

署名人: 杨国萍
S0960209060280
0755-82026714
yangguoping@cjis.cn
署名人: 张锺
S0960209060260
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn

章源钨业

002378

推荐

中期业绩符合预期, 硬质合金深加工是未来两年主要增长点

章源钨业今日公告上半年财务报告, 公司上半年实现营业收入 9.73 亿元, 同比增长 63%; 实现营业利润 1.52 亿元, 同比增长 126%; 实现归母的净利润 1.27 亿元, 同比增长 118%。基本 EPS0.30 元, 符合我们之前的预期。

投资要点:

- 公司业绩同比大幅增长主要受益下游需求旺盛以及产品价格高位, 产品收入与盈利能力同时得到提升。上半年公司钨产品订单饱满, 且钨精矿、钨粉、碳化钨粉及硬质合金等钨制品的价格与去年同期相比出现较大幅度增长, 营业总收入大幅增加。同时, 产品盈利能力也得到大幅提升, 公司自产钨精矿具有非常明显的成本优势、公司同时还储备了一部分外购钨精矿, 在上半年产品价格上涨的情况下, 公司整体毛利率同比上升 4.59 个百分点至 25.02%。
- 公司募投项目“高性能、高精度图层刀片技术技改工程(一期)”预计今年年底建成投产, 公司董事会同时调整该项目总投资额, 由之前的 3.1 亿元调整为 5.59 亿元。追加投资主要是根据产品新的需求, 在原投资规模的基础上, 满足产品工艺生产的需求, 补充和完善配套设备和设施等; 加投资部分依靠公司滚存利润、财政补助及银行资金等途径解决。
- 公司高性能、高精度涂层刀片项目生产的是硬质合金刀具的高端产品, 该项目建成投产后, 公司将充分利用其高性价比一方面替代进口产品、另一方面替代传统硬质合金刀片。项目的建设将使公司未来产品结构明显优化, 提升公司产品综合竞争能力和增强公司盈利能力, 同时不排除公司在该产品成熟后进一步扩大产能。
- 公司业绩对钨价较为敏感。以目前公司 4000 吨左右的钨精矿计算, 钨精矿价格每上涨 1 万元, 公司 EPS 提升 0.07 元左右。
- 100 吨刀片募投项目投产后对公司业绩贡献显著。根据公司做的相对保守的预测, 该项目达产后可实现年销售收入 1.91 亿元, 利润总额 8876.70 万元。这样, 将可贡献 EPS0.16 元左右。
- 维持推荐的投资评级。我们维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.72 元、0.97 元和 1.16 元, 公司是优势资源行业中的优势企业, 随着公司高端项目产能的释放, 公司未来业绩增长明显、确定, 参考目前二级市场板块估值水平, 给予推荐的投资评级, 6-12 个月目标价 38 元。
- 风险提示: 募投项目建设进度大幅低于预期; 钨品价格大幅波动。

6-12 个月目标价: 38.00 元

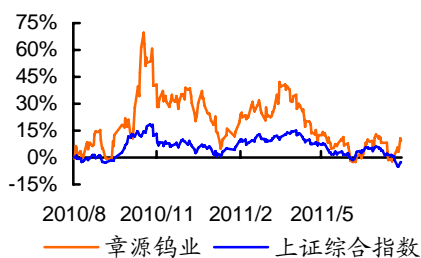
当前股价: 31.73 元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	428
流通股本(百万)	79
流通市值(亿)	25
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	2.91
资产负债率	43.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
章源钨业	-2.37	-1.10	-7.93
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



