金业务	8
钨钼丝等制品业务谋求转型	9
稀土业务：整合上游，布局下游，做大规模	10
稀土业务项目布局铺开	10
稀土资源：福建整合平台	11
稀土价格：成本支撑，回升有望	11
电池材料：行业领先，后劲十足	12
房地产：业绩贡献有所降低	12
盈利预测与估值	13

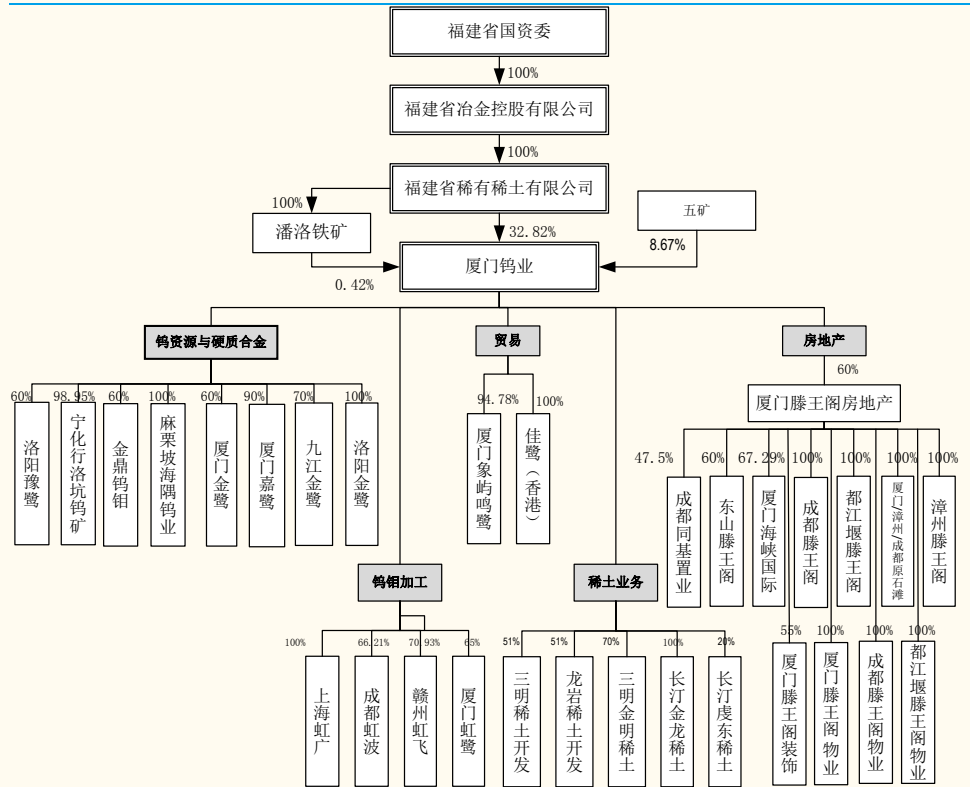
图表目录

图表 1：厦门钨业公司组织结构图	3
图表 2：公司营收结构	4
图表 3：公司的毛利结构	4
图表 4：公司钨钼业务产业链	4
图表 5：公司拥有较为丰富的钨资源，自给率维持在 25-30%	5
图表 6：厦门三虹还持有许多钨矿的股权	6
图表 7：公司钨资源企业利润较好	6
图表 8：钨价回升有潜力	7
图表 9：公司钨钼业务产业链	7
图表 10：公司三大硬质合金基地的产品与收益概况	9
图表 11：与海外企业相比，公司毛利率仍有提升空间	9
图表 12：公司稀土、电池材料业务结构	10
图表 13：中重稀土价格低迷	12
图表 14：镨钕价格也在回落	12
图表 15：公司电池材料产销概况	12
图表 16：截至 2014 年末公司房地产项目预售情况	13
图表 17：盈利预测假设	13

公司简介:

- 厦门钨业是一家技术实力突出、经营稳健的老牌新材料国企。公司业务涉及多条产业链：公司钨业务具有 30 多年的经营历史，是国内外少见的钨矿采选、冶炼、硬质合金及钨制品生产的一体化企业之一；公司钼产业链也较为齐全；自 2006 年进入到稀土业务以来，稀土产业链正在迅速延伸，已经成为稀土采选、冶炼、深加工产品制备的综合性企业；公司自 2002 年进入到电池材料业务，该业务的领域由贮氢合金材料拓展到锂电池材料；此外，公司也还有部分房地产业务。

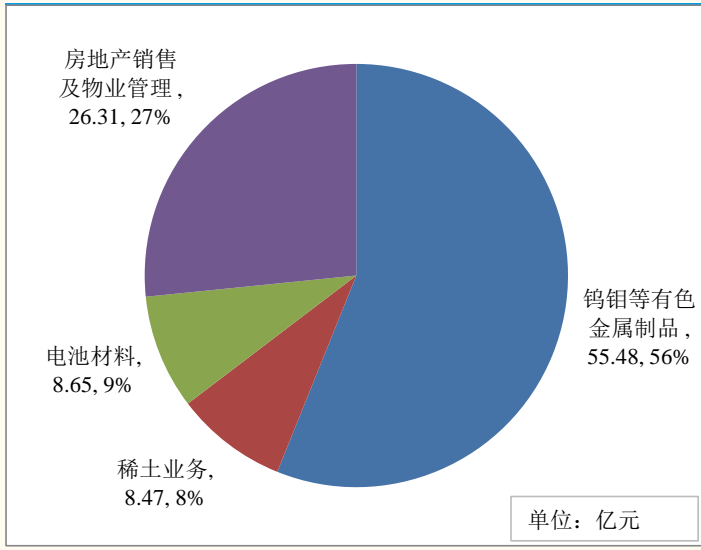
图表 1: 厦门钨业公司组织结构图



来源：国金证券研究所

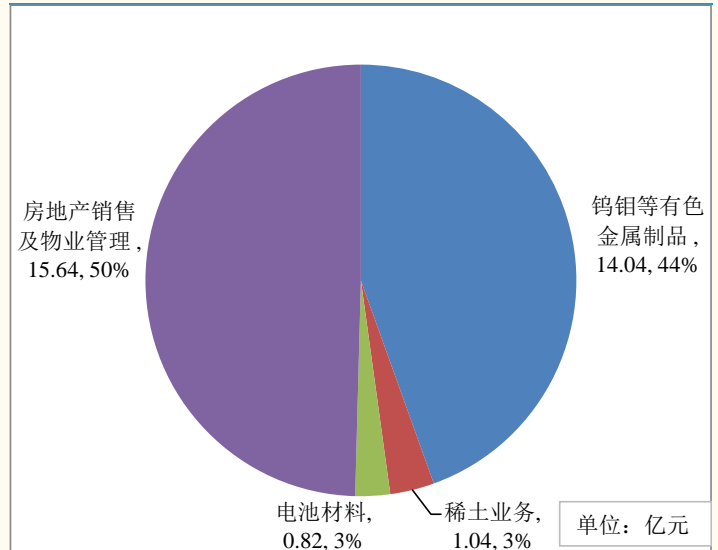
- 公司业务以钨钼材料为主，稀土、电池材料、房地产业务为辅。其中公司钨钼材料业务是公司的核心业务，在大部分年份，是收入和毛利的主要来源。房地产业务受结算周期影响，对公司业绩的贡献有所波动；而稀土业务与电池材料业务，属公司较新的业务，业绩受稀土价格等因素影响，波动较大。2014 年，公司的毛利主要来源于钨钼材料和房地产业务，其中钨钼材料业务贡献了 56% 的营收和 44% 的毛利，房地产业务贡献了营收的 27% 和 50% 的毛利。
- 公司始终把建成最具竞争实力的国际性一流公司作为战略目标，“以钨为主业，以钼系列产品和能源新材料为两翼，以房地产为一个时期的利润增长点”，充分利用中国的钨、钼、稀土的资源优势，努力把握中国经济迅速崛起创造的历史机遇，通过硬质合金和钨钼深加工产品的快速发展把厦门钨业做强，通过能源新材料（稀土）产业链的形成和产销量的增长把厦门钨业做大，通过提高新产品销售收入和利润贡献比例把厦门钨业做优，通过制度建设和企业文化建设把厦门钨业做稳。

