

厦门钨业 (600549)

钨与新材料交映成辉

增持/ 上调评级

股价: RMB17.95

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

联系人

孙蕾

+21-68498607 sunlei@lhqz.com

王茜

+755-82364392 wangqianyjs@lhqz.com

相关研究

《厦门钨业: 地产挑大梁, 期待金属业务恢复》

(2010/03/19)

《厦门钨业: 房地产业务挑大梁》

(2009/11/01)

《厦门钨业: 虽在低点, 但在恢复》

(2009/04/30)

《厦门钨业: 力保主业份额, 布局新能源材料》

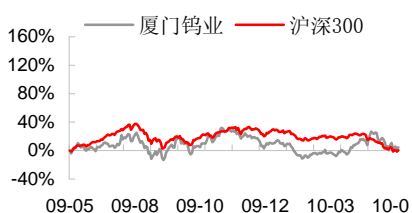
(2008/11/11)

基础数据

总股本(百万股)	682
流通 A 股(百万股)	682
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	12242

- 作为我国钨行业的龙头企业, 公司目前的发展战略是以钨为主业, 以钼系列产品 and 能源新材料产品为两翼, 以房地产为一个时期的利润增长点, 实现多元化、全产业链发展。随着钨钼金属制品及能源新材料产品市场的复苏, 金属业务将重新成为公司盈利的主要来源。
- 在五矿成功入主湖南有色后, 钨市场供应相对垄断局面正在形成, 这将增强钨的战略资源属性, 并有助于国家各项产业政策的进一步落实。基于行业供应结构正在发生深层次变化, 而海内外需求也在稳步复苏, 我们认为钨市场正在步入景气期, 价格已进入上升通道。
- 公司是国内少数具备从钨矿山-冶炼-深加工全产业链的企业。目前自有矿比例约 35%, 未来随着开采深度增加以及探矿的持续深入, 原料自给率有望进一步提高。而公司新近开发的硬质合金深加工及精密刀具等产品有望实现对进口产品的替代, 进一步提升公司产品综合毛利率。
- 在能源新材料板块, 目前公司镍氢合金和钴酸锂产品已近成熟, 新开发的三元合金、锰酸锂等产品已进入客户测试阶段, 而磁性材料和三基色荧光粉项目也已在计划之中。未来, 随着新型动力汽车和节能照明市场的推广, 公司新材料业务有望实现爆发性增长。
- 在收购长汀稀土并成立了龙岩稀土开发公司后, 公司已成为福建稀土资源整合最有力竞争者。龙岩地区稀土资源丰富, 是更为稀少的离子型中重稀土矿。在稀土供应垄断格局不断深化进程中, 公司对当地资源的控制将为其发展注入更多活力。
- 我们预计公司 2010-2011 年每股收益为 0.51 元/股、0.61 元/股, 对应 PE 为: 35 和 29 倍。公司的核心业务钨及相关产品市场价格呈现复苏迹象, 需求正在逐步恢复; 随着国家对稀土资源控制的加强, 稀土行业景气度正在不断提升, 公司的能源新材料业务有望迎来快速增长。我们认为, 公司金属业务趋势向好, 前景乐观, 上调评级至“增持”。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

