

有色金属行业

厦门钨业(600549)

评级: 增持

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

近期报告:

《有色金属行业点评: 本周一基本金属大跌, 后期调整压力加大》
2009年6月23日

《有色金属行业周报: 美元贬值预期支撑金属价格》2009年5月25日

《有色金属行业: 美元大幅下挫, 推高金价》2009年5月22日

《有色金属行业周报: 金属价格短期面临压力》2009年5月18日

《黄金股异动点评》2009年4月24日

《黄金股的比较研究》2009年4月17日

《金价及黄金股最新点评》2009年2月13日

厦门钨业(600549):

主业稳步发展, 能源新材料业务成盈利新亮点

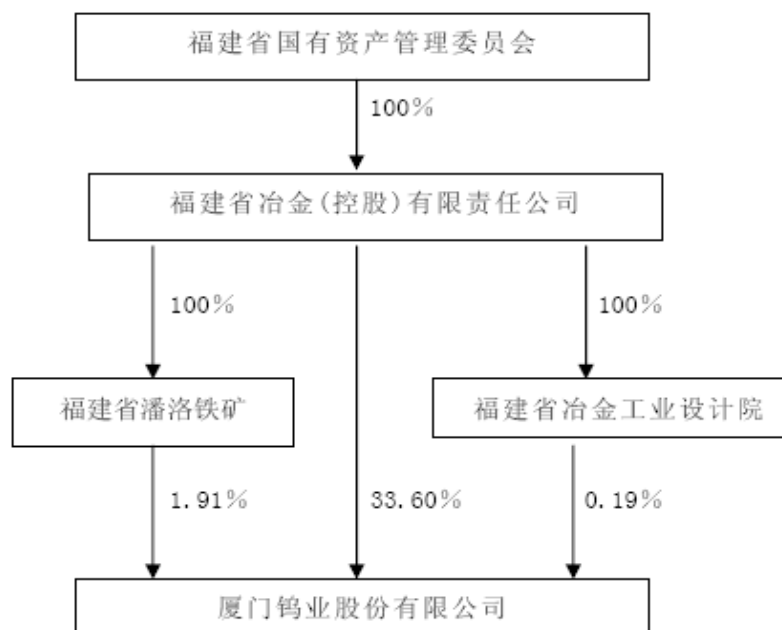
投资要点:

- **一体两翼的业务模式。**公司主要营业资产包括: 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、一家稀土公司、一家国际贸易公司和一家房地产开发公司, 因此公司形成了以钨钼金属制品为主, 能源新材料和房地产开发业务为“两翼”的业务模式。
- **依靠资源及技术优势拓展能源新材料业务。**公司拥有从钨矿—钨冶炼—钨深加工完整的产业链, 及先进的钨冶炼及钨品生产技术, 凭借资源及技术优势, 公司2003年进入能源新材料市场, 近几年实现业务收入和利润快速增长, 目前公司拥有贮氢合金粉30%的市场占有率、钴酸锂10%左右的市场占有率。
- **未来业绩增长主要靠内涵提升。**未来两年公司的业绩增长主要来源于宁化行洛钨矿增产, 提高钨矿自给率, 改善毛利率水平; 贮氢合金粉产能扩张及通过日本松下、三洋认证试用认证, 公司车用贮氢合金粉订单有望出现爆发性增长; 成都鹭岛国际社区三期和厦门海峡国际社区一期的销售与结算。但是考虑到目前国外需求和国内消费同时下滑, 我们对2009年公司的钨钼丝材及能源新材料的销售持谨慎态度。
- **投资建议:**我们经过测算, 公司2009年、2010年每股收益0.45元和0.53元, PE和PB均处于行业中等水平。考虑到钨金属的稀有性、公司在钨行业内的地位、公司新能源材料业务的快速发展及其广阔的市场前景, 以及正在规划的房地产项目, 首次给予“增持”评级。
- **股价催化剂:**贮氢合金粉通过松下、三洋认证, 订单需求大增; 磷酸铁锂进入批量生产。

单位: 万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	440957	462509	494713	593000	642700
同比增长率	56.30%	4.89%	6.96%	19.87%	8.38%
净利润	36073	30236	33612	49988	55671
同比增长率	49.60%	-16.18%	11.17%	48.72%	11.37%
每股收益(元)	0.5	0.38	0.3	0.45	0.53
同比增长率	40.80%	-24.00%	-21.05%	51.48%	16.76%
PE			71	47	40