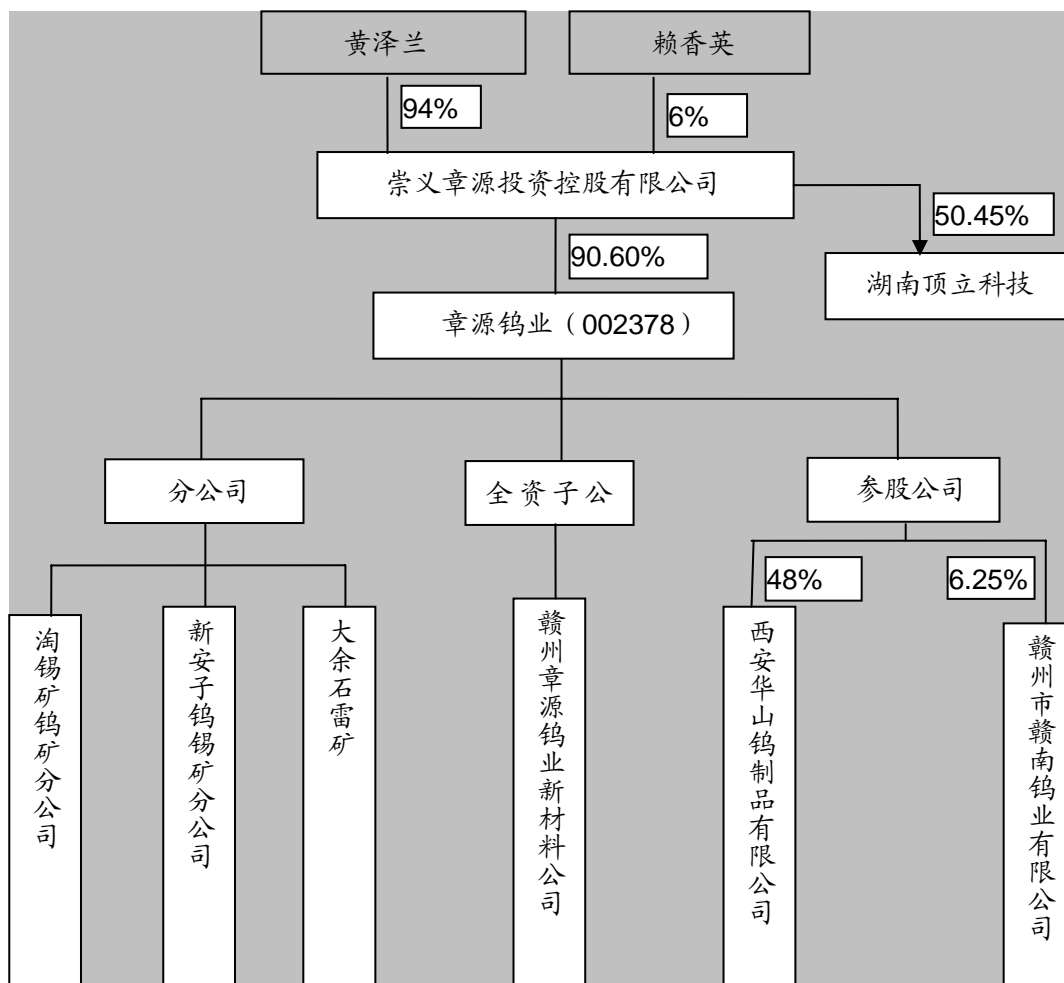
相关报告

《章源钨业-募投项目进展顺利, 深加工领域即将进入收获期》2011-3-15
《行业研究-有色金属行业周报-钨行业持续向好-看好》2011-6-27
《章源钨业-资源优势明显 深加工产品开拓利润增长新空间》2010-7-27
《章源钨业-完整的一体化产业链钨业深加工企业》2010-3-16

主要财务指标

单位: 百万元	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1379	2182	2502	3129
同比(%)	29%	58%	15%	25%
归属母公司净利润(百万元)	151	309	415	496
同比(%)	28%	104%	34%	20%
毛利率(%)	21.2%	24.1%	26.8%	25.7%
ROE(%)	12.1%	21.3%	22.2%	21.0%
每股收益(元)	0.35	0.72	0.97	1.16
P/E	89.72	43.91	32.76	27.40
P/B	10.89	9.37	7.28	5.75
EV/EBITDA	49	33	25	21