图表 2：公司营收结构



来源：国金证券研究所

图表 3：公司的毛利结构

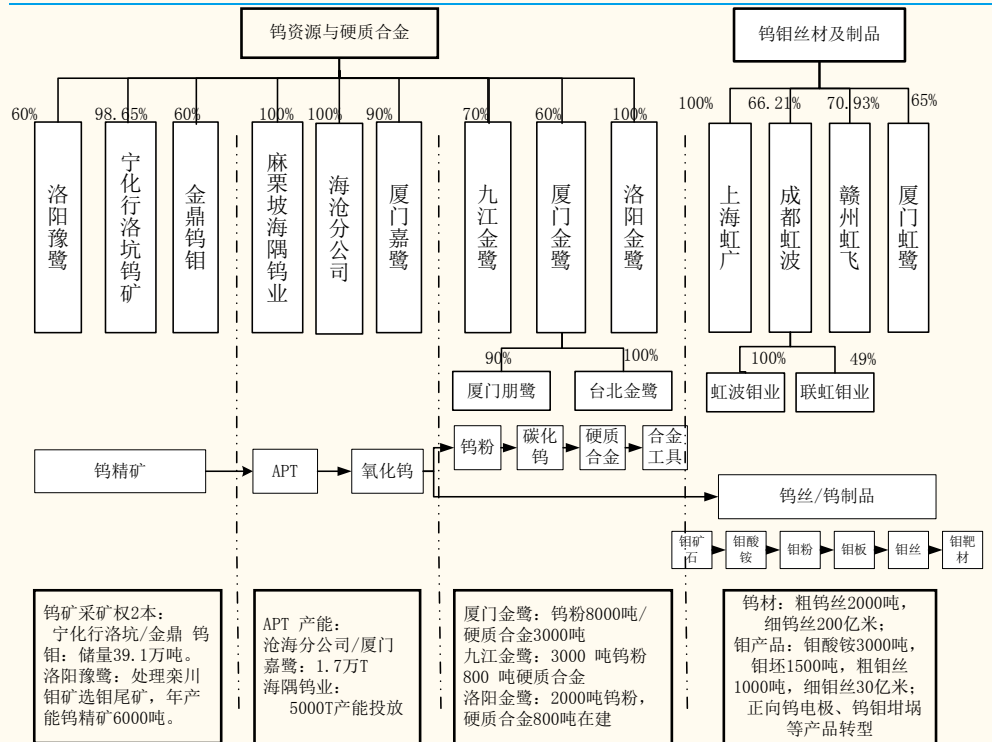


来源：国金证券研究所

公司钨业务：一体化优势突出

- 钨钼有色板块是公司的业务核心，这一板块主要由两条产业链构成：钨产业链：钨矿资源，冶炼，硬质合金生产，钨钼丝材及制品。

图表 4：公司钨钼业务产业链



来源：国金证券研究所

钨资源自给提升有潜力

- 公司钨上游资源主要由几个钨矿山及采选企业构成，包括豫鹭矿业，金鼎钨钼和宁化行洛坑钨矿等，公司钨精矿的自给率保持在 20-35%之间。
- 宁化行洛坑钨矿供应稳定：宁化行洛坑钨矿拥有 29.5 万吨钨储量，处理能力已达 82.5 万吨/年。近几年来，该矿的钨矿总量控制指标都约为 2700 吨，公司通过技术进步不断提升矿的回收率，降低生产成本。

2013年，该矿的金属回收率达到76.3%，同比增长0.19%。2014年，宁化行洛坑的金属回收率达到77.39%，同比增长1.09个百分点，使该矿的净利率达到了31%。回收率的提升对冲了钨价下跌的冲击。

图表 5：公司拥有较为丰富的钨资源，自给率维持在 25-30%

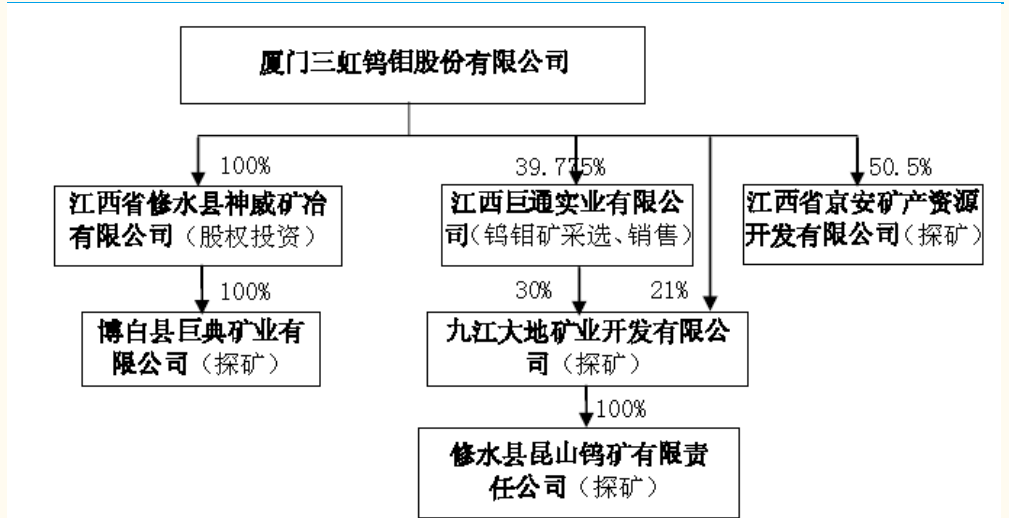
	股权比例	可采储量 (万吨)	钨原矿品位	处理能力 (万吨/年)	可采年限	备注
宁化行洛坑钨矿	98.95%	29.5	0.228%	82.5	预计至 2085 年	黑白钨混合矿；储量在全国已探明的钨矿中排名第三，公司拥有采矿权
豫鹭矿业	60%	48	0.145%	450	预计至 2060 年	豫鹭矿业由公司与洛钼集团合资建立，负责处理洛钼选钨后的尾矿。栾川钨矿采矿权属于洛钼，保有钨储量 48 万吨。
金鼎钨钼	60%	9.6	0.19%	148.5	预计至 2024 年	白钨矿；有采矿权。该矿于 2013 年 3 月份投产，达产可生产钨精矿 3090 吨，钼精矿含钼 300 多吨，预计 2015 年正常生产，可贡献 1000 多吨钨精矿。

来源：公司募集说明书，国金证券研究所

- **低品位白钨矿回收技术一流，豫鹭矿业盈利能力突出。**在 2002 年，公司就瞄准了低品位白钨矿的资源利用，与栾川钨矿合资成立了豫鹭矿业（公司持股 60%，但收益按 50% 分成），经过技术研发，公司成功突破了钨钼分离、低品位钨矿选冶等难题，在产能扩张后，豫鹭矿业目前拥有日矿石处理能力达到 1.5 万吨，年钨精矿产能可达 6000 吨。随着，豫鹭矿业技术进步，公司金属回收率不断上升，在 2013 年，豫鹭矿业金属实际回收率 73.13%，同比增长 3.52%，2014 年，豫鹭实现金属回收率提高至 74.99%，进一步增长了 1.86%。由于豫鹭矿业采用洛钼集团选钨后的尾矿选钨，其生产成本非常低，据测算，豫鹭矿业的吨成本可能在 2-3 万元/吨。这使得豫鹭矿业的利润非常好，2013 年净利润 4.28 亿，2014 年净利润也达到了 3.03 亿。
- **发展废钨回收利用。**2005 年 7 月，厦门钨业海沧分公司新建 4000 吨废钨综合回收生产线投产，形成了年产钨 2000 吨的产能，也提升了公司资源的自给率。
- **公司资源自给能力将不断增强：**我们预计随着金鼎钨钼等矿山的逐步投产及公司资源的对外扩张，公司资源自给能力将不断增强。
- **金鼎钨钼产量提升：**2013 年初，公司收购了都昌金鼎钨钼，该矿控制了 9.6 万吨钨资源，经过建设形成的 148.5 万吨/年的采选能力，已于 2013 年 3 月底投产，达产后该矿可产出钨精矿 3090 吨，钼精矿含钼 300 多吨。2013 年，该矿的产量还仅为几百吨，2014 年，其生产也并不连续，受此影响，金鼎钨钼 2013-14 年连续亏损。预计，2015 年该矿的生产经营将趋于正常，全年可生产 1000 多吨钨精矿。该矿达产后，预计，金鼎钨钼的吨生产成本与行洛坑相差不大，扣除利息费用后，其净利润水平要低些。
- **大湖塘等钨矿注入前景料将增强公司自供能力。**除上市公司之外，福建稀土集团及其持有厦门三虹系作为钨矿资源孵化平台而存在，主要从事不适合上市公司实施的钨矿资源的风险投资业务，其所控制的其他钨矿企业拥有的主要钨矿资产目前处于探矿或开发前期阶段。目前，福建稀土集团还持有广西博白地区的钨钼矿探矿权，厦门三虹持股的江西巨通实业，拥有江西的“大湖塘”钨矿采矿权（该矿的资源量达 93 万吨，目前江西巨通每年向公司供应贡献钨精矿约 2200 吨），修水县昆山钨矿采矿权，及修水县的杨师殿铜钨多金属矿探矿权。福建稀土集团承诺，为避免同业竞争，福建稀土集团控制的涉及钨矿业务的其他企业相关钨矿建成投产之前，集团将以直接出售或资产注入等方式向厦门钨业转让。若自承诺日起满 5 年时，集团控制的其他企业中仍包含相关钨矿资产，则集团将把相关企业的股权托管给厦门钨业，直至相关钨矿资产向厦门钨业转让。2015 年，公司托管了福建稀土集团与潘洛铁矿持有的厦门三虹 34.51% 股权。可见，福建稀土集团及厦

门三虹在风险探矿领域的拓展，有利于保障公司的原材料供应，相关钨矿资产未来逐步注入厦门钨业的前景，将增强公司资源自给能力。

图表 6: 厦门三虹还持有许多钨矿的股权

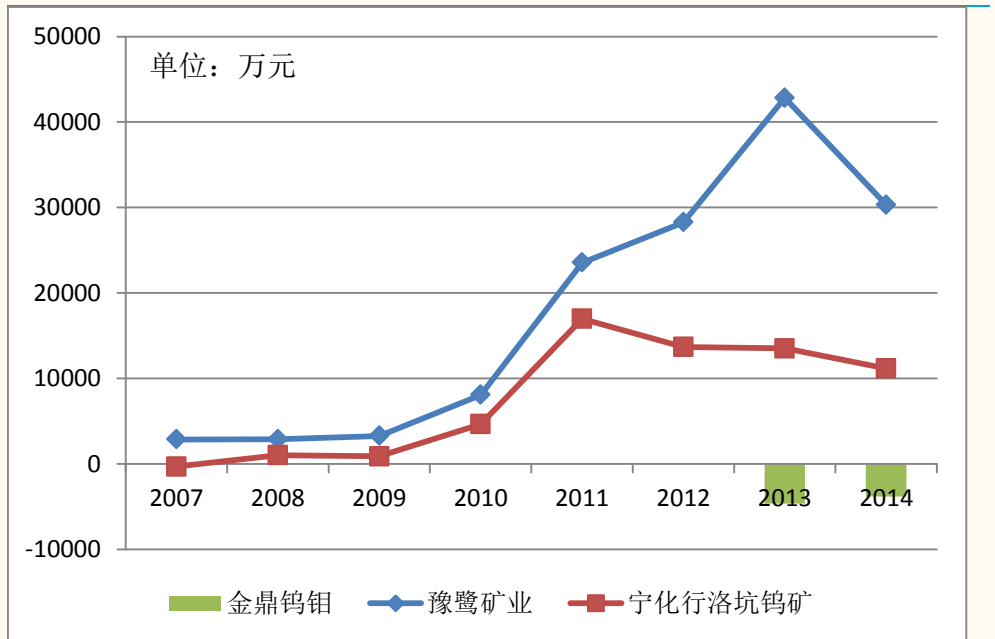


注：作为福建稀土集团向修水巨通提供融资担保的一项安排，福建稀土集团还持有江西巨通 32.360% 股权，此股权为福建稀土集团附解除条件而暂时持有

来源：国金证券研究所

- **钨资源开采毛利率高，利润贡献大。**钨资源采选环节是钨产业链中毛利率较高的环节之一，通常钨资源采选环节的毛利率可达 40% 以上。尽管近年来，随着环保、人力成本的提升，钨精矿的开采成本不断提升，但由于钨精矿价格也在上涨，公司选矿回收率的提升，使得钨精矿业务的盈利能力稳中有升。公司几个钨资源子公司的利润也非常好，是公司钨钼业务利润的支柱之一，特别是豫鹭矿业，利用洛钼的尾矿进行低品位钨的综合利用，成本低，效益好，利润极为突出。

