

# 公司研究

有色金属/钨  
评级：卖出

## 信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街  
九号院一号楼六层信达证券  
研发中心

### 范海波

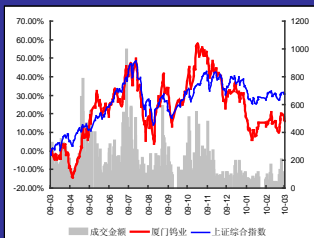
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

### 主要财务指标

	2009	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	6338	4667	5143
(+/-%)	28	(26)	10
营业利润(百万元)	687	615	729
(+/-%)	76	(10)	19
EPS	0.31	0.28	0.33
PE	53.48	60.22	51.23

### 近一年股价走势



### 相关报告

厦门钨业（600549）：

房地产结算将决定公司业绩

—2009 半年报点评 2009-09-01

厦门钨业（600549）：

市场依然不振

—2009 季报点评 2009-11-02

有色金属、钢铁行业 2010 年投资策略：

全球经济复苏和流动性充足下的机遇  
2009-12-11

# 厦门钨业（600549/10.08 元）

## 房地产成为主业

2009 年报点评

2010 年 3 月 24 日

### 摘要

- 厦门钨业公布 2009 年年报，公司全年实现合并营业收入 63.38 亿元，比预算增加 3.21%，比上年增长 28.12%；实现归属于上市公司股东的合并净利润 21,282 万元，比预算增加 4.32%，比上年增长 6.85%。实现每股收益 0.3121 元，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。
- 报告期内，受市场需求萎缩，主要产品销量及价格比上年减少。公司钨钼等有色金属制品营业收入比上年减少 40.37%，毛利率 21.91%，比上年增加 6.15 个百分点；能源新材料营业收入比上年减少 20.61%，毛利率 5.01%，比上年减少 3.26 个百分点；由于房地产开发及物业管理营业收入比上年增加 309.10%，毛利率 35.01%，比上年减少 7.28 个百分点。
- 公司房地产收入达 37.85 亿元，占总收入的 60%，占主营业务利润的 75%。公司提前推出厦门海峡国际社区二期和成都鹭岛国际社区东区（四期）楼盘，期末房地产预收款 27.1 亿元。
- 我们认为，虽然进入 2010 年公司主要产品价格有所回升，但需求有待国际市场的好转，而国际市场的恢复可能并不太乐观。公司已取得房地产预收款有助于公司 2010 年的业绩稳定，但对公司的新能源和稀土产品，我们保持谨慎。
- 根据公司 2010 年生产计划，预计 2010 年和 2011 年公司 EPS 分别为 0.28 元和 0.33 元。按公司股票 2010 年 3 月 24 日收盘价 16.69 元，公司 2010 和 2011 年的 PE 分别为 60.22 倍和 51.23 倍。考虑公司房地产贡献大部分利润，与地产股相比股价偏高，降低厦门钨业投资评级由“持有”至“卖出”。按综合 PE36X，以 2010 年 EPS 0.28 元，目标价 10.08 元。

### 目录

1. 公司公告 ..... 2
2. 点评 ..... 2
3. 盈利预测与评级 ..... 4

## 1. 公司公告

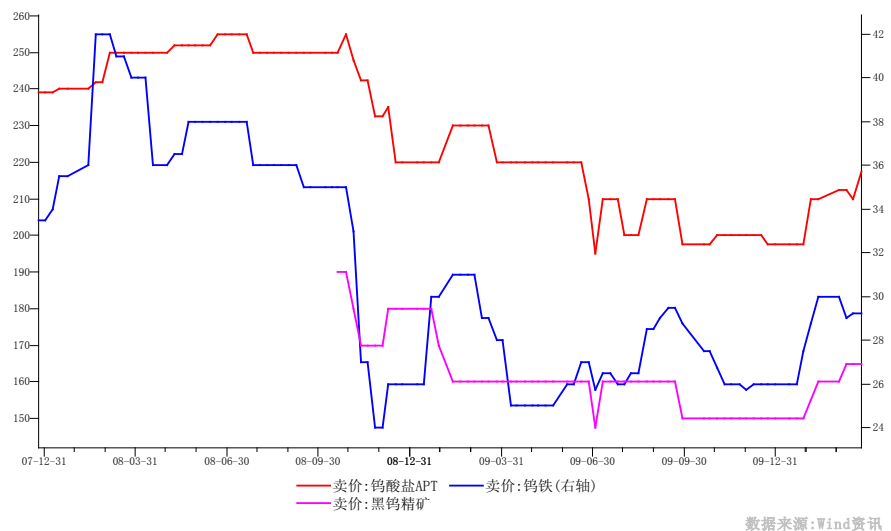
2010年3月19日，厦门钨业公布2009年年报，公司全年实现合并营业收入63.38亿元，比预算增加3.21%，比上年增长28.12%；实现归属于上市公司股东的合并净利润21,282万元，比预算增加4.32%，比上年增长6.85%。实现每股收益0.3121元，向全体股东每10股派发现金红利1.50元（含税）。