1、公司概况

福建省冶金控股公司和五矿有色分别为公司第一大股东和第二大股东。2008 年 8 月，五矿有色通过二级市场增持厦门钨业 5% 的股权，持股比例上升至 25.58%，与福建省冶金集团 33.60% 的持股比例仅相差 8.02%。



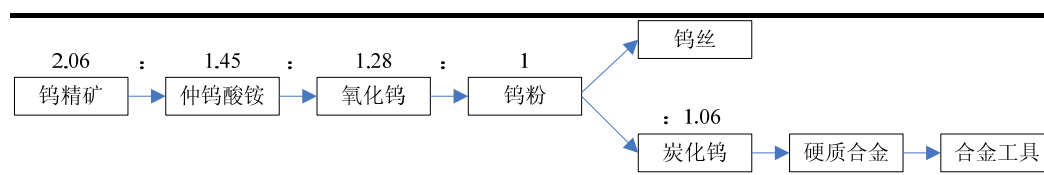
2、“一体两翼”的业务模式

厦门钨业主营资产包括：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、一家稀土公司、一家国际贸易公司和一家房地产开发公司，因此公司形成了以钨钼金属制品为主，能源新材料和房地产开发业务为“两翼”的业务模式，除了仲钨酸铵（APT）等中间品在股份公司生产外，终端产品钨丝、硬质合金、新能源材料，上游矿业开发，国际贸易，房地产开发等业务均在相关的控股子公司进行。

2.1 钨钼业务

公司拥有从钨矿山—钨冶炼—钨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。

图 钨产业链及转换比例



	技术项目	领先水平	备注
矿石采选	钼尾矿中综合回收白钨	国内领先、国际先进	使低品位白钨矿利用成为可能
冶炼	NaOH 体系远红外热压分解高杂白钨矿制高纯 APT	国际先进, 2000 年福建省科技 技进步三等奖	使利用高杂白钨矿成为可能, 提高 白钨矿的钨回收能力
	离子交换技术	形成独特工艺	
钨粉	亚微细炭化钨粉	国家级火炬计划项目	替代进口产品
	高性能超细炭化钨粉	国家重点新产品, 1999 年福 建省科技进步一等奖	
硬质合金	高稳定性硬质合金混合料	国际重点新产品	
	亚微细、超细晶硬质合金挤压棒材	国家级火炬计划项目, 国家 重点新产品	产品与 Sandvik 相当
钨丝	4 项技术攻关达到国际先进水平, 1 项达国际领先水平	飞利浦国内唯一供应商	

2.1.1 钨精矿产量持续增长

- 公司目前拥有两家钨矿企业, 洛阳豫鹭矿业和福建行洛坑矿, 其中豫鹭矿业探明储量 51 万吨, 是厦门钨业和洛阳栾川钼业集团合资成立的子公司, 用于回收洛阳钼业集团选钼尾矿中的白钨矿; 行洛坑矿探明储量 29.5 万吨, 公司已拥有采矿权。
- 洛阳豫鹭矿业从 2000 吨扩产到 6000 吨的计划虽然已经完成, 但是由于该矿采用露天从山顶往下开采, 而山顶含钨品味低, 因此未来几年钨精矿的产量预计将不会达到之前的设计产能。
- 福建行洛坑矿于 2007 年 10 月份投产, 目前年开采额为 2000 吨/年, 公司预计 2009 年把开采额度提高至投资时的设定规模 4000 吨/年。预计扩产会比较快的完成, 且随着产量的提高, 成本会逐年降低。
- 嘉鹭金属回收公司主要负责废钨回收处理, 目前拥有 3000 吨废钨回收生产规模。
- 我们认为随着行洛坑矿的建成投产、豫鹭矿业钨精矿产能的逐步扩大以及废钨回收生产线的正常生产, 公司钨精矿供应压力将逐步缓解, 主营业务成本也将逐步下降, 未来钨精矿的自给率超过 40% (其余需求从现货市场采购)。

表 钨矿及回收公司情况

	持股比例	探明储量 (万吨)	产能 (吨/年)	开采成本 (万元/吨)	钨矿类型
豫鹭矿业	60%	51	2000	3	白钨矿
行洛坑矿	98.95%	29.5	2000	3.5-4.0	黑白混合钨矿
嘉鹭金属	90%		3000		

表 钨精矿产量及自给率 (吨)

	2006	2007	2008	2009E	2010E
豫鹭矿业	800	1500	1800	2000	2500
行洛坑矿	0	600	1900	2600	3500
废钨回收	1000	1000	1900	2500	3000

