

小金属

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 27.80元

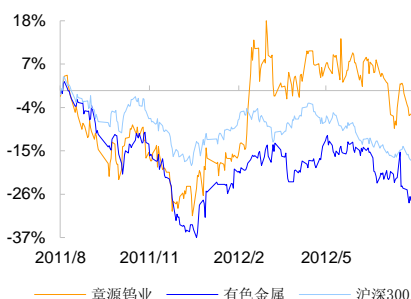
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2114.89
总股本(百万)	428
流通股本(百万)	77
流通市值(亿)	21
EPS	0.67
每股净资产(元)	3.34
资产负债率	41.64%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
章源钨业	-9.06	-11.07	7.07
有色金属	-1.78	-9.50	-5.67
沪深300指数	-3.59	-10.14	-8.78



章源钨业

002378

推荐

上半年业绩低于预期, 公司深加工领域的发展仍值得期待

章源钨业今日公布了半年度业绩报告, 公司上半年实现营业收入 8.8 亿元, 同比下降 9.51%; 实现营业利润 1.12 亿元, 同比减少 26%; 实现归属于母公司股东的净利润 9049 万元, 同比下降 29%; 上半年摊薄 EPS 为 0.20 元, 低于我们的预期。公司报告显示, 预计 2012 年 1-9 月份实现归属母公司股东净利润同比增长-50%--20%, 为 1.17 亿元到 1.88 亿元之间, 摊薄 EPS 在 0.27-0.44 元之间, 同样低于我们之前的预期。

投资要点:

- 公司收入与利润同比下滑明显主要是公司产品销量和价格都出现了下跌。受宏观经济影响, 钨产品市场需求减少, 且钨品价格也出现了持续的下跌。公司主营业务相对单一、且下游深加工募投项目目前仍未建成, 公司产品单一和产业链尚欠完整的情况下, 下游需求放缓与产品价格下跌对公司经营状况造成了较大的冲击。上半年公司产品综合毛利率也同比下滑了近 3 个百分点至 21.40%。
- 公司目前深加工领域——合金板块有所突破。分产品来看, 公司收入占比较高的粉末产品钨粉和碳化钨粉收入同比都下降幅度超过 20%, 但公司新产品合金及其他产品收入则同比增长了 33.74%, 是公司上半年各产品中唯一收入同比增长的板块, 一定程度上显示了公司在深加工领域的突破和优势, 深加工领域有望成为公司未来新的利润增长点。分地区收入构成来看, 公司国内销售收入同比下滑了 28%, 受出口美国增长带动上半年海外销售收入同比增长 33.5%至 2.74 亿元。
- 募投项目是公司未来产业链延伸、整体盈利能力提升的重要看点。公司募投项目高性能、高精度涂层刀片项目预计 2012 年 9 月底左右通过联动测试、实现项目的投产, 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, 基于公司目前深加工产品合金板块收入增长的能力, 我们认为, 公司募投项目有望较为顺利的释放产能、并成为公司未来 3 年收入和利润的主要增长点。
- 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 0.08 元左右。受全球经济增长放缓尤其国内经济增速下滑影响, 钨品价格从 2011 年年中开始持续下跌至目前钨精矿 10 万元/吨左右, 我们认为, 未来随着经济下滑速度减缓以及海外部分地区如美国需求的恢复, 钨品价格短期有望企稳回; 我们依然看好优势资源钨的长期价格。
- 维持公司推荐的投资评级。考虑到公钨价的调整以及公司募投项目进展仍低于预期, 我们调整公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.51 元、0.82 元和 1.08 元, 维持推荐的投资评级。
- 风险提示: 钨产品价格大幅波动、募投项目进展继续低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1937	1817	2711	3077
收入同比(%)	40%	-6%	49%	14%
归属母公司净利润	287	219	351	464
净利润同比(%)	89%	-24%	60%	32%
毛利率(%)	28.7%	23.6%	24.3%	26.7%
ROE(%)	20.1%	14.9%	19.2%	20.3%
每股收益(元)	0.67	0.51	0.82	1.08
P/E	41.48	54.28	33.93	25.63
P/B	8.33	8.06	6.51	5.19
EV/EBITDA	26	34	22	17

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

章源钨业 - 2011 年增长符合预期, 未来 3 年存在明确的业绩增长点 2012-04-10

表 1 章源钨业近两年单季度利润情况 (万元)

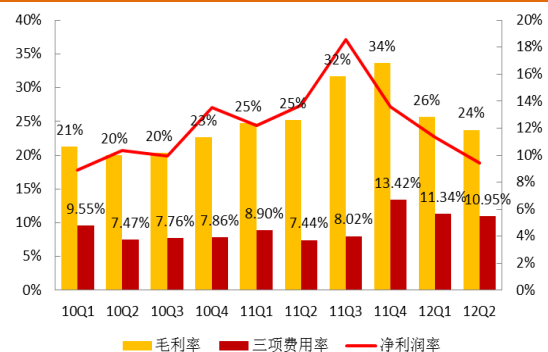
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
一、营业总收入	24610	35113	34990	43198	40565	56778	58353	37965	39157	48931
营业收入	24610	35113	34990	43198	40565	56778	58353	37965	39157	48931
二、营业总成本	22123	30932	31046	36620	34749	47243	45012	30992	34075	42995
营业成本	19387	28085	27859	33402	30533	42452	39896	25199	29119	37314
综合毛利率	21.22%	20.02%	20.38%	22.68%	24.73%	25.23%	31.63%	33.63%	25.63%	23.74%
营业税金及附加	157	275	221	240	293	279	448	416	156	460
比例	0.64%	0.78%	0.63%	0.55%	0.72%	0.49%	0.77%	1.10%	0.40%	0.94%
销售费用	278	317	378	294	439	396	481	444	396	444
管理费用	1218	1600	1474	2313	1997	2234	2624	2970	2457	2821
财务费用	855	706	862	788	1174	1592	1577	1682	1589	2092
三项费用率	9.55%	7.47%	7.76%	7.86%	8.90%	7.44%	8.02%	13.42%	11.34%	10.95%
资产减值损失	228	-52	251	-416	312	289	-15	281	358	-135
三、其他经营收益										
四、营业利润	2530	4192	3944	6939	5816	9417	12778	6804	5082	6125
加: 营业外收入	95	79	47	188	182	87	93	141	191	59
减: 营业外支出	72	52	6	247	57	54	137	111	128	600
其中: 非流动资产 处置净损失	0	0	1	151	0	44	17	71	0	0
五、利润总额	2554	4220	3985	6880	5941	9450	12734	6834	5144	5584
减: 所得税	358	584	506	1046	1000	1676	1914	1678	718	961
实际所得税率	14.04%	13.84%	12.70%	15.21%	16.83%	17.74%	15.03%	24.55%	13.96%	17.21%
六、净利润	2195	3636	3479	5834	4942	7774	10819	5156	4426	4623
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有 者的净利润	2195	3636	3479	5834	4942	7774	10819	5156	4426	4623
七、每股收益:										
摊薄每股收益(元)	0.06	0.08	0.08	0.14	0.12	0.18	0.20	0.12	0.10	0.11

资料来源: WIND、中投证券研究所

图 1 章源钨业分季度收入情况 (亿元)



图 2 单季度毛利费用率等情况



资料来源: WIND、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1363	1436	2164	2361
现金	160	243	362	385
应收账款	179	155	231	266
其他应收款	6	7	11	12
预付账款	86	103	153	163
存货	773	791	1198	1298
其他流动资产	159	136	209	238
非流动资产	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
资产总计	2448	2576	3339	3560
流动负债	914	1032	1443	1201
短期借款	673	757	1118	856
应付账款	92	117	177	186
其他流动负债	149	158	149	160
非流动负债	105	68	68	68
长期借款	68	68	68	68
其他非流动负债	37	0	0	0
负债合计	1019	1100	1511	1269
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	572	923	1387
归属母公司股东权益	1428	1476	1827	2291
负债和股东权益	2448	2576	3339	3560

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	113	478	-55	473
净利润	287	219	351	464
折旧摊销	73	79	106	127
财务费用	60	30	37	37
投资损失	9	0	0	0
营运资金变动	-321	127	-564	-156
其他经营现金流	6	22	15	0
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	30	-200	325	-300
短期借款	201	83	362	-263
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	-284	-37	-37
现金净增加额	-217	82	119	23

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
营业收入	1937	1817	2711	3077
营业成本	1381	1389	2053	2256
营业税金及附加	14	13	19	22
营业费用	18	18	27	31
管理费用	98	109	163	185
财务费用	60	30	37	37
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
营业利润	348	258	413	546
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	350	258	413	546
所得税	63	39	62	82
净利润	287	219	351	464
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	287	219	351	464
EBITDA	481	367	556	710
EPS (元)	0.67	0.51	0.82	1.08

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	40.4%	-6.2%	49.2%	13.5%
营业利润	97.7%	-25.9%	60.0%	32.4%
归属于母公司净利润	89.5%	-23.6%	60.0%	32.4%
获利能力				
毛利率(%)	28.7%	23.6%	24.3%	26.7%
净利率(%)	14.8%	12.1%	12.9%	15.1%
ROE(%)	20.1%	14.9%	19.2%	20.3%
ROIC(%)	16.7%	12.2%	14.7%	17.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.6%	42.7%	45.3%	35.6%
净负债比率(%)	80.58	75.00%	78.49	72.79%
流动比率	1.49	1.39	1.50	1.97
速动比率	0.65	0.62	0.67	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.72	0.92	0.89
应收账款周转率	13	10	13	12
应付账款周转率	11.81	13.27	13.99	12.46
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.51	0.82	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	1.12	-0.13	1.10
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.45	4.27	5.35
估值比率				
P/E	41.48	54.28	33.93	25.63
P/B	8.33	8.06	6.51	5.19
EV/EBITDA	26	34	22	17

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2012-04-10	章源钨业 - 2011 年增长符合预期, 未来 3 年存在明确的业绩增长点
------------	---------------------------------------

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

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

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

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