图 1 公司股权结构



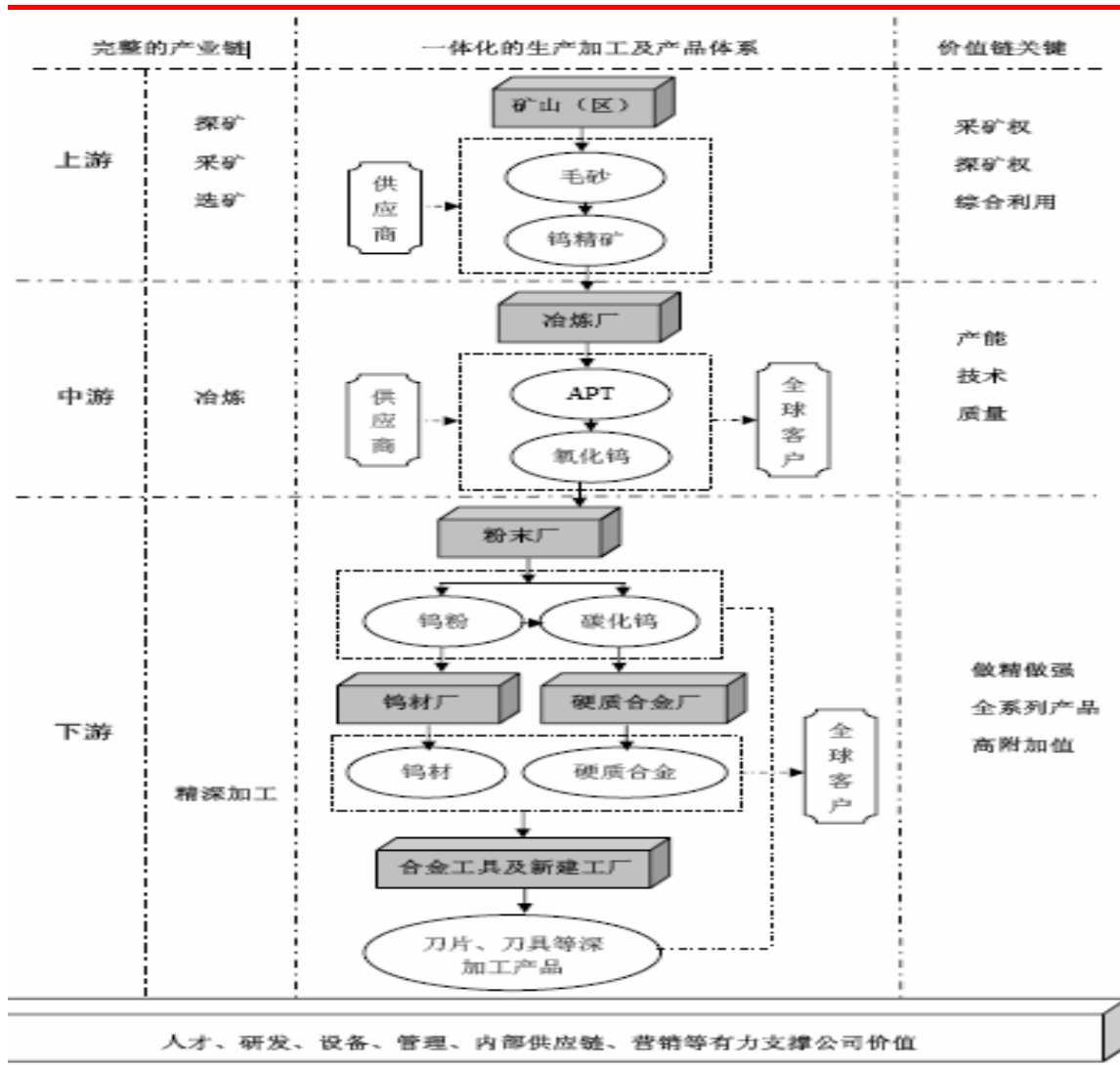
资料来源：公司公告

表 1 章源钨业募集资金情况及应用

IPO 时间	2010年2月				
发行量	4300万股				
发行价格	13元/股				
募集资金净额	50969万元				
募集资金运用：					
	投资额 (万元)	对应产品	现有产能	新增产能	建设周期
高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）	5.59 亿元	刀片	200 吨（普通硬质合金焊接刀片）	100 吨（约 1000 万片）硬质合金数控涂层刀片	建设期 1.25 年，第 3 年投产，达产率 80%，第 4 年达产
淘锡坑无矿区分选厂生产线技术改造	3093	年加工钨锡毛砂	4000	6000	建设期 1 年
研发中心技改（一期）	2150	-	-	-	
合计	36243	-	-	-	
超募资金应用					
偿还银行借款	7000				

