

小金属

厦门钨业

600549

推荐

分析师: 张 镭, 杨国萍

0755-82026705, 0755-82026714

zhanglei@cjis.cn, yangguoping@cjis.cn

钨钼业务明显好转 新能源材料业务将迅速成长

我们近日调研了厦门钨业, 通过调研我们认, 公司将继续坚持以钨为主业、以钼和新能源业务为两翼、培育新能源材料为新的利润增长点。目前公司钨品生产都满负荷运转, 高端硬质合金深加工产品技术已经突破, 预计未来产量将迅速增长; 新能源业务将进一步向上游资源和下游深加工发展; 房地产业务预计 10 年较为平稳。整体来看, 公司钨业务明显恢复、新能源材料也将迅速成长, 未来三年业绩有望较快增长。

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 16.51 元

评级调整: 维持

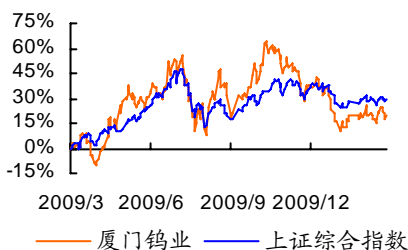
投资要点:

基本资料

上证综合指数	3059.72
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	113
EPS (TTM)	0.31
每股净资产(元)	5.89
资产负债率	62.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	0.36	-11.33	-8.99
上证综合指数	0.25	-2.60	7.78



- 钨矿山板块: 公司宁化行洛坑矿与豫鹭矿业随着开采深度增加、钨品位也将逐渐提升, 钨精矿产量也有望逐年增加。预计行洛坑钨矿 10-12 年钨精矿产量预计为 2800、3500、4000 吨; 洛阳豫鹭矿业预计 10-12 年钨精矿产量为 2800、3000、3500 吨。嘉鹭公司预计 10-12 年产量为 1300、1500、1600 吨。
- 中间产品: 公司目前拥有 APT 产能 12000 吨/年, 钨粉和碳化钨产能分别为 5000 吨/年和 3500 吨/年, 09 年整体产能利用率 60-70% 左右, 目前随着需求的恢复, 中间产品产能已经充分利用。
- 钨钼丝: 公司目前拥有粗钨丝产能 1500 吨/年, 细钨丝产能 150 亿米/年, 细钨丝产能在 15 亿米左右。公司钨丝具有很强的市场竞争力和盈利能力, 我们认为, LED 灯长远来看对传统照明市场造成一定的压力, 但中国节能环保型高效电子节能灯将迎来高速发展, 公司钨钼丝未来 3-5 年仍有广阔的市场空间。
- 硬质合金和精密刀具: 公司目前拥有硬质合金产能 2000 吨的产能, 目前产能利用率较高; 公司数控刀具技术已经解决, 预计产能很快充分利用产量将迅速扩张。预计硬质合金和数控刀具将极大提升公司钨产品的盈利能力。
- 新能源材料将成公司新的利润增长点: 公司稀土业务将进一步向上游资源和下游深加工延伸, 公司目前贮氢合金粉产能已达到 5000 吨/年, 未来将达到 8000 吨/年的; 公司还拥有 2000 吨/年的锂产品产能。公司贮氢合金粉、钴酸锂等电池材料将受益于新型动力汽车的推广。
- 房地产板块: 目前成都鹭岛国际社区四期和厦门海峡国际社区一期项目大部分已经销售并结算; 厦门海峡国际社区二期预计 11 年进入结算, 三期目前处于建设阶段, 四期目前尚处于规划阶段; 另外, 公司漳州地块也进入建设准备期。我们认为, 10 年地产结算收入可能下降, 11、12 年地产收入预计仍较为可观。
- 维持推荐的投资评级。考虑 10 年地产贡献减少, 我们调低 10 年 EPS 至 0.35 元, 但不影响公司钨业务的恢复和新能源业务的成长; 同时考虑钨和稀土供给受到更严格的调控以及下游需求好转和新能源政策推动等, 公司钨业务和稀土业务的盈利将迅速恢复和成长, 我们上调公司 10-12 年 EPS 至 0.73 元和 0.93 元, 并认为钨和稀土盈利存在超预期的可能, 维持推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	4499	8514	9620
同比(%)	28%	-29%	89%	13%
归属母公司净利润(百万元)	213	238	501	633
同比(%)	7%	12%	110%	26%
毛利率(%)	28.5%	21.7%	28.0%	29.6%
ROE(%)	9.2%	9.7%	17.0%	17.7%
每股收益(元)	0.31	0.35	0.73	0.93
P/E	53.77	48.03	22.85	18.09
P/B	4.95	4.68	3.88	3.20
EV/EBITDA	14	16	9	7

