

章源钨业(002378) 2013 年年报点评

# 量价齐升推升收入, 费用高企侵蚀利润

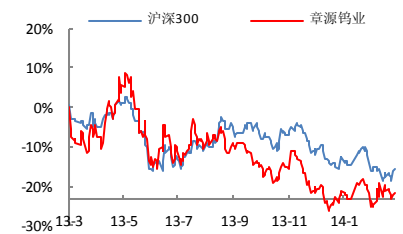
## 投资要点

- 报告期内, 公司实现营业收入 19.52 亿元, 比上年同期增长 11.9%; 营业成本 14.91 亿元, 比上年同期增加 8.7%; 营业利润 1.45 亿元, 比上年同期减少 7.5%; 归属于上市公司股东净利润 1.08 亿元, 比上年同期减少 17.7%。基本每股收益 0.25 元。分红方案: 每 10 股派现金红利 0.50 元(含税)。
- **量价齐升推升收入。**(1) 据 Randi Research 估计, 受益于年初钨精矿收储传闻的影响, 带动钨价在上半年快速上涨, 尽管三季度末期钨价快速回落, 但综合售价仍较上年有 2% 的增长。(2) 得益于公司调整销售提成方案和进一步加大销售宣传力度, 据 Randi Research 估计, 全年销量达到 10.6kt(标准量), 同比上升 10%。我们判断这两个因素促成了收入的增长。
- **费用高企侵蚀利润。**(1) 尽管加大销售力度, 促使销量上升, 但同时也导致销售费用上升显著, 达 23.9%。此外, 管理费用和销售税金也不同程度的上涨, 导致单位 SG&A 同比上升了 30%(2) 贷款规模增加和利率上升导致利息支出增加, 财务费用上升, 单位财务成本也上升了 16%。(3) 所得税率同比更是上升了 37%。这些因素导致虽然单位毛利上升但是单位净利却下滑了 25%, 从而侵蚀了公司的利润。
- **盈利预测及评级:** 从去年三季度末期开始钨价持续下行, 但我们认为, 因固定需求的支撑, 钨价的下行空间有限, 倘若市场又存在收储传闻, 钨价可能重新回暖。预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.36 元、0.46 元, 对应 2014 年动态 PE48 倍, 2015 年动态 PE37 倍, 首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动; 澳克泰产能释放延滞; 销售费用控制乏力。

## 西南证券研究发展中心

分析师: 兰可  
执业证号: S1250514030001  
电话: 010-57631191  
邮箱: lanke@swsc.com.cn

## 相对指数表现



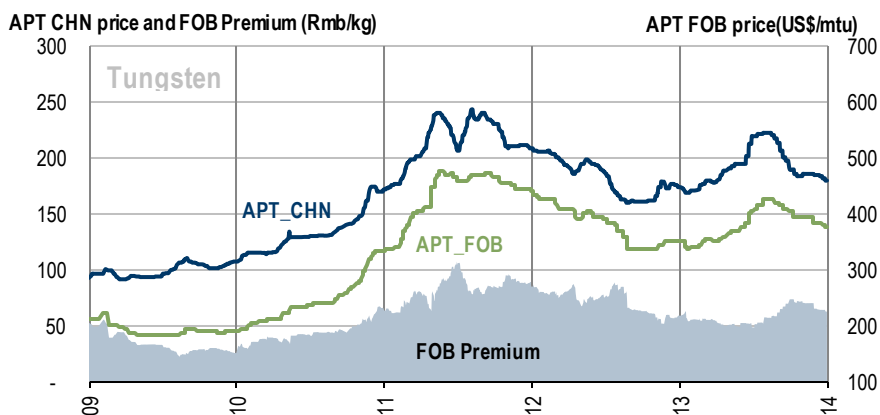
数据来源: 西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通 A 股(亿股)	4.28
52 周内股价区间(元)	16.15-24.54
总市值(亿元)	73.70
总资产(亿元)	29.94
每股净资产(元)	3.32

## 相关研究

图 1: 三季度末期钨价开始迅速回落。



数据来源: Randi Research, 西南证券

**附录：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	446.99	426.37	660.98	1046.00	营业收入	<b>1952.4</b>	<b>2079.83</b>	<b>2319.23</b>	<b>2582.71</b>
应收和预付款项	154.35	168.78	188.21	209.59	减:营业成本	1490.6	1584.15	1745.48	1927.16
存货	793.15	856.00	943.18	1041.35	营业税金及附加	14.91	16.64	18.55	19.37
其他流动资产	23.77	23.77	23.77	23.77	营业费用	24.23	22.88	25.51	27.12
长期股权投资	69.06	74.06	79.06	84.06	管理费用	180.13	176.79	192.50	204.03
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	84.93	86.56	91.01	101.52
固定资产和在建工程	1129.93	1166.07	1145.89	1089.28	资产减值损失	22.99	5.00	5.00	0.00
无形资产和开发支出	104.77	111.13	106.49	100.85	加:投资收益	10.42	5.00	5.00	0.00
其他非流动资产	109.20	101.45	91.02	79.53	公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3246.51</b>	<b>3362.04</b>	<b>3652.38</b>	<b>4082.21</b>	其他经营损益	0	3	3	0
短期借款	1067.67	1055.34	1174.00	1414.63	<b>营业利润</b>	<b>145.05</b>	<b>192.82</b>	<b>246.18</b>	<b>303.51</b>
应付和预收款项	115.54	124.69	137.39	151.69	加:其他非经营损益	0	0	0	0
长期借款	369.00	399.00	429.00	449.00	<b>利润总额</b>	<b>143.90</b>	<b>195.82</b>	<b>249.18</b>	<b>303.51</b>
其他负债	63.36	63.45	63.57	63.70	减:所得税	35.47	41.1	52.3	60.7
<b>负债合计</b>	<b>1795.74</b>	<b>1830.95</b>	<b>2001.78</b>	<b>2287.23</b>	净利润	<b>108.43</b>	<b>154.70</b>	<b>196.85</b>	<b>242.81</b>
股本	428.21	428.21	428.21	428.21	减:少数股东损益	0	0	0	0
资本公积	474.68	474.68	474.68	474.68	归属母公司股东净利润	<b>108.43</b>	<b>154.70</b>	<b>196.85</b>	<b>242.81</b>
留存收益	424.88	489.73	589.54	709.65	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	1450.77	1531.09	1650.59	1794.98	经营性现金净流量	<b>150.12</b>	<b>333.64</b>	<b>365.31</b>	<b>420.34</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	<b>(311.00)</b>	<b>(211.00)</b>	<b>(111.00)</b>	<b>(96.00)</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>1450.77</b>	<b>1531.09</b>	<b>1650.59</b>	<b>1794.98</b>	筹资性现金净流量	<b>434.04</b>	<b>(143.27)</b>	<b>(19.69)</b>	<b>60.68</b>
负债和股东权益合计	<b>3246.51</b>	<b>3362.04</b>	<b>3652.38</b>	<b>4082.21</b>	<b>现金流量净额</b>	273.17	<b>(20.62)</b>	234.61	385.02

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn