



2018-08-23

公司点评报告

增持/维持

章源钨业 (002378)

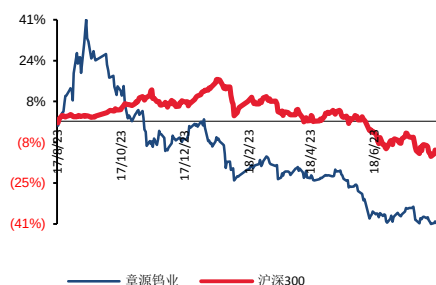
目标价: 6.8

昨收盘: 6.18

材料 材料 II

深加工部分比重提高, 硬质合金景气度回升——章源钨业 2018 年半年报点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	924/923
总市值/流通(百万元)	5,711/5,705
12 个月最高/最低(元)	14.68/6.14

相关研究报告:

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事件:

公司发布半年报, 2018 年上半年实现营收 9.42 亿元, 同比减少 2.57%; 利润总额 3162 万元, 同比增加 117%; 归母净利润 1736.7 万元, 同比增加 236.63%; 实现基本每股收益 0.02 元, 同比增加 100%。

■ 点评:

1、中上游销售规模收缩, 深加工端比重提高: 2018 年上半年公司营收略有下降, 主要是上游及中游规模收缩的影响, 其中仲钨酸铵、氧化钨收入分别同比下降 77.51%及 14.61%, 而毛利率相对较低的钨精矿 2018 年上半年甚至没有对外销售。但在原料更多自用的情况下, 高毛利深加工业务规模有较大幅度提升, 其中碳化钨粉及硬质合金收入分别同比增加 27%及 29.96%, 也令综合毛利率同比提高了 4.27 个百分点至 16.47%, 总毛利同比增加 31.47%至 1.55 亿元。深加工规模的提升不仅源自公司主动调整中上游内外销比例, 更多得益于硬质合金行业景气度的持续回升。这导致上半年碳化钨价格同比提高 44%, 环比继续增加 11%左右; 2017 年底及 2018 年一季度末, 硬质合金企业两轮提价, 尽管是消化原料价格压力, 但也反映出下游需求的回升。

2、财务费用增加较多, 澳克泰仍旧亏损: 上半年因贷款规模扩大, 同时利率同比上升及汇兑损失增加, 导致财务费用同比增加 74%达到 3734 万元, 较大影响了净利润。另外研发支出增加导致管理费用上升也是净利润影响因素。子公司中, 澳克泰尽管仍旧亏损 5743 万, 但规模已经迅速铺开, 上半年营收同比增长了 70%, 涂层刀片和棒材收入分别增长 64%和 493%, 也侧面反映硬质合金景气度提升。随着规模的持续扩大, 澳克泰大幅减亏乃至盈利后, 公司业绩将大幅提高。

3、投资建议: 预计 2018-2020 年公司归母净利分别为 0.4\0.54\0.78 亿元, EPS 为 0.04/0.06/0.08 元, 维持增持评级。

4、风险提示: 需求不及预期、贸易战升级、泛亚库存释放。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1831	2040	2357	2735
(+/-%)	39.7	11.4	15.5	16.0
净利润(百万元)	31	41	55	79
(+/-%)	-33.32%	28.77%	34.60%	43.71%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.04	0.06	0.08
市盈率(PE)	339.33	141.17	104.88	72.98

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	392	313	352	332	342	营业收入	1311	1831	2040	2357	2735
应收和预付款项	188	176	226	258	301	营业成本	1112	1506	1694	1947	2259
存货	625	848	954	1082	1263	营业税金及附加	10	11	12	14	16
其他流动资产	203	282	300	347	391	销售费用	30	33	33	38	44
流动资产合计	1408	1619	1832	2019	2298	管理费用	114	125	139	161	187
长期股权投资	84	97	84	84	84	财务费用	40	60	51	57	63
投资性房地产	1	1	1	1	1	资产减值损失	44	76	64	65	60
固定资产	1056	1226	1411	1484	1581	投资收益	6	29	15	17	20
在建工程	272	122	105	36	-42	公允价值变动	11	-11	0	0	0
无形资产开发支出	154	163	155	151	146	营业利润	-22	67	62	92	126
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	84	-8	0	0	0
其他非流动资产	1905	1979	2115	2122	2134	利润总额	61	59	62	92	126
资产总计	3312	3598	3948	4142	4432	所得税	14	28	22	38	48
短期借款	893	1329	1447	1633	1761	净利润	47	31	41	55	79
应付和预收款项	78	91	106	124	140	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	3	5	5	5	5	归母股东净利润	47	31	40	54	78
其他负债	388	205	399	351	436						
负债合计	1361	1631	1957	2113	2342						
股本	924	924	924	924	924	预测指标					
资本公积	576	576	576	576	576		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	439	456	480	518	579	毛利率	15.20%	17.76%	16.98%	17.39%	17.41%
归母公司股东权益	1949	1963	1988	2025	2086	销售净利率	3.59%	1.72%	1.98%	2.31%	2.86%
少数股东权益	2	3	3	4	4	销售收入增长率	-2.41%	39.59%	11.46%	15.51%	16.04%
股东权益合计	1951	1967	1991	2028	2090	EBIT 增长率	185.67%	17.92%	-4.44%	31.44%	26.92%
负债和股东权益	3312	3598	3948	4142	4432	净利润增长率	129.48%	-33.32%	28.77%	34.60%	43.71%
						ROE	2.42%	1.60%	2.04%	2.69%	3.75%
						ROA	1.42%	0.87%	1.02%	1.31%	1.77%
						ROIC	3.30%	2.19%	2.46%	2.72%	3.44%
						EPS (X)	0.05	0.03	0.04	0.06	0.08
						PE (X)	195.80	339.33	141.17	104.88	72.98
						PB (X)	4.64	4.79	2.87	2.82	2.74
						PS (X)	6.90	5.14	2.80	2.42	2.09
						EV/EBITDA (X)	38.26	36.39	23.56	20.34	17.65

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。