图表 7: 公司钨资源企业利润较好

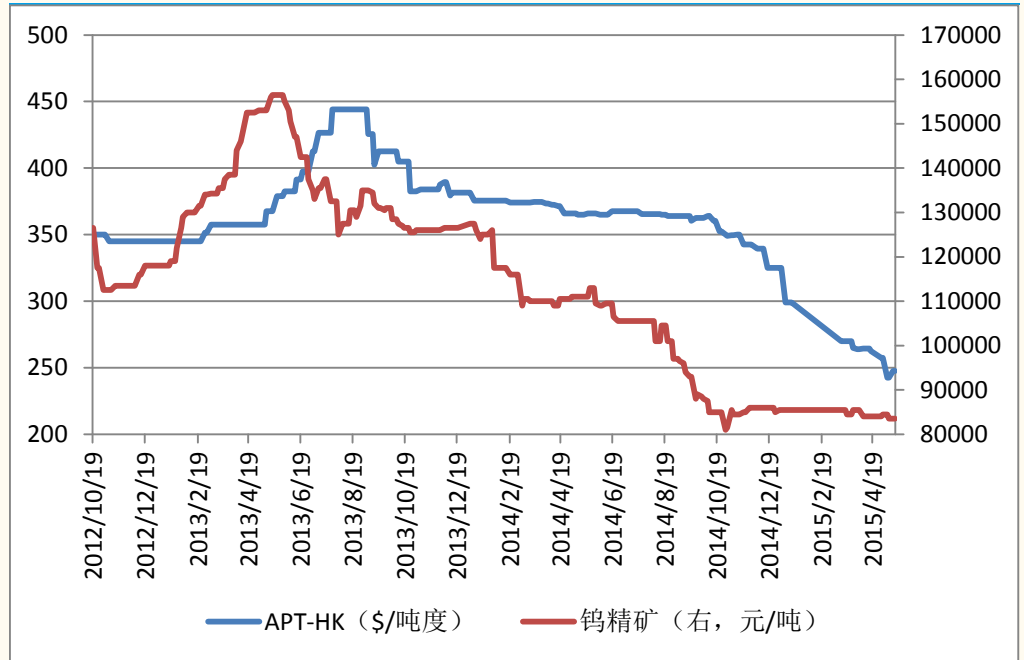


来源：国金证券研究所

- **钨价有回升潜力。**自 2013 年年中以来，钨精矿价格一直下跌，目前钨精矿价格已跌到 8 万元附近。钨主要用于硬质合金、钨合金等领域，主要下游是工业制造、矿山装备等领域，我们预计，随着国内刺激政策的不断加

码，制造业有回升的趋势，而伴随着工业自动化、机械化程度的提升，硬质合金与钨的需求也有望增长。同时，我们也了解到在当前的价格水平下，已经有一些小型矿山已经处于亏损状态，钨价长期低迷的情况不可延续。

图表 8：钨价回升有潜力



来源：国金证券研究所

APT 冶炼：产能领先，技术过硬

- 钨的中间冶炼环节利润率不高。一般而言，中间环节 APT、氧化钨、钨粉和碳化钨毛利率仅为 10-15%。
- 仲钨酸铵 (APT)、氧化钨是钨行业主要中间加工产品，也是中下游产品的主要原料。公司这些产品主要由嘉鹭金属、海隅钨业和海沧分公司负责生产，公司具有年产仲钨酸铵 (APT) + 氧化钨 22,000 吨的生产能力，并仍在扩大产能，是世界最大的仲钨酸铵生产厂家。其中：
 - 海沧分公司生产的产品除少部分外售外，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。目前海沧分公司拥有 1.2 万吨 APT 或氧化钨产能，未来有望扩张到 2 万吨左右。
 - 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，所有原材料均来自于进口，所有产成品均用于出口。
 - 海隅钨业产销量逐步增加。为提高生产能力，利用云南的钨资源优势，公司 2011 年成立海隅钨业，海隅钨业的产能为年产仲钨酸铵 (APT) 5,000 吨。目前，海隅钨业，解决了全流程的各项技术问题，并有效地控制工艺稳定性，已正常生产，APT 产销量不断扩大，提高了集团内部 APT 供应能力。
- 总体上，公司 APT 的产能布局都与上游的资源企业有深入的合作关系，可以保障原材料的供应，并得到了公司下游规划的支撑。

图表 9：公司钨钼业务产业链

厂区	所在地	所在地钨精矿产量 (吨)	APT 产能 (吨)	上游资源或合作单位	下游产能
海沧分公司	福建	3555	12000	行洛坑钨矿	厦门金鹭
嘉鹭金属	面向海外		5000		
海隅钨业	云南	4040	5000	文山麻栗坡紫金	

来源：国金证券研究所

- 在钨冶炼加工领域，厦门钨业的技术研发能力一直居于国内领先，拥有离子交换冶炼技术、仲钨酸铵结晶控制技术、碱体系远红外热压分解白钨矿技术等，使得公司的产品在质量和成本上具有较高竞争力。

强力推进硬质合金业务

- **硬质合金业务是公司的重点发展方向之一，承载了将厦门钨业做强的重要使命。**目前，公司硬质合金业务的生产主体主要是三大硬质合金基地，厦门金鹭，九江金鹭和洛阳金鹭。

- 其中，**厦门金鹭是当前硬质合金业务的产能与技术核心。**厦门金鹭，除厦门钨业控股 60%外，硬质合金产量世界排名第一的 Sandvik 公司和排名第五的日本联合材料株式会社分别持股 10%和 30%。目前厦门金鹭拥有 8000 吨钨粉、碳化钨粉产能，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。同时，厦门金鹭拥有 4,000 吨混合料、3000 吨硬质合金棒材、1000 万片数控刀片、600 万件整体刀具、3500 万支 PCB 工具的生产能力。自 2007 年以来，公司硬质合金的产能利用率一再提升，目前，厦门金鹭的产能利用率已经接近饱和。

厦门金鹭行业地位突出。厦门金鹭是国内最大的钨粉、碳化钨粉和硬质合金的生产商和出口商之一，其原材料主要来源于海沧公司，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，公司硬质合金棒材的出口量也位居全国前列。2014 年，厦门金鹭实现营收 26.24 亿元，净利润达 1.68 亿。

