

有色金属



厦门钨业（600549）

推荐（维持）

稀土增收，钨金增利

市场数据

报告日期	2010-9-6
收盘价(元)	31.00
总股本(百万股)	681.98
流通股本(百万股)	681.98
总市值(百万元)	21141.38
流通市值(百万元)	21141.38
净资产(百万元)	2400.54
总资产(百万元)	11325.15
每股净资产	3.52

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	4635	6039	7218
同比增长(%)	28.1%	-26.9%	30.3%	19.5%
净利润(百万元)	213	381	487	653
同比增长(%)	6.9%	78.8%	28.0%	34.0%
毛利率(%)	28.5%	21.6%	25.3%	26.5%
净利率(%)	3.4%	8.2%	8.1%	9.0%
净资产收益率(%)	9.2%	14.7%	15.8%	17.5%
每股收益(元)	0.31	0.56	0.71	0.96
每股经营现金流(元)	2.96	0.71	0.51	0.72

相关报告

《厦门钨业（600549）2010 中报点评》2010-8-13

投资要点

- 2010 年以来，国家明确加强了对钨、稀土等战略稀有资源的开采和出口控制，供给端的持续有效限制和需求的稳定增长，将确保产品价格长期向上的趋势。
- 公司行洛坑钨矿有望自 2011 年开始开采原生矿，产能有望逐渐扩大到 4000 吨钨精矿和 200 吨钼精矿，增长 60%，同时成本也有将有所下降。另一方面，公司硬质合金刀具业务已积累多年，产品已获下游认可，现正通过与下游客户联合技术研发等迂回的方式逐步渗透市场，预计随着产品逐步放量，毛利率也将有明显提升。
- 福建省政府对稀土产业非常重视，现已明确以厦门钨业为核心治理全省的稀土产业链。由于一共只有 6 本稀土采矿权，福建省的资源整合将较江西、广东更为领先。目前厦钨已控有两个采矿证，并在新办一个证。另外，公司厚积薄发进入稀土新材料领域，也有望迎来收入利润高增长。
- 假设钨精矿含税价 10，11，12 年分别为：80000，90000，100000 元/吨，则预测公司 10，11，12 年 EPS 为 0.56，0.71，0.96 元。由于公司资源有持续增加的可能，并且在下流深加工方面技术积累深厚，某些技术国内领先，我们看好公司的持续高速增长能力，给予“推荐”评级。
- 风险提示：公司省内稀土资源整合依然存在不确定性，进度难以准确预测；下游产品是否能顺利投产，产品是否能被客户快速接受，也存在一定不确定性。

分析师

罗人渊
021-38565964
luory@xyzq.com.cn

刘建刚 S0190207100103
021-38565930
liujg@xyzq.com.cn

目 录

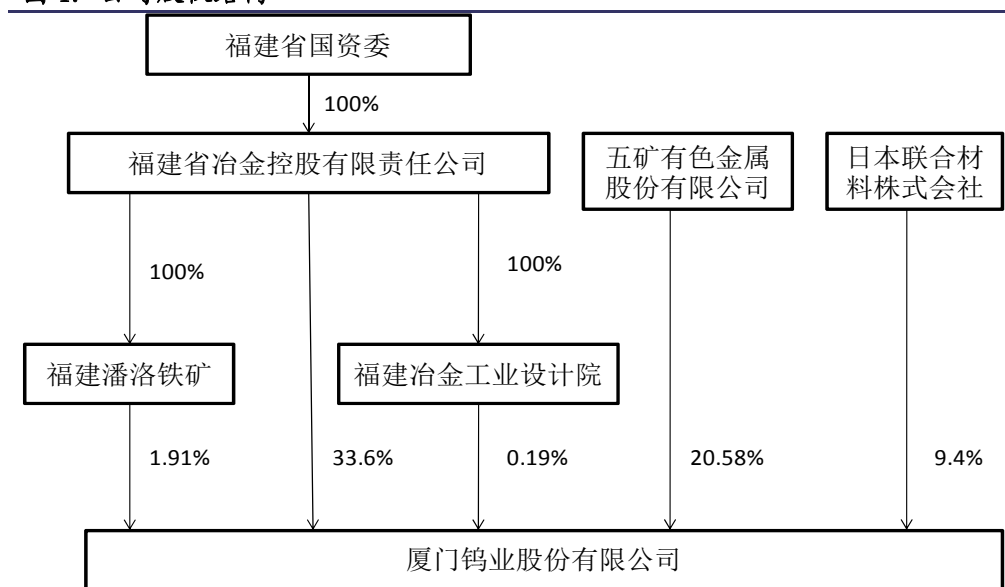
1、公司基本情况	- 4 -
2、钨行业介绍	- 5 -
特性及应用	- 5 -
资源情况	- 6 -
市场情况	- 6 -
硬质合金行业概况	- 7 -
产业政策	- 7 -
行业内企业简介	- 8 -
3、稀土行业介绍	- 8 -
资源分布	- 8 -
供给	- 9 -
应用	- 10 -
价格	- 11 -
4、公司分析	- 12 -
钨产业链	- 12 -
稀土产业链	- 14 -
房地产业务	- 16 -
子公司情况	- 16 -
盈利预测与估值	- 17 -
5、风险提示	- 17 -
图 1. 公司股权结构	- 4 -
图 2. 公司历年收入构成及预测（百万元）	- 4 -
图 3. 公司历年毛利构成及预测（百万元）	- 4 -
图 4. 西方国家钨消费结构	- 5 -
图 5. 中国钨消费结构	- 5 -
图 6. 全球钨金属消费（万吨）与同比增速（右）	- 5 -
图 7. 全球钨探明储量分布	- 6 -
图 8. 中国钨探明储量分布	- 6 -
图 9. 中国钨精矿产量（万吨）及同比增速（右）	- 6 -
图 10. 中国江西黑钨精矿（65%以上）价格（元/吨）	- 7 -
图 11. 中国钨精矿产量配额及产量（万吨）	- 8 -
图 12. 中国钨品出口配额及出口量（万吨）	- 8 -
图 13. 全球稀土储量与中国稀土储量（REO 百万吨）	- 9 -
图 14. 2009 年全球稀土储量分布	- 9 -
图 15. 全球稀土产量与中国稀土产量（千吨）	- 9 -
图 16. 中国稀土开采总量指标与实际产量（千吨）	- 10 -
图 17. 中国稀土历年出口配额（吨）	- 10 -
图 18. 包头混合碳酸稀土 45%ReO 价格（元/吨）	- 11 -
图 19. 包头金属镨钕 99% 价格（万元/吨）	- 11 -
图 20. 包头氧化铈 >99.9% 价格（万元/吨）	- 12 -
图 21. 包头氧化镧 >99.9% 价格（万元/吨）	- 12 -
图 22. 赣州氧化镨 99.5%-99.9% 价格（元/公斤）	- 12 -
图 23. 赣州氧化铽 ≥99.9% 价格（元/公斤）	- 12 -
图 24. 公司钨产业链	- 13 -
图 25. 公司钨钼业务毛利率及预测	- 14 -

