

2010年5月31日



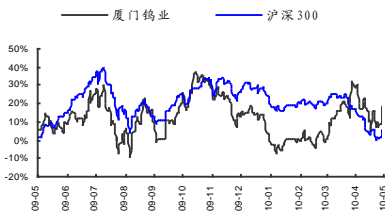
研究报告

厦门钨业 (600549): 振翅欲飞的钨业白鹭

绿色能源主题

首次评级: 买入

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
厦门钨业	-0.2	27.5	28.6
沪深300	-9.8	-13.1	5.2

市场数据 2010.5.27

当前价格 (元)	21.21
52周价格区间 (元)	14.6-24
总市值 (百万)	14464.80
流通市值 (百万)	14464.80
总股本 (万股)	68198.00
流通股 (万股)	68198.00
日均成交额 (百万)	193.44
近一月换手 (%)	38.28

分析师

张晓霞

(执业证书: S0350207120532)

联系人

苏丹

电话: 0755-83706210

邮件: sud@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 厦门钨业是国内最大的钨钼产品生产与出口企业,拥有从钨矿山→冶炼→深加工完整的产业链,主营钨冶炼产品、钨粉末、硬质合金、钨钼丝材、新能源材料等的研发、生产与销售,主要产品包括冶炼产品系列、钨粉末系列;硬质合金系列等。公司产品销售网络分布亚、欧、美洲等几十个国家和地区,年出口量占全国35%以上。
- 08年以前,世界钨消费整体呈逐年上升趋势,但受金融危机影响,09年世界钨消费大幅下滑。与此同时,国内钨的消费量未受影响,09年仍呈上升态势。由于世界经济整体好转,预计2010年钨消费量会有所回升。目前根据中国有色金属工业协会统计,2010年1-2月钨表观消费量达到3570吨,同比增长15.24%。随着消费回升,钨价也在09年下半年开始稳步回升,至今仍维持了上升的态势。预计今年钨精矿价格将维持在8万元/吨上方,APT则很可能在12万/吨以上。
- 未来几年,厦门钨业的钨精矿产量将持续增长,矿石自给率有所提高,高端硬质合金加工将成为钨业务的核心竞争力
- 新能源材料将有望成为主要利润增长点。公司目前贮氢合金粉产能已达到5000吨/年,由于上游需求关系,预计产量在2000吨左右;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,目前两个项目仍在建设之中。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。
- 我们预计10、11年公司业绩将超预期,每股收益大约0.55元和0.69元。考虑钨行业需求回暖,价格仍处于上升通道,我们认为50倍的估值应属于合理水平。首次给予买入评级。

预测指标	2008	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	4947.13	6338.12	10776.24	12976.24
营业利润 (百万元)	390.03	684.79	970.55	1212.79
净利润 (百万元)	336.12	465.82	824.97	1030.87
摊薄每股收益 (元)	0.297	0.312	0.553	0.691
摊薄每股净资产 (元)	2.895	3.388	3.732	4.162
加权平均ROE (%)	10.26%	9.21%	14.81%	16.59%

全球最大的钨制品生产商

厦门钨业是国内最大的钨钼产品生产与出口企业，同时也是国家级重点高新技术企业、福建省首批发展循环经济示范企业。公司目前集众多概念于一体，业务包括钨产业，地产、新能源新材料及稀土资源。

公司拥有从钨矿山→冶炼→深加工完整的产业链，主营钨冶炼产品、钨粉末、硬质合金、钨钼丝材、新能源材料等的研发、生产与销售，住要产品包括冶炼产品系列、钨粉末系列；硬质合金系列等。

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60%以上。公司产品销售网络分布亚、欧、美洲等几十个国家和地区，年出口量占全国35%以上。

