

投资评级	持有
当前股价	21.50 元
合理估值	18.05-23.65 元

基础数据	
上证指数	2583.87
总股本 (百万)	681.98
流通 A 股 (百万股)	681.98
流通 B 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	14662.57
总市值 (百万)	14662.57
可转债 (百万)	0
转股价 (元)	-
每股净资产 (元)	3.49
资产负债率	65.70%
动态市盈率	38.25
动态市净率	5.66

近一年股价表现

厦门钨业 1 年涨跌幅在行业内名列第 21，强于行业指数，强于上证指数



研究员：魏福正
执业证书号：S0640208120093
电话：0755-83688575
Email：fzwei@scstock.com
报告日期：2010.06.11

江南金融研究所：

联系人：邝野、毛艳琼
联系电话：0755-83778731
地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

投资要点：

- ▶ 厦门钨业主营钨冶炼产品、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，为国内最大的钨钼产品生产与出口企业，已形成从钨矿山→冶炼→深加工完整的产业链。此外，公司还在福建省分别组建稀土冶炼和稀土开采公司，负责龙岩地区稀土资源的开发与整合。
- ▶ 在钨精矿和钨冶炼产品价格持续回升的背景下，2010 年公司钨钼业务的盈利能力将显著回升；受稀土价格大幅上扬的支撑，公司稀土冶炼业务全年扭亏为盈亦已成定局，由于 2011 年才能取得稀土采矿证，因此公司的稀土采矿业务的开展尚有时日。
- ▶ 能源新材料业务也是公司未来看点之一，由于行业产能严重过剩，公司 5000 吨贮氢合金粉 09 年仅生产 2000 吨，若公司贮氢合金粉能通过汽车电池厂商认证且未来混合动力的新能源汽车出现爆发性增长的话，则公司贮氢合金粉有望成为新的盈利增长点。另外，房地产业务 2011 年有厦门海峡国际社区二期高层和成都鹭岛国际四期项目结算，从而再度成为公司利润的重要来源。
- ▶ 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.56 元，0.85 元和 0.70 元。非房地产业务按 2010 年 30-40 倍 PEX，房地产业务按 2011 年 5 倍 PEX 估值，得到厦门钨业合理股价为 18.01-23.65 元，由此我们就目前价格给予公司“持有”的投资评级。此外，若公司贮氢合金粉能通过汽车电池厂商认证且未来混合动力的新能源汽车出现爆发性增长的话，则厦门钨业估值可有 2.1-2.8 元的提升空间。

财务数据与估值

金额单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6338	4950	9650	6000
收入同比 (%)	28%	-22%	95%	-38%
归属母公司净利润	213	383	583	479
净利润同比 (%)	7%	80%	52%	-18%
毛利率 (%)	28.5%	28.3%	39.9%	30.0%
ROE (%)	9.2%	14.8%	19.1%	14.5%
每股收益 (元)	0.31	0.56	0.85	0.70
P/E	68.90	38.25	25.15	30.60
P/B	6.35	5.66	4.81	4.43
EV/EBITDA	18	14	6	12

资料来源：江南金融研究所

一、公司基本情况

厦门钨业股份有限公司主要从事钨冶炼产品、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，是国内最大的钨钼产品生产与出口企业。除海沧分公司外，公司还拥有两个钨矿山、两个钨冶炼公司、一个硬质合金公司、四个钨钼丝材公司，形成从钨矿山→冶炼→深加工完整的产业链；厦门钨业还在福建省分别组建稀土冶炼和稀土开采公司，负责龙岩地区稀土资源的开发与整合；另外公司持股 60% 的厦门滕王阁房地产开发公司已在厦门和成都成功完成一系列商品住宅项目的开发。至 2009 年末，厦门钨业总资产已超过 100 亿元，2009 年营业收入达 63 亿元。公司主要控股子公司如下：

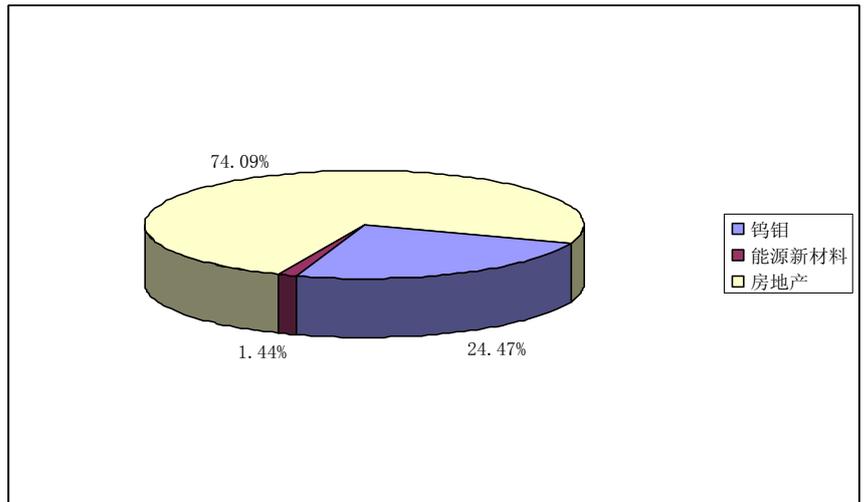
图表 1：厦门钨业主要控股子公司情况一览

单位：万元	主要产品	注册资本	股权比例	09 年净利润	同比增长
洛阳豫鹭	钨矿	5000	60%	3281	13.88%
宁化行洛坑	钨矿	38047	98.95%	906	NA
厦门嘉鹭	APT 等钨冶炼产品	4750	90%	-4339	-369.67%
厦门金鹭	钨粉\硬质合金\钨粉\合金粉等	26997	60%	7522	-22.80%
厦门虹鹭	钨丝\钼丝	20900	65%	8211	4.92%
成都虹波	钨\钼\电光源产品等	7204	66.21%	252	-55.24%
赣州虹飞	钨钼制品	2580	70.93%	533	-16.06%
上海虹广	钨丝\钼丝	5000	68%	-289	2.36%
龙岩稀土	稀土矿	1000	51%	8	NA
长汀稀土	稀土氧化物	7470	93%	-2860	NA
厦门滕王阁	房地产	4000	60%	25656	71.68%

资料来源：公司公告

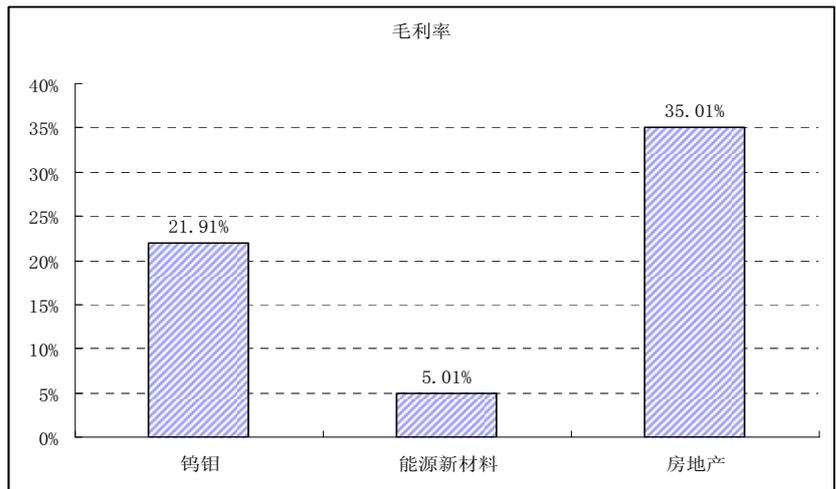
受金融危机影响，2009 年公司主营的钨钼和能源新材料业务均出现一定下滑，房地产业务则由于在 07 和 08 年高峰时顺利完成预售，从而成为 2009 年公司主营利润的重要来源。随着钨钼行业景气的回升和稀土项目扭亏，2010 年公司主营业务利润构成将恢复到钨钼占绝对主导地位的局面。