表 1. 房地产项目规划及进展（2010H1）（百万元）	- 16 -
表 2. 主要子公司情况（2009）（百万元）	- 16 -
表 3. 公司盈利预测结果	- 17 -
附表	- 18 -

1、公司基本情况

厦门钨业股份有限公司是于 1997 年 12 月 22 日，由福建省冶金（控股）有限责任公司作为主要发起人，联合五矿龙腾科技股份有限公司、日本联合材料株式会社、日本三菱商事株式会社、韩国大韩重石株式会社、福建省五金矿产进出口公司和厦门市宝利铭贸易有限公司等六家国内外企业，在对福建省厦门钨品厂进行整体改制的基础上，以发起设立方式设立的股份有限公司。

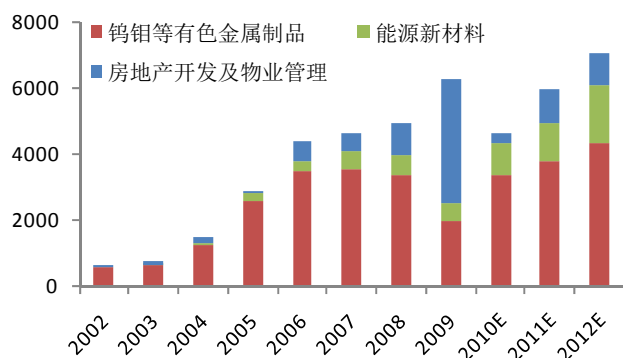
图 1. 公司股权结构



资料来源：公司公告

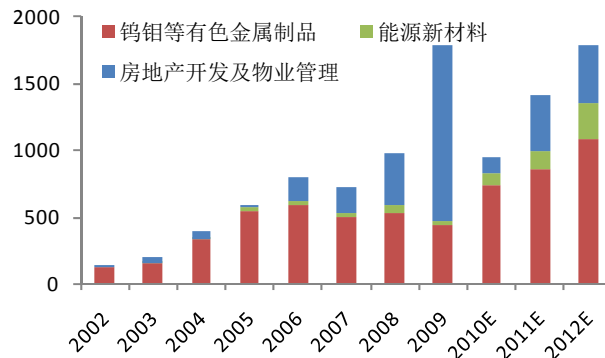
公司主营业务分为三大块：钨钼等有色金属制品（主要包括钨产业链）；能源新材料（主要包括稀土产业链）；以及房地产开发及物业管理。2009 年由于房地产集中结算，公司房地产开发业务收入、毛利占比分别达到 60%、74%，而钨钼产品和能源新材料板块在收入中占比分别为 31.7%和 8%，在毛利中占比分别为 24.5%和 1.4%。而到了 2010H1，地产、钨钼、新材料收入占比则分别为 5%、73%、22%。

图 2. 公司历年收入构成及预测（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券

图 3. 公司历年毛利构成及预测（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券

2、钨行业介绍

特性及应用

钨是自然界熔点最高的金属之一，最大特点是高密度，同时具备良好的高温强度和导电、导热性能。

钨是经济和国防中不可替代的基础材料和战略资源，被誉为“工业的牙齿”。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，出现了五次大的增长。

2003 年我国消费钨金属 1.69 万吨，2006 年消费 2.6 万吨，复合增速 15.4%，2007 年，我国钨消费量略高于 2.5 万吨，接近 2006 年水平。

图 4. 西方国家钨消费结构

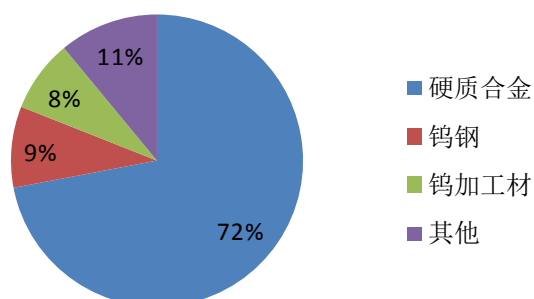
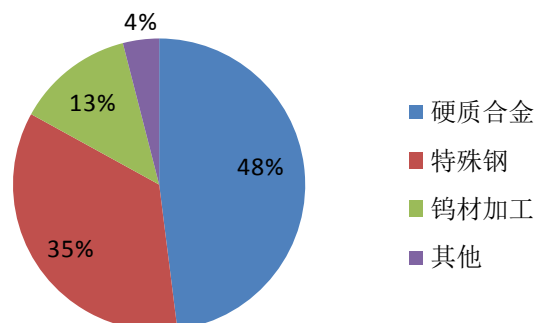


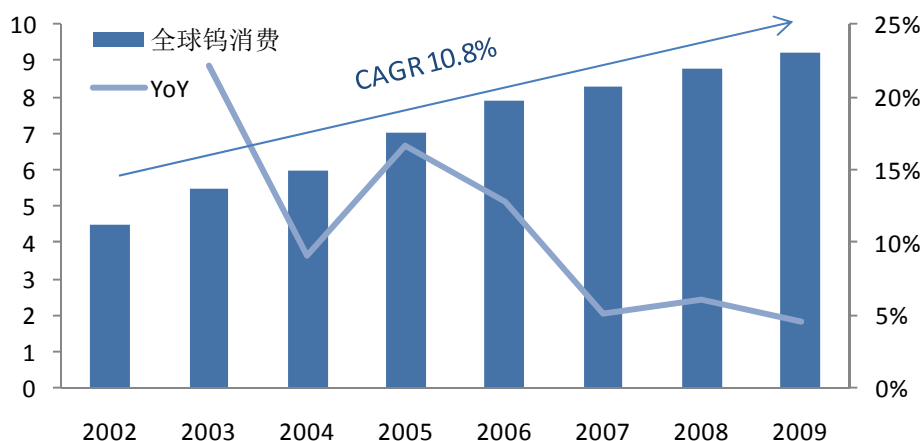
图 5. 中国钨消费结构



数据来源：兴业证券研发中心

数据来源：兴业证券研发中心

图 6. 全球钨金属消费（万吨）与同比增速（右）



数据来源：H. C. Starck，兴业证券研发中心

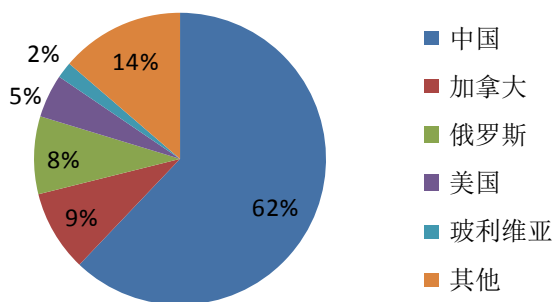
在钨的消费中，刀具占总量的 40% 左右，并主要应用在机械制造，汽车和医疗等领域。

资源情况

钨是极其稀缺的，并且不可再生的金属，目前全球探明储量仅约 290 万吨，可供开采年限不足 40 年。具备工业价值的钨矿石有黑钨矿和白钨矿两种，前者为优质钨矿，后者为难选矿石，二者占全球钨资源比例分别为 73%和 25%。