钨精矿合计供应量	1800	2100	5600	
APT 产量		12000	12000	12000
钨精矿需求量 (1: 1.42)		17050	21300	21300
钨精矿自给率 (%)		18.18%	26.29%	45.88%

2.1.2 中间产品稳定

- APT、氧化钨、碳化钨粉既是公司主要的钨中间加工产品，也是中下游产品的主要材料。APT 及氧化钨由海沧分公司生产，APT 年产能 12000 吨，未来两年公司在 APT 生产上没有产能扩展的计划，公司目前的 APT 生产情况基本能够满足公司本身的需求，但由于多年与国外客户长期的合作关系，仍然需要每年出口 4000-5000 吨左右的 APT，因此，公司仍然需要外购 3000-4000 吨的 APT 供下游深加工使用。
- 国内 APT 出口需要交纳 10% 的出口关税，但完全使用进口的钨废料加工成 APT 出口可以免征关税并不受出口配额限制，公司进口 3000 吨废钨加工生产线，加工成 APT 折合在 4000 吨左右，和出口老客户的量相差无几，因此，公司在 APT 生产上较其他公司具有一定的成本优势。
- 钨粉和碳化钨的生产主要集中在厦门金鹭(90%股权)，金鹭公司是目前国内最大的钨粉、碳化钨粉生产商和出口商，钨粉的产能为 5000 吨、碳化钨的产能为 3500 吨，目前钨粉和碳化钨粉除用于生产钨丝和硬质合金等深加工产品外，其余 80-90% 用于出口。公司掌握全球最先进钨及碳化钨粉料技术(超微细及超重 WC 粉)，是世界上最好的硬质合金坯料和钨材料制造商之一，其在国内没有竞争对手，主要竞争对手是国外 Kennametal、SandvikAB、三菱材料等。

表 厦门钨业中间产品产量

	2006	2007	2008	2009E	2010E
APT (吨)	12000	12000	15000	15000	15000
钨粉 (吨)	3000	3500	3500	3500	3500
碳化钨 (吨)		3500	3500	3500	3500
细钨丝 (亿米)	81	100	110	110	130

2.1.3 努力开拓节能灯钨钼丝、特种钨钼丝市场

- 公司掌握了全球高端节能灯 80% 的市场份额，照明灯 33% 的市场份额，厦门钨业旗下四家子公司厦门虹鹭、成都虹波、赣州虹飞和上海虹广分别为中国第一、第二、第四和第六大钨丝制造企业，四家的产量占到国内钨丝市场的 70% 以上。
- 此外，公司在龙泉新厂区和日本联合材料组建国内最大的钼板生产线；在成都青白江建设 3000 吨钼酸铵生产线、以解决资源的约束。届时厦门钨业在钼产品上将拥有钼酸铵、钼粉、钼板、钼丝类较为完备的产业链，规模将进入国内前三名。

持股比例		
厦门虹鹭	65%	两条国际水平的钨材加工生产线和一条具有国际先进水平的钼材加工生产线
成都虹波	66.21%	国营 745 厂重组后的公司

赣州虹飞	70.93%	赣州钨钼材料厂重组后的公司
上海虹广	68%	上海上灯钨钼制品公司重组后的公司

2.1.4 硬质合金是未来重点发展的深加工业务

- 硬质合金主要由厦门金鹭（90%股权）生产，是公司未来重点发展的深加工业务。目前使用的原材料钨粉主要由公司内部供给，因此原料成本及质量均有一定优势。
- 公司主要产品中的钨粉末产品、混合料及硬质合金主要出口到欧、美、日、韩等发达国家，2008年这些国家经济衰退导致消费减少，公司出口受到抑制。

表 硬质合金产量及预测

吨	2007	2008	2009E	2010E
混合料	500	500	500	500
硬质合金	1000	1200	1600	2200

2.2 能源新材料产业

公司能源新材料由海沧分公司生产，主要包括贮氢合金粉、锂电池用材料。从2003年至今，能源新材料业务收入及利润实现快速增长。

2.2.1 贮氢合金粉业务快速增长

- 公司3年前进入贮氢合金粉市场，凭借其资源及技术优势，目前已成为行业龙头，拥有30%的市场占有率，且仍在进一步快速增长中。
- 公司目前贮氢合金粉下游主要为普通电池厂商，行业进入壁垒较低，毛利相对较低。为提高毛利率，公司已经进入混合动力车用贮氢合金粉市场，目前产品正在被日本松下、三洋认证试用（松下、三洋生产混合动力车用电池给丰田配套），已经处于3年认证期的末期。我们认为公司产品在2009年通过认证的可能性非常大，公司车用贮氢合金粉订单有望出现爆发性增长。
- 公司目前贮氢合金粉产能为3000吨/年，另外新建的年产5000吨贮氢合金粉车间已经完成土建及第一套设备的制作、安装调试，并开始制作第二套设备，计划到2010年以后能实现6000吨的产出。

2.2.2 锂电池用材料产能扩张

- 公司锂电池材料业务主要是钴酸锂和磷酸铁锂，市场占有率在10%左右。目前钴酸锂产能为1500吨，2008年公司钴酸锂产量在600吨左右。目前国内钴酸锂市场需求在7000吨左右，预计2009年公司锂电池材料产量在1000吨左右。
- 磷酸铁锂目前尚处于小批量生产，处于调整产品性能和改进生产流程的过程中，不过公司目前是比亚迪公司的锂电池材料供应商，已经进入比亚迪公司的供货体系，未来必将得益于比亚迪公司节能电动汽车的规模化和全球化。

表 公司能源新材料业务情况

吨	2007	2008E	2009E	2010E
贮氢合金粉	2000	2200	2600	3200
钴酸锂	600	600	800	1000

2.3 稀土业务

- 出于完善能源新材料产业链考虑，公司 2006 年底以 905 万元全资收购福建长汀金龙稀土（93%股权）进入稀土业务领域，该公司主要从事稀土冶炼、加工销售草酸硫铵以及其它稀土采选原辅材料经营等，拥有稀土分离许可证和 13 万吨稀土储量。2008 年公司进行金龙稀土进行 2500 吨稀土金属生产线工程建设。2008 年第四季度稀土价格大幅下跌，公司计提库存及冲槽矿计提跌价准备后，金龙稀土有限公司亏损 1,794 万元，同比增亏 1,729 万元。今年 2 月生产线改造已全部完成，开始正常生产，金龙稀土有望扭亏。
- 福建是我国南方离子型稀土储藏的主要省份，占全国储量的 10%。不同于包头富含铈的轻稀土，南方稀土以离子型中重稀土为主，重稀土主要应用于电池材料、催化剂等领域。目前公司尚未获得稀土矿的采矿权证，但是基于公司在行业以及福建有色行业的地位，未来福建省稀土行业的整合极有可能由公司来进行整合。

2.4 房地产业务

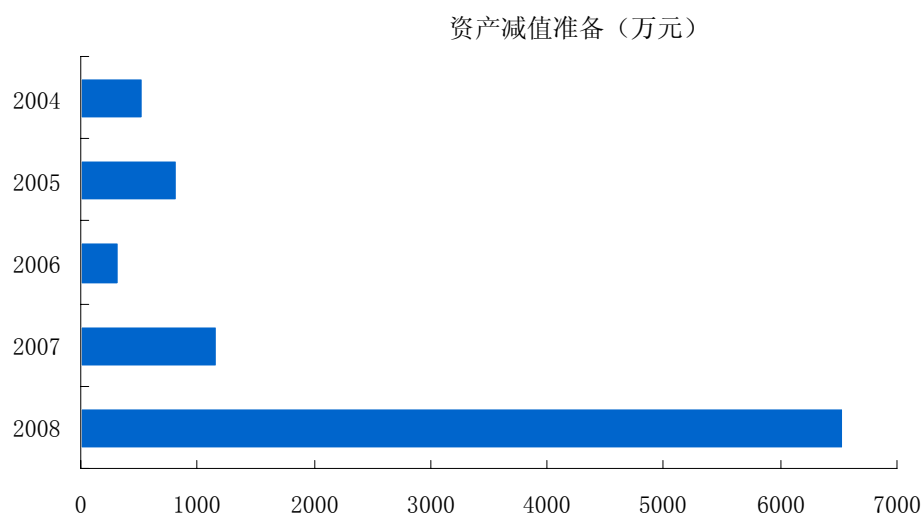
- 厦门钨业控股 60%的厦门滕王阁房地产开发公司是厦门市十大房地产公司之一，在成都、重庆、长沙和泸州都设有分公司。目前厦门滕王阁主要运作的项目是“成都鹭岛国际社区”、“厦门海峡国际社区”，这两个项目均是当地最大的房地产开发项目，此外公司在福建漳州还有 652 亩的土地储备。
- 2008 年滕王阁房地产开发公司重点开展成都鹭岛国际社区三期和厦门海峡国际社区一期的开发和销售工作，因成都鹭岛国际社区二期项目交房确认收入，公司 2008 年实现房地产收入 9.26 亿元，由于计提了较多的费用，贡献业绩在 0.1 元左右。
- 根据我们调查的情况，目前鹭岛国际社区三期住宅已售罄，均价 7500 元/平米，还剩下部分酒店式公寓（90 平米左右，一室户房型），均价 15000 元/平米；海峡国际社区目前已经销售 80%，今年五一期间销售 200 多套，二期项目最早于今年 9 月开盘。

	总占地 (亩)	建筑面积 (万平方米)	户型 (平米)	住宅总数 (户)	均价 (元/平米)	开盘时间
鹭岛国际社区						
一期	157	28	-	702	5000	2005.9
二期	65	26	110-160	1195	8030	2006.6
三期	200	21	91-280	1056	7500	2008.4
海峡国际社区						
一期	570	86	130-181	850	15000	2007.12

3、公司财务分析

- **2008 年受存货跌价损失及出口退税影响，收入略增。**2008 年公司实现销售收入 49.5 亿元，同比增长 7%，净利润 1.9 亿，同比增长 13%，每股收益 0.30 元。2008 年公司计提了 6500 万资产减值，其中存货跌价损失 4100 万元。此外，2008 年由于国家将硬质合金等产品出口退税下调影响公司利润 4837 万元，两者合计影响 2008 年 EPS 为 0.15 元左右。2008 年公司钨钼业务收入 35.06 亿元，同比下降 2.8%，但是公司凭借两家钨矿产能的释放，并加大废矿回收，实现了毛利率同比增加 1.62 个百分点。

图 公司资产减值准备情况



- **2009 年一季度销售收入及毛利率均出现同比下滑。**2009 年第一季度公司实现销售收入 5.21 亿元，同比降低 45.21%；归属上市公司净利润 295.5 万元，同比降低 82.38%，基本每股收益 0.0043 元，毛利率 12.8%，同比下滑 0.8 个百分点。我们认为，除了出口业务受经济危机影响外，上半年钨的季节性需求疲软也是导致收入下滑的因素之一。剔除房地产业务，公司实现营业收入 4.60 亿元，同比减少 48.72%，归属上市公司净利润 833 万元，同比减少 54.7%。