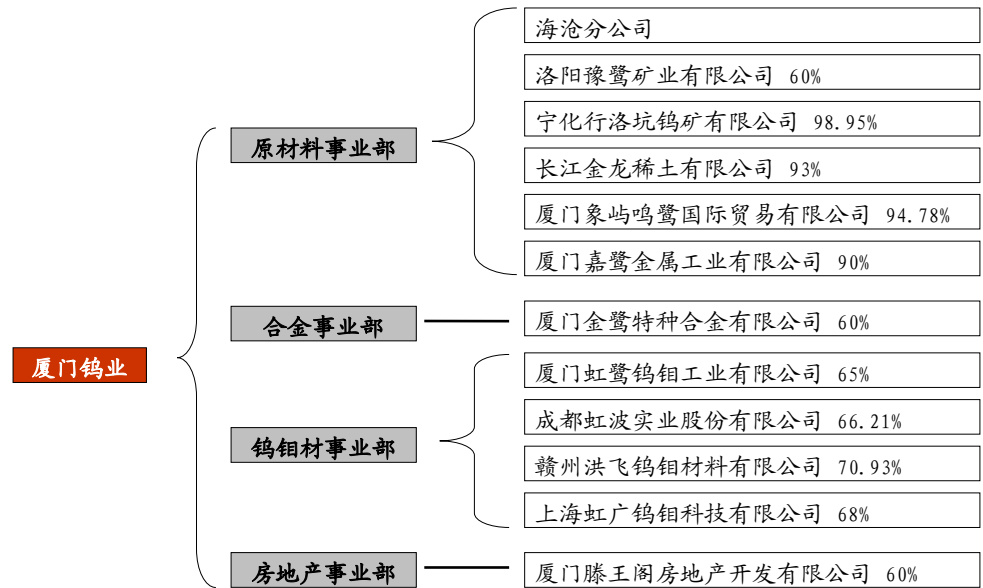
经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338.1	1022.7	6100.3	6690.1	7336.8
(+/-%)	28.1	96.2	-3.8	9.7	9.7
归属母公司净利润(百万元)	212.8	69.9	349.4	417.9	537.5
(+/-%)	5.0	2264.8	64.2	19.6	28.6
EPS(元)	0.31	0.10	0.51	0.61	0.79
P/E(倍)	57.5	175.2	35	29	22

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

“一主两辅” 多元发展

作为我国钨行业的龙头企业，厦门钨业目前的发展思路是以钨为主业，以钼系列产品及能源新材料为两翼，以房地产为一个时期的利润增长点，实现相对多元化发展。其当前主要业务板块为：钨钼等金属制品、能源新材料产品、房地产开发及物业管理。

图 1、公司组织结构图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2009 年，受金融危机影响，公司钨、钼等有色金属制品及新能源新材料产品销量及价格大幅下降，房地产业务成为当年公司利润的主要来源。然而，考虑到公司在金属资源和制品深加工方面的核心优势，而钨及新材料行业也正在步入景气周期，我们认为金属及新材料业务将重新恢复为公司主要利润来源，并随着产能扩张而提高公司整体盈利水平。

图 2、公司主营业务收入构成

单位：万元

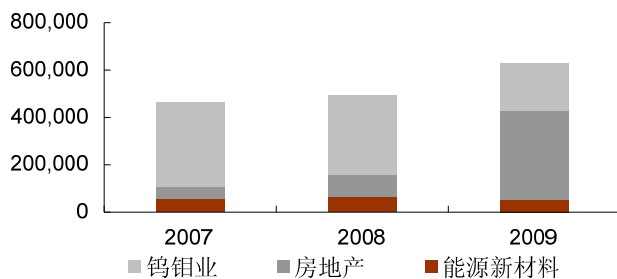
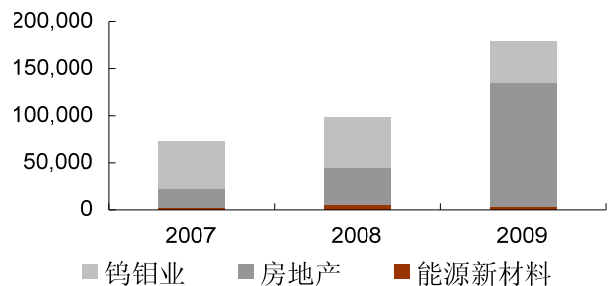


图 3、公司主营业务毛利构成

单位：万元



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

钨及相关制品：市场正在回暖

钨是“中国优势”的战略资源，广泛应用于机械、钢铁、照明、电子等行业。过去几年由于我国钨开采强度过大，市场呈现出供应过剩局面。

为了有效保障钨矿的有序开采、保护日渐减少的钨资源，国家实行钨精矿生产配额制，限定每年的生产量，力求从源头上控制开采总量。而在加强钨行业准入和产品出口管理，依法开展清理整顿、规范生产经营秩序的同时，国家还进一步实施矿产资源整合，鼓励大企业的兼并收购以改变部分矿山过度开采、资源利用水平较低、企业无序竞争的局面。