图 1：07-09 年厦门钨业主营业务结构

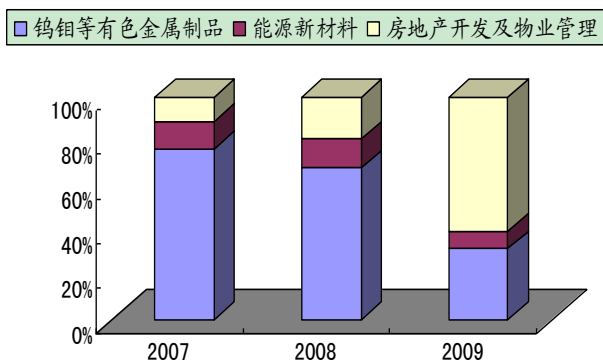
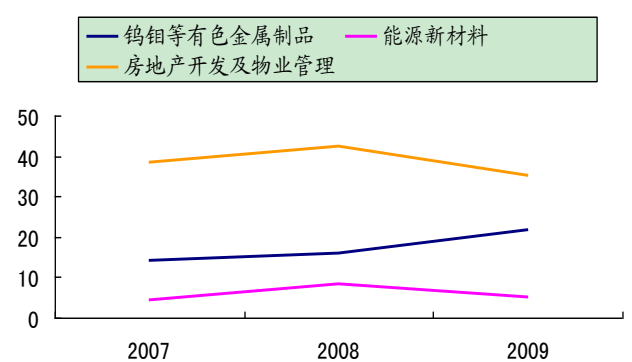


图 2：07-09 年厦门钨业主营业务毛利



资料来源：公司年报，国海研究所

受金融危机影响，09年公司钨、钼等有色金属制品及新能源新材料产品销量及价格都大幅下降，房地产业务成为当年公司利润的主要来源。不过，随着钨及新材料行业也正在步入景气周期，10年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。

钨行业进入景气回升阶段

钨元素符号为 W，是自然界熔点最高的金属之一，熔点高达 3,410℃，钨的最大特点是高密度，同时具有良好的高温强度和导电、传热性能，常温下钨的化学性质稳定。

钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”，硬质合金广泛应用于军工、航天航空、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯、

建筑等领域，钨丝是照明、电子等行业的关键材料。在上述应用领域，目前尚未发现钨的直接替代品。在世界范围中，钨已被列为重要的战略金属。

世界钨资源分布集中在中国

中国的钨资源储量丰富，在全球探明的钨矿产资源储量中占比近70%，居全球首位。

表 1: 世界钨资源储量分布 (单位: 万吨)

	储量	储量基础
中国	180	420
加拿大	26	49
俄罗斯	25	42
美国	14	20
玻利维亚	5.3	10
奥地利	1	1.5
葡萄牙	0.47	6.2
韩国	-	3.5
其他国家	42	74
全球总计	290	630

资料来源: USGS, 国海研究所

中国钨产量居世界第一

目前全球钨年产量超过 80% 来自中国。2009 年中国钨精矿产量 9.9 万吨。

表 2: 05-08 年钨精矿产量

地区	2008年		2007年		2006年		2005年	
	产量	占比(%)	产量	占比(%)	产量	占比(%)	产量	占比(%)
江西	39,306	46.53	37,250	46.31	40,141	50.2	44,744	61.0
湖南	27,590	32.66	30,952	38.48	27,001	33.8	21,369	29.1
广东	2,702	3.20	2,741	3.41	7,659	9.6	2,457	3.3
广西	5,179	6.13	3,754	4.66	2,167	2.7	1,879	2.6
云南	197	0.24	1,086	1.35	841	1.1	1,215	1.7
其他	9,496	11.24	4,655	5.79	2,054	25.6	1,739	2.4
全国总计	84,470	100	80,438	100	79,863	100.0	73,403	100.0