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

- 钨钼业务有望持续好转 新能源业务将成为新的盈利增长点 2010-3-19
- 房地产业务良好促业绩略超预期 10 年期待 2010-2-3
- 金属业务进一步好转 2010-2-3
- 三季度业绩低于预期 看好金属业务的恢复和房地产业务的增长 2009-11-2

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1、厦门钨业组织结构及业务构成

公司是一家典型的控股型公司，公司目前主要经营性资产包括厦门金鹭特种合金有限公司（60%股权）、厦门象屿鸣鹭国际贸易有限公司（94.78%股权）、洛阳豫鹭矿业有限责任公司（60%股权）、厦门虹鹭钨钼工业有限公司（60%股权）、成都虹波实业股份有限公司（60.21%股权）、赣州虹飞钨钼材料有限公司（70.93%股权）、上海虹广钨钼制品有限公司（68%股权）、厦门嘉鹭金属工业有限公司（90%股权）、宁化行洛坑钨矿有限公司（80%股权）、龙岩稀土开发有限公司（58%）、长汀金龙稀土有限公司（93%股权）以及厦门滕王阁房地产开发公司（60%股权）等十多家控股子公司。

公司目前主要业务包括钨业务、新能源业务以及房地产业务，公司以钨为主业、钼和新能源业务为两翼、培育新能源材料为公司新的利润增长点、以房地产业务为一个时期的利润增长点为战略目标。

受经济危机影响，公司钨钼业务 09 年大幅萎缩，我们认为，随着经济复苏、下游需求恢复以及国家对钨资源的控制，公司钨钼主有望迅速恢复并进入快速增长通道；稀土等新能源业务也将受资源控制力度加大和节能环保政策推进、迅速成长并成为公司新的利润增长点。

图 1 厦门钨业营业收入及增长情况（万元；%）

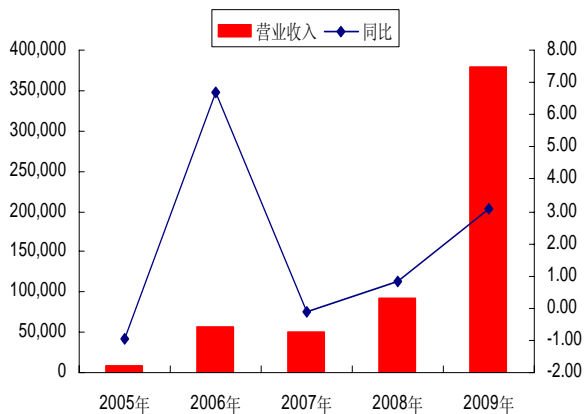
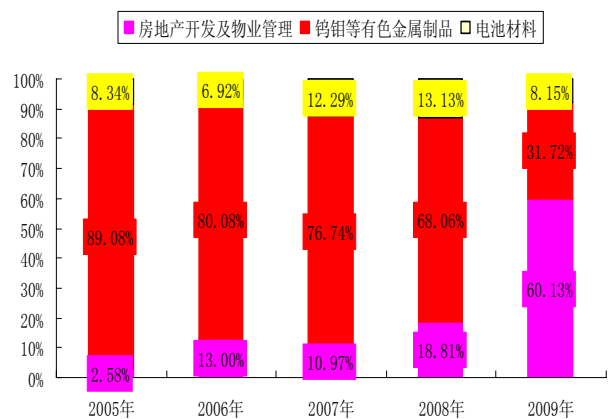


图 2 厦门钨业营业收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 厦门钨业营业利润构成

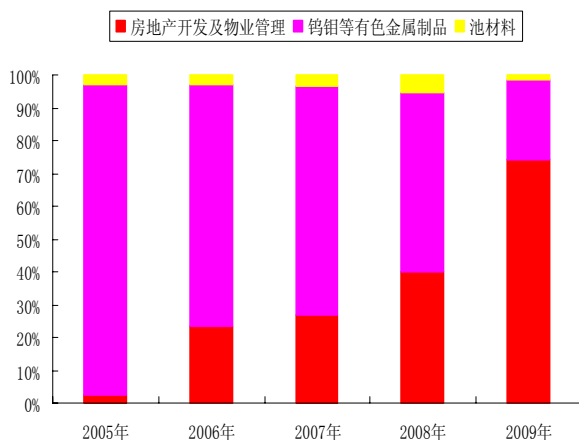
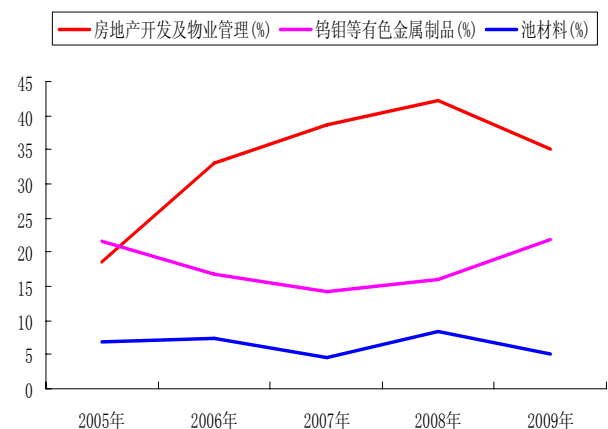
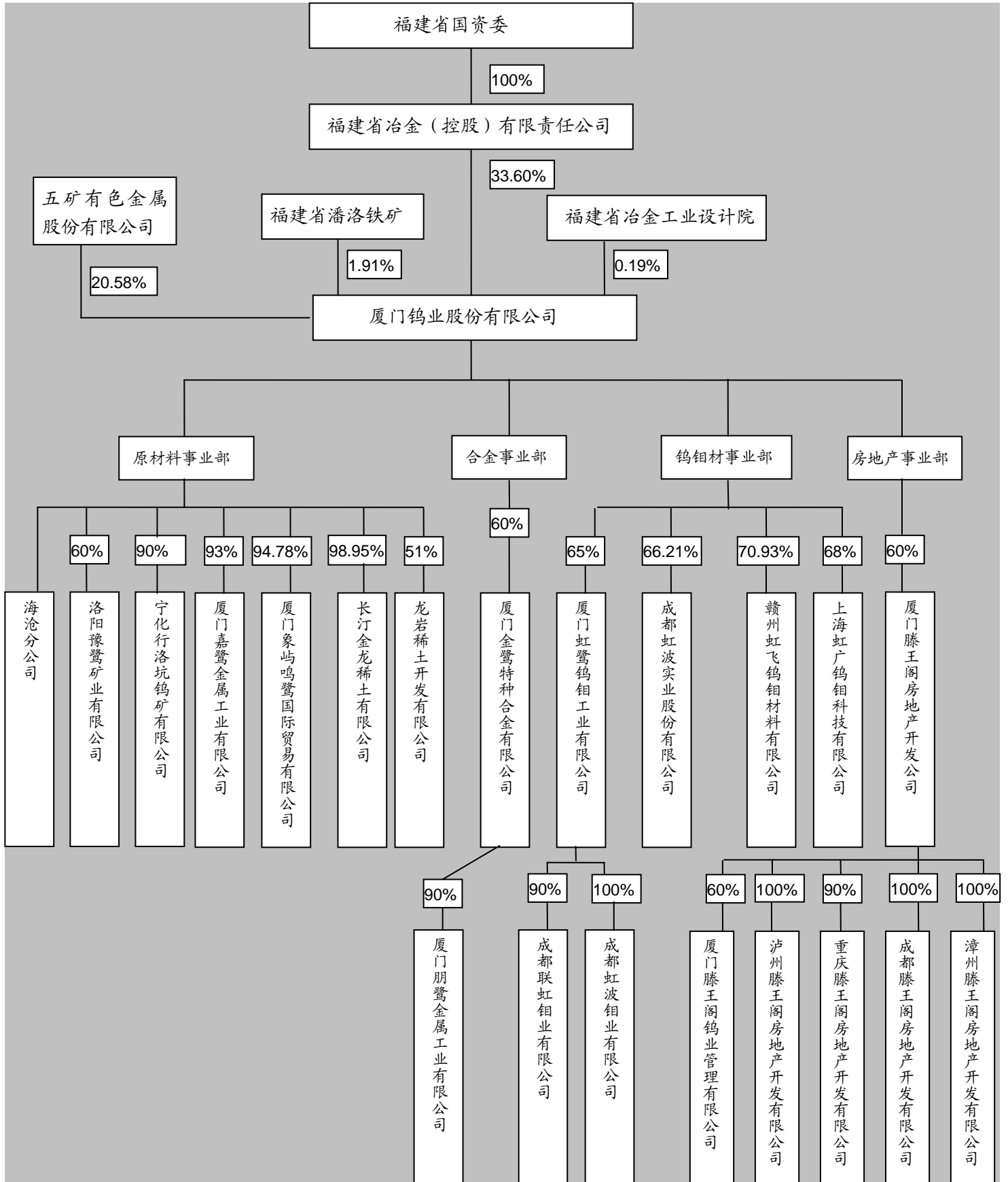