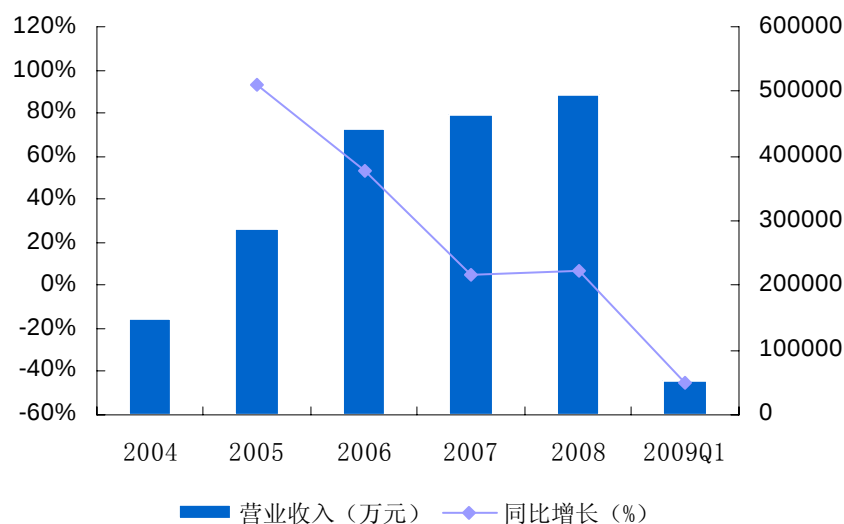


表 公司费用率及毛利率情况

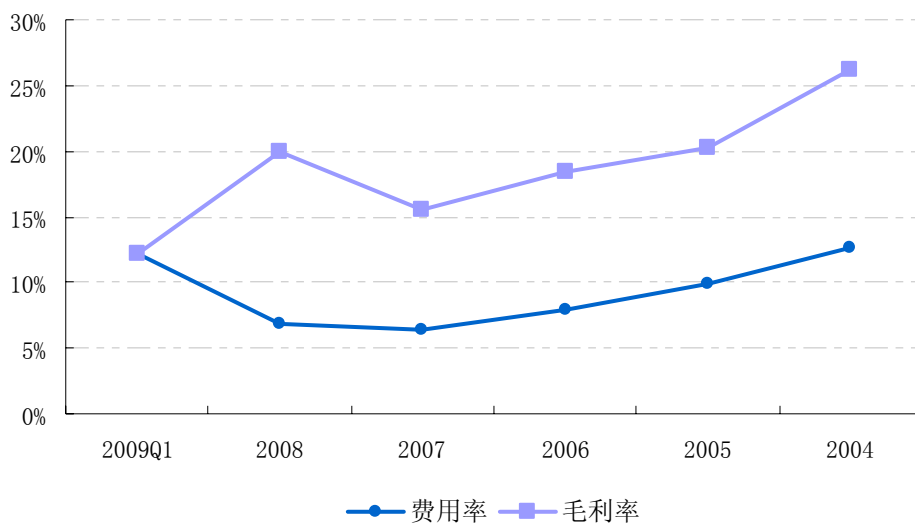
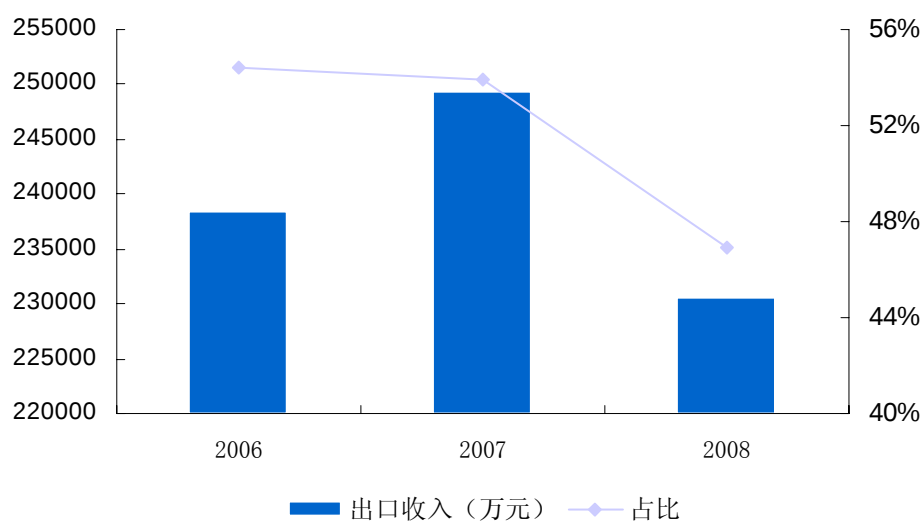
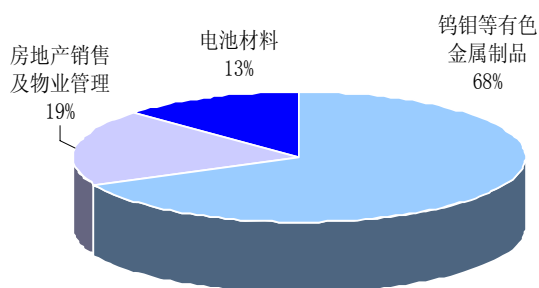


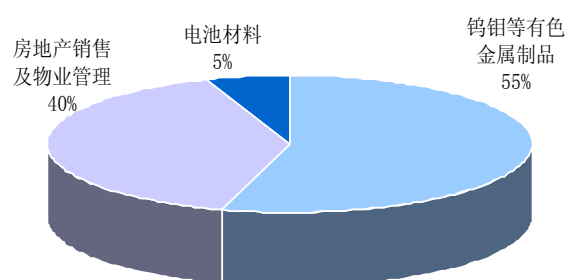
表 公司出口收入及占比



2008年收入构成



2008年毛利构成



- **2009 年公司面临最大问题是市场疲软。**自 2008 年四季度开始，中国照明灯出口快速下滑，国内制灯企业多数减产或停产，估计 2009 年上半年很难恢复到以前的生产量。公司的钨钼丝材种有相当的比例用于制造节能灯出口，此部分业务出现下滑态势，与此同时，公司能源新材料去年四季度开始也遭遇出口和国内消费同时下降的窘境，因此，我们认为 2009 年公司面临的最大问题是市场疲软。根据海关数据，2009 年 1-3 月我国出口 3413.3 吨钨，同比下降 20.2%，我们预计下半年出口情况会好转，但是对今年全年的销售持谨慎态度。