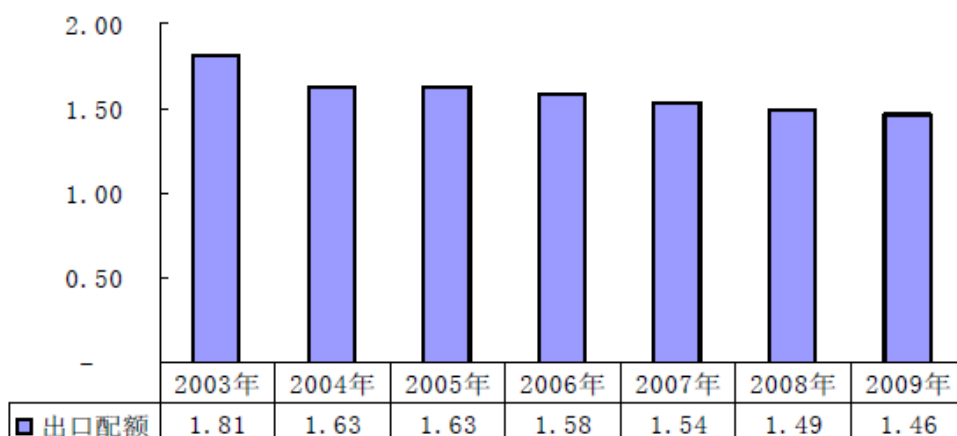
资料来源: 中国钨业协会, 国海研究所

我国通过生产总量控制和出口配额限制取得钨矿定价权

长久以来，作为最大的资源国和出产国，中国钨矿虽然属于垄断性资源，但是并没有获得垄断性利润，其原因在于中国钨出口以附加值低的初级产品为主，以低廉的价格为世界钨工业的先进深加工企业提供原料，而这些企业又以高昂的价格将高精产品出口到中国。

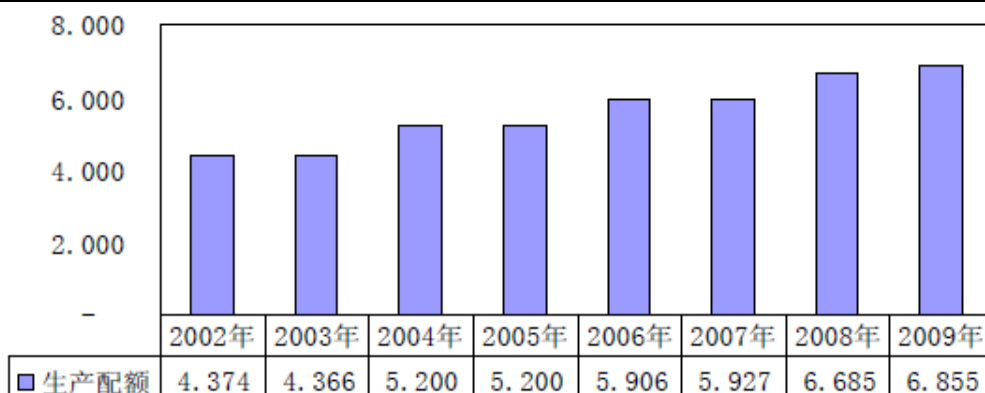
为了扭转这种这种不合理局面并保护宝贵的钨资源，我国从2001年开始施行生产总量控制和出口配额限制。从最近几年的配额指标来看，国家逐年减少了钨产品的出口配额，而钨精矿的开采指标则是根据国内经济增长形势而逐年缓慢增加。

图 1: 2003-2009 年钨品出口配额数量 (单位: 万吨)



资料来源: 中国钨协, 国海研究所

图 2: 2002-2009 年钨精矿配额情况 (单位: 万吨)



资料来源: 中国钨协, 国海研究所

虽然国内钨精矿实际开采量始终远超过配额生产量，但国家的配额

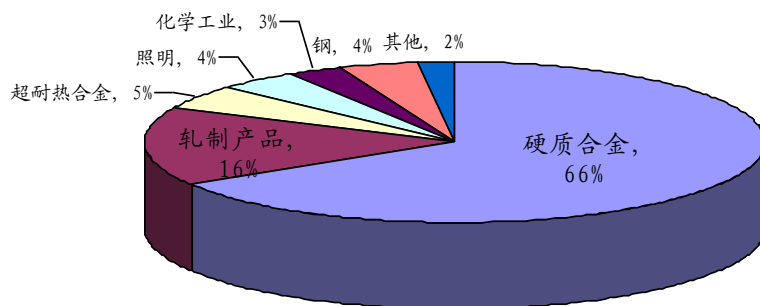
政策对私采滥挖还是起到了抑制作用，国际钨初级产品价格也一路上涨并稳定在合理水平。