- **建设九江和洛阳基地，实现差异化经营，扩大市场份额。**为了进一步拓展市场，充分利用厦门金鹭的技术积累，打破产能约束，公司先后在九江和洛阳开工建设了两个硬质合金的生产基地。其中，九江金鹭主要针对耐磨件市场，洛阳金鹭则主攻矿山工具市场，与厦门金鹭主打切削刀具形成差异化竞争，进一步扩大公司的市场份额。
- **九江金鹭逐步投产。**2011 年，公司与五矿股份合资设立了九江金鹭硬质合金有限公司，其中公司出资 28,000 万元，占 70%股份。随后九江金鹭启动了九江硬质合金项目的一期建设，项目建设规模为年产 3000 吨钨粉、2000 吨硬质合金，产品包括大制品、轧辊、拉丝模、喷嘴等。项目总投资 80,453.04 万元，根据项目可行性研究报告测算，预计达产后年销售收入 110,359 万元，年均利润总额 17,343 万元，年均税后利润 13,007 万元。目前，九江金鹭各生产车间设备安装快速推进，粉末产品于 2013 年 10 月顺利试产，合金产品也于 2013 年 11 月份顺利投产。九江金鹭 2014 年实现营业收入 23,990.17 万元，净利润-3,814.52 万元。
- **洛阳金鹭预计 2015 年投放。**2013 年，公司公告建设洛阳硬质合金项目（一期），总投资 9.6915 亿元人民币，建设规模为年产硬质合金 2500 吨和年产 900 万只矿山工程工具。建设内容主要包括钨粉生产线、碳化钨粉生产线、混合料生产线、硬面材料生产线、合金大制品生产线、复合片基体生产线、钢材机加工生产线、矿山工具生产线等，产品有矿用合金，并延伸至矿用工具，包括石油钻头，矿山用钻头，工程用盾构机齿等。洛阳金鹭在生产硬质合金的基础上，进一步向下游拓展，以矿山工程工具为最终产品，将进一步拓展公司的产业链，提升公司的附加价值。在公司拍得洛阳钼业的洛钼合金，并将其改名为洛阳金鹭后，该项目加快推进，预计厂房建设可在 2014 年完工，2015 年上半年，项目产能可陆续投放。预计达产后年销售额 19.46 亿元(含税)，年均利润总额 1.8699 亿元，年均税后利润 1.5215 亿元。

图表 10: 公司三大硬质合金基地的产品与收益概况

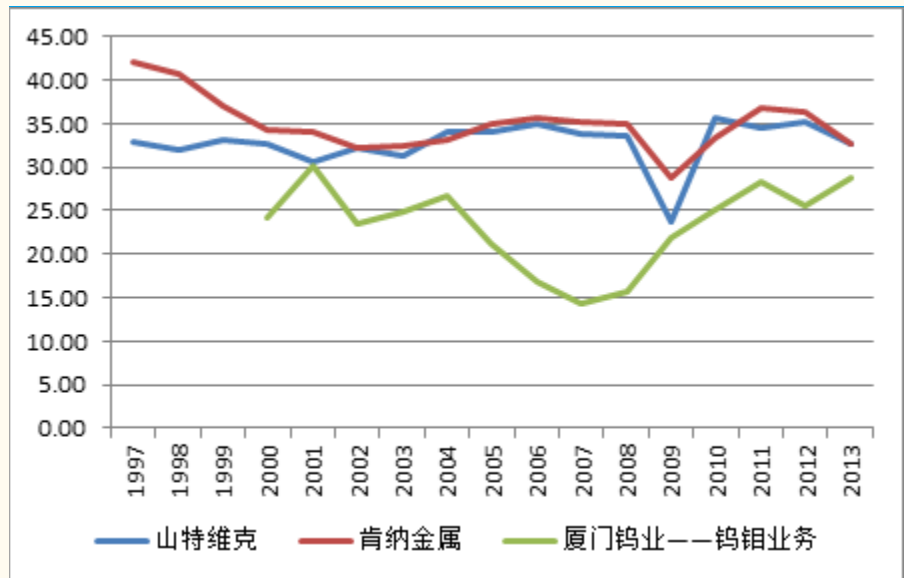
厂区	钨粉 (吨)	硬质合金产能 (吨)	深加工	主打领域	营收 (亿元)	净利润 (亿元)
厦门金鹭	8000	3000	1000 万片数控刀片、600 万件整体刀具、3500 万支 PCB 工具	切削刀具	26.24	1.68
洛阳金鹭	2000	800 (未来, 2000 吨)	900 万只矿山工程工具, 包括石油钻头, 矿山用钻头, 工程用盾构机齿等	矿用工具	19.46	1.52
九江金鹭	3000	800 (未来, 2000 吨)	产品包括大制品、轧辊、拉丝模、喷嘴等	耐磨零件	11.04	1.30

注: 厦门金鹭营收和净利润数据为 2013 年数据, 洛阳和九江为可研预测数。

来源: 国金证券研究所

- 公司硬质合金业务利润有提升空间。近几年来, 公司硬质合金的毛利率基本上稳定在 25%-30%之间, 高端的硬质合金产品, 毛利率则更高。但与国际三巨头, 即 Sandvik、Kennametal 和 ISCAR 比起来, 公司的毛利率水平仍然有不小的提升余地。

图表 11: 与海外企业相比, 公司毛利率仍有提升空间



来源: 国金证券研究所

钨钼丝等制品业务谋求转型

- 钨钼丝业务一直是公司的王牌业务, 但行业已处衰退周期。钨丝、钼丝等制品的生产主体是厦门虹鹭、成都虹波、赣州虹飞、上海虹广四家子公司 (简称四虹), 其中厦门虹鹭为国家高新技术企业。公司合计拥有 200 亿米细钨丝、2,000 吨粗钨丝产能, 及钼酸铵 3000 吨、钼坯 1500 吨、粗钼丝 1000 吨、细钼丝 30 亿米产能, 产能充足。厦门钨业是世界上最大的钨钼丝生产企业之一, 生产的钨丝在国内市场占有率达 70%, 高端市场占有率达 80%, 生产的钼丝在国内市场占有率达 65%, 高端市场占有率达 80%。总体上看, 厦门钨业在钨丝行业具有很高的行业地位, 并且拥有一定的定价权。钨钼丝主要用于照明器材, 在节能环保的趋势下, 钨钼丝业务受到冲击, 行业开始步入衰退周期。特别是随着 LED 等新型照明技术的成熟、成本下降, 白炽灯、节能灯市场受到了挤压。
- 开发钨钼新产品, 加快产品升级, 谋求业务转型。面对钨钼丝传统业务不断加剧的市场竞争和萎缩的市场需求, 公司正着力开发钨钼新产品, 加快产品升级, 谋求业务转型, 以此打开公司钨钼制品业务的成长空间。在产品升级方面, 厦门虹鹭联合赣州虹飞对 C 级能效钨丝进行技术攻关, 取得显著成效, 产品质量获得关键客户认可。公司开发新产品主要有, 采用化学气相沉积 (CVD) 等方法生产的高纯度、高致密度、可加工性好的纯钨