图 4 主要产品毛利率变动（%）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 厦门钨业组织结构

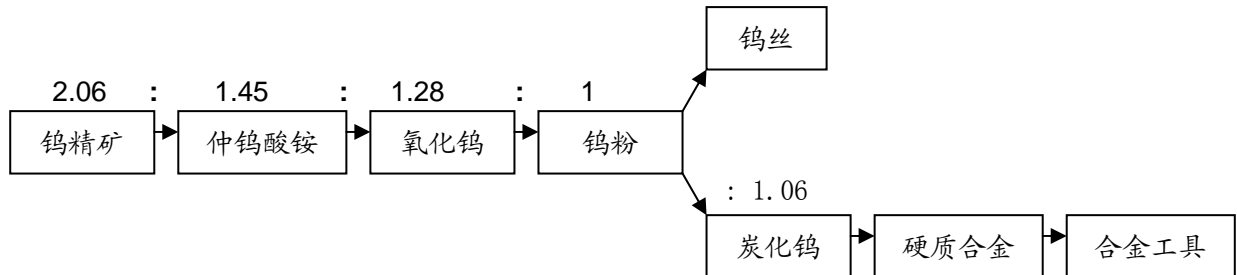


资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、公司钨精矿产量将持续增长，未来三年资源自给率将超过 50%

公司具有完整的钨产业链，拥有两座钨矿山、两家钨冶炼厂、一家硬质合金公司、四家钨钼丝材公司、打造了从钨矿山—冶炼—深加工完整的产业链。公司钨冶炼产品的生产能力居世界第一，还是国内最大的钨粉、碳化钨粉生产商和出口商，钨钼丝材产销量占全国的 70%以上。

图 6 钨产业链及转换比例



资料来源：中投证券研究所

福建宁化行洛坑钨矿：钨精矿从 2000 吨-4000 吨的扩产计划已经完成，该矿采用露天从山顶往下开采，往下品位越来越高，目前山顶剥离工程已经结束，预计未来精矿产量将逐步增加，随着国家对行业的整合，优势企业开采配额也有望增加。09 年该矿生产钨精矿 2200 吨左右，预计 10-12 年钨精矿产量为 2800、3500 和 4000 吨，目前该矿山的开采成本在 5 万元/吨左右。

洛阳豫鹭矿业：目主要从洛钼集团一次选钼后的尾矿中回收钨精矿，豫鹭矿业 09 年生产钨精矿 2000 吨左右，预计 10-12 年钨精矿产量为 2800、3000、3500 吨。

嘉鹭公司：拥有 3000 吨/年的废钨回收能力，09 年回收废钨 1000 多吨，受国家废钨回收政策影响，预计未来三年废钨回收量比较稳定，预计 10-12 年产量为 1300、1500、1600 吨。

表 1 厦门钨业钨精矿产量及自给率（吨）

	2010E	2011E	2012E
行洛坑矿（持股 98.95%）	2800	3500	4000
豫鹭矿业（持股 60%）	2800	3000	3500
废钨回收	1300	1500	1600
钨精矿合计供应量	6600	8000	9100
APT 产量	12000	12000	12000
钨精矿需求量（1: 1.42）	17000	17000	17000
钨精矿自给率(%)	40.49%	46.95%	53.40%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、中间产品为下游深加工业务提供了坚实的原料保证

APT（仲钨酸铵）：主要在海沧分公司生产，目前拥有 12000 吨/年的产能，短期内没有扩张计划，公司 APT 产品每年出口 5000-6000 吨，其余供公司下游深加工产品用。

钨粉和碳化钨：生产地点在金鹭公司，目前拥有 5000 吨/年的钨粉产能和 3500 吨/年的碳化钨产能，这部分产品 70-80% 用于出口，其余用于公司下游钨丝生产和硬质合金加工。

受经济危机影响，09 年公司粉末产品整体开工率 60-70%，目前随着市场好转，公司粉末产品产能已充分利用。

表 2 厦门钨业钨中间产品生产情况 (吨)

	2010E	2011E	2012E
APT	12000	12000	12000
钨粉	4500	5000	5000
碳化钨	3000	3500	3500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4、公司努力拓展节能灯钨钼丝、特种钨钼丝市场空间

钨钼丝：厦门钨业“四虹”拥有粗钨丝产能 1500 吨/年，细钨丝产能 150 亿米/年，细钼丝产能在 15 亿米左右。公司钨丝具有很强的市场竞争力和盈利能力，国内市场占有率在 70% 以上。目前市场担忧 LED 等对公司钨钼丝业务冲击，对此我们认为，LED 灯长远来看对传统照明市场造成一定的压力，但中国节能环保型高效电子节能灯将迎来高速发展，公司钨钼丝未来 3-5 年仍有广阔的市场需求。

表 3 厦门钨业钨丝产品生产情况

	2010E	2011E	2012E
粗钨丝产量 (吨)	1500	1500	1500
细钨丝产量 (亿米)	150	150	150
钼丝	15	15	20

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5、硬质合金产品向高附加值方向转变，提升竞争力和盈利能力

公司目前硬质合金产能 2000 的产能已经全部建成生产，公司硬质合金生产相对成熟。

精密刀具项目已经建成投产，技术问题也已经解决，预计公司刀具产品未来将迅速增长。

表 4 厦门钨业硬质合金产品生产情况 (吨)

	2010E	2011E	2012E
硬质合金(吨)	1800	2000	2000
PCB 工具(万件)	200	300	400
立铣刀(万件)	20	30	100

资料来源：公司公告、中投证券研究所

6、能源新有望成为公司新的利润增长点

厦门钨业新能源材料主要包稀土和锂相关产品。公司通过收购长汀稀土公司获得了稀土分离许可证，并建成了 2000 吨的稀土分离厂，公司稀土业务将进一步向上游资源和下游深加工延伸。公司目前贮氢合金粉产能已达到 5000

吨/年，未来将达到 8000 吨/年；公司还将建设 3000 吨/年的磁性材料和 1000 吨/年的三基色荧光粉产能，目前这两个项目正在建设之中。

公司还拥有 2000 吨/年的锂产品产能。公司贮氢合金粉、钴酸锂等电池材料将受益节能环保政策以及新型动力汽车的推广。

表 5 电池材料产量预测 (吨)

	2010E	2011E	2012E
贮氢合金粉	4000	5000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	1500	1800	2000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

7、房地产业务仍有较大的发展空间

厦门钨业控股 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，在成都、重庆、长沙和泸州都设有分公司。公司在各地开发的项目及项目储备因土地均为之前以协议地价取得，都具有较好的成本优势。