钨消费增长拉动钨价上升

钨从应用以来至今，其消费伴随一战、二战、二战后重建、日韩工业化和中国工业化出现五次大的增长，钨的消费与经济增长及工业化进程密切相关，战争对其也有显著影响。钨的消费刚性较强，长期来看，全球钨的消费增长趋势明显。

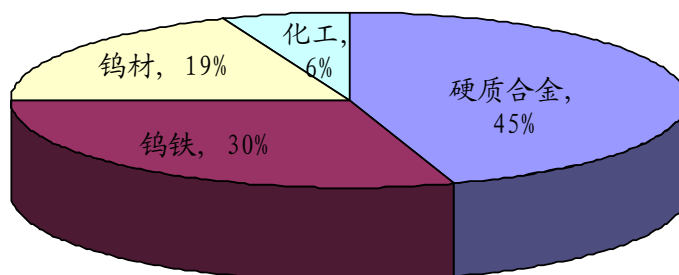
钨广泛应用于国民经济各个领域，随着科学技术的迅速发展和新产品的开发，钨的应用领域和需求量不断扩大，全球 50%的钨被用于硬质合金，西方发达国家高达 60%以上。

图 3: 美国钨消费领域



资料来源：世界钨协，国海证券研究所

图 3: 中国钨消费领域



资料来源：安泰科，国海证券研究所

08年以前，世界钨消费整体呈逐年上升趋势（表3），但受金融危机影响，09年世界钨消费大幅下滑。与此同时，最近几年来国内钨的消费量逐步上升（表3）。由于世界经济整体好转，预计2010年钨消费量会有所回升。目前根据中国有色金属工业协会统计，2010年1-2月钨表观消费量达到3570吨，同比增长15.24%。

表3：钨消费情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
世界钨消费量（吨）	60,000	70,000	79,000	83,000	86,000	61,064
中国钨消费量（吨）	18,600	18,300	18,623	20,049	21,218	21,800
占世界消费比重	31%	26%	24%	24%	25%	36%

资料来源：中国钨业，国海研究所

随着消费回升，钨价也在09年下半年开始稳步回升，至今仍维持了上升的态势。预计今年钨精矿价格将维持在8万元/吨上方，APT则很可能在12万/吨以上。

图4：钨精矿（65%）价格（元/吨度）

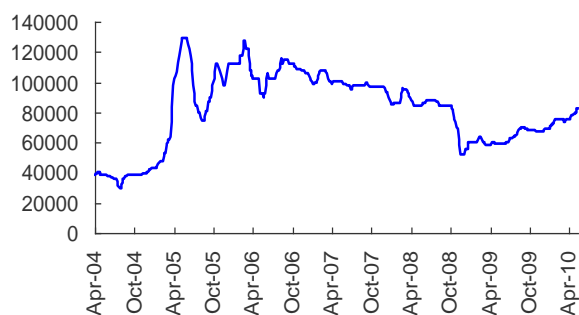
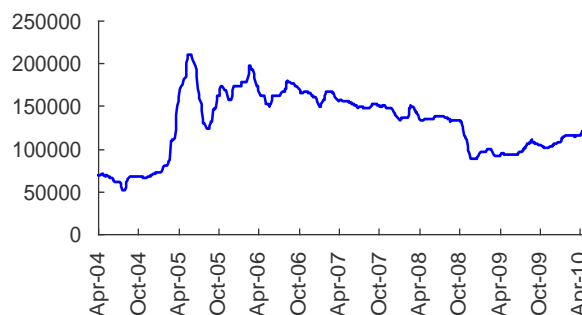


图5：仲钨酸铵（APT 88.5%min）价格（元/吨度）



资料来源：Bloomberg，国海研究所

钨业务将恢复盈利能力 新能源材料成未来增长点

厦门钨业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。

钨精矿产量将持续增长 自给率有所提高

公司目前拥有洛阳豫鹭矿和福建宁化行洛坑矿两家钨矿企业和嘉

鹭金属回收公司主要进行废钨回收处理。公司的两个钨矿合计权益钨资源量达 59.16 万吨，储量丰富，且战略布局合理，有利于公司的长远发展，同时可以有效地降低生产成本。

预计公司 2010 年权益钨精矿产量将达到 5241 吨（表 4），自给率提升至 25% 左右。目前豫鹭矿业成本相对较低，约为 3.5 万元/吨，而宁化行洛坑矿的采选成本较高，完全成本约为 5 万元/吨。

表 4：钨精矿产量（金吨）

产量	股权	预计产量			预计权益产量		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
福建宁化行洛坑钨矿	90%	2,800	3,500	4,000	2,520	3,150	3,600
洛阳豫鹭矿业	60%	2,800	3,000	3,500	1,512	1,890	2,160
嘉鹭公司（回收废钨）	93%	1,300	1,500	1,600	1,209	1,395	1,488
产量合计					5,241	6,435	7,248

资料来源：公司公告，国海研究所

2010 年主营业务产能将全面恢复

■ 中游产品：70%左右用于出口，30%用于生产下游产品

公司的主业为钨钼金属制品的生产和销售，拥有年产 5000 吨钨精矿、12500 吨 APT、8500 吨钨粉，其中 3700 吨用于生产碳化钨粉的生产能力，钨自给率约为 21.18%。8500 吨的钨粉和碳化钨粉在正常情况下 70%左右用于出口，30%用于生产下游产品钨丝和硬质合金。

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 5：中游产品产量预测

	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，国海研究所

■ 钨钼丝未来 5 年需求不成问题

厦门钨业拥有粗钨丝产能 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，国内市场占有率在 70% 以上。

目前市场担忧 LED 等技术的发展会对公司的钨钼丝业务形成冲击，但据了解 LED 对当前的市场来说，仍不够经济，价格上不具备特别吸引力，因此环保型高效电子节能灯仍会有数年高速发展，公司钨钼丝业务未来

3-5 年仍有一定市场需求。不过由于节能灯被 LED 替代仍是大势所趋，因此公司将不再扩张钨丝产能。

■ 高端硬质合金加工将成为厦钨的核心竞争力

硬质合金与精密刀具的加工位于钨产业链的最下游，属于高附加值产品，是钨产业链上盈利能力最强的部分。在全球范围内，钨主要用于硬质合金及钢铁和硬金属制造，其中硬质合金比重最大。根据国际钨业协会的统计数据显示，欧洲硬质合金消费量占钨总体消费量的 72%，而中国仅为 45%，未来仍有较大成长空间。

由于公司在硬质合金及精密刀具加工领域具有较强的优势，同时也看到了未来进口替代的巨大空间，因此公司未来的重点发展方向之一就是做强该项业务，国际上该业务的平均毛利率可达 40%，净利率可维持在 10-15% 水平。

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，技术问题也得到解决，预计公司刀具产品将迅速增长。

表 6: 硬质合金产品产量预测

	2010E	2010E	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，国海研究所

新能源材料将有望成为主要利润增长点

09 年 8 月公司成立了“龙岩市稀土开发有限公司”，控股 51%，负责开发和整合龙岩地区的稀土资源。据估测龙岩地区已探明稀土储量（以 Reo 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，有利于完善公司稀土产业链布局。

控股子公司长汀金龙稀土有限公司从事稀土冶炼分离业务，目前冶炼能力在 2000 吨左右，分离技术在国内处于领先地位。

稀土产品深加工方面，公司正在致力建设稀土工业园，打造集稀土分离、深加工和稀土应用相关产业于一体的、在国内外具有较高水平和影响力的稀土产业集中区，在园区投资建设荧光粉和钕铁硼磁性材料生产线，同时规划稀土深加工应用产品。