图表 2: 厦门钨业 09 年主营利润结构



资料来源: 公司公告

图表 3: 厦门钨业 09 年产品毛利率



资料来源: 公司公告

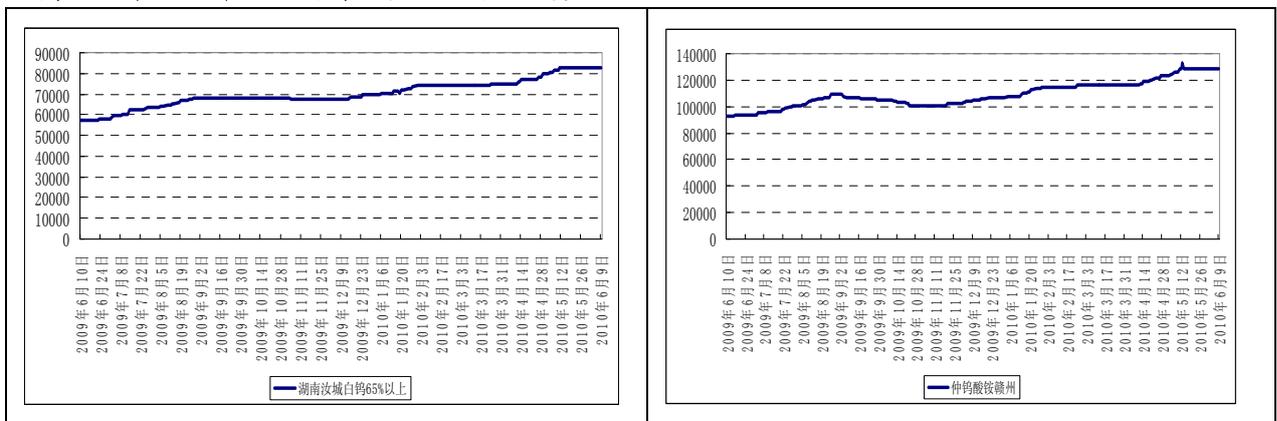
二、钨钼业务

厦门钨业拥有 12000 吨的钨冶炼、5000 吨钨粉、3500 吨碳化钨粉和 2000 吨混合料的生产能力，是国内最大的钨粉、碳化钨粉生产商和出口商；硬质合金生产能力达 2000 吨，产品 80% 出口；钨钼丝材方面，公司拥有 1500 吨粗钨丝、300 吨粗钼丝、100 亿米细钨丝、30 亿米细钼丝的生产能力，产销量占全国的 60% 以上；公司下属宁化行洛坑和洛阳豫鹭矿业目前钨精矿的年产量合计达 5000 吨，加上嘉鹭公司约 1200 吨的回收

废钨后，可满足公司约 25%的钨冶炼原料需求。

随着经济的回升以及国家和地方政府对钨精矿开采的持续管控，2009 年以来国内外钨精矿和中间冶炼产品的价格逐步回升，目前钨精矿价格已回到 8.5 万元/吨的水平。由于国内新发现的钨资源非常有限，而目前白钨精矿成本已达到 5 万/吨，在五矿有色整合的预期下，未来钨精矿价格仍有上升空间，惟短中期国内外宏观经济面临二次探底风险。

图表 4: 最近一年国内钨精矿和 APT 价格走势



资料来源: 百川资讯

在钨精矿和钨冶炼产品价格持续回升的背景下，2010 年公司钨钼业务的盈利能力将显著回升，惟下游的硬质合金和钨钼丝材价格总体波动不大，因此若上游原材料价格大幅上涨，公司硬质合金和钨钼丝材业务的盈利能力可能会有所下滑。不过，公司硬质合金产能已达到 2000 吨，而 09 年产量仅 800 吨，未来提升空间较大，同时，09 年 4 月份建成的精密刀具项目有望在 2010 年产生效益，因此整体看，其下游深加工业务短中期盈利仍可望稳中有升。另外在发展 LED 照明的大趋势下，公司钨钼丝材业务长期或面临一定考验。

