

## 章源钨业 (002378) 2012 年年报点评: 需求仍疲软, 钨价改善需等待

中航证券金融研究所  
 卓志奇 证券执业证书号 :S0640512110003  
 薄晓旭 S0640111110026  
 电话 : 0755 - 83689065、83778731  
 邮箱 : zhuo-zq@hotmail.com  
 xiaoxu\_bo@163.com

行业分类: 有色金属

2013 年 3 月 26 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价 (13.03.26)	22.23 元

### 基础数据

上证指数	2326.72
总股本 (亿)	4.28
流通 A 股 (亿)	0.79
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	17.56
每股净资产 (元)	3.26
ROE (2012)	9.32
资产负债率	50.01
动态市盈率	72.3
市净率	6.82

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

### 2012 年年报:

- 2012 年公司实现营业收入 17.44 亿元, 同比下降 9.93%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.32 亿元, 同比下降 54.11%, 实现每股收益 0.31 元, 同比下降 53.73%, 低于预期。同时预计向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)。
- **量价齐跌, 产品毛利率下滑明显。**2012 年公司主要产品统一折算为仲钨酸铵销售量 8209.65 吨, 同比减少 9.25%, 从年报上看, 公司国内业务收入同比下降 20.15%, 国外业务收入同比上升 1.32%。2012 年受宏观经济影响, 钨下游硬质合金、钨粉等需求持续疲软, 前三季度钨价持续下跌, 钨精矿由此前的高点 158000 元/吨最低跌至 102500 元/吨, 跌幅超过 30%, 公司主要产品毛利率下滑明显, 碳化钨粉、硬质合金、氧化钨、APT 等产品毛利率由 30.04%、28.32%、22.63%、20.91% 分别下滑至 21.39%、15.47%、13.17%、16.84%。四季度国内经济有企稳回升的迹象, 下游成交的冷清状况也有所改善, 预计钨价今年全年震荡回升, 但要真正反转还需要时间。
- **费用增加, 侵蚀净利润。**报告期内公司财务费用、销售费用、管理费用同比增长 9.75%、11.13%、22.97%, 管理费用增长主要是研发投入增长 11.65% 以及人力成本增加明显。三项费用共计增加 3040.47 万元, 侵蚀了公司净利润。
- **致力于深加工项目建设。**公司 2012 年调整产品结构, 加大深加工产品投入, 重点开发了超粗碳化钨粉、棒材、球齿等系列产品, 增强了下游高附加值产品的核心竞争力, 同时, 公司募投项目“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程 (一期)”完成项目建设, 若该项目顺利实施, 将极大提高公司高端硬质合金产品的档次, 增强公司产品核心竞争力, 成为公司新的利润增长点。
- **盈利预测与投资评级: 不考虑增股摊薄,**我们预计 2013-2015 年公司每股收益分别为 0.35 元、0.38 元、0.45 元, 对应的 PE 为 64 倍、58 倍、50 倍, 结合当前的股价, 目前估值偏高, 故给予公司“持有”的投资评级。

股市有风险 入市须谨慎

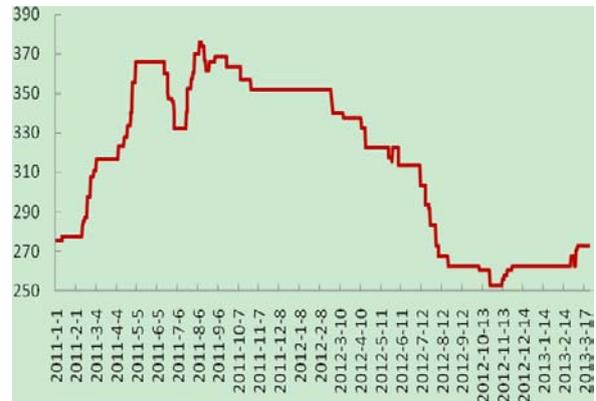
中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

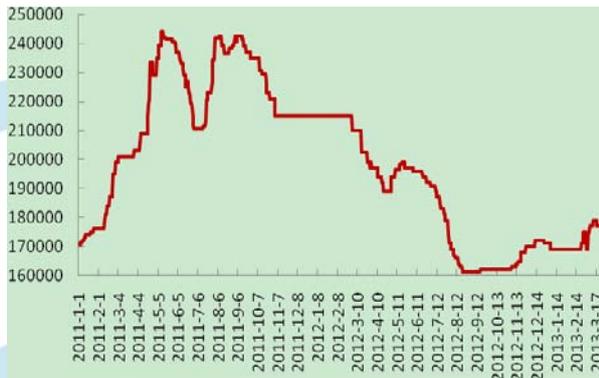
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 0755-83692635  
 传真: 0755-83688539

**图表1: 赣州钨粉价格走势 (元/千克)**

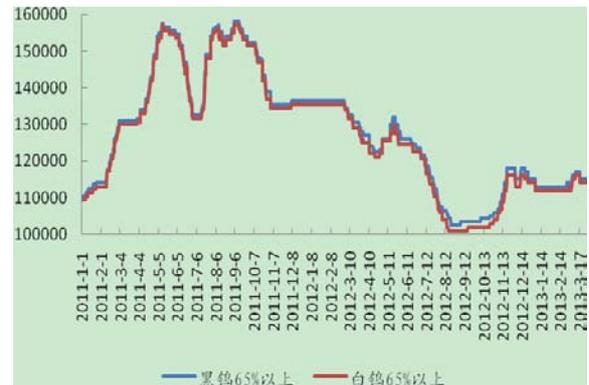

数据来源: 百川资讯

**图表2: 江西碳化钨粉价格走势 (元/千克)**


数据来源: 百川资讯

**图表3: 赣州APT价格走势 (元/吨)**


数据来源: 百川资讯

**图表4: 钨精矿价格走势 (元/吨)**


数据来源: 百川资讯

**图表5: 主要产品毛利率变动**


数据来源: Wind

**公司财务报表预测**

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1379.11	1936.62	1744.36	1870.09	1989.55	2134.24
增长率(%)	N/A	40.43%	-9.93%	7.21%	6.39%	7.27%
归属母公司股东净利润	151.44	286.91	131.66	148.36	164.18	191.66
增长率(%)	N/A	89.45%	-54.11%	12.68%	10.66%	16.74%
每股收益 (EPS)	0.354	0.670	0.307	0.346	0.383	0.448
每股股利 (DPS)	0.150	0.250	0.000	0.082	0.061	0.084
销售毛利率	21.16%	28.70%	21.37%	20.34%	20.49%	21.03%
销售净利率	10.98%	14.82%	7.55%	7.93%	8.25%	8.98%
净资产收益率 (ROE)	12.13%	20.09%	9.43%	9.83%	9.97%	10.63%
市盈率 (P/E)	62.86	33.18	72.30	64.16	57.98	49.67
市净率 (P/B)	7.63	6.66	6.82	6.31	5.78	5.28

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1379.11	1936.62	1744.36	1870.09	1989.55	2134.24
减: 营业成本	1087.33	1380.80	1371.52	1489.63	1581.80	1685.35
营业税金及附加	8.93	14.36	12.97	12.16	13.33	14.73
营业费用	12.67	17.60	19.56	19.82	21.29	22.41
管理费用	66.06	98.26	120.83	126.60	135.49	144.91
财务费用	32.11	60.25	66.12	54.08	50.66	49.01
资产减值损失	0.11	8.68	1.59	2.25	2.07	2.16
加: 投资收益	4.15	-8.52	5.05	4.50	3.90	5.30
<b>营业利润</b>	<b>176.05</b>	<b>348.14</b>	<b>156.80</b>	<b>170.04</b>	<b>188.81</b>	<b>220.97</b>
加: 其他非经营损益	0.34	1.45	3.64	3.70	3.65	3.58
<b>利润总额</b>	<b>176.39</b>	<b>349.59</b>	<b>160.45</b>	<b>173.74</b>	<b>192.46</b>	<b>224.55</b>
减: 所得税	24.95	62.68	28.79	25.39	28.28	32.89
<b>净利润</b>	<b>151.44</b>	<b>286.91</b>	<b>131.66</b>	<b>148.36</b>	<b>164.18</b>	<b>191.66</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>151.44</b>	<b>286.91</b>	<b>131.66</b>	<b>148.36</b>	<b>164.18</b>	<b>191.66</b>
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	299.93	116.41	139.23	18.70	19.90	21.34
应收和预付款项	317.09	429.59	379.17	354.17	383.56	464.55
存货	731.05	773.12	733.37	978.85	768.99	1033.52
其他流动资产	0.00	0.00	23.77	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	67.16	57.86	64.06	68.56	72.46	77.76
固定资产和在建工程	601.57	866.89	1175.29	1163.45	1151.79	1140.03
无形资产和开发支出	63.69	64.97	105.27	118.39	128.00	132.32
其他非流动资产	82.30	89.54	132.73	101.33	98.75	106.50
<b>资产总计</b>	<b>2162.80</b>	<b>2398.37</b>	<b>2752.89</b>	<b>2803.45</b>	<b>2623.45</b>	<b>2976.02</b>
短期借款	472.52	673.36	692.67	717.65	484.50	622.59
应付和预收款项	246.53	111.70	128.94	187.58	134.79	200.29
长期借款	160.00	68.00	219.00	219.00	219.00	219.00
其他负债	35.75	116.88	316.03	169.90	137.80	131.15
<b>负债合计</b>	<b>914.81</b>	<b>969.94</b>	<b>1356.64</b>	<b>1294.13</b>	<b>976.08</b>	<b>1173.03</b>
股本	428.21	428.21	428.21	428.21	428.21	428.21
资本公积	474.68	474.68	474.68	474.68	474.68	474.68
留存收益	345.10	525.54	493.35	606.43	744.47	900.10
<b>归属母公司股东权益合计</b>	<b>1247.99</b>	<b>1428.43</b>	<b>1396.25</b>	<b>1509.32</b>	<b>1647.36</b>	<b>1802.99</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>1247.99</b>	<b>1428.43</b>	<b>1396.25</b>	<b>1509.32</b>	<b>1647.36</b>	<b>1802.99</b>
负债和股东权益合计	2162.80	2398.37	2752.89	2803.45	2623.45	2976.02
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	-143.51	123.10	189.03	-55.99	322.33	-46.81
投资性现金净流量	-128.03	-360.48	-188.03	-6.76	-17.85	-12.11
筹资性现金净流量	517.05	30.18	29.22	-57.78	-303.28	60.36
<b>现金流量净额</b>	<b>245.71</b>	<b>-207.11</b>	<b>30.56</b>	<b>-120.53</b>	<b>1.19</b>	<b>1.45</b>

资料来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

卓志奇, SAC 执业证书号: S0640512110003, 清华大学工学硕士, 2010 年 10 月加入中航证券, 从事化工和资源行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。