公司目前贮氢合金粉产能已达到 5000 吨/年，由于上游需求关系，预计产量在 2000 吨左右；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，目前两个项目仍在建设之中。

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。

房地产业务 2011 年后将快速增长

09 年在全球经济不景气的背景下，公司传统的钨钼有色金属制品及新能源材料收入同比大幅下降分别达 40.37% 和 20.61%；而同期房地产业务火爆进行，收入比重达到了总收入的 59.7%，大大提升了公司的盈利水平。但公司房地产储备相对较少，目前成都城区的“鹭岛国际社区”大型生态豪宅项目已接近尾声，四期的收入预计要在明年结算，厦门会展中心海峡国际社区二期项目也要在明年结算。另外，公司储备的都江堰 100 亩地块和漳州地区 650 亩还处于规划阶段，真正贡献利润预计还要在 3 年以后。

由于房地产业务是在交房后才能确定为收入，而公司目前相当大一部分房源要在 2011 年上半年交房，所以 10 年房地产业务将大幅下降，预计 11 年之后会有大幅增长。

盈利预测

2010 年公司钨业务将全面恢复，我们预计 10、11 年公司业绩将大幅提升，预测每股收益为 0.55 元和 0.69 元。考虑钨行业需求回暖，价格仍处于上升通道，且作为同行业上市公司的章源钨业目前动态估值为 78 倍，因此我们认为厦门钨业 50 倍左右的估值应属于合理水平。首次给予买入评级。

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4625.09	4947.13	6338.12	10776.24	12976.24
减: 营业成本	3902.33	3957.77	4532.10	7920.54	9537.54
营业税金及附加	75.51	194.43	655.88	1115.15	1342.81
营业费用	75.40	107.02	108.25	184.05	221.63
管理费用	132.36	177.39	201.56	342.70	412.66
财务费用	89.79	55.40	67.03	243.25	248.82
资产减值损失	11.59	65.45	86.66	0.00	0.00
加: 投资收益	0.58	0.37	-1.85	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	338.68	390.03	684.79	970.55	1212.79
加: 其他非经营损益	40.27	15.12	39.55	0.00	0.00
利润总额	378.95	405.16	724.35	970.55	1212.79

减: 所得税	76.60	69.04	258.53	145.58	181.92
净利润	302.36	336.12	465.82	824.97	1030.87
减: 少数股东损益	101.92	133.51	253.00	448.07	559.90
归属母公司股东净利润	200.44	202.61	212.82	376.90	470.97
收益率	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
毛利率	15.63%	20.00%	28.49%	26.50%	26.50%
三费/销售收入	6.43%	6.87%	5.95%	7.15%	6.81%
EBIT/销售收入	9.79%	9.17%	12.40%	11.26%	11.26%
EBITDA/销售收入	11.70%	11.68%	14.35%	14.67%	14.09%
销售净利率	6.54%	6.79%	7.35%	7.66%	7.94%
资产获利率	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
ROE	11.15%	10.26%	9.21%	14.81%	16.59%
ROA	5.38%	5.18%	7.81%	6.24%	10.91%
ROIC	10.84%	13.68%	15.94%	27.95%	9.51%
业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
EBIT	452.62	453.71	785.73	1213.80	1461.61
EBITDA	541.22	577.95	909.57	1580.98	1828.78
NOPLAT	330.74	363.53	484.38	1031.73	1242.36
净利润	200.44	202.61	212.82	376.90	470.97
EPS	0.294	0.297	0.312	0.553	0.691
BPS	2.637	2.895	3.388	3.732	4.162
PE	72.17	71.39	67.97	38.38	30.71

风险因素

全球经济二次探底影响钨行业回暖, 新能源汽车等下游行业发展速度不如预期

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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

本报告中的信息均来源于公开资料，我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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国海证券所有。