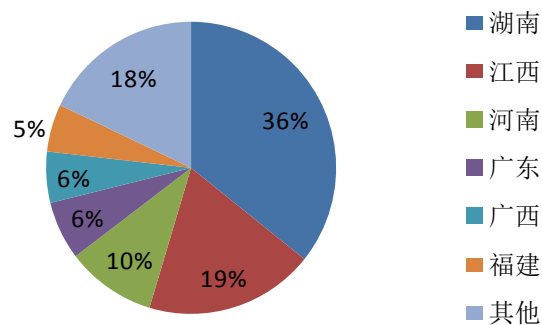
中国钨探明储量 180 万吨，占全球 62%，其中 55%分布在湖南、江西两省。

图 7. 全球钨探明储量分布



数据来源：兴业证券研发中心

图 8. 中国钨探明储量分布



数据来源：兴业证券研发中心

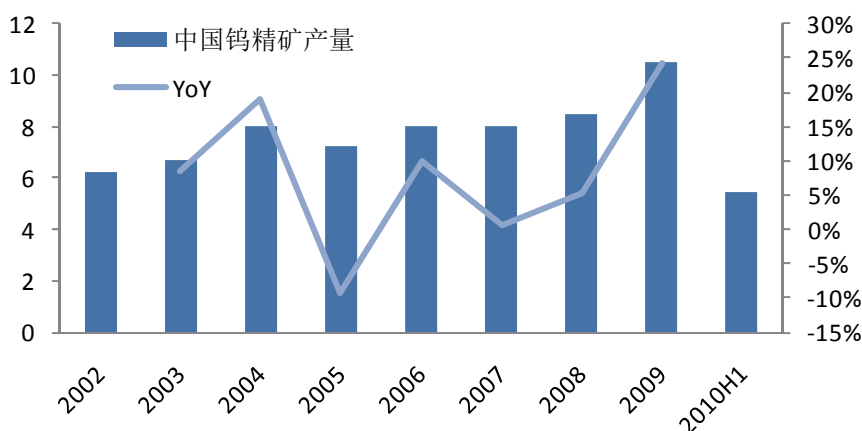
市场情况

● 产量

目前全球年消费 9 万吨左右钨金属，其中约 3/4 来自于矿山，另外 1/4 来自于再生。

我国钨精矿产量居全球第一，近年来占全球约 80%。国外钨金属多为伴生矿，采选难度大，因而无较大规模钨精矿生产商。但国际厂商在硬质合金等深加工产品方面仍具有优势。

图 9. 中国钨精矿产量（万吨）及同比增速（右）



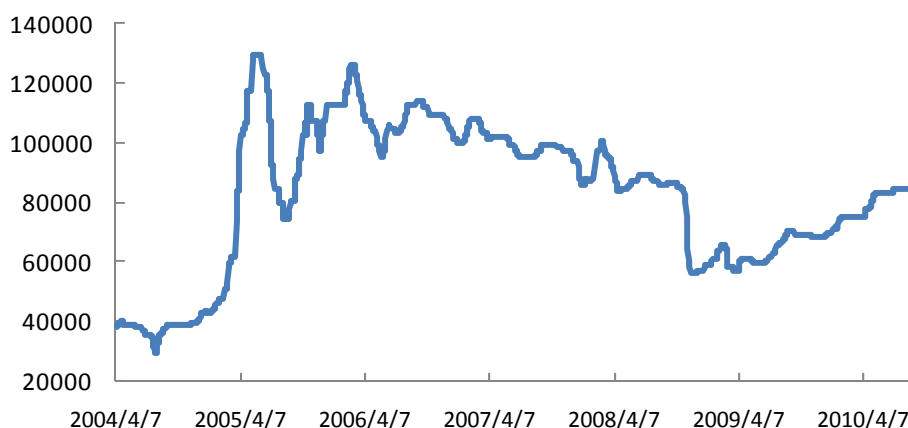
数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心

● 价格

钨精矿价格为行业主要价格指标。04 年之后中国开始对钨精矿开采进行管制，促使价格快速上涨。而当前价格仍处于金融危机后的稳步回升阶段，预计随着今年以来国家加强对钨精矿开采及出口的控制，其价格长期向上的趋势应当可以确定。其他钨产品的价格与钨精矿保持一致，并滞后月 1-2 个月。

由于全球钨消费以 CAGR 11% 左右的速度增加且增速稳定，而我国钨精矿产量以及产量配额的复合增速分别只有 7.8% 和 6.6%，预计随着国家对供给控制的越加严格，钨价格长期向上的趋势应可确认。

图 10. 中国江西黑钨精矿（65%以上）价格（元/吨）



数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心

硬质合金行业概况

2007 年全国硬质合金总产量约 16500 吨，同比增长 13.79%，行业总产值约 25.6 亿元，同比增长 50%。其中技术含量高的硬质合金产品增长较快，18 家企业深加工产品产量 2074 吨，同比增长 34%。2008 年产量与 07 年基本持平。

中国硬质合金主要的消费领域是采矿专业设备和金属切削机床，前者近年来增长较快，而后者缓慢增长，使得我国硬质合金增长基本平稳。

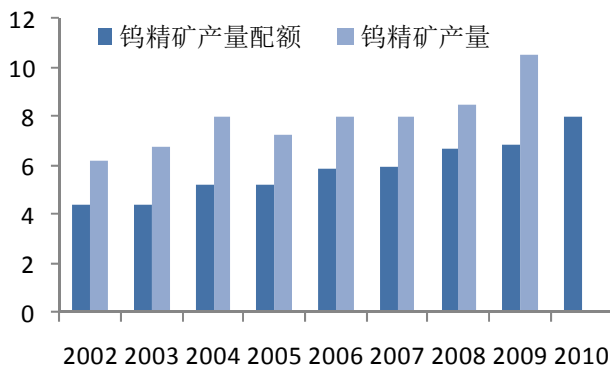
预计今年国内需求约 1.8 万吨，全球消费预计为 5.6 万吨。

产业政策

鉴于钨的稀缺性和重要战略地位，国家自 2002 年起开始，对行业进行了新一轮的卓有成效的调控。重点包括：2002 年起国土资源部开始每年下达钨精矿总量控制指标，以此来限制总产量；2004 年 1 月 1 日起，国家取消了钨精矿及钨废料 13% 的出口退税，并开始实施出口配额制度；2005 年 1 月 1 日，国家取消了钨铁出口退税政策，而这也直接导致了钨精矿价格的暴涨。