4、财务预测及投资评级

- 从公司主要钨钼产品的销售价格来看，波动不大，考虑到未来两年钨精矿自给率的提升造成成本下跌，我们预测钨钼业务毛利率略有上升。此外，国务院关税税则委员会决定从 7 月 1 日起下调包括 APT、三氧化钨在内的多种钨品关税 5 个百分点，涵盖了前 4 个月出口总量中的 45%左右的产品，对公司的出口业务有一定影响。
- 成都鹭岛国际社区三期和厦门海峡国际社区一期目前销售情况良好，预计 2009 年结算收入达 25 亿元左右，其中公司权益比重为 60%的成都项目结算 8 亿元，权益比重为 36%的厦门项目结算 17 亿元。
- 公司在 2008 年报中计划 2009 年实现营业收入 61.41 亿元，同比增长 24%，成本费用总额 54.53 亿元，同比增长 21%。我们根据公司各个板块的业务情况，做了如下假设，我们预计公司 2009 年、2010 年每股收益 0.42 元和 0.51 元，PE 和 PB 均处于行业中等水平。考虑到钨金属的稀有性、公司在钨行业内的地位、公司新能源材料业务的快速发展及其广阔的市场前景，以及正在规划的房地产项目，首次给予“增持”评级。

表 公司营业收入及毛利率预测

业务收入	2007	2008	2009E	2010E	FY08/FY07	FY09/FY08	FY10/FY09
钨钼等有色金属制品	344478	334860	420000	460000	-2.79%	25.43%	9.52%
房地产销售及物业管理	56856	92529	110000	107700	62.74%	18.88%	-2.09%
电池材料	50741	64611	63000	75000	27.33%	-2.49%	19.05%
占收比							
钨钼等有色金属制品	76.20%	68.10%	70.83%	71.57%	-10.63%	4.00%	1.05%
房地产销售及物业管理	12.60%	18.80%	18.55%	16.76%	49.21%	-1.33%	-9.66%
电池材料	11.20%	13.10%	10.62%	11.67%	16.96%	-18.90%	9.84%
毛利率							
钨钼等有色金属制品	14.30%	15.90%	15.90%	16.50%	11.19%	-0.63%	4.43%
房地产销售及物业管理	38.50%	42.30%	43.00%	46.00%	9.87%	1.65%	6.98%
电池材料	4.50%	8.30%	8.20%	8.60%	84.44%	-1.20%	4.88%

表 公司利润表预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(元)	462509	494712.95	593000	642700
营业成本(元)	390233.35	395776.97	474174	510808

营业税金及附加(元)	7551.33	19443.19	18976	22494.5
销售费用(元)	7540.23	10702.27	12453	11568.6
管理费用(元)	13236.23	17738.59	17790	19281
财务费用(元)	8978.65	5540.13	7116	7712.4
资产减值损失(元)	1159.39	6545.13	3000	4000
公允价值变动净收益(元)				
投资净收益(元)	58.49	36.74	50.3	55.5
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(元)		-193.66	0	0
营业利润(元)	33868.30	39003.40	59961.30	66891.00
加：营业外收入(元)	4197.74	2504.66	3000.00	3000
减：营业外支出(元)	170.89	992.26	2000.00	2000
其中：非流动资产处置净损失(元)	11.40	269.42	350.00	350
利润总额(元)	37895.15	40515.80	60961.30	67891.00
减：所得税(元)	7659.64	6903.78	10973.03	12220.38
净利润(元)	30235.51	33612.01	49988.27	55670.62
减：少数股东损益(元)	10191.83	13351.36	18995.54	19484.72
归属于母公司所有者的净利润(元)	20043.68	20260.65	30992.72	36185.90
基本每股收益(元)	0.38	0.30	0.45	0.53