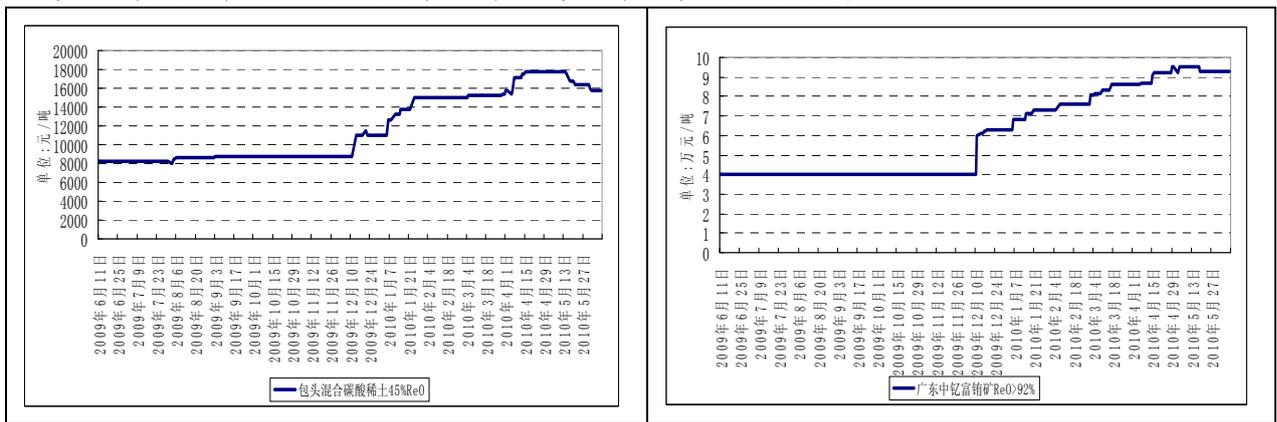
三、稀土业务

公司控股子公司长汀稀土主营稀土冶炼分离业务，目前已形成 3000

吨/年的冶炼能力，并在未来一年进一步扩充至 4000 吨/年。随着稀土价格的走高，2010 年公司稀土业务实现扭亏为盈已成定局。公司持股 51% 的龙岩稀土主要负责龙岩地区稀土资源的开发和整合，规划年采矿能力 1500 吨，预计 2011 年可取得采矿证并进入开采。

在国家对国内稀土行业进行强力整顿和收储的背景下，2009 年 4 季度以来国内稀土价格大幅上扬，由于涨幅较大，目前稀土市场已处于有价无市状态，市场观望气氛较浓，其中北方轻稀土所面临的库存和增产压力尤其大，在全球经济面临二次探底风险的情况下，我们预计未来国内稀土价格有回落要求。

图表 5：最近一年包头混合碳酸稀土和广东中钇富铈稀土矿价格走势



资料来源：百川资讯

四、能源新材料业务

新能源材料业务也是公司近年来业务拓展的重心之一，主要包括贮氢合金粉、锂电池材料、萤光粉三大块，其中贮氢合金粉技术壁垒较低，国内产能已有 50% 的过剩。目前厦门钨业贮氢合金粉产能为 5000 吨/年，因市场低迷，2009 年公司贮氢合金粉仅生产 2000 吨。公司贮氢合金粉产品送往日本松下和三洋做认证已过三年认证期，若能通过认证且未来混合动力的新能源汽车出现爆发性增长，则该业务有望成为新的盈利增长点。

锂电池材料方面，公司拥有 1500 吨的钴酸锂产能，年产销量居国内前三位；锰酸锂产品实现稳定批量供货，并开发了供动力电池用动力型锰酸锂产品；开发的三元合金产品亦已进入客户中试阶段。虽然长远看纯电动汽车是新能源汽车发展的方向，但受制于技术等方面因素，短中期内纯电动汽车还难以形成气候，因此公司锂电池材料业务近期增长潜力较为有限。

公司 1000 吨的三基色荧光粉项目目前已有一条 200-300 吨的生产线建成投产，凭借公司钨钼丝产品所积累的客户资源，公司三基色荧光粉的市场拓展将不成问题。另外，公司年产 3000 吨磁性材料项目目前仍处于设计规划阶段，最快要到 2012 年才能建成。

五、房地产业务

由厦门滕王阁房地产公司与建明房地产合作开发的厦门海峡国际社区一期和二期别墅项目已于 2009 年结算完毕，二期高层和成都鹭岛国际四期项目预计在 2011 年结算，三期预计在 2013 年结算，因此 2010 年和 2012 年公司房地产业务利润贡献将非常有限，而 2012 年房地产业务贡献的每股收益预计可达 0.25 元。

图表 6：厦门钨业主要房地产项目一览

单位：亿元	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	09 年年末数	09 年期初数
成都鹭岛国际三期	2007 年 3 月	2009 年 12 月	9.09	2.50	5.45
成都鹭岛国际三期	2009 年 4 月	2011 年 10 月	6.7	2.24	0
漳州原石滩国际社区	2010 年 12 月	2015 年 12 月	44.5	5.42	0.58
海峡国际社区二期高层	2007 年 12 月	2011 年 5 月	16.33	10.40	8.02
海峡国际社区三期	2009 年 12 月	2013 年 12 月	23.5	8.54	6.96
海峡国际社区学校	2009 年 12 月	2010 年 12 月	0.6	0.74	0.07

资料来源：公司公告

六、业绩预测

根据前述有关分析, 假定公司贮氢合金粉产销量不出现大的增长(较乐观情况下其 EPS 贡献预计约 0.07 元), 且主要产品价格基本维持现有水平, 在此基础上, 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.56 元, 0.85 元和 0.70 元, 同比分别增长 80.65%、51.79%和-17.65%。