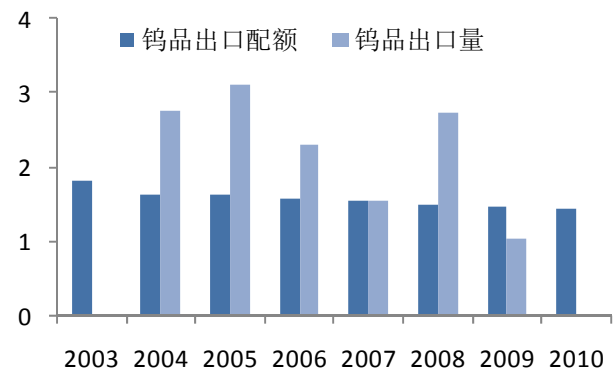
总体来说，国家从供给端对行业实行了管制，同时限制了初级钨产品如钨精矿、钨铁、仲钨酸铵的出口而鼓励深加工产品如硬质合金的出口，并且总体出口配额呈逐年下降之势。

图 11. 中国钨精矿产量配额及产量 (万吨)



数据来源: 百川咨询, 兴业证券研发中心

图 12. 中国钨品出口配额及出口量 (万吨)



数据来源: 百川咨询, 兴业证券研发中心

钨矿资源税按原矿计缴, 07 年 8 月开始按 8 元/吨计缴, 矿产资源补偿费按自产精矿产量及市价计算的销售收入的 2% 缴纳。各项税费总额约 7000-8000 元/吨。

行业内主要企业简介

湖南有色, 厦门钨业和章源钨业是全球仅有的三家覆盖从钨精矿到下游深加工的公司。厦门钨业旗下厦门金鹭为国内最大钨粉及碳化钨粉销售商, 而湖南有色旗下株洲硬质合金及自贡硬质合金分别为国内硬质合金销量前两名。

国际上由于资源贫乏, 主要生产下游高技术含量的硬质合金产品。如瑞典的 Sandvik 是世界第一刀具品牌, 年收入超过 100 亿美元, 美国的 Kennametal, 年收入超过 20 亿美元。

3、稀土行业介绍

稀土指的是化学元素周期表中的镧系元素 (包括镧、铈、镨、钕、钐、铕、钆、铽、镱、铈、钐、铕、钆、铽、镱), 以及与镧系性质相近的钪和钇, 共 17 种元素。稀土按其物理化学性质可分为轻、中、重稀土三类。

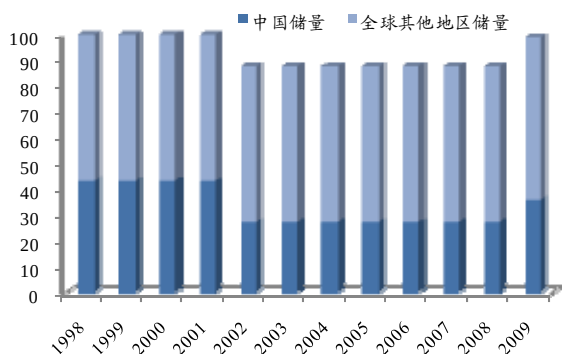
资源分布

稀土在地壳内含量比人们熟悉的铅、锌多, 分布很不均匀, 目前可供开采具有工业利用价值的轻稀土矿物主要是氟碳铈矿、独居石、铈铌钙钛矿; 重稀土矿物主要是磷钇矿、褐钇铈矿、离子吸附型稀土矿、钛铀矿等十几种。

世界稀土资源主要集中在我国、独联体、美国、澳大利亚、印度、加拿大、南非、巴西、马来西亚、斯里兰卡、埃及等国家。截至 2009 年, 我国稀土储量 3600 万吨, 占世界稀土储量的 36.4%, 为全球储量最高。

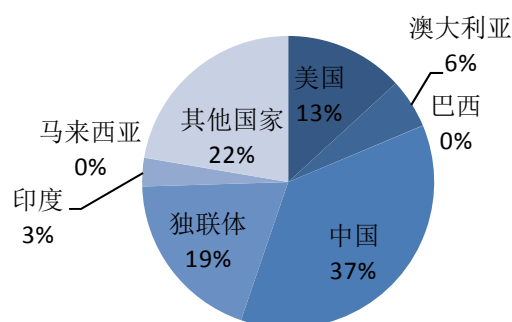
我国稀土资源分布为北轻南重, 其中白云鄂博和四川冕宁以轻稀土型的氟碳铈矿为主, 占我国储量约 80%, 其成分主要含镧、铈、镨、钕; 而南方广东、江西、福建等地区则以离子吸附型重稀土为主, 此种矿型为迄今发现的最好的重稀土矿, 是我国独有的矿型, 富含价值十倍于轻稀土元素的镆、铽、钐、钕, 同时镧、铈、镨、钕的含量也不低。

图 13. 全球稀土储量与中国稀土储量 (REO 百万吨)



数据来源: USGS, 兴业证券研发中心

图 14. 2009 年全球稀土储量分布

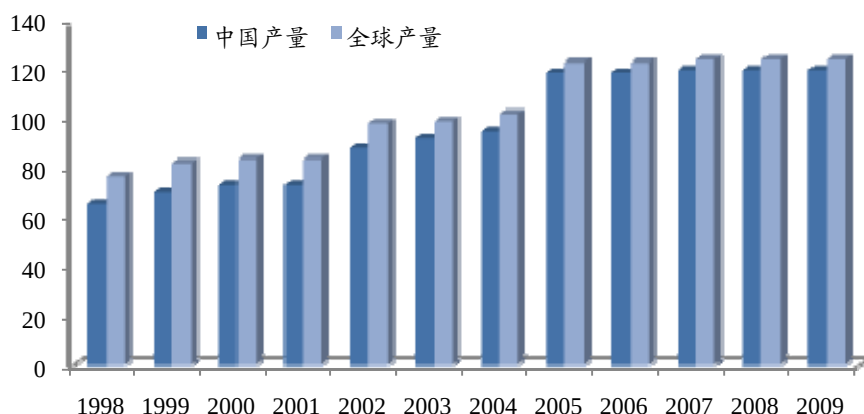


数据来源: USGS, 兴业证券研发中心

供给

十年来, 我国稀土产量占比全球仍在提升。2009 年, 我国稀土产量接近全球的 97%, 达到 12 万吨 (REO)。

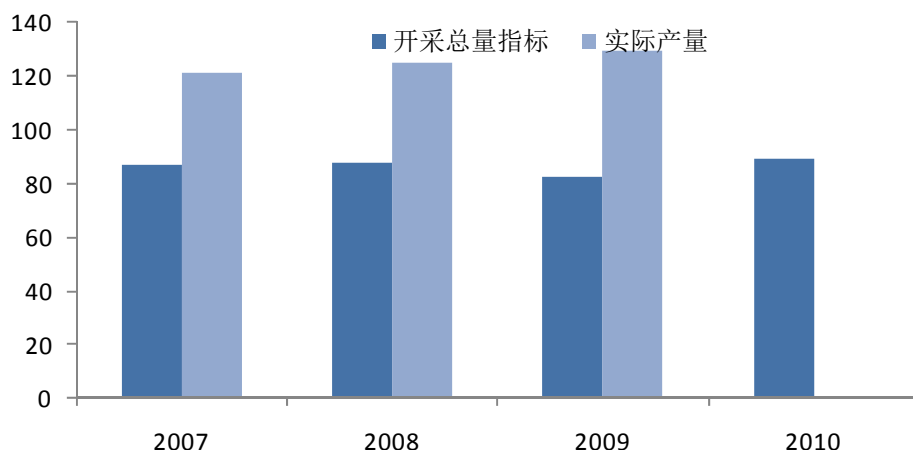
图 15. 全球稀土产量与中国稀土产量 (千吨)