图 4、全球钨金属供需情况

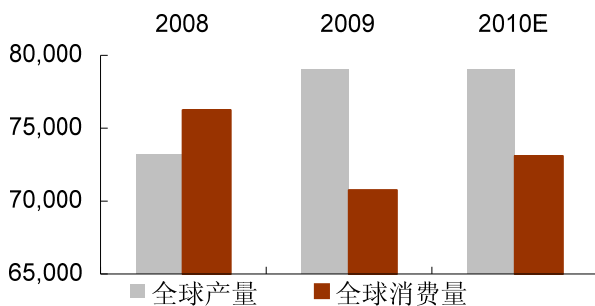
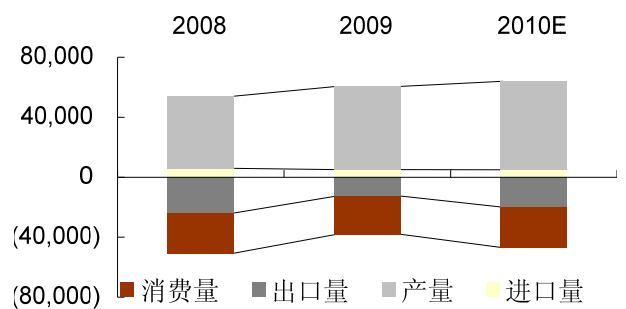


图 5、中国钨金属供需情况



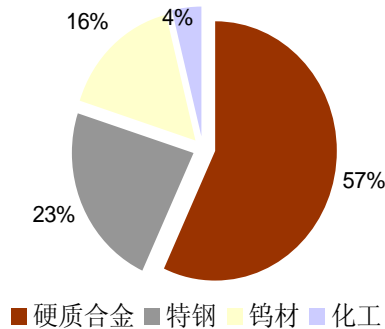
资料来源：安泰科，华泰联合证券研究所

2009 年底，五矿集团以 55.6 亿元成功获得湖南有色的控股权。加上之前控股的江西钨业集团，五矿已经掌握近 44% 的国内钨资源，70% 的钨出口配额，以及领先的钨冶炼深加工能力。我们认为，行业集中度的提升与相对垄断局面的逐步成形将有助于国家产业政策的进一步落实，有望显著降低钨供应弹性，逐步实现我国在钨市场的定价权。

在需求层面，随着国内外经济的复苏，下游硬质合金企业目前均表现出产销两旺的经营局面。预计 2010 年，我国硬质合金产量将在 2009 年同比下降 10% 至 1.7 万吨的基础上，同比增长 8% 以上。

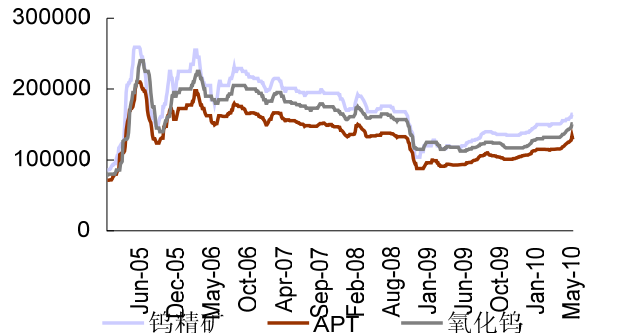
事实上，过去几个月，主要钨产品价格均在稳步上涨，市场已步入上升通道。

图 6、2009 年我国钨消费结构



资料来源：安泰科，华泰联合证券研究所

图 7、主要钨产品价格变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

在钨业务上，公司目前拥有两个矿山、两个钨冶炼公司、一个硬质合金公司、四个钨钼丝材公司，具备了从钨矿山 冶炼 深加工完整的产业链。目前公司权益钨资源储量约 56 万吨，自有矿比例约 35%，属行业中游水平，但未来随着开采深度增加以及探矿的持续深入，原料自给率有望进一步提高，盈利能力有望得到进一步提升。

除扩张资源外，公司也致力于提高产业链中技术壁垒高、利润最大的下游深加工环节的产能。目前，公司已开发了六氟化钨及深加工系列产品，开发并批量生产了高研磨、超粗晶粒度合金用超粗碳化钨粉；而精密刀具项目也于去年 4 月建成，预计今年产量会有较多提升。目前，公司已经形成 400 万支/年硬质合金整体刀具、3100 万支/年 PCB 微型刀具和 2000 万/年切削用数控刀片的生产能力，我们预计这一系列高端深加工项目将有助于提升产品综合毛利率，实现对进口产品的替代，扩大市场份额。

