

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

主业缓慢回升，稀土业务值得期待

事件描述

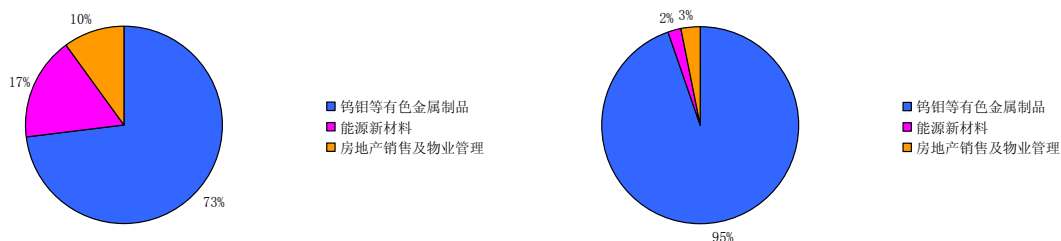
调研厦门钨业。

事件评论

➤ 近期我们调研了厦门钨业，公司情况如下：

公司业务覆盖钨产品的整个产业链，从上游的钨精矿到下游的钨钼深加工，此外公司目前还有部分新能源材料及房地产业务。

图 1：厦门钨业营业收入和利润：钨钼金属业务占主营利润的 95%



资料来源：公司资料

公司未来的发展重点：（1）钨产业链前端资源的保障以及下游的深加工业务。（2）新能源材料

一、钨钼产品业务

（1）上游钨矿资源未来仍有增长。

① 豫鹭矿业。

豫鹭矿业主要是白钨矿，储量 40 多万吨，日处理尾矿 1500 吨，品味较低，低于 0.1%。回收率在 65% 以上，公司持股 60%。主要是对洛阳钼业二选厂的尾矿进行再次提取钨金属。豫鹭设计产能 6000 吨，08 年实产 1700 吨钨精矿，我们预计公司 09 年钨精矿产量将超过 2000 吨。豫鹭未来产量的增长主要靠品味的提高，并无量的提升（洛钼也建设了自己的尾矿钨金属回收系统），因此未来钨矿的增长幅度较小。豫鹭矿业由于直接利用尾矿，因此成本较低，钨精矿完全成本在 3.5 万/吨，但由于钨精矿品味较低，因此在销

售价格上也有一定的折扣。综合判断，我们预计公司 09、10 年的钨精矿产量为 2300 吨和 2500 吨。

②宁化行洛坑:

宁化行洛坑钨矿金属储量为 29.5 万吨，为黑白混合矿，白钨为主，公司持股 80%。目前日采选为 5000 吨钨矿石。（钨精矿完全含税成本 5 万多元）。目前行洛坑矿山顶剥离工程已经结束，后期钨原矿入选品味将有所提升，08 年钨精矿产量为 1000 多吨，我们预计 09 年将达到 2000 多吨。我们预计未来 2 年随着入选品味的逐步提升，行洛坑矿的产能将逐步达到 4000 吨。

此外公司 08 年废钨回收 1348 吨，受国家政策变动影响，我们预计未来 2 年公司废钨回收量基本稳定在 1000 多吨。

总体来看，我们认为公司钨精矿产量未来 2 年将逐步增长，主要增长来自宁化行洛坑矿，而豫鹭矿业预计总体产量保持在 2000 多吨的稳定水平。我们预计未来 2 年公司钨精矿的产量将达到 6000（豫鹭 2300+行洛坑 2300+废钨回收 1400）吨和 7000（2500+3100+1400）吨，最终公司自有钨精矿产量将达到 8000（2500+4000+1500）吨左右。

（2）公司钨初中级产品仲钨酸铵、氧化钨，钨粉碳化钨粉等受国家出口关税调整以及国外需求影响，预计未来变现平淡无奇。公司目前 APT 产能 16000~17000 吨，09 年预计实际产量为 12000~13000 吨。公司钨钼丝材业务目前国内市场占有率 80% 左右，总体市场基本饱和，未来增长空间不大，因此公司产量也基本维持在 700 吨粗钨丝和 100 亿米的细钨丝。

（3）钨的另一深加工领域硬质合金目前产品主要集中在合金坯料和棒材，合金产品规模仍然较小，受硬质合金技术含量较高，技术积淀时间较长，虽然公司后期发展重点之一是在硬质合金方面，但我们预计，未来 2 年，公司硬质合金业务难有大的突破。估计整体硬质合金深加工业务收入在 3000~5000 万。

二、新能源材料

（1）公司目前储氢合金粉产能为 5000 吨，实际产销 2000 多吨，目前国内储氢合金粉用于混合动力汽车用镍氢电池的部分较少，主要还是用于普通的电池，由于国内产能过剩，因此竞争较为激烈，毛利率较低。国内包钢稀土也涉足储氢合金粉业务，目前其产能 1500 吨。

（2）公司在 2006 年底以 905 万元收购福建长汀金龙稀土有限公司成为全资子公司，并且投资在建 2000 吨稀土分离冶炼生产线，目前公司稀土分离产能 2500 吨，预计后期将达到 4000 吨产能。