数据来源: USGS, 兴业证券研发中心

我国从事稀土矿山开采的生产企业共有 100 多家, 开采许可证在 120 个以上, 稀土矿山开采企业主要集中在包头白云鄂博、四川冕宁、山东微山、江西、广东、福建等地, 稀土氧化物生产能力已超过 20 万吨。其中, 内蒙古包钢稀土高科技股份有限公司、包头达茂稀土有限责任公司、赣州稀土矿业有限公司、四川冕宁矿业有限公司、四川冕宁方兴稀土有限公司、山东微山湖稀土有限公司等重点企业, 产能占全国 60% 以上。

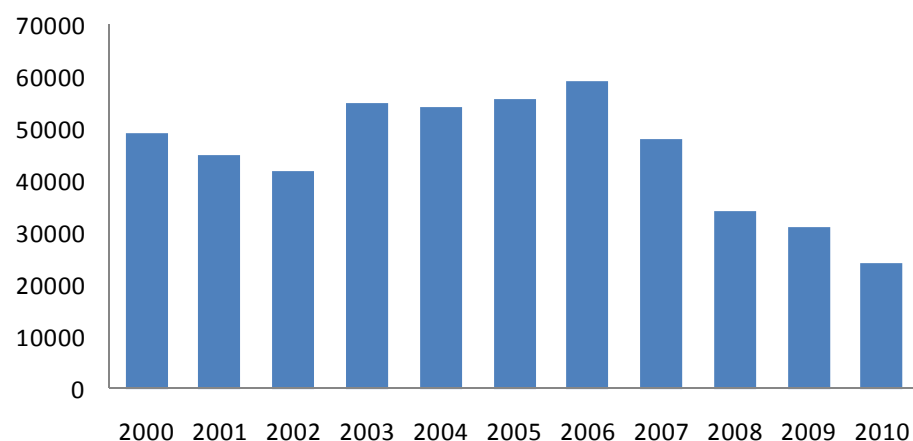
图 16. 中国稀土开采总量指标与实际产量 (千吨)



数据来源：国土资源部，兴业证券研发中心

由于稀土资源具备战略重要性，中国对稀土的出口实行出口总量配额管理，06年以后，稀土出口配额逐年下降。

图 17. 中国稀土历年出口配额（吨）



数据来源：商务部，兴业证券研发中心

应用

● 稀土永磁

稀土永磁材料包括钕铁硼永磁、钐钴永磁、稀土铁氮永磁，其中钕铁硼永磁不仅磁性高，而且价格低廉，占据绝对主导地位，2009年中国产量9.4万吨。

钕铁硼永磁的主要应用领域包括电机、VCM 计算机、音响、通讯等，特别的，永磁电机现已成为风力发电的首选，能使发电机的效率从普通电机的 0.5 提高到 0.85 以上。随着我国风力发电的大力投资，未来永磁体的需求将持续增长。

● 稀土贮氢材料

稀土贮氢材料（主要用镧）是目前镍氢电池所用性能最好的负极材料。2009

年我国贮氢材料产量达 19000 吨，应用稀土量 7900 吨。

● 稀土发光材料

稀土发光材料利用了铈、铽、钬、铒、镱等元素的光电性质，产品广泛应用于节能灯、显示、光电器件、医疗器件等。其中三基色荧光材料约占稀土发光材料的 75%。2009 年中国生产各类稀土荧光粉共 7200 吨。

● 稀土抛光材料

稀土抛光粉（主要用铈）广泛应用于显示器、玻璃、光学器件、电子元件的抛光。2008 年我国共生产稀土抛光粉约 7900 吨。

● 稀土催化材料

稀土催化材料目前最主要应用在石油化工裂化催化，2009 年我国加工原油消耗的稀土催化剂约 7500 吨。

价格

随着全球经济逐渐恢复，各种稀土价格 09 年以来持续走高。特别是受到今年以来国家加强对稀土出口管制的影响，稀土价格更是节节攀升，目前某些国际稀土价格已经达到了国内价格的两倍。

未来五年，随着永磁电机在风电和新能源汽车中的逐渐普及，钕铁硼的需求有望达到 15 万吨；另一方面，节能灯对传统灯的逐渐替代，将使稀土荧光粉的消耗量在未来三年内迅速翻倍，而稀土荧光粉的生产则依赖我国南方占优势的重稀土。

预计稀土需求在未来几年将迎来快速增长，而供给则相对稳定，并将越来越受制于国家强力的管制，因而其价格将长期维持趋势向上。

图 18. 包头混合碳酸稀土 45%ReO 价格（元/吨）

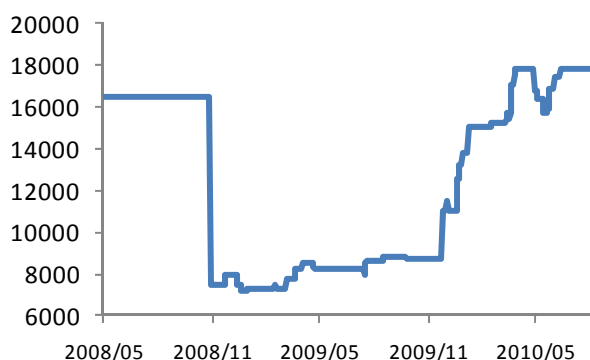
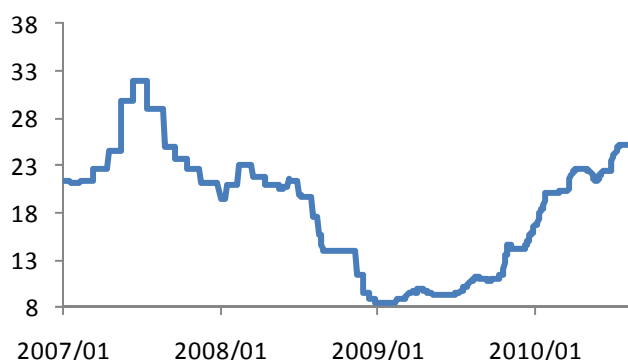


图 19. 包头金属镨钕 99%价格（万元/吨）

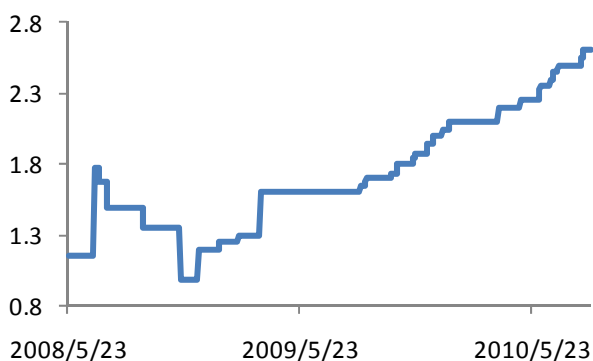


数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心

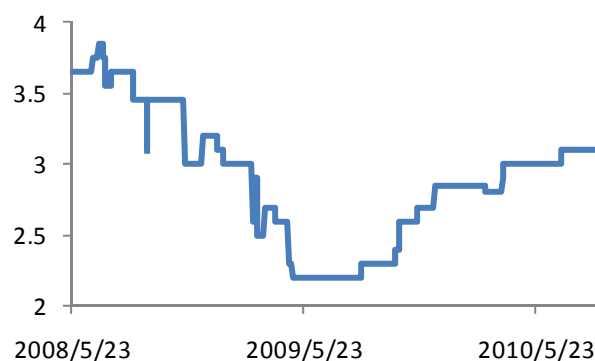
图 20. 包头氧化铈>99.9%价格（万元/吨）

数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心

图 21. 包头氧化镧>99.9%价格（万元/吨）



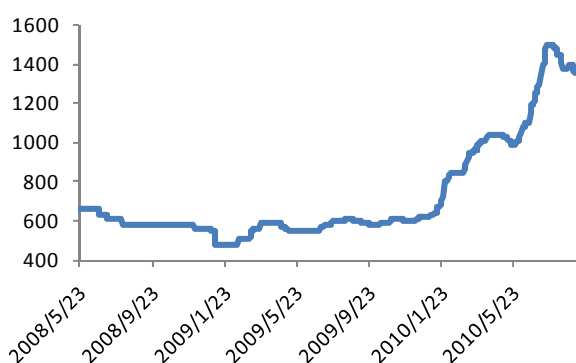
数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心



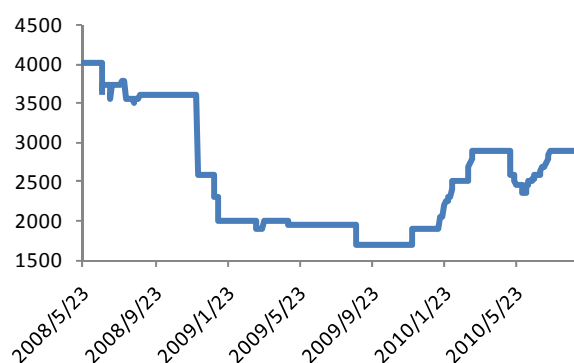
数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心

图 22. 赣州氧化镉 99.5%-99.9% 价格（元/公斤）

图 23. 赣州氧化镉 ≥ 99.9% 价格（元/公斤）



数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心



数据来源：百川咨询，兴业证券研发中心

4、公司分析

公司主营业务分为三大块：钨钼等有色金属制品；能源新材料；以及房地产开发及物业管理。

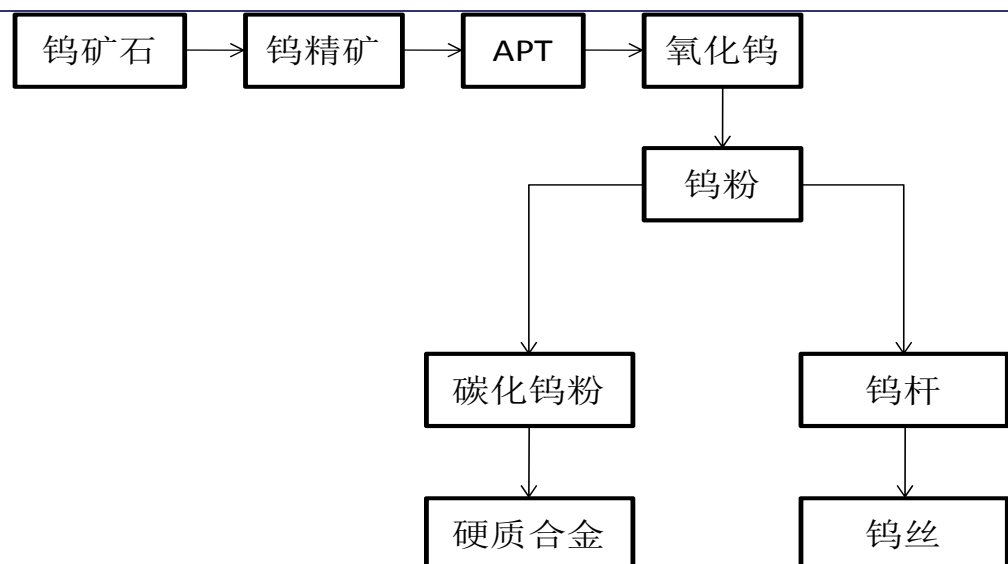
2009 年由于房地产集中结算，公司房地产开发业务收入、毛利占比分别达到 60%、74%，而钨钼及新材料板块则受到金融危机影响，收入和利润均有下降。我们认为这种情况是非经常的。

进入 2010 年后，国家明确加强钨、稀土等稀有战略资源的管理，加强了对开采和出口的控制，促使公司主业产品价格稳步回升，而全球经济的逐步恢复也使公司产品销量明显回升，因而 2010 年上半年，公司主业的情况有大幅好转，钨钼产品、新材料、房地产在收入中占比分别为 73%、22%、5%。

钨产业链

公司产业链覆盖最上游的钨矿石直至最下游的硬质合金，是全球产业链最完备的三家公司之一。

图 24. 公司钨产业链



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

● 资源情况

公司自有钨矿资源主要来源于两块：宁化行洛坑和洛阳豫鹭。两部分的年产量相差不大，合计约 5000 吨钨精矿出头。目前公司 APT 产能约 17000 吨，钨精矿自给率约 25%。

1) 宁化行洛坑（公司持股 98.95%，厦门三虹钨钼持股 1.05%）

三明市宁化行洛坑钨矿为黑白钨共生矿，探明氧化钨储量约 30 万吨，是国内已探明的最大钨矿床之一，目前开采矿石品位仅 0.21%，是国内单一钨矿中品位最低的。

目前行洛坑年产量约 2600 吨钨精矿，由于品位低，且黑白钨共生，难于采选，当前生产成本约 50000 元/吨。

然而，矿山从 07 年 8 月 1 日起投料试车，前三年主要以开采地表风化矿为主，预计 11 年开始将开采原生矿，产能有望逐渐扩大到 4000 吨钨精矿和 200 吨钼精矿。同时，由于矿石品位的提高、产量的增加，相应的生产成本也将逐渐下降。