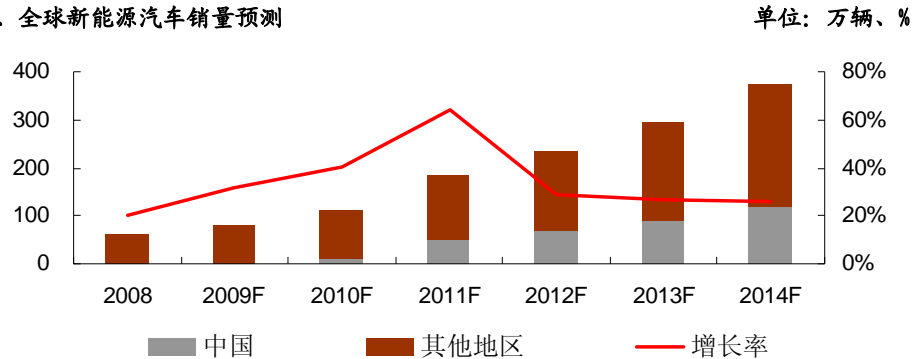
能源新材料：“明日之星”

无论从企业技术储备、产品商业化进程和国家政策推进进度来看，新能源、新材料等新兴行业产业化的时机已基本成熟，接下来几年有望出现重大突破，并由此开始进入产业的高速发展期。

公司于 2003 年进入能源新材料市场，经过过去几年的布局，目前已经具备 5,000 吨/年的贮氢合金生产产能和 2,000 吨/年的包括钴酸锂和锰酸锂在内的锂电池正极材料产品产能。未来公司还将扩产贮氢合金生产至 8,000 吨/年，并将建设 3,000 吨/年的磁性材料和 1,000 吨/年的三基色荧光粉。

贮氢合金及锂电池正极材料将受益于新型动力汽车市场的推广。

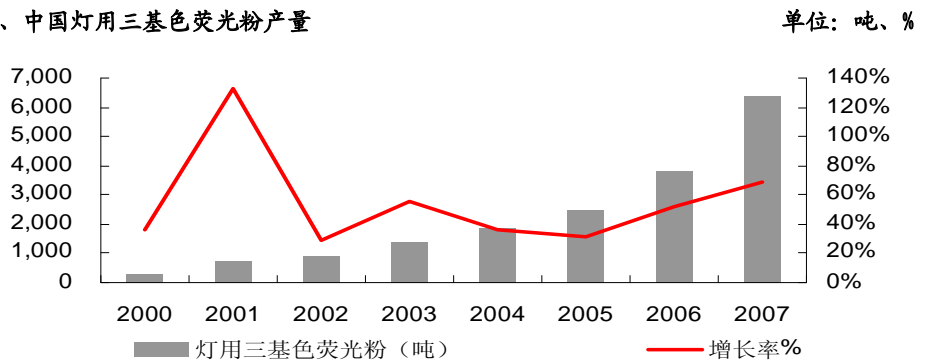
图 8、全球新能源汽车销量预测



资料来源: 华泰联合证券研究所

荧光粉将随国家节能照明政策的推进，受益于产品更新换代产生的需求。

图 9、中国灯用三基色荧光粉产量



资料来源: 稀土信息, 华泰联合证券研究所

在能源新材料业务发展路线上,公司采取的战略是自下而上,建立全产业链。2006年底公司收购了福建长汀金龙稀土,拥有稀土分离许可证和 13 万吨稀土储备。2009 年 8 月,公司又成立了龙岩稀土开发有限公司(控股 51%),开发福建龙岩地区稀土资源。

龙岩地区已探明稀土储量(以稀土氧化物计) 8.4 万吨,远景储量超过 100 万吨,占福建省探明储量的 70%以上。福建地区的稀土资源属储量更为有限的离子型中重稀土矿,资源价值相比轻稀土更为宝贵,而作为福建省国资委控股的厦门钨业极有可能成为福建省当地资源的整合平台。