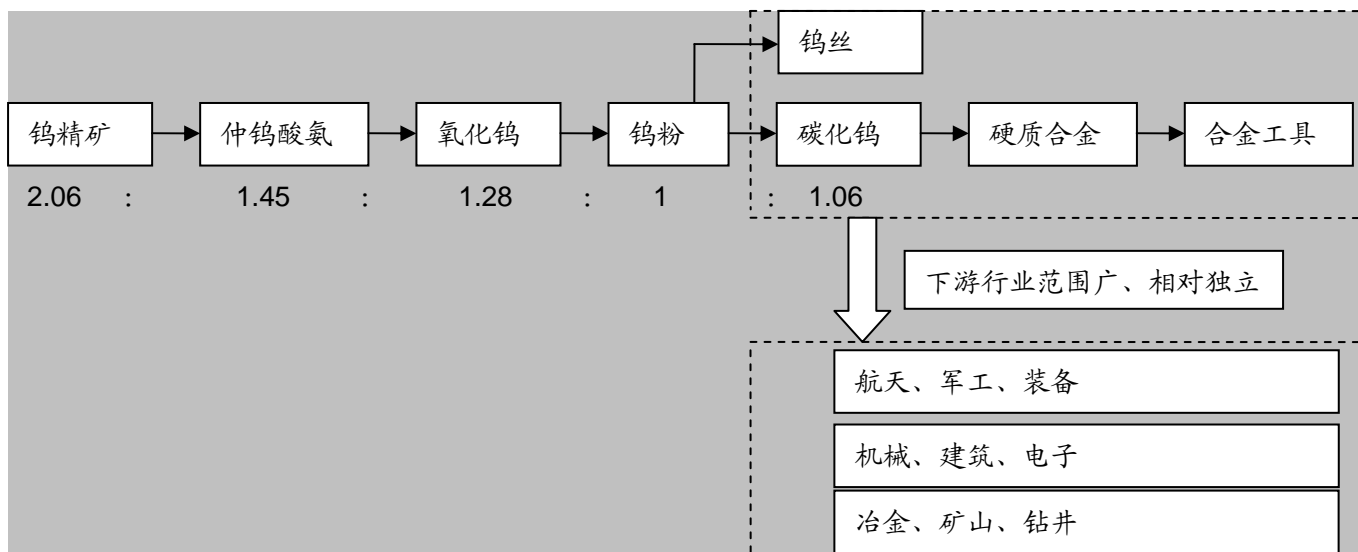
资料来源：公司公告

图 2 公司产业链构成



资料来源：公司公告

图 3 钨产业链及主要下游应用



资料来源：中投证券研究所整理

表 2 公司拥有的采矿权矿山基本情况

矿区	矿石量 (千吨)	金属量(吨)		主要矿种	选矿 回收率	采掘比 (米/万吨)	面积 (km ²)
		WO ₃	Sn				
淘锡坑	3541.10	76843.10	1,689.20	钨, 伴生钼、铜、 铁、铅锌等	86.50%	607	15.21
新安子	251.60	4425.10	1,232.00	钨、锡	83.30%	400	4.24
大余石雷	1127.20	14630.80	6,675.70	钨、锡	80.00%	818	8.48
天井窝	22.26	147.79	148.00	钨、锡	85.00%	444	11.32
合计	4942.16	96046.79	9,744.90	-	-	-	39.26

资料来源: 公司公告

表 3 公司各矿山生产产能、配额及产量情况 (65%WO₃、吨/年)

矿山	2007年		2008年		2009年	
	生产配额	实际产量	生产配额	实际产量	生产配额	实际产量
淘锡坑钨矿	2800	2713	2800	2553	2500	2492
新安子钨锡矿	1000	595	800	445	600	587
大余石雷钨矿	500	315	500	311	800	800
天井窝钨矿	100	-	50	-	50	
合计	4400	3622	4150	3309	3950	3578

资料来源: 公司公告、中投证券研究所整理

表 4 公司拥有的探矿权矿山基本情况

矿区名称	面积 (km ²)	地理位置	探矿许可证
东峰矿区	26.90	崇义县横水镇密溪村	T36120080402005611
石圳矿区	21.23	崇义县石罗村	T36120080402005615
白溪矿区	27.33	崇义县聂都镇白溪村	T36120080402005613
碧坑矿区	35.59	崇义县横水镇碧坑村	T36120080402005614
长流坑矿区	32.49	崇义县过埠镇	T36120080402005612

资料来源: 公司公告

表 5 公司钨精矿来源 (吨, 万元/吨)

	2007年		2008年		2009年	
	量	价格	量	价格	量	价格
自产钨精矿	3622	2.29	3309	2.65	3578	2.52
外购钨精矿	5016	8.46	3379	7.75	7454	5.66
合计/平均	8638	5.87	6688	5.25	11032	4.64
外购比例	58.07%	-	50.52%	-	67.57%	-

资料来源: 公司公告

表 6 公司主要产品产量预测 (吨)

	产能	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
钨精矿	5000	3578	3900	4200	4600	4800
APT	10000	6139	10000	10000	10000	10000
氧化钨	8000	5486	8000	8000	8000	8000
钨粉	5000	3849	5000	5000	5000	5000
碳化钨粉	4000	3125	4000	4000	4000	4000
硬质合金系列	1000+100	758	1000	1000	1080	1100

资料来源: 公司公告

表 7 钨精矿和 APT 价格预测 (万元/吨、含税)

	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
钨精矿	6.4	8.0	13	14	15
APT	9.8	12.0	19	21	23

资料来源: 公司公告

图 4 国内钨精矿 (WO₃,65%) 价格走势



资料来源: 亚洲金属网

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	1372	1707	1987	2559	营业收入	1379	2182	2502	3129
流动资产	324	346	429	556	营业成本	1087	1655	1831	2324
现金	97	190	208	257	营业税金及附加	9	13	15	19
应收账款	7	12	13	16	营业费用	13	20	23	28
其它应收款	111	158	166	219	管理费用	66	109	125	156
预付账款	731	868	1010	1308	财务费用	32	21	21	19
存货	103	133	160	203	资产减值损失	0	0	0	0
其他	824	923	1045	1136	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产	67	67	67	67	投资净收益	4	0	0	0
长期投资	529	684	788	888	营业利润	176	364	488	583
固定资产	61	61	61	61	营业外收入	4	0	0	0
无形资产	167	110	129	120	营业外支出	4	0	0	0
其他	2196	2630	3032	3695	利润总额	176	364	488	583
资产总计	753	1019	1001	1172	所得税	25	55	73	88
流动负债	473	608	546	620	净利润	151	309	415	496
短期借款	141	153	177	234	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	139	259	278	318	归属母公司净利润	151	309	415	496
其他	196	160	166	162	EBITDA	278	416	548	649
非流动负债	160	160	160	160	EPS (元)	0.35	0.72	0.97	1.16
长期借款	36	0	6	2					
其他	948	1179	1167	1334	主要财务比率				
负债合计	0	0	0	0	会计年度	2010	2011	2012	2013
少数股东权益	428	428	428	428	成长能力				
股本	475	475	475	475	营业收入	28.7	58.2	14.7	25.0
资本公积	345	547	962	1458	营业利润	45.3	106.8	34.0	19.6
留存收益	1248	1450	1865	2361	归属于母公司净利润	28.3	104.3	34.0	19.6
归属母公司股东权益	2196	2630	3032	3695	获利能力				
负债和股东权益					毛利率(%)	21.2	24.1	26.8	25.7
					净利率(%)	11.0	14.2	16.6	15.8
					ROE(%)	12.1	21.3	22.2	21.0
					ROIC(%)	12.3	18.2	21.0	20.3
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.2	44.8	38.5	36.1
					净负债比率(%)	66.69	65.10	60.51	58.46
					流动比率	1.82	1.67	1.98	2.18
					速动比率	0.85	0.82	0.98	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.90	0.88	0.93
					应收账款周转率	14	15	13	13
					应付账款周转率	12.12	11.26	11.10	11.30
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.72	0.97	1.16
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.35	0.50	0.74	0.52
					每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.39	4.36	5.51
					估值比率				
					P/E	89.72	43.91	32.76	27.40
					P/B	10.89	9.37	7.28	5.75
					EV/EBITDA	49	33	25	21
					EV/EBITDA	99	66	32	21

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	151	309	415	496
净利润	70	31	39	47
折旧摊销	32	21	21	19
财务费用	-4	0	0	0
投资损失	-392	-184	-153	-348
营运资金变动	-6	34	-6	9
其它	-128	-198	-150	-150
投资活动现金流	127	200	150	150
资本支出	-1	0	0	0
长期投资	-2	2	0	0
其他	517	8	-83	55
筹资活动现金流	129	135	-62	74
短期借款	20	0	0	0
长期借款	43	0	0	0
普通股增加	472	0	0	0
资本公积增加	-147	-128	-21	-19
其他	241	22	83	127
现金净增加额	-20	25	59	283

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434