

小金属

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6-12个月目标价: 38.00元

当前股价: 30.17元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2306.55
总股本(百万)	428
流通股本(百万)	77
流通市值(亿)	23
EPS	0.35
每股净资产(元)	2.91
资产负债率	43.18%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
章源钨业	1.36	30.47	18.89
有色金属	-5.48	27.11	-7.08
沪深300指数	-5.37	10.69	-2.38



相关报告

章源钨业-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 2011-08-16

章源钨业

002378

推荐

2011年增长符合预期, 未来3年存在明确的业绩增长点

投资要点:

- 章源钨业今日公告了2011年年度报告, 公司2011年实现营业收入19.36亿元, 同比增长40%; 实现营业利润3.48亿元, 同比增长98%; 实现归属于上市公司股东的净利润2.86亿元, 同比增长90%。摊薄EPS为0.67元, 符合我们之前的预期。我们认为, 公司收入大幅提升的主要原因是钨产业链上的产品价格大幅上涨所致; 而利润更大幅度提升的主要原因则是结构的调整, 即减少的初级产品APT的销量、提升了盈利能力更强的钨粉和碳化钨粉末产品的销售量, 使得整体毛利率得到显著提升。2011年分配预案: 10派4元(含税)。
- 募投项目年内建成投产有望成为未来3年显著的业绩增长点之一。公司募投项目高性能、高精度涂层刀片项目预计2012年9月底左右达到预定可使用状态, 该项目总投资为5.59亿元, 根据可研报告, 项目达产后, 将实现年销售收入1.91亿元, 利润总额8876.70万元, 可贡献EPS为0.16元左右, 随着该项目建成投产和产能的逐步释放, 该项目有望成为未来3年显著的业绩增长点之一。
- 纳米喷焊粉销售规模明显提升, 有望成为未来业绩增长点之二。目前收入主要来源于纳米喷焊粉的赣州章源钨业新材料有限公司2011年实现收入2747万元, 较2010年940万元增长显著, 但由于该产品目前仍属于市场开拓阶段, 仍未达到经济生产规模, 2011年净利润为亏损1500万元, 但是我们认为, 随着市场的逐步开拓和积累, 该业务有望逐步贡献利润。
- 参股公司西安华山钨制品公司未来经营状况也有望好转。该公司主营业务为硬质合金深加工产品, 目前已经规模化生产, 2011年实现营业收入为2.17亿元, 其中民品收入1.01亿元, 毛利1673万元; 防务产品收入1.16亿元, 但由于之前防务产品3年一定价, 而在此期间, 主要原料钨粉价格上涨明显, 导致军品2011年毛利为-3457万元, 公司已就军品定价倒挂问题进行那个了充分沟通, 预计未来随着定价方式的转变, 该参股公司盈利能力也会明显提升。
- 钨价上涨也是公司业绩增长的来源之一。钨行业基本面良好, 目前价格主要反应基本面情况, 在需求持续向好和供应面受到长期控制的情况下, 我们看好钨的长期价格。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。
- 给予公司推荐的投资评级。我们预测公司2012-2013年EPS分别为0.86元、1.04元和1.24元, 给予公司推荐的投资评级。
- 风险提示: 钨产品价格大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1937	2381	2960	3266
收入同比(%)	40%	23%	24%	10%
归属母公司净利润	287	369	447	530
净利润同比(%)	89%	28%	21%	18%
毛利率(%)	28.7%	26.2%	25.5%	26.1%
ROE(%)	20.1%	20.5%	19.9%	19.1%
每股收益(元)	0.67	0.86	1.04	1.24
P/E	45.16	35.16	28.97	24.47
P/B	9.07	7.21	5.77	4.67
EV/EBITDA	28	25	20	17

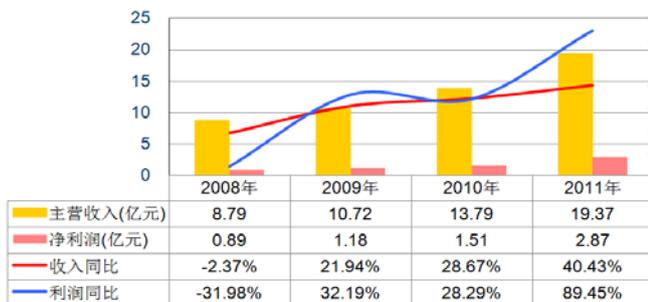
资料来源: 中投证券研究所

表 1 章源钨业近两年单季度利润表主要数据 (万元)

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
一、营业总收入	24,610	35,113	34,990	43,198	40,565	56,778	58,353	37,965
营业收入	24,610	35,113	34,990	43,198	40,565	56,778	58,353	37,965
二、营业总成本	22,123	30,932	31,046	36,620	34,749	47,243	45,012	30,992
营业成本	19,387	28,085	27,859	33,402	30,533	42,452	39,896	25,199
<b>综合毛利率</b>	<b>21.22%</b>	<b>20.02%</b>	<b>20.38%</b>	<b>22.68%</b>	<b>24.73%</b>	<b>25.23%</b>	<b>31.63%</b>	<b>33.63%</b>
营业税金及附加	156.94	275.27	221.31	239.59	292.56	278.81	448.40	0.00
比例	0.64%	0.78%	0.63%	0.55%	0.72%	0.49%	0.77%	0.00%
销售费用	277.82	317.22	378.11	293.84	439.35	396.19	480.98	443.75
管理费用	1,218.28	1,600.42	1,474.25	2,312.89	1,997.38	2,234.09	2,624.00	2,970.50
财务费用	855.40	706.28	861.67	787.82	1,174.04	1,592.39	1,576.82	1,681.60
<b>三项费用率</b>	<b>9.55%</b>	<b>7.47%</b>	<b>7.76%</b>	<b>7.86%</b>	<b>8.90%</b>	<b>7.44%</b>	<b>8.02%</b>	<b>13.42%</b>
资产减值损失	227.57	-52.32	251.48	-416.21	312.29	289.14	-14.56	281.20
三、其他经营收益								
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	43	11	0	361	0	-119	-564	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	54	0	361	0	-119	-564	0
四、营业利润	2,530	4,192	3,944	6,939	5,816	9,417	12,778	6,804
加：营业外收入	95	79	47	188	182	87	93	0
减：营业外支出	72	52	6	247	57	54	137	0
其中：非流动资产处置净损失	0	0	1	151	0	44	17	0
五、利润总额	2,554	4,220	3,985	6,880	5,941	9,450	12,734	6,834
减：所得税	358	584	506	1,046	1,000	1,676	1,914	1,678
<b>实际所得税率</b>	<b>14.04%</b>	<b>13.84%</b>	<b>12.70%</b>	<b>15.21%</b>	<b>16.83%</b>	<b>17.74%</b>	<b>15.03%</b>	<b>24.55%</b>
六、净利润	2,195	3,636	3,479	5,834	4,942	7,774	10,819	5,156
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>少数股东损益比例</b>	<b>0.00%</b>							
归属于母公司所有者的净利润	2,195	3,636	3,479	5,834	4,942	7,774	10,819	5,156
七、每股收益：								
摊薄每股收益(元)	0.05	0.08	0.08	0.14	0.12	0.182	0.253	0.120

资料来源：WIND、中投证券研究所

图 1 公司收入、利润变动情况



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 2 章源钨业毛利率、费用率等波动



**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1363	1841	2339	2519
现金	160	318	395	408
应收账款	179	204	252	283
其他应收款	6	10	12	13
预付账款	86	130	165	175
存货	773	1002	1287	1388
其他流动资产	159	178	229	252
<b>非流动资产</b>	1085	1140	1174	1199
长期投资	58	58	58	58
固定资产	567	791	885	933
无形资产	60	60	60	60
其他非流动资产	400	231	171	148
<b>资产总计</b>	2448	2981	3514	3718
<b>流动负债</b>	914	1116	1201	876
短期借款	673	784	854	510
应付账款	92	148	190	199
其他流动负债	149	184	158	168
<b>非流动负债</b>	105	68	68	68
长期借款	68	68	68	68
其他非流动负债	37	0	0	0
<b>负债合计</b>	1019	1184	1269	944
少数股东权益	0	0	0	0
股本	428	428	428	428
资本公积	475	475	475	475
留存收益	524	893	1340	1870
归属母公司股东权益	1428	1797	2244	2774
<b>负债和股东权益</b>	2448	2981	3514	3718

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	113	354	188	532
净利润	287	369	447	530
折旧摊销	73	79	106	127
财务费用	60	30	31	24
投资损失	9	0	0	0
营运资金变动	-321	-148	-409	-149
其他经营现金流	6	24	13	-0
<b>投资活动现金流</b>	-360	-195	-150	-150
资本支出	362	200	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	2	5	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	30	-1	39	-369
短期借款	201	111	70	-344
长期借款	-92	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-112	-31	-24
<b>现金净增加额</b>	-217	157	77	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1937	2381	2960	3266
营业成本	1381	1758	2205	2414
营业税金及附加	14	18	22	24
营业费用	18	23	28	29
管理费用	98	119	148	150
财务费用	60	30	31	24
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-9	0	0	0
<b>营业利润</b>	348	434	526	623
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	350	434	526	623
所得税	63	65	79	93
<b>净利润</b>	287	369	447	530
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	287	369	447	530
<b>EBITDA</b>	481	543	663	774
<b>EPS (元)</b>	0.67	0.86	1.04	1.24

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	40.4%	22.9%	24.3%	10.3%
营业利润	97.7%	24.5%	21.3%	18.4%
归属于母公司净利润	89.5%	28.5%	21.3%	18.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	28.7%	26.2%	25.5%	26.1%
净利率(%)	14.8%	15.5%	15.1%	16.2%
ROE(%)	20.1%	20.5%	19.9%	19.1%
ROIC(%)	16.7%	17.3%	17.4%	19.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.6%	39.7%	36.1%	25.4%
净负债比率(%)	80.58	71.96%	72.65	61.22%
流动比率	1.49	1.65	1.95	2.87
速动比率	0.65	0.75	0.88	1.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.88	0.91	0.90
应收账款周转率	13	12	12	12
应付账款周转率	11.81	14.63	13.06	12.44
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.86	1.04	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.83	0.44	1.24
每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.20	5.24	6.48
<b>估值比率</b>				
P/E	45.16	35.16	28.97	24.47
P/B	9.07	7.21	5.77	4.67
EV/EBITDA	28	25	20	17

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2011-08-16	章源钨业-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
------------	---------------------------------

## 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

杨国萍, 中投证券有色金属行业研究员。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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