我们预计公司未来有望成为福建省的稀土资源整合者，中国稀土资源主要分布在内蒙、江西、四川和福建等地。福建较丰富的稀土资源主要集中在闽西地区。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 多万吨。龙岩市长汀县稀土矿占福建省探明储量的 70% 以上，长汀稀土资源属中钇富铈型稀土矿床类型，中重稀土含量较高。

表 1：中国稀土资源储量地区分布

地区	探明储量	工业储量	远景储量
内蒙古包头白云鄂博	10600	4350	>13500
山东微山	1270	400	>1300
南方七省区	840	150	5000
四川凉山	240	150	>500
贵州织金	70		>150
其他	150	150	>225
合计	12270	5200	>21000

资料来源：长江证券研究部

表 2：我们预期的各地区稀土整合的主要企业

省份	预计整合集团
江西省	五矿集团
广东省	广晟有色，中色股份
四川省	江西铜业
福建省	厦门钨业
内蒙古	包钢稀土

资料来源：长江证券研究所

三、房地产业务：

公司房地产业务目前销售情况较好，成都鹭岛国际社区第 4 期已经基本销售结束，厦门海峡国际社区二期销售情况较好。我们预计公司 09 年销售收入有望达到 33 亿元，确认收入 20 亿元。对于未来，公司房地产储备相对较少，目前待开发和正在开发的地块有都江堰 100 亩，漳州地区 650 亩（目前启动 200 亩的土地开发整理），厦门会展中心海峡国际社区 3、4 期项目。我们认为 09、10 年公司的房地产业务进入集中结算期，未来公司房地产业务将基本维持平稳发展态势。

➤ 给予“谨慎推荐”评级。

我们认为，目前公司钨钼产品的外部需求已经见底回升、未来 2 年将缓慢复苏，上游钨矿产量的逐步提升给公司带来资源保障和成本的降低，公司新能源材料及稀土产业有实质性进展，但房地产业务进入集中结算期，后劲略有不足，硬质合金短期 1-2 年难有大的突破，因此总体判断公司发展趋势以及目前股价，我们预计公司 09、10 年 eps 为 0.27 元和 0.35 元，暂给予谨慎推荐评级。

财务报表预测
利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4947	4672	5252	6110
营业成本	3958	3808	4265	4949
毛利	989	864	987	1161
% 营业收入	20.0%	18.5%	18.8%	19.0%
营业税金及附加	194	184	206	240
% 营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
销售费用	107	103	116	134
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	177	168	189	220
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
财务费用	55	84	49	33
% 营业收入	1.1%	1.8%	0.9%	0.5%
资产减值损失	65	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	390	326	427	533
% 营业收入	7.9%	7.0%	8.1%	8.7%
营业外收支	15	20	20	20
利润总额	405	346	447	553
% 营业收入	8.2%	7.4%	8.5%	9.1%
所得税费用	69	59	76	94
净利润	336	287	371	459
归属于母公司所有者的净利润	202.6	183.4	237.1	293.1
少数股东损益	134	104	134	166
EPS (元/股)	0.30	0.27	0.35	0.43

现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	843	993	640	544
取得投资收益收回现金				
金	2	0	0	0
长期股权投资	0	-14	0	0
无形资产投资	0	2	0	0
固定资产投资	-461	-147	-153	-161
其他	7	18	0	0
投资活动现金流净额	-454	-139	-153	-161
债券融资	498	0	0	0

资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	271	374	304	612
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	956	1142	1284	1493
存货	4715	4537	5081	5895
预付账款	401	388	434	504
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	6469	6563	7240	8664
可供出售金融资产				
产	0	0	0	0
持有至到期投资	15	0	0	0
长期股权投资	24	37	37	37
投资性房地产	144	141	141	141
固定资产合计	1353	1379	1398	1409
无形资产	234	115	104	93
商誉	16	16	16	16
递延所得税资产	61	0	0	0
其他非流动资产	517	573	629	684
资产总计	8832	8824	9564	11044
短期贷款	789	476	0	0
应付款项	550	537	601	698
预收账款	1986	1869	2101	2444
应付职工薪酬	94	91	101	118
应交税费	-27	-25	-29	-34
其他流动负债	618	623	698	810
流动负债合计	4011	3570	3473	4035
长期借款	902	574	574	574
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	0	0	0
其他非流动负债	512	1012	1512	2012
负债合计	5426	5156	5558	6620
归属于母公司所有者权益	1975	2132	2336	2588
少数股东权益	1432	1535	1670	1836
股东权益	3406	3668	4006	4424
负债及股东权益	8832	8824	9564	11044
基本指标				
EPS	0.297	0.269	0.348	0.430

股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.90	3.13	3.43	3.80
银行贷款增加(减少)	-988	-641	-476	0	PE	73.58	81.29	62.87	50.86
筹资成本	231	-110	-82	-74	PEG	5.62	6.20	4.80	3.88
其他	-957	0	0	0	PB	7.55	6.99	6.38	5.76
筹资活动现金流净额	-1216	-751	-558	-74	EV/EBITDA	28.85	24.10	24.42	20.46
现金净流量	-827	103	-70	308	ROE	10.3%	8.6%	10.1%	11.3%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。