



产品价格下跌及管理、财务费用大增拖累业绩，深加工产品是未来看点

——章源钨业（002378）2012年中报点评

食品饮料行业研究员：侯颖娜 0755-83007043 houyn@vsun.com 执业证书编号：S0990511010009 报告日期：2012年8月21日

公司近期公布的2012年中报显示：公司2012年上半年实现营业总收入8.81亿元，同比下降9.51%，归属于上市公司股东的净利润9049万元，同比下降28.83%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9456万元，同比下降24.85%。每股收益0.21元，公司不分配不转增。公司预计2012年1-9月归属于上市公司股东的净利润变化范围-50%~-20%。

评析：

产品价格下降及管理、财务费用大增拖累业绩。受累于需求疲软，钨制品价格纷纷下降，除合金产品销售额增长33.74%，公司其他钨产品销售额都出现不同程度的下滑，碳化钨粉/钨粉/氧化钨/仲钨酸铵销售额分别增长-20.93%/-22.25%/-4.63%/-33.33%，公司上半年营业收入同比出现下滑。价格的下降引起的各产品毛利率下滑，以及管理费用和财务费用的大幅增长（分别同比增长24.72%和33.05%），导致公司营业利润同比26.43%。

合金产品销售额是亮点，深加工产品销售占比增长。2012年上半年合金产品实现1.45亿元，同比增长33.74%，是各类产品中唯一销售额同比增长的产品。其主要是公司针对市场变化，调整产品结构，合金棒材、球齿等销售量大幅增长。公司生产的产品涵盖整个钨产业链，包括钨精矿、APT、氧化钨、钨粉、碳化钨、硬质合金等。公司顺应行业发展趋势，积极调整产品结构，进入高端钨产品，其中钨粉、碳化钨、硬质合金产品的销售总额占比呈上升趋势，而随着募投项目“高性能、高精度涂层刀片”的投产，公司高毛利的高端钨产品销售占比将继续提升。

表 1：公司各产品经营状况

	营业收入（百万元）	增速	毛利率	销售占比	毛利率变动
仲钨酸铵	59.43	-33.33%	16.41%	6.75%	-1.71%
氧化钨	81.27	-4.63%	12.48%	9.23%	-6.20%
钨粉	102.72	-22.25%	20.93%	11.66%	-1.04%
碳化钨粉	422.46	-20.93%	24.54%	47.96%	-1.90%
合金及其他	145.27	33.74%	19.65%	16.49%	-7.15%

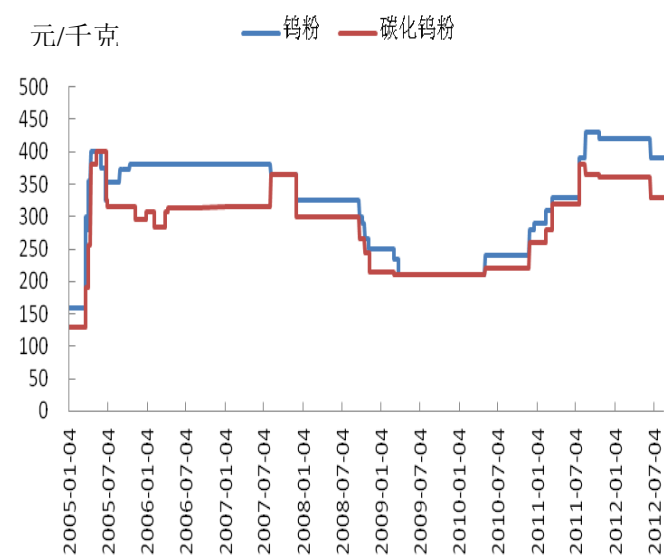
资料来源：公司公告

国外销售增长强劲。受国内宏观经济影响，公司国内销量和价格齐降，实现营业收入5.37亿元，同比下降27.81%。为应对国内需求疲软态势，公司加大国外市场开发，特别是美国市场，公司国外实现营业收入2.74亿元，同比增长33.5%，其主要是向国外客户销售的硬质合金大幅增长。国外销售占比也呈现逐年递增趋势，2012年国外销售占比31.1%，较去年同期增加10个百分点。

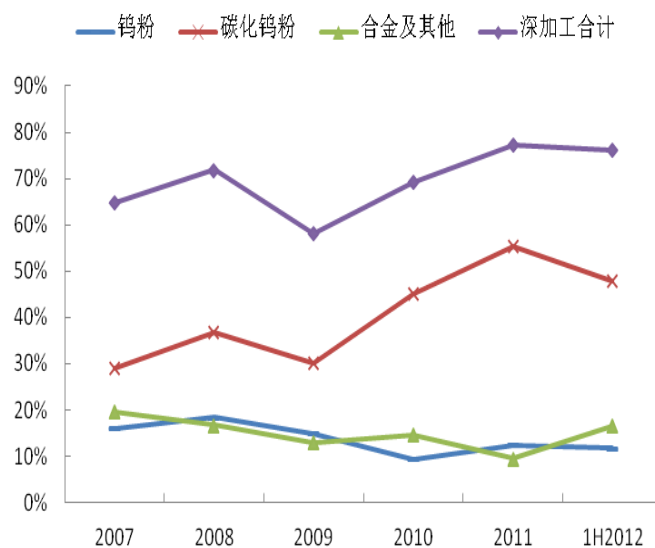
“高性能、高精度涂层刀片项目”进展平稳，预计成为公司新利润增长点。“高性能、高精度涂层刀片项目”是公司首次公开发行募投项目，工程进度达70%，预计将于2012年年底投产，项目投产后，公司将新增年产涂层刀片100吨（1000万片），预计增厚EPS0.2元，但对2012年业绩影响有限。随着项目产能的达产，预计该项目将对公司2013年以后业绩增长有较大促进作用。

盈利预测及投资建议：公司是国内钨行业产业链完整的少数厂商之一，拥有5个探矿权矿区、4座采矿权矿山以及多个钨冶炼及精加工厂。并积极进入硬质合金等高端产品。今年以来，钨制品价格仍处于下降通道，经济增速放缓引起下游市场需求继续低迷，价格仍有下降空间。基于以上考虑，我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.48元、0.64元和0.70元，目前股价28.02元/股，对应2012年PE58.37，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济增速下滑引起的需求低迷以及价格继续下跌、在建工程进展低于预期、安全事故

图1：钨粉、碳化钨粉价格


资料来源：Wind

图2：公司钨粉、碳化钨粉、合金及其他销售额占比


资料来源：公司公告

刘黎对本文有重要贡献

执业编号：S0990111090002

Email: liuli1@ydzq.sgcc.com.cn

联系电话：0755-83007310

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上