图表 7: 厦门钨业 2010-2012 年财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7360	9079	12059	12033	营业收入	6338	4950	9650	6000
现金	1153	4000	3500	6000	营业成本	4532	3550	5800	4200
应收账款	560	553	1053	653	营业税金及附加	656	198	965	300
其他应收款	395	195	430	292	营业费用	108	114	164	150
预付账款	532	318	548	404	管理费用	202	198	338	252
存货	4648	3931	6357	4570	财务费用	67	60	78	62
其他流动资产	72	82	170	114	资产减值损失	87	0	0	0
非流动资产	3346	3101	3093	3075	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	36	29	30	31	投资净收益	-2	1	1	0
固定资产	2018	2026	1983	1909	营业利润	685	831	2306	1037
无形资产	225	244	267	294	营业外收入	59	28	34	38
其他非流动资产	1066	801	814	840	营业外支出	19	8	8	9
资产总计	10706	12179	15152	15107	利润总额	724	852	2332	1065
流动负债	6145	6810	8445	7769	所得税	259	170	886	213
短期借款	499	3065	2150	3310	净利润	466	681	1446	852
应付账款	909	355	627	476	少数股东损益	253	298	863	373
其他流动负债	4737	3389	5667	3983	归属母公司净利润	213	383	583	479
非流动负债	543	773	792	788	EBITDA	876	1069	2575	1300
长期借款	394	394	394	394	EPS (元)	0.31	0.56	0.85	0.70
其他非流动负债	149	379	398	394					
负债合计	6688	7582	9237	8557	主要财务比率				
少数股东权益	1707	2005	2868	3241	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	682	682	682	682	成长能力				
资本公积	763	763	763	763	营业收入	28.1%	-21.9%	94.9%	-37.8%
留存收益	857	1138	1593	1856	营业利润	77.7%	21.4%	177.4%	-55.0%
归属母公司股东权益	2311	2592	3047	3310	归属于母公司净利润	6.9%	80.1%	52.1%	-17.8%
负债和股东权益	10706	12179	15152	15107	获利能力				
					毛利率(%)	28.5%	28.3%	39.9%	30.0%
					净利率(%)	3.4%	7.7%	6.0%	8.0%
					ROE(%)	9.2%	14.8%	19.1%	14.5%
					ROIC(%)	15.7%	19.8%	33.0%	23.3%

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2019	449	775	1762

净利润	466	681	1446	852	偿债能力				
折旧摊销	124	178	191	202	资产负债率 (%)	62.5%	62.3%	61.0%	56.6%
财务费用	67	60	78	62	净负债比率 (%)	13.35%	45.62%	27.54%	43.29%
投资损失	2	-1	-1	-0	流动比率	1.20	1.33	1.43	1.55
营运资金变动	1385	-474	-996	712	速动比率	0.43	0.75	0.67	0.96
其他经营现金流	-24	5	57	-65	营运能力				
投资活动现金流	-493	-7	-155	-144	总资产周转率	0.65	0.43	0.71	0.40
资本支出	330	100	100	100	应收账款周转率	10	8	11	7
长期投资	-181	-117	27	10	应付账款周转率	7.49	5.62	11.81	7.62
其他投资现金流	-344	-24	-29	-34	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-643	2405	-1120	882	每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.56	0.85	0.70
短期借款	220	2566	-915	1160	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.96	0.66	1.14	2.58
长期借款	-508	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.39	3.80	4.47	4.85
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	219	0	0	0	P/E	68.90	38.25	25.15	30.60
他筹资现金流	-575	-161	-205	-278	P/B	6.35	5.66	4.81	4.43
现金净增加额	882	2847	-500	2500	EV/EBITDA	18	14	6	12

七、估值及投资评级

由于 2010 年每股收益基本不包含房地产项目的贡献，我们对其给予 30—40 倍的市盈率，得到钨钼、稀土和能源新材料业务合并的每股价值为 16.8—22.4 元；与此同时，我们对 2011 年预计 0.25 元的房地产业务每股收益给予 5 倍的市盈率，得到房地产业务的每股价值为 1.25 元，加总后得到厦门钨业每股价值大致为 18.05—23.65 元，由此我们就目前价格给予公司“持有”的投资评级。此外，若公司贮氢合金粉通过有关汽车电持厂商认证且混合动力的新能源汽车出现爆发性增长的话，根据其贮氢合金粉项目预计约 0.07 元的每股收益贡献和 30—40 倍的市盈率，则厦门钨业估值可有 2.1—2.8 元的提升空间。

(全文完)

分析师简介

魏福正, SAC 执业证书号: S0640208120093

经济学硕士, 2000 年加入江南证券, 目前为江南金融研究所资源组首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。