2) 洛阳豫鹭（公司持股 60%，洛钼集团持股 40%）

洛阳豫鹭免费获取洛钼的尾矿，主要为白钨矿，保有金属储量约 45 万吨。

洛阳钨矿的生产成本稍低，但由于是白钨矿，目前产成品钨精矿品位仅有 40%-50%，无法达到标准的 65%以上，因而综合折算成本也在 50000 元/吨左右。

公司投资成本目前已收回，按与洛钼的合约规定，目前洛阳豫鹭的利润分红由公司与洛钼按照 5:5 分成，而非按照股权 6:4 分成。

3) 回收废料

另外，公司还从其他企业回收一些废钨，每年约 1300 吨，这部分基本不产生利润。

● 主要产品

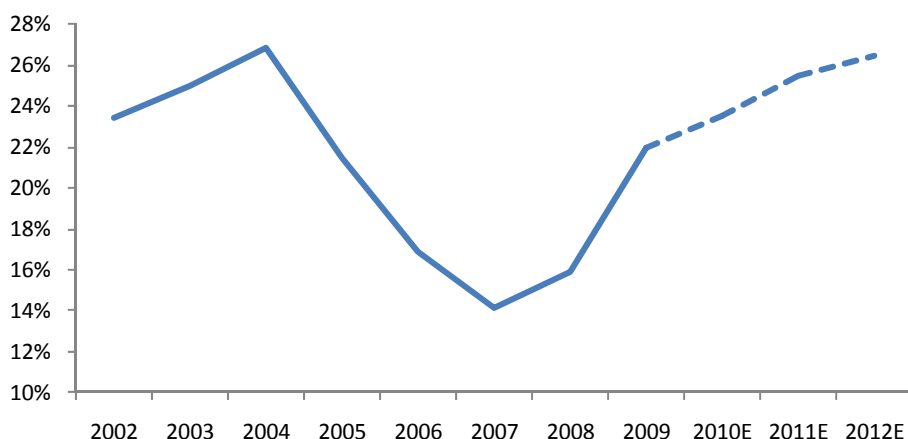
公司是全球仅有的三家覆盖从钨精矿到下游深加工完整产业链的公司之一，产业链上各个环节的产品均有销售，但目前利润主要来源为钨丝及硬质合金棒，预计产量约分别为 150 亿米和 1000 吨，目前产品毛利率水平约 20%。从我们侧面了解的情况来看，公司在粉末合金及硬质合金棒方面的技术国内领先，产品质量受到下游厂商的极力推崇。

硬质合金刀具是公司未来钨钼业务发展的重点，公司已在此项业务上积累多年，生产的中高端产品主要面对航天军工客户，相比国际产品有大约 20% 的价格优势，进口替代将是受政策鼓励的。目前公司的产品已获得下游认可，主要的困难在于下游厂商对成本不敏感，**但公司正通过与下游客户联合技术研发等迂回的方式逐步渗透市场**，我们预计随着产品逐步放量，毛利率也将有明显提升。硬质合金刀具 08 年收入约 3 千万，预计 10 年有望达到 6 千万。

● 钨钼业务利润率

公司 2010 年上半年钨钼产品毛利率达到 25.4%，这其中有消耗 09 年低价库存原材料的原因，因而下半年毛利率将可能小幅下降。但综合上述提到的两方面原因：行洛坑矿石产量和品位的提升、硬质合金刀具产品稳步放量，我们预计公司未来钨钼业务毛利率将迎来较明显的提升。

图 25. 公司钨钼业务毛利率及预测



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

稀土产业链

2003 年，公司以受让的储氢合金技术为起步，开始涉足稀土产业链。2007 年 1 月，公司收购长汀金龙稀土有限公司 100% 股权，拉开了整合省内稀土资源的序幕。

● 稀土资源

公司现保有福建省共计 6 本稀土采矿权证中的两本,目前正在办理一本新证,并且今后将有望整合福建全省的稀土资源。

➤ 福建省明确已厦钨为整合平台

福建省领导对稀土产业非常重视,现已明确以厦门钨业为核心治理全省的稀土产业链,并已明确扶植龙岩市长汀县为省内唯一的稀土产业基地。目前在龙岩市,政府已与公司合资成立了稀土矿产公司,并建立县级分公司,从而统一协调管理稀土的开采。

龙岩市政府现也已明确以长汀为中心,其他各县为辅的方针。特别的,各县将稀土都运至长汀进行加工,由市里统一调度并实施税收返还。长汀县政府则对稀土产业极其重视,寄望其成为当地的支柱产业,建立了占地 10 平方公里的省级稀土工业园,以公司控股 98% 的金龙稀土公司为龙头,着力打造稀土上下游一体化产业链。

➤ 福建省稀土资源主要分布在长汀县

龙岩市目前探明稀土储量达 158 万吨,占全国 09 年储量的 4.4%,占福建省储量超过一半,而龙岩市的大部分资源集中在长汀县。

目前整个福建省共有 6 本稀土采矿权证,其中 1 本在三明,5 本在龙岩。在龙岩的 5 本中已有 2 本属于公司,但其对应区域内资源储量并不丰裕,市政府有意将另外 3 本也运作给厦钨。当前公司正在办理第 7 本采矿权,预计将于明年初通过,对应储量约 6000 吨,设计产能 600 吨/年。

相比江西共有 88 本采矿权证,福建省内资源的整合显然要容易得多。

➤ 最大的问题是配额不足

目前福建省全省稀土采矿配额仅 1500 吨,分配至龙岩市仅 800 吨,与公司下游稀土分离产能严重不匹配。但我们认为这里面主要的障碍是国家对当地资源和产业认识的不足,目前金龙稀土的冶炼分离技术已达到国内领先,而分离产能也从 2000 吨扩大到 4000 吨,随着下游的做大做强,预计采矿配额的上升将指日可待。

● 下游能源新材料

公司目前新材料板块主要收入依然来自于储氢合金(海沧分公司),现有产能 5000 吨,10 年上半年收入约 2.5 亿,占新材料板块收入近 50%。预计 10 年产量 3000 吨,未来有小幅增长。

公司控股的长汀金龙稀土今年已经开始盈利,10 年上半年贡献收入约 2 亿,主要产品为高纯稀土氧化物,现已形成分离产能约 4000 吨。

另外,公司目前已投产 300 吨三基色荧光粉和 300 吨钕铁硼永磁材料,11 年有望达成 1000 吨三基色荧光粉、并在 11 年底投产 1000 吨钕铁硼永磁材料。其中,三基色荧光粉正是需要我国南方特有的重稀土元素钇、铕等。公司这些下游产品的开发经历了长达两年的技术积累和考证,定位高端,我们相信其一定能迅速打开市场,利润将颇为可观。

参考宁波韵升、中科三环等稀土永磁企业 25%-30% 的毛利率,预计随着公司

深加工产品逐步投产，其 10% 的毛利率水平将有较为明显的提升。

房地产业务

2009 年公司房地产业务集中结算，贡献收入 37.85 亿元，实现毛利 13.25 亿元，分别占总收入 60%，总毛利 74%。2010 年由于项目进展以及国家对房市加大调控等原因，预计公司将仅有海峡国际社区二期剩余不到 10% 的别墅项目进行结算，总计贡献收入约 3 亿元左右，毛利约 1.1 亿元。

公司海峡国际社区二期高层项目及成都鹭岛国际四期项目将于 11 年开始进入结算，预计 11、12 年总计结算约 20 亿元收入，毛利约 8.6 亿元。

表 1. 房地产项目规划及进展 (2010H1) (百万元)