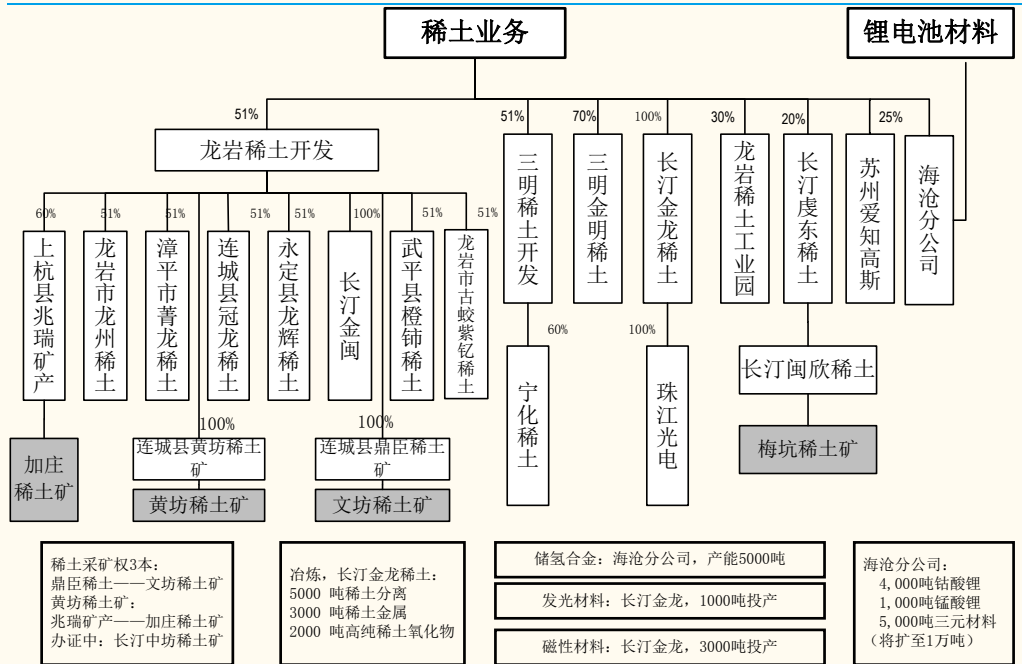
制品、钨电极、钨合金靶材、钨钼坩埚等，如微波炉的钨组件、蓝宝石市场的钨坩埚、旋压钨坩埚等热场新产品，并成功推向市场。

稀土业务:整合上游, 布局下游, 做大做强

稀土业务项目布局铺开

- 公司稀土业务稳步拓展。2006 年, 公司通过收购龙岩稀土获得了稀土分离许可证, 进入到稀土业务。至今, 公司已累计投资 20 亿元, 形成了含稀土矿山开发、冶炼加工、稀土新材料、科研应用等较为完整的稀土产业体系。

图表 12: 公司稀土、电池材料业务结构



来源: 国金证券研究所

- **大力整合福建省内的稀土资源, 保障公司原材料供应。**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)。此后, 公司先后整合、控制了龙岩地区包括连城黄坊稀土矿、文坊稀土矿和上杭加庄稀土矿在内的三本采矿权。2012 年, 公司与三明市政府合资成立了由厦钨控股的三明稀土开发公司, 统一开发、利用三明的稀土矿产资源, 为厦钨未来做大能源新材料产业提供可靠的资源保障。同期, 公司还成立了三明金明稀土, 在当地从事稀土分离、深加工。
- **稀土开采指标利用率不高。**2014 年, 公司获得了合计 1900 多吨稀土生产指令性指标, 占福建省指标总量的绝大部分。但由于公司稀土资源还在整合当中, 稀土指标主要用于压覆资源的综合利用 (2014 年 600 吨), 但稀土的产量仍非常有限 (2014 年销量为 1159 吨)。
- **矿权有扩张空间。**同时, 公司福建省长汀县中坊矿区稀土矿采矿证正在办理当中。该矿开发工程采选规模为 20 万吨/年, 矿山服务年限 10 年 (一期为 2 年), 该矿拥有离子相稀土氧化物 (REO) 1258.45 吨, 预计年产量为 112 吨 REO。未来, 公司作为六大集团之下, 在政策支持下, 获得稀土探矿权更为便利。同时, 公司作为六大集团之一, 在稀土探矿权的申请中也处于优势地位。
- **稀土冶炼与稀土新材料业务初具规模。**目前, 金龙稀土主要从事稀土分离、稀土精深加工以及稀土功能材料的研发与应用业务。通过技改, 公司已建成 5000 吨 15 种稀土分离、2000 吨稀土金属 (将扩至 3000 吨)、2000 吨

高纯稀土氧化物的冶炼分离生产线，并建成了 1600 吨三基色荧光粉生产线、6000 吨钕铁硼磁性材料（首期 3000 吨）生产线，装备水平居国内领先。其中，3000 吨磁材生产线起点高，采用了从日本引进的先进设备，产品指向高端磁材市场，2014 年公司销售了磁材 1018 吨，不少产品都用于出口。

- **重点提升磁材成品率和产能利用率。**项目投产后，金龙稀土对稀土磁材项目开展技术攻关，并全力开拓风电、变频空调及新能源汽车等领域的市场，持续提升产量和改进产品结构，目前已在变频空调、风电等领域取得突破，并开始进入到新能源汽车市场。预计，2015 年，公司磁材业务的产量将进一步增至 2000 吨级别。
- **荧光粉业务已取得突破。**公司积极消化三菱荧光粉制造技术，开发的荧光粉产品品质已赶上世界先进水平，获得多家大客户的认证，如公司已成为飞利浦的第一大供应商，并已向 GE 批量供货。2014 年公司荧光粉产量已达数百吨，荧光粉业务已实现盈利，未来公司将继续推进市场开拓，进军 LED 用粉市场。

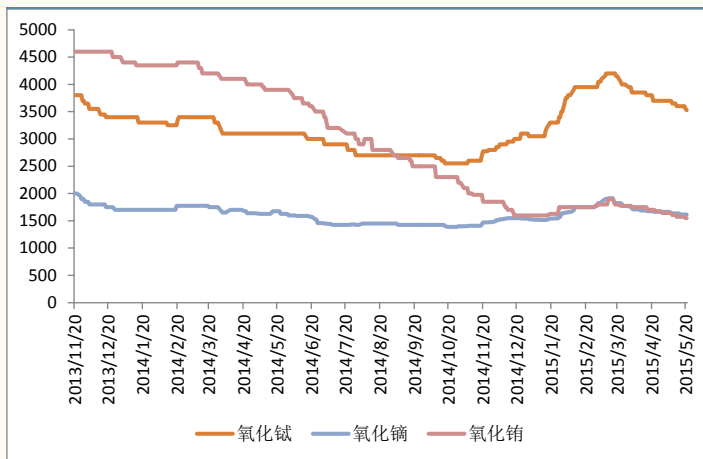
稀土资源：福建整合平台

- 福建稀土资源丰富。南方中重稀土是我国独特的稀土资源，经济价值较高。目前，南方七省的离子吸附型稀土矿已探明工业储量为 150 万吨，远景储量可达 5000 万吨。在南方各省当中，江西省的储量最高，占离子吸附型稀土矿储量的 36%，接下来广东省占 33%，福建占 15%，其他 4 省合计约占 16%。
- 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钷富钕稀土矿床，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。
- 工信部已将厦门钨业确立为 6 大稀土集团之一，公司的稀土集团组建方案也得到了工信部的备案，福建省的稀土资源，将成为公司的核心资源，为优先获得各种矿权打下了基础。