作为新能源、新材料产业发展的必备原料和我国的优势资源,稀土的战略地位正在受到国家和市场的重新审视。过去两年,国家已经出台一系列政策来保护稀土资源、鼓励行业的有序发展,而稀土产业振兴规划也有望在今年正式出台。同时,稀土企业的兼并重组也顺势发展得如火如荼,国内稀土行业寡头垄断格局已经初步显现。

图 10、中国稀土行业寡头垄断格局初显



资料来源: 华泰联合证券研究所

盈利预测与投资建议

暂时维持公司 2010-2011 年每股收益为 0.51 元/股、0.61 元/股,当前股价对应 PE 为: 35 和 29 倍。

上调投资评级至“增持”。鉴于公司的核心业务钨及相关产品价格已步入稳步上升阶段,市场需求稳步恢复,该业务进入上升通道;随着公司对稀土资源控制的加强,以及稀土行业景气度的不断提升,公司一直培育的能源新材料业务的盈利能力也有望明显提升;我们认为,公司硬质合金、能源新材料等深加工产品产能有望逐步释放,钨、稀土、新材料等业务趋势向好,前景乐观,上调投资评级至“增持”。

风险提示:钨市场供应控制低于预期,从而影响市场价格;公司能源新材料及稀土业务发展进度低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7300	7205	7201	7695	营业收入	6339	6100	6600	7337
现金	1163	769	390	1033	营业成本	4932	4904	5199	6519
应收账款	600	630	577	732	营业税金及附加	600	244	209	293
其他应收款	305	304	480	482	营业费用	109	113	124	134
预付账款	632	607	500	602	管理费用	202	199	220	239
存货	4949	4904	4934	4414	销售费用	67	10	22	-1
其他流动资产	72	111	116	121	资产减值损失	67	67	73	73
非流动资产	3349	3162	3202	3395	公允价值变动损益	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	投资净收益	-2	-1	-1	-1
固定资产	2019	2081	2114	2123	营业利润	695	667	694	1079
无形资产	225	249	254	283	营业外收入	60	36	36	40
其他非流动资产	1000	792	399	633	营业外支出	10	13	15	15
资产总计	10700	10367	10403	11209	利润总额	724	679	657	1103
流动负债	6145	4900	4920	4291	所得税	290	116	154	199
短期借款	400	700	390	200	净利润	490	694	703	905
应付账款	900	669	709	882	少数股东损益	293	216	294	367
其他流动负债	4737	3521	3492	3209	归属母公司净利润	213	380	490	638
非流动负债	649	760	345	630	EBITDA	670	637	1030	1274
长期借款	304	444	244	644	EPS (元)	0.31	0.61	0.61	0.79
其他非流动负债	149	339	301	289					
负债合计	6968	6775	6305	6221	主要财务比率				
少数股东权益	1707	1922	2200	2672		2009	2010E	2011E	2012E
股本	682	682	592	682	成长性				
资本公积	769	769	769	769	营业收入	29.1%	-3.8%	9.7%	9.7%
留存收益	667	1210	1598	2031	营业利润	76.0%	-4.0%	29.0%	29.3%
归属母公司所有者权益	2311	2600	3013	3479	归属母公司净利润	6.0%	64.3%	19.9%	29.6%
负债和所有者权益	10700	10367	10403	11209	盈利能力				
					毛利率(%)	29.6%	21.3%	23.0%	24.8%
					净利率(%)	3.4%	6.7%	6.3%	7.3%
					ROE(%)	9.2%	13.1%	13.0%	16.0%
					ROIC(%)	15.0%	11.0%	13.6%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	62.6%	65.8%	60.7%	49.3%
					净负债率(%)	13.35%	23.42%	10.9%	10.2%
					流动比率	1.20	1.44	1.61	1.84
					速动比率	0.44	0.49	0.69	0.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.69	0.64	0.67
					应收账款周转率	10	10	10	10
					应付账款周转率	7.49	6.09	7.17	6.81
					每股指标 [元]				
					每股收益	0.31	0.61	0.61	0.79
					每股净资产	2.98	-1.00	1.04	1.62
					每股净资产	3.39	3.00	4.42	6.10
					估值比率				
					P/E	67.62	36.01	29.23	22.74
					P/B	6.30	4.00	4.08	3.62
					EV/EBITDA	16	10	13	10

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com