## 2. 点评

公司表示，2009年上半年，国内外市场需求急剧萎缩，尤其是厦钨外向度较高，由于国外订单大幅度减少，导致企业开工不足。下半年虽逐步恢复、主要是国内市场有所回升，但钨、钼、能源新材料实现营业收入及净利润同比仍减少较多。

期内，受市场需求萎缩，主要产品销量及价格比上年减少。公司钨钼等有色金属制品营业收入比上年减少40.37%，毛利率21.91%，比上年增加6.15个百分点；能源新材料营业收入比上年减少20.61%，毛利率5.01%，比上年减少3.26个百分点；由于结算厦门海峡国际社区一期项目及成都鹭岛社区三期项目销售收入，房地产开发及物业管理营业收入比上年增加309.10%，毛利率35.01%，比上年减少7.28个百分点。

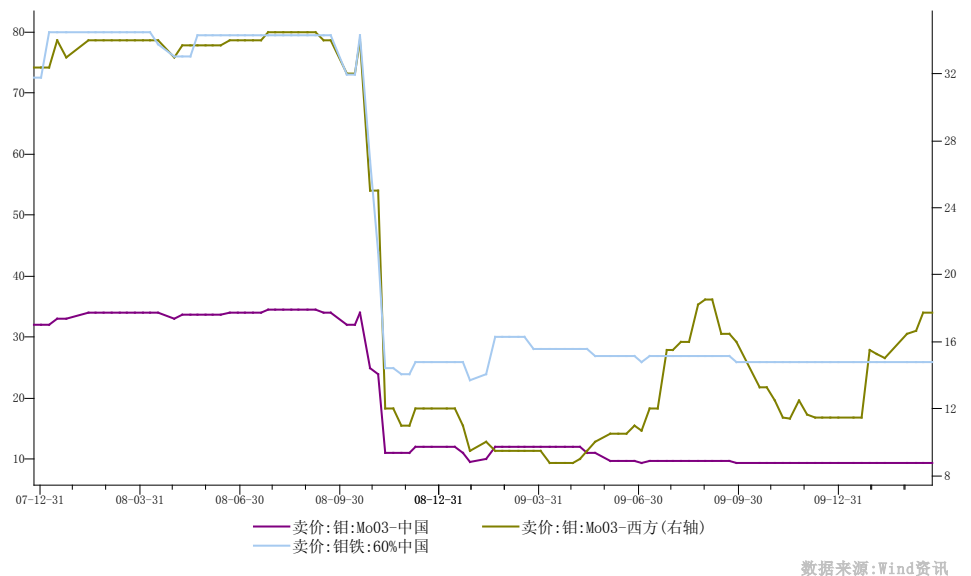
图1 钨产品价格



资料来源: Wind 信达证券研发中心

事实上，2009年公司主要原材料黑钨矿价格处于低位，波动较少，钨产品价格虽稍有波动，但总体低位。作为加工型企业，危机后利用低价原材料使毛利率有所上升属正常现象（图1，2）。

图2 钼产品价格

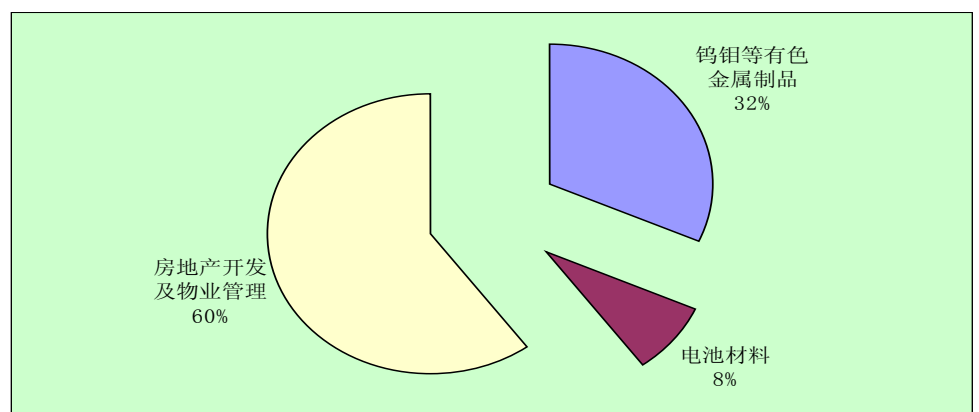


资料来源: Wind 信达证券研发中心

市场寄予厚望的能源新材料毛利率仅 5.01%，2009 年公司能源新材料方面，开发了三元合金产品，进入客户中试阶段；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，客户测试后反映良好。表明能源新材料的市场开发与应用尚较长的路要走，尤其是，运用能源新材料的产品多依赖政府补贴进行市场开拓，真正进入市场化有待时日。

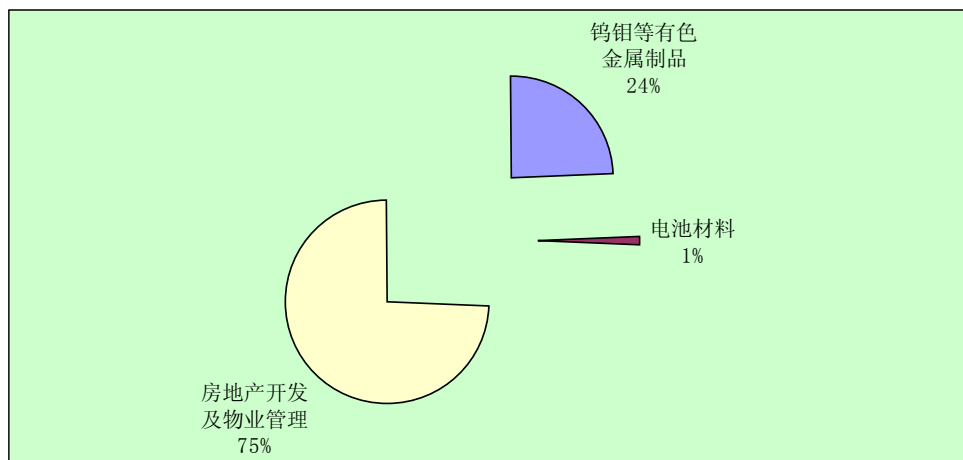
公司主要收入和利润来自房地产项目，其中房地产收入占总收入的 60%，占主营业务利润的 75%（图 3，4）。2009 年公司房地产收入达 37.85 亿元。同时，公司在房地产营销方面，抓住房地产市场回暖的大好时机，提前推出厦门海峡国际社区二期和成都鹭岛国际社区东区（四期）楼盘，期末房地产预收款 27.1 亿元。

图3 厦门钨业主营业务收入



资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

图 4 厦门钨业主营业务利润



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

公司 2010 年计划实现：合并营业收入 45.26 亿元，比上年减少 28%（主要是房地产业务收入减少）；合并成本费用总额 41.23 亿元，比上年减少 26%；争取实现净利润比上年有所提高。

我们认为，虽然进入 2010 年，公司主要产品价格有所回升，但需求有待国际市场的好转，2010 年国际市场的恢复可能并不太乐观。

公司已取得房地产预收款 27.1 亿元，有助于公司 2010 年的业绩稳定，但对新能源和公司的稀土产品，我们保持谨慎。

### 3. 盈利预测与评级

根据公司 2010 年生产计划，预计 2010 年和 2011 年公司 EPS 分别为 0.28 元和 0.33 元。按公司股票 2010 年 3 月 24 日收盘价 16.69 元，公司 2010 和 2011 年的 PE 分别为 60.22 倍和 51.23 倍。考虑公司房地产贡献大部分利润，与地产股相比股价偏高，降低厦门钨业投资评级由“持有”至“卖出”。

按有色金属 40XPE，房地产 30XPE，公司 60%收入来自房地产，综合  $PE=40*0.6+30*0.4=36X$ ，以 2010 年 EPS 0.28 元，目标价 10.08 元。

表 1 利润表预测

	2009	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	6338.12	4666.91	5143.34
营业收入(百万元)	6338.12	4666.91	5143.34
营业总成本(百万元)	5651.48	4051.98	4414.23
营业成本(百万元)	4532.10	3166.63	3439.34
营业税金及附加(百万元)	655.88	482.94	532.24
销售费用(百万元)	108.25	113.67	125.03
管理费用(百万元)	201.56	221.72	243.89
财务费用(百万元)	67.03	67.03	73.73
资产减值损失(百万元)	86.66	0.00	0.00
其他经营收益(百万元)			
投资净收益(百万元)	(1.85)	1.60	0.00
营业利润(百万元)	684.79	616.53	729.11
加: 营业外收入(百万元)	58.70	34.89	39.55
减: 营业外支出(百万元)	19.15	8.07	12.38
利润总额(百万元)	724.35	643.35	756.27
减: 所得税(百万元)	258.53	229.62	269.92
净利润(百万元)	465.82	413.73	486.35
减: 少数股东损益(百万元)	253.00	224.71	264.15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	212.82	189.02	222.20
EPS	0.31	0.28	0.33

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
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

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102