图 主要原材料及产品价格

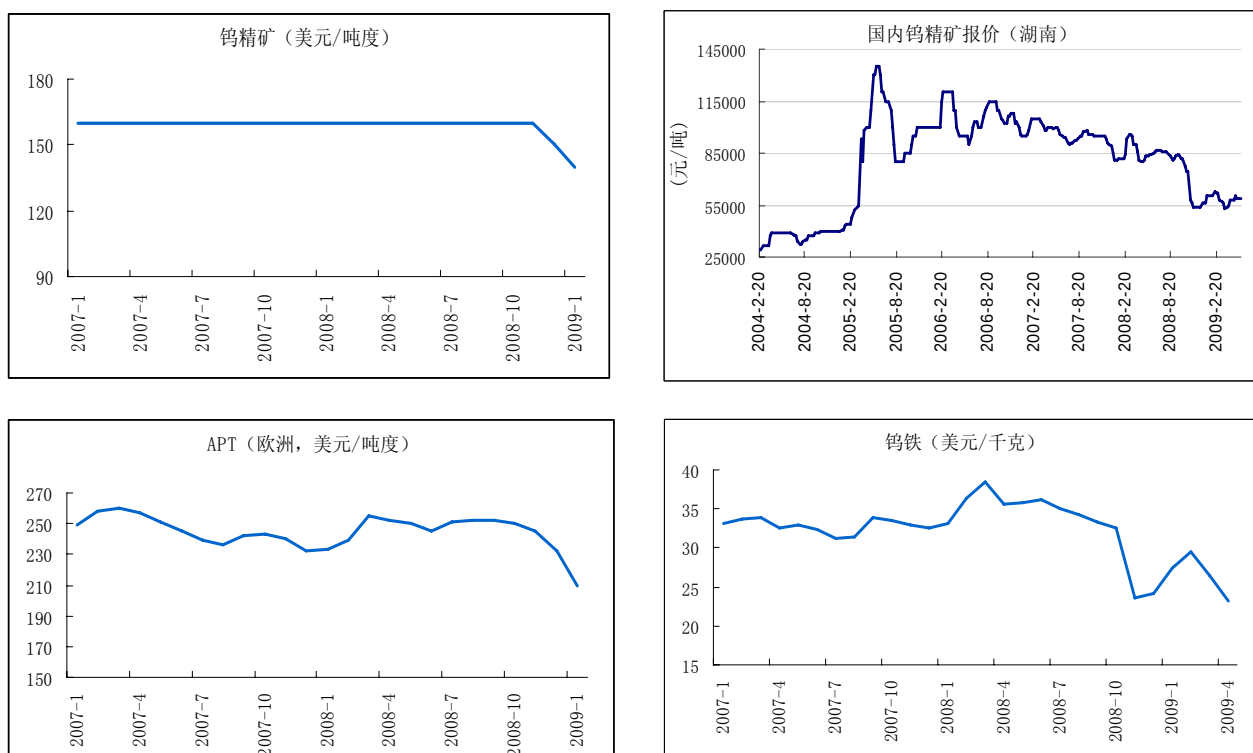
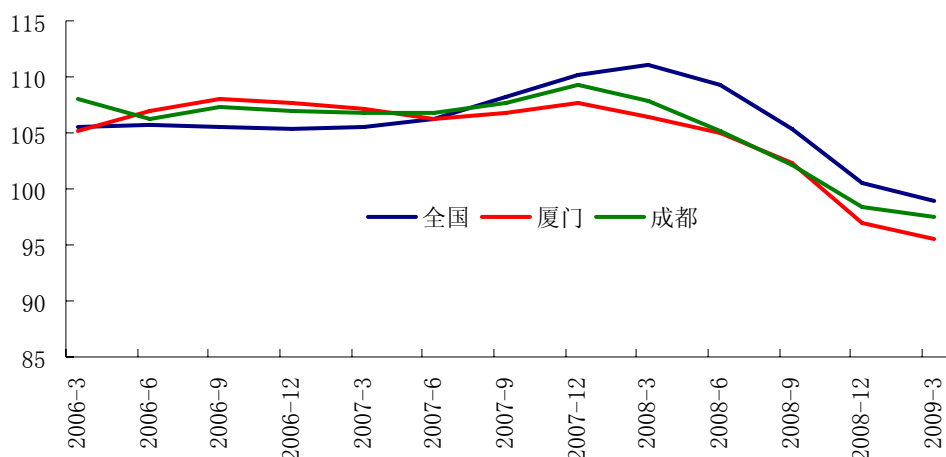


图 厦门、成都两地房屋销售价格指数

房屋销售价格指数对比



来源: wind

表 钨产品出口关税税率

暂定税率	2007 年 (%)	2008 年 (%)	2009. 7. 1 (%)
主要含钨的矿灰及残渣	10	10	10
钨酸	0	10	5
三氧化钨	5	10	5
其他钨的氧化物和氢氧化物	0	10	5
仲钨酸铵	5	10	5
钨酸钠	0	10	5
钨酸钙	0	10	5
偏钨酸铵	5	10	5
其他钨酸盐	0	10	5
碳化钨	5	5	5
钨铁	10	20	20
硅钨铁	15	20	20
钨粉	5	5	5
未锻轧钨	5	5	5
钨废碎料	15	15	15

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。