



钨钼优势不减，稀土整合受益

买入维持

投资要点:

- 净利润同比减少 28.81%
- 业绩下滑主要源于产品价格和销量下降
- 钨钼优势不减，稀土产业园建设可期

报告摘要:

- **净利润同比减少 28.81%**。上半年，公司实现合并营业收入 45.29 亿元，比上年同期增长 9.01%，其中房地产结算收入 8.14 亿元；实现归属于上市公司股东的合并净利润 3.26 亿元，比上年同期减少 28.81%，实现每股收益 0.48 元。
- **业绩下滑主要源于产品价格和销量下降所致**。受国外经济不景气，国内经济增长放缓影响，公司钨产品需求延续去年四季度以来的疲软趋势，钨精矿价格由年初的 14 万跌至目前的 10.5 万，APT 由年初的 21 万跌至目前 16 万；钼产品售价跌幅亦较大；稀土在经历 2011 年的大涨快跌后，价格持续下跌，市场需求冷清。各种产品价格均面临持续下滑趋势，直接导致公司扣除房地产结算后收入与利润双向下滑。
- **钨及硬质合金主业优势不减**。拆分公司各项业务后发现，钨及硬质合金业务优势不减。在价格持续下跌过程中，公司除该项业务毛利率还保持了增长外，其余各项业务毛利率均出现不同程度的下滑，且下滑严重。由此可见，硬质合金是公司未来的主要增长点之一，目前毛利率已经达 30%，未来随着江西九江项目的扩产，到 2013 年公司硬质合金产能将增至 6000 吨，最终可形成 8000 吨，盈利能力有望保持。
- **福建省稀土整合龙头，未来产值有望达到 400 亿**。作为福建省龙头企业，在福建省大力发展稀土产业的大背景下，公司将在加大稀土资源勘查力度、加快推进稀土资源整合开发、做强做大龙头企业、加快稀土产业园建设、促进稀土产业链延伸发展等方面获得较大政策支持，公司目前稀土产业链完整，未来产值有望达到 400 亿，增长空间巨大。
- **预计 2012 年 EPS 为 0.94 元，维持“买入”评级**。下调公司 2012-2014 年 EPS 分别 0.94 元、1.31 元和 1.53 元，对应动态市盈率分别为 42 倍、30 倍和 26 倍，作为福建稀土整合的受益者，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2010	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5538.32	11910.40	10231.94	11580.33	14417.94
同比增长率	-12.62%	115.05%	-14.09%	13.18%	24.50%
净利润	349.86	1020.82	641.69	893.57	1042.50
同比增长率	64.39%	191.78%	-37.14%	39.25%	16.67%
每股收益(元)	0.51	1.50	0.94	1.31	1.53

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

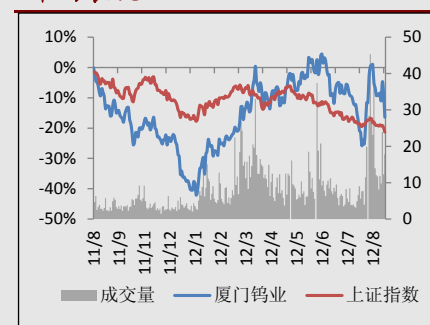
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	6.82
流通股本: 亿	6.82
第一大股东	福建省冶金(控股)有限责任公司
第一大股东持股比例	33.60%

数据来源: 宏源证券

相关研究

- 宏源证券*公司研究*硬质合金优势加强，新材料逐步扩张 2012.03.29
- 宏源证券*公司研究*硬质合金、稀土双星闪耀 2011.10.26
- 宏源证券*公司研究*钨与稀土的全产业链推进 2011.09.28
- 宏源证券*公司研究*需求强劲政策护航，钨钼主业长期向好 2011.08.12

附表：盈利预测

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11910.40	10231.94	11580.33	14417.94
增长率 (%)	115.05%	-14.09%	13.18%	24.50%
归属母公司股东净利润	1020.82	641.69	893.57	1042.50
增长率 (%)	191.78%	-37.14%	39.25%	16.67%
每股收益 (EPS)	1.50	0.94	1.31	1.53
每股经营现金流	-0.68	5.84	-2.02	4.24
销售毛利率	31.81%	25.62%	28.35%	27.54%
销售净利率	12.54%	9.65%	11.87%	11.12%
净资产收益率 (ROE)	29.67%	16.36%	19.46%	19.40%
投入资本回报率 (ROIC)	29.39%	14.49%	19.77%	15.26%
市盈率 (P/E)	26	42	30	26
市净率 (P/B)	8	7	6	5

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11910.40	10231.94	11580.33	14417.94
减: 营业成本	8121.69	7610.85	8297.71	10447.40
营业税金及附加	749.30	644.61	729.56	908.33
营业费用	145.69	153.48	173.70	216.27
管理费用	520.61	460.44	521.11	648.81
财务费用	158.31	138.03	167.04	213.68
资产减值损失	79.19	81.86	92.64	115.34
加: 投资收益	19.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2155.08	1142.67	1598.56	1868.11
加: 其他非经营损益	-8.04	18.75	18.75	18.75
利润总额	2147.04	1161.43	1617.31	1886.87
减: 所得税	653.99	174.21	242.60	283.03
净利润	1493.05	987.21	1374.72	1603.84
减: 少数股东损益	472.23	345.52	481.15	561.34
归属母公司股东净利润	1020.82	641.69	893.57	1042.50

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	-818.71	1534.79	1737.05	2162.69
应收和预付款项	2390.62	2103.02	2929.26	3355.84
存货	5495.01	8646.17	6771.22	12640.35
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	178.28	178.28	178.28	178.28
投资性房地产	272.24	242.14	212.03	181.93
固定资产和在建工程	3288.13	3691.76	4154.71	4675.59
无形资产和开发支出	263.90	256.44	248.97	241.51
其他非流动资产	70.42	57.21	44.01	30.80
资产总计	11139.90	16709.81	16275.53	23466.99
短期借款	1470.84	1462.66	3927.33	3011.97
应付和预收款项	2340.60	7781.77	3494.59	10495.10
长期借款	689.88	0.00	236.90	0.00
其他负债	1586.29	1586.29	1586.29	1586.29
负债合计	6087.60	10830.72	9245.11	15093.36
股本	681.98	681.98	681.98	681.98
资本公积	756.16	756.16	756.16	756.16
留存收益	2002.53	2483.80	3153.97	3935.85
归属母公司股东权益	3440.67	3921.94	4592.11	5373.98
少数股东权益	1611.63	1957.15	2438.30	2999.65
股东权益合计	5052.30	5879.09	7030.41	8373.63
负债和股东权益合计	11139.90	16709.81	16275.53	23466.99

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	-462.83	3984.01	-1376.46	2891.38
投资性现金净流量	-1180.83	-685.16	-790.32	-911.26
筹资性现金净流量	1441.60	-945.35	2369.04	-1554.48
现金流量净额	-202.25	2353.50	202.26	425.64

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所，期间 2011-2012 年获得《今日投资》“天眼”分析师第五名和第三名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，4 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。