目前成都鹭岛国际社区四期和厦门海峡国际社区一期项目大部分已经销售并结算；厦门海峡国际社区二期预计 11 年进入结算，三期目前处于建设阶段，四期目前尚处于规划阶段；另外，公司漳州地块也进入建设准备期。我们认为，10 年地产结算收入可能下降，11、12 年地产收入预计仍较为可观。

表 6 房地产业务收入预测

	2010E	2011E	2012E
收入(亿元)	10	40	40
贡献 EPS(元)	0.08	0.40	0.40

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 主要产品价格预测 (万元/吨)

	2010E	2011E	2012E
钨精矿的价格	8.00	10.00	12.00
APT	12.00	14.50	16.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7360	5978	10611	11721
现金	1153	900	1703	1924
应收账款	560	465	861	960
其他应收款	395	268	534	593
预付账款	532	371	667	738
存货	4648	3892	6701	7348
其他流动资产	72	82	145	158
非流动资产	3346	2826	2904	2840
长期投资	36	32	32	33
固定资产	2018	2128	2202	2180
无形资产	225	225	225	225
其他非流动资产	1066	440	445	401
资产总计	10706	8803	13516	14561
流动负债	6145	3757	7592	7503
短期借款	499	83	1533	779
应付账款	909	490	915	1045
其他流动负债	4737	3184	5144	5679
非流动负债	543	705	672	657
长期借款	394	394	394	394
其他非流动负债	149	311	278	263
负债合计	6688	4462	8264	8161
少数股东权益	1707	1895	2304	2820
股本	682	682	682	682
资本公积	763	763	763	763
留存收益	857	993	1493	2126
归属母公司股东权益	2311	2447	2948	3580
负债和股东权益	10706	8803	13516	14561

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2019	353	-342	1148
净利润	466	426	910	1149
折旧摊销	124	175	198	217
财务费用	67	5	19	22
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	1385	-591	-1574	-261
其他经营现金流	-24	337	105	21
投资活动现金流	-493	-81	-286	-151
资本支出	330	300	280	150
长期投资	-181	-202	6	1
其他投资现金流	-344	17	0	0
筹资活动现金流	-643	-525	1431	-776
短期借款	220	-416	1450	-754
长期借款	-508	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	219	0	0	0
其他筹资现金流	-575	-109	-19	-22
现金净增加额	882	-254	803	221

单位：百

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	6338	4499	8514	9620
营业成本	4532	3521	6132	6768
营业税金及附加	656	180	681	770
营业费用	108	90	170	192
管理费用	202	135	298	337
财务费用	67	5	19	22
资产减值损失	87	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	685	568	1213	1532
营业外收入	59	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	724	568	1213	1532
所得税	259	142	303	383
净利润	466	426	910	1149
少数股东损益	253	188	409	516
归属母公司净利润	213	238	501	633
EBITDA	876	748	1431	1770
EPS (元)	0.31	0.35	0.73	0.93

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	28.1	-29.0	89.3	13.0
营业利润	77.7	-17.1	113.6	26.2
归属于母公司净利润	6.9%	12.0	110.2	26.3
获利能力				
毛利率(%)	28.5	21.7	28.0	29.6
净利率(%)	5.3%	5.9%	6.6%	7.5%
ROE(%)	9.2%	9.7%	17.0	17.7
ROIC(%)	15.7	11.1	17.1	20.8
偿债能力				
资产负债率(%)	62.5	50.7	61.1	56.0
净负债比率(%)	13.35	10.68	23.32	14.38
流动比率	1.20	1.59	1.40	1.56
速动比率	0.43	0.55	0.51	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.46	0.76	0.69
应收账款周转率	10	8	12	10
应付账款周转率	7.49	5.03	8.73	6.91
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.35	0.73	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	0.52	-0.50	1.68
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.59	4.32	5.25
估值比率				
P/E	53.77	48.03	22.85	18.09
P/B	4.95	4.68	3.88	3.20
EV/EBITDA	14	16	9	7

投资评级定义

公司评级

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

行业评级

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

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

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

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

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

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

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434