项目名称	开工时间	预计竣工	预计总投资	期末数	期初数
成都鹭岛国际三期项目	2007.3	2009.12	909	351.62	249.59
成都鹭岛国际四期项目	2009.4	2012.6	670	295.28	223.80
漳州原石滩国际社区项目	2010.12	2018.12.	4450	547.27	541.90
都江堰项目	2012.12	2015	290	128.82	0
海峡国际社区二期高层项目	2007.12	2011.5	1633	1,172.43	1,039.68
海峡国际社区三期项目	2009.12	2013.12	300	107.96	106.72
海峡国际社区后期项目	2009.12	2015.10	2000	733.31	747.54
海峡国际社区学校	2009.12	2010.12	60	74.65	73.62
合计				3,411.33	2,982.86

数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

子公司情况

母公司 2010 年上半年实现收入 9.8 亿元，扣除来自子公司的投资收益后，实现税前利润总额 0.45 亿元，子公司共实现税前利润总额 3.1 亿元，其中主要的利润来源是 5 个分公司（除房地产业务外）：厦门金鹭（钨粉、碳化钨粉、硬质合金），厦门虹鹭（钨丝、钼丝），洛阳豫鹭（钨矿），宁化行洛坑（钨矿），长汀金龙稀土（稀土分离冶炼）。

其中长汀金龙稀土 2010 年上半年第一次产生利润，净利润约 2500 万。下表中列示的为 2009 年报的情况。

表 2. 主要子公司情况 (2009) (百万元)

公司名称	主要产品	注册资本	资产规模	营业收入	净利润
厦门金鹭特种合金有限公司	钨粉、碳化钨粉、异型硬质合金	269.97	1015.26	774.10	75.22
厦门虹鹭钨钼工业有限公司	钨丝、钼丝等	209.00	566.09	434.28	82.11

成都虹波实业股份有限公司	钨、钼、镍等	72.04	601.79	321.81	2.52
赣州虹飞钨钼材料有限公司	钨钼制品	25.80	104.91	74.79	5.33
上海虹广钨钼科技有限公司	钨丝、钼丝	50.00	58.99	25.60	(2.89)
洛阳豫鹭矿业有限公司	钨矿	50.00	140.92	112.92	32.81
宁化行洛坑钨矿有限公司	钨矿	380.47	436.18	136.68	9.06
长汀金龙稀土有限公司	稀土冶炼	71.70	438.56	105.23	(28.60)
厦门嘉鹭金属工业有限公司	金属制品加工	47.50	404.44	335.59	(43.39)
厦门滕王阁房地产开发有限公司	房地产开发	40.00	5817.65	3800.40	256.56

数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

盈利预测与估值

假设钨精矿含税价 10, 11, 12 年分别为：80000, 90000, 100000 元/吨，则预测公司 10, 11, 12 年 EPS 为 0.56, 0.71, 0.96 元。由于公司资源有持续增加的可能，并且在下游深加工方面技术积累深厚，某些技术国内领先，我们看好公司的持续高速成长能力，给予“推荐”评级。

表 3. 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	6338	4635	6039	7218
增长率 %	28.1%	-26.9%	30.3%	19.5%
营业利润（百万元）	685	670	931	1235
增长率 %	77.7%	-2.2%	39.0%	32.8%
净利润（百万元）	213	381	487	653
增长率 %	6.9%	78.8%	28.0%	34.0%
最新摊薄每股收益（元）	0.31	0.56	0.71	0.96
每股净资产（元）	3.39	3.80	4.51	5.47
动态市盈率（倍）	99.3	55.5	43.4	32.4
市净率（倍）	9.1	8.2	6.9	5.7

数据来源：兴业证券研发中心

5、风险提示

公司省内稀土资源整合依然存在不确定性，进度难以准确推测；下游产品是否能顺利投产，产品是否能被客户快速接受，也存在一定不确定性。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7360	6173	7150	8289
货币资金	1153	1348	1545	1691
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	560	479	611	720
其他应收款	395	276	379	445
存货	4648	3603	4022	4736
非流动资产	3346	3130	3129	3116
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	36	36	37	38
投资性房地产	162	155	150	150
固定资产	2018	2093	2149	2136
在建工程	164	164	164	214
油气资产	0	0	0	0
无形资产	225	219	212	205
资产总计	10706	9302	10279	11405
流动负债	6145	4197	4302	4507
短期借款	499	300	300	300
应付票据	302	201	272	317
应付账款	909	506	673	820
其他	4435	3191	3058	3071
非流动负债	543	632	733	632
长期借款	394	494	594	494
其他	149	138	139	138
负债合计	6688	4830	5035	5140
股本	682	682	682	682
资本公积	763	763	763	763
未分配利润	760	1009	1458	2059
少数股东权益	1707	1884	2168	2536
股东权益合计	4018	4473	5244	6265
负债及权益合计	10706	9302	10279	11405

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	213	381	487	653
折旧和摊销	124	181	201	219
资产减值准备	48	-62	33	25
无形资产摊销	-27	7	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	67	10	6	-4
投资损失	2	-2	-2	-2
少数股东损益	253	177	284	368
营运资金的变动	-1968	346	742	847
经营活动产生现金流量	2294	487	347	491
投资活动产生现金流量	-538	-81	-244	-249
融资活动产生现金流量	-751	-212	94	-96
现金净变动	1005	195	197	146
现金的期初余额	271	1153	1348	1545
现金的期末余额	1276	1348	1545	1691

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6338	4635	6039	7218
营业成本	4532	3632	4509	5308
营业税金及附加	656	79	242	267
销售费用	108	86	112	132
管理费用	202	190	242	281
财务费用	67	10	6	-4
资产减值损失	87	-30	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	2	2	2
营业利润	685	670	931	1235
营业外收入	59	20	20	20
营业外支出	19	10	10	10
利润总额	724	680	941	1245
所得税	259	122	169	224
净利润	466	557	771	1021
少数股东损益	253	177	284	368
归属母公司净利润	213	381	487	653
EPS (元)	0.31	0.56	0.71	0.96

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性 (%)				
营业收入增长率	28.1%	-26.9%	30.3%	19.5%
营业利润增长率	77.7%	-2.2%	39.0%	32.8%
净利润增长率	6.9%	78.8%	28.0%	34.0%
盈利能力 (%)				
毛利率	28.5%	21.6%	25.3%	26.5%
净利率	3.4%	8.2%	8.1%	9.0%
ROE	9.2%	14.7%	15.8%	17.5%

偿债能力 (%)

资产负债率	62.5%	51.9%	49.0%	45.1%
流动比率	1.20	1.47	1.66	1.84
速动比率	0.43	0.61	0.72	0.78

营运能力 (次)

资产周转率	64.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1030%	837%	1040%	1018%

每股资料 (元)

每股收益	0.31	0.56	0.71	0.96
每股经营现金	2.96	0.71	0.51	0.72
每股净资产	3.39	3.80	4.51	5.47

估值比率 (倍)

PE	99.3	55.5	43.4	32.4
PB	9.1	8.2	6.9	5.7

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。