稀土价格：成本支撑，回升有望

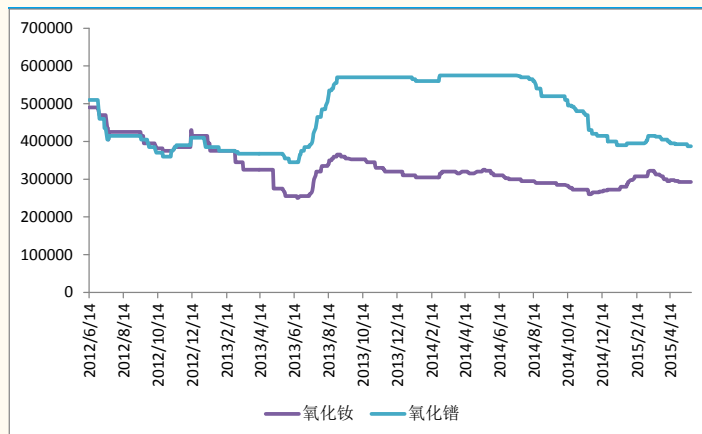
- 稀土价格处于低位。尽管国家积极推进行业整合，强化六大集团的地位，但受到黑色产业链的制约，稀土价格每次上扬都受到了供给增长的压制，本轮稀土价格也在去年末至今年年初小幅上扬，但随着生产恢复，供给增长，稀土价格在 3 月以来再陷低迷。
- 稀土成本支撑价格。随着国内环保要求的不断提升，人工成本的上扬，及资源税的调整，稀土成本不断提升，稀土行业的利润不断压缩，特别是在冶炼环节，多数冶炼企业仍面临着稀土矿与稀土产品综合价格倒挂的局面。可见稀土成本对价格的支撑作用较强。
- 稀土价格回升有潜力。随着我国取消稀土出口关税，海外市场需求的释放，及国内持续加强打黑治违力度，我们对稀土价格回升仍有期待。

图表 13：中重稀土价格低迷



来源：国金证券研究所

图表 14：镨钕价格也在回落



来源：国金证券研究所

电池材料：行业领先，后劲十足

- 厦门钨业已成长为国内电池材料行业的重点企业。公司从 2002 年进入到电池材料领域，最开始做储氢合金。2005 年进入到锂电材料领域，做钴酸锂（主要针对 3C 市场），后逐步拓展到三元材料和锰酸锂。公司还在做 NCA 和磷酸铁锂的试验线。目前，公司形成了钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂、多元复合材料以及稀土贮氢合金等多个系列电池材料产品。其中，公司（公司电池材料的经营主体是海沧分公司）拥有 5000 吨贮氢合金粉、4000 吨钴酸锂、1000 吨锰酸锂、5000 吨三元材料产能。
- 公司电池材料产销快速增长，市场一再突破。其中，公司贮氢合金粉产品市场占有率已连续多年居国内第一，占有 35% 左右的市场份额（2014 年，贮氢合金粉销量为 2629 吨，同比下降 4%）。锂离子材料产销量进一步扩大至 4552 吨，同比增长 55%。公司 NCM 电池材料有一半应用于汽车动力电池领域，并出口到日本等国。

图表 15：公司电池材料产销概况

	2013 产能	2013 年产量	2013 销量	2014 年销量	2017 年产能 E
贮氢合金粉	5000	3000	2732	2629	8000
三元	5000	1670	1530	约 2750	15000
NCA	中试			-	
钴酸锂	4000	1580	1480	约 2750	8000
锰酸锂	1000	60	60	少量	4000
磷酸铁锂	500	20	20	少量	2000

来源：国金证券研究所

房地产：业绩贡献有所降低

- 房地产业务是公司业务的补充和一个时期的利润增长点。公司房地产业务的主体是厦门滕王阁房地产公司。厦门滕王阁房地产公司下属多家子公司或参股公司和一个开发项目（厦门海峡国际社区）。目前厦门滕王阁的开发项目主要是厦门海峡国际社区、漳州海峡湾区等项目。其中：
 - 海峡国际社区项目还有些办公楼在开发，四期住宅已经开发完毕。
 - 漳州海峡湾区项目预计 2015 年开始结算。该项目总用地面积为 43.45 万平方米，规划建筑面积 106.41 万平方米，分五期滚动开发，目前正进行一期开发。预计 2015 年，漳州海峡湾区一期将结算。
 - 与中铁合作开发成都旧城改造项目。2013 年，厦门滕王阁分两次向同基置业增资合计 35,673.30 万元，持有同基置业 47.5% 股权。同基置

业正开发金牛区旧城改造项目。该项目土地位于成都市北部主城区中心西北角的金牛区内，项目土地合计面积约 317.992 亩，同基置业现拥有 27.19 亩净地，后续项目用地均为毛地，将由中铁二局集团以毛地现状投入同基置业，并在完成拆迁后进行项目开发。

- 预计，房地产板块在未来三至五年贡献的收入与利润，较前两年有所下滑。

图表 16: 截至 2014 年末公司房地产项目预售情况

项目名称	预收售房款 万元		预计竣工时间	预售（销售）比例
	2013 年末	2014 年末		
海峡国际湾区一期住宅	79618	108029	2015 年 4 月	95.35%
海峡国际社区 34 35#楼	137489	0.5	2014 年 12 月	99.29%
都江堰项目		8553		57%

来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

- 根据前述对经营状况的分析，我们在预测时做出如下主要假设：
 - 钨业务：受金鼎钨钼阳储山钨矿及钨回收业务拓展，钨精矿自给量提升；钨价小幅上扬至均价 7.4 万元；随着九江、洛阳金鹭的投产，钨粉、硬质合金产销量逐年增加，毛利率随钨价小幅提升。
 - 稀土业务：稀土价格企稳回升，公司压覆资源抢救性利用量增加，且对高价库存影响完全消化，2015 年，磁材与发光粉产量继续释放，产能利用率约为 50-60%，稀土业务的盈利能力提升。
 - 电池材料业务，2015 年公司钴酸锂、三元材料产销量分别为 3700 吨和 3900 吨。
 - 未来几年，公司房地产业务每年结算的收入介于 15-20 亿，主要源自漳州海峡国际湾区。
 - 假设公司的所得税有效税率为 28%。

图表 17: 盈利预测假设

		2015E	2016E	2017E
钨钼板块	营业收入（万元）	526498	612518	701485
	营业成本（万元）	380613	431284	481543
	毛利率（%）	27.71%	29.59%	31.35%
稀土业务	营业收入（万元）	103283	124980	133817
	营业成本（万元）	86850	100453	103687
	毛利率（%）	15.91%	19.62%	22.52%
电池材料	营业收入（万元）	134459	158244	171953
	营业成本（万元）	124197	144454	155294
	毛利率（%）	7.63%	8.71%	9.69%

来源：国金证券研究所

- 综合上述因素，我们预计公司 2015 年到 2016 年的业绩分别为 0.43 和 0.57 元，对应当前股价的 PE 水平分别为 79 和 60 倍。
- 投资建议：我们认为，公司为钨及硬质合金行业的龙头企业，产业链优势突出，APT 冶炼产能具全国之首，钨粉及硬质合金产能、产量与品质居国内前列；公司是福建稀土的整合平台，六大稀土集团之一，稀土资源成长前景较好，高价稀土原料消化情况也较好，冶炼业务改善，磁材与荧光粉等深加工产能不断释放；公司电池材料业务迅速成长，目前已处行业领军地位，汽车动力电池已成公司产品的核心市场，成长空间更加广阔。我们看好，公司在钨、稀土资源拓展上的潜力，及深加工产品产能有释放空间，随着钨、稀土产品价格的回升，公司业绩将逐步好转，而公司电池材料业

务，紧扣新能源汽车行业发展前景，随着产能的增长与释放，其盈利能力也将显现，为此，我们给予公司“增持”评级。

- 我们关注，钨价、稀土价格、钨资源注入、电池材料放量等因素对公司股价的催化作用。
- 风险提示：稀土、钨价持续低迷；电池材料质量与市场不及预期，漳州等地房地产市场风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	8,837	9,875	10,143	9,543	11,198	12,323	货币资金	788	706	1,085	1,400	1,567	1,567
增长率		11.8%	2.7%	-5.9%	17.3%	10.0%	应收账款	1,543	2,017	1,698	1,965	2,330	2,542
主营业务成本	-6,561	-6,859	-6,930	-7,122	-8,179	-8,804	存货	5,009	4,338	4,825	5,073	5,378	5,789
%销售收入	74.2%	69.5%	68.3%	74.6%	73.0%	71.4%	其他流动资产	366	1,213	1,718	1,549	1,645	1,764
毛利	2,276	3,017	3,213	2,421	3,019	3,519	流动资产	7,706	8,275	9,325	9,987	10,921	11,662
%销售收入	25.8%	30.5%	31.7%	25.4%	27.0%	28.6%	%总资产	60.0%	53.6%	53.8%	56.1%	58.6%	60.6%
营业税金及附加	-277	-663	-730	-344	-426	-493	长期投资	510	848	766	766	766	766
%销售收入	3.1%	6.7%	7.2%	3.6%	3.8%	4.0%	固定资产	4,042	4,941	5,622	5,840	5,799	5,684
营业费用	-148	-191	-194	-191	-224	-246	%总资产	31.5%	32.0%	32.5%	32.8%	31.1%	29.5%
%销售收入	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	383	1,087	1,073	732	683	638
管理费用	-552	-701	-776	-735	-851	-937	非流动资产	5,130	7,175	7,993	7,801	7,728	7,588
%销售收入	6.2%	7.1%	7.6%	7.7%	7.6%	7.6%	%总资产	40.0%	46.4%	46.2%	43.9%	41.4%	39.4%
息税前利润 (EBIT)	1,300	1,462	1,514	1,152	1,519	1,844	资产总计	12,836	15,450	17,318	17,788	18,649	19,249
%销售收入	14.7%	14.8%	14.9%	12.1%	13.6%	15.0%	短期借款	1,522	1,601	2,890	2,759	2,129	1,175
财务费用	-236	-225	-251	-134	-163	-90	应付款项	2,388	3,612	2,717	2,927	3,391	3,683
%销售收入	2.7%	2.3%	2.5%	1.4%	1.5%	0.7%	其他流动负债	1,829	1,024	1,465	1,246	1,420	1,537
资产减值损失	-64	-47	-104	-12	-8	-8	流动负债	5,740	6,237	7,073	6,932	6,940	6,395
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	730	1,751	221	221	221	222
投资收益	8	127	52	53	58	64	其他长期负债	733	1,398	933	933	933	933
%税前利润	0.7%	9.5%	3.9%	4.6%	3.9%	3.4%	负债	7,202	9,386	8,227	8,086	8,094	7,550
营业利润	1,008	1,317	1,211	1,059	1,405	1,810	普通股股东权益	3,855	4,160	7,437	7,687	8,090	8,735
%利润率	11.4%	13.3%	11.9%	11.1%	12.5%	14.7%	少数股东权益	1,779	1,904	1,655	2,015	2,465	2,965
营业外收支	37	20	120	90	80	80	负债股东权益合计	12,836	15,450	17,318	17,788	18,649	19,249
税前利润	1,045	1,337	1,331	1,149	1,485	1,890	比率分析						
利润率	11.8%	13.5%	13.1%	12.0%	13.3%	15.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-164	-388	-398	-322	-416	-529	每股指标						
所得税率	15.7%	29.0%	29.9%	28.0%	28.0%	28.0%	每股收益	0.771	0.674	0.530	0.432	0.573	0.796
净利润	881	949	933	827	1,069	1,361	每股净资产	5.653	6.100	8.938	7.108	7.480	8.076
少数股东损益	355	489	492	360	450	500	每股经营现金净流	2.463	4.103	-0.053	0.909	1.328	1.356
归属于母公司的净利润	526	460	441	467	619	861	每股股利	0.150	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	6.0%	4.7%	4.3%	4.9%	5.5%	7.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.65%	11.05%	5.93%	6.08%	7.66%	9.85%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	4.10%	2.97%	2.55%	2.63%	3.32%	4.47%
净利润	881	949	933	827	1,069	1,361	投入资本收益率	13.06%	9.79%	8.24%	6.21%	8.05%	9.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	374	487	598	434	458	478	主营业务收入增长率	-25.81%	11.75%	2.71%	-5.91%	17.34%	10.04%
非经营收益	234	-2	5	142	46	-32	EBIT 增长率	-45.22%	12.49%	3.52%	-23.89%	31.81%	21.40%
营运资金变动	192	1,364	-1,581	-420	-137	-340	净利润增长率	-47.46%	-12.65%	-4.01%	5.91%	32.59%	38.95%
经营活动现金净流	1,680	2,798	-44	984	1,436	1,467	总资产增长率	1.57%	20.36%	12.10%	2.71%	4.84%	3.22%
资本开支	-842	-889	-730	-267	-287	-240	资产管理能力						
投资	20	-294	4,002	0	0	0	应收账款周转天数	42.8	35.3	39.8	45.0	46.0	45.5
其他	1	1	74	53	58	64	存货周转天数	292.2	248.7	241.3	260.0	240.0	240.0
投资活动现金净流	-821	-1,182	3,346	-214	-229	-176	应付账款周转天数	58.8	51.5	58.8	68.0	68.0	68.0
股权募资	58	70	2,979	0	0	0	固定资产周转天数	134.6	153.1	175.8	192.2	164.1	145.7
债权募资	37	737	-756	-131	-630	-952	偿债能力						
其他	-645	-1,129	-828	-324	-410	-339	净负债/股东权益	34.79%	62.04%	29.11%	22.67%	13.29%	3.85%
筹资活动现金净流	-550	-322	1,396	-455	-1,040	-1,291	EBIT 利息保障倍数	5.5	6.5	6.0	8.6	9.3	20.5
现金净流量	308	1,295	4,698	315	167	0	资产负债率	56.11%	60.75%	47.50%	45.46%	43.40%	39.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD