

小金属

杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 26.00元

当前股价: 25.67元

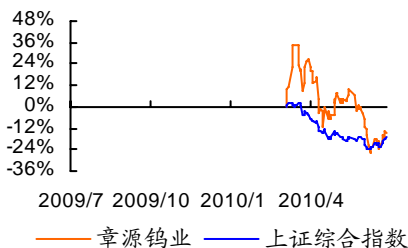
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2572.03
总股本(百万)	428
流通股本(百万)	43
流通市值(亿)	11
EPS (TTM)	0.23
每股净资产(元)	1.51
资产负债率	54.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
章源钨业	-14.75	-32.10	0.00
上证综合指数	0.08	-13.79	-17.79



相关报告

章源钨业-完整的一体化产业链钨业深加工企业 2010-3-16

章源钨业

002378

中性

资源优势明显 深加工产品开拓利润增长新空间

我们近日与公司高管进行了沟通,通过沟通,我们认为,公司在目前具有明显资源优势、一体化产业链优势的情况下,下游深加工产品产能的建设将为公司利润增长开拓新的、更大的增长空间。

投资要点:

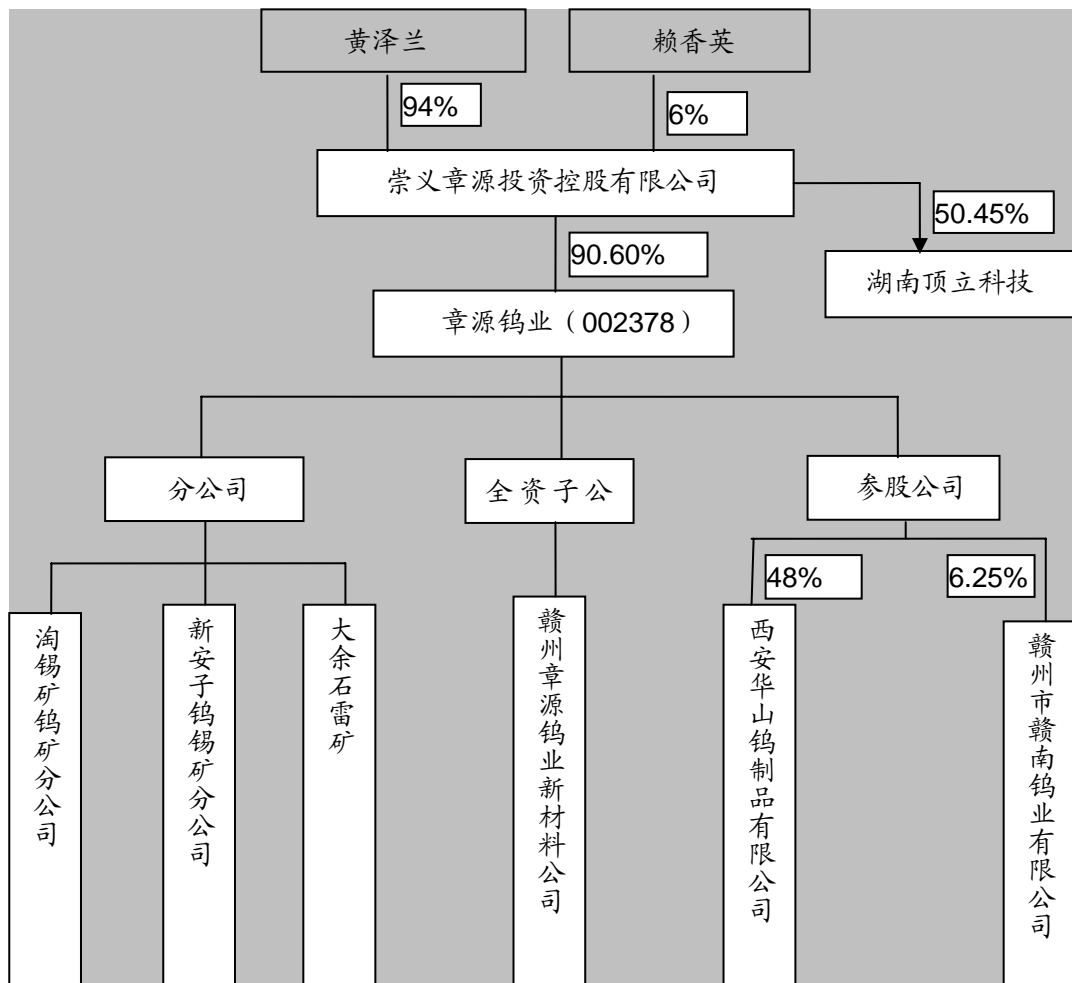
- **章源钨业具有明显的资源优势和产业链优势。**公司拥有有采、选、冶、深加工完整的一体化产业链,是国内钨行业产业链完整的少数厂商之一。公司目前拥有4个优质黑钨矿采矿权矿山,合计钨资源储量9.6万吨,静态保障年限接近30年,钨资源平均品位高达2%以上,使公司钨精矿产品具有明显的成本优势。此外,公司位于世界钨都——赣州的5个探矿权区有望进一步巩固现有资源优势,为公司带来更长时期的钨资源保障。
- **上半年中间产品产能利用充分。**公司拥有APT 10000吨、氧化钨8000吨、钨粉5000吨和碳化物粉4000吨的产能,钨粉及碳化钨粉是国内前二名、硬质合金是前四名供应商。公司上半年市场需求状况很好,中间产品产能慢负荷运转,较前两年明显好转。
- **公司高性能、高精度涂层刀片项目将为公司打开更大的利润增长空间。**公司目前拥有1000吨硬质合金系列产品仍为硬质合金前端产品,目前市场需求仍比较良好,但盈利能力与硬质合金高端产品仍有较大的差距,这部分产能一方面为公司开发更高端产品进行了技术积累,同时也是高端产品的原材料来源,公司高性能涂层刀片进一步延伸了产业链,有望明显提升硬质合金系列产品的盈利能力,该项目预计2011年底左右建成投产。
- **钨产品价格有望维持在价高位置。**今年上半年钨精矿价格稳步上升,一方面是补库存、另一方面是国家调整优势稀有资源的开采政策。从目前政策来看,钨资源整合效仿稀土进行更严厉的重新整合已是势在必行,钨等战略稀有金属的供应将更加有序,钨产品价格维持在较高位置是大概率事件。
- **给予公司中性的投资评级。**我们微调高公司10-12年EPS至0.43元、0.59元和0.79元,考虑到目前公司估值水平较高,我们给予中性的投资评级。同时鉴于公司产业链两端优势,我们对公司仍长期看好。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1072	1639	1871	2117
同比(%)	22%	53%	14%	13%
归属母公司净利润(百万元)	118	185	252	337
同比(%)	32%	56%	36%	34%
毛利率(%)	18.9%	19.5%	21.7%	24.4%
ROE(%)	18.2%	13.5%	15.6%	17.3%
每股收益(元)	0.28	0.43	0.59	0.79
P/E	92.47	59.11	43.37	32.38
P/B	16.86	8.01	6.76	5.59
EV/EBITDA	73	43	33	25

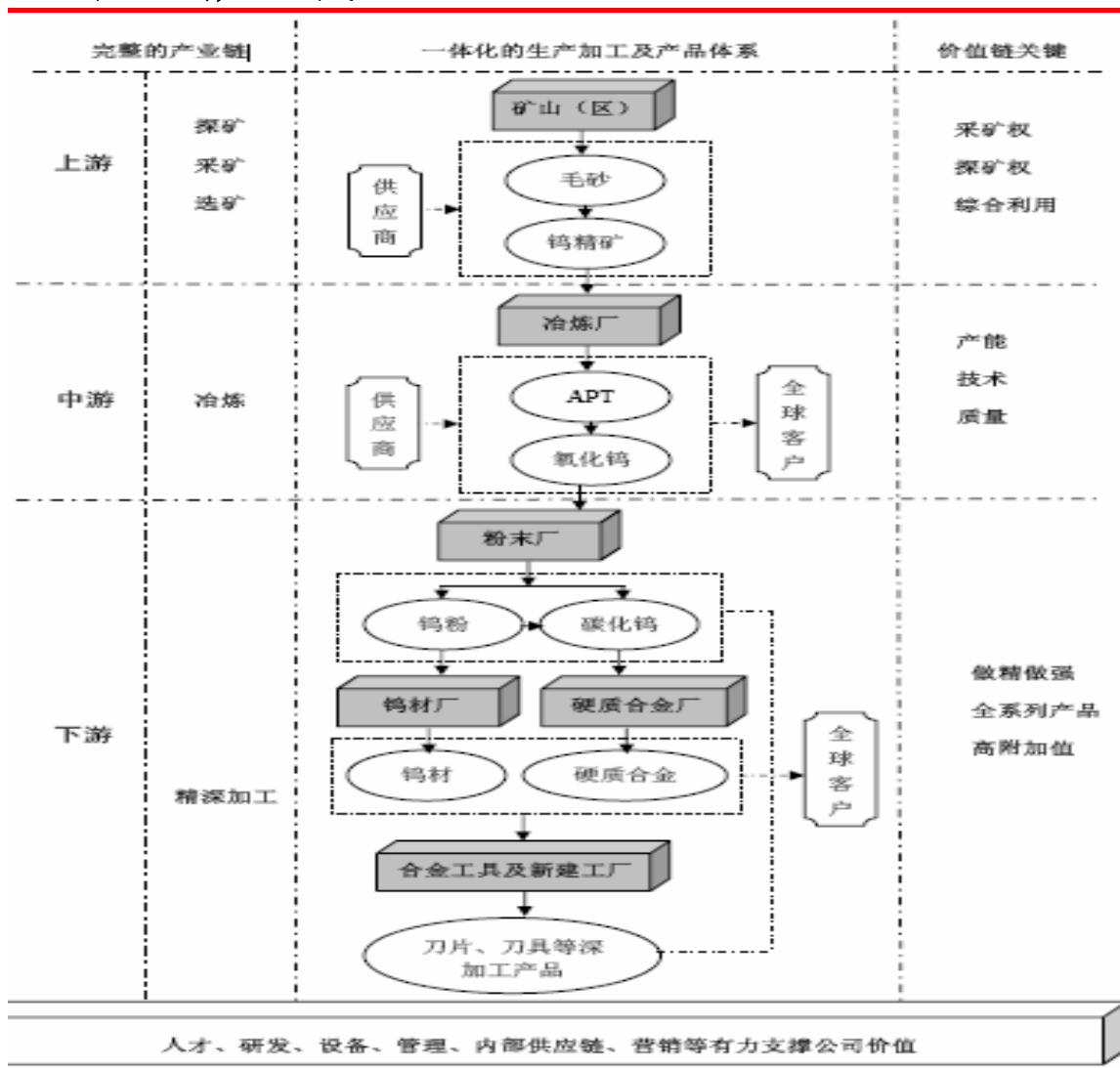
资料来源:中投证券研究所

表 1 公司股权结构



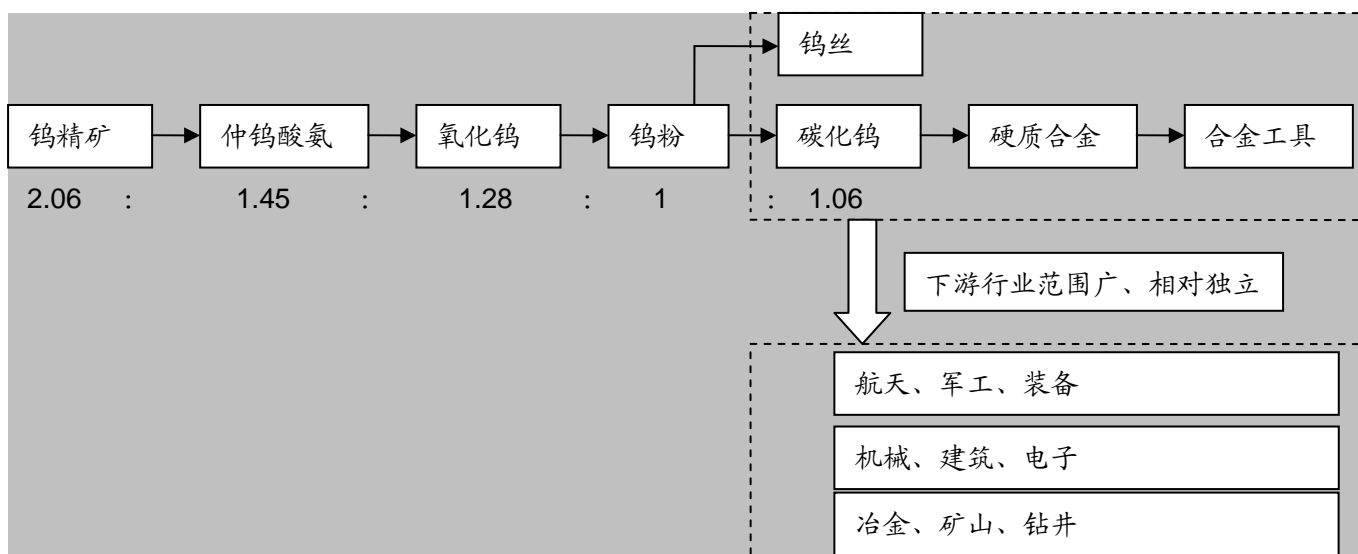
资料来源：公司公告

图 1 公司产业链构成



资料来源：公司公告

图 2 钨产业链及主要下游应用



资料来源：中投证券研究所整理

表 2 公司拥有的采矿权矿山基本情况

矿区	矿石量 (千吨)	金属量(吨)		主要矿种	选矿 回收率	采掘比 (米/万吨)	面积 (km ²)
		WO ₃	Sn				
淘锡坑	3541.10	76843.10	1,689.20	钨, 伴生钼、铜、 铁、铅锌等	86.50%	607	15.21
新安子	251.60	4425.10	1,232.00	钨、锡	83.30%	400	4.24
大余石雷	1127.20	14630.80	6,675.70	钨、锡	80.00%	818	8.48
天井窝	22.26	147.79	148.00	钨、锡	85.00%	444	11.32
合计	4942.16	96046.79	9,744.90	-	-	-	39.26

资料来源: 公司公告

表 3 公司各矿山生产产能、配额及产量情况 (65%WO₃、吨/年)

矿山	2007年		2008年		2009年	
	生产配额	实际产量	生产配额	实际产量	生产配额	实际产量
淘锡坑钨矿	2800	2713	2800	2553	2500	2492
新安子钨锡矿	1000	595	800	445	600	587
大余石雷钨矿	500	315	500	311	800	800
天井窝钨矿	100	-	50	-	50	
合计	4400	3622	4150	3309	3950	3578

资料来源: 公司公告、中投证券研究所整理

表 4 公司拥有的探矿权矿山基本情况

矿区名称	面积 (km ²)	地理位置	探矿许可证
东峰矿区	26.90	崇义县横水镇密溪村	T36120080402005611
石圳矿区	21.23	崇义县石罗村	T36120080402005615
白溪矿区	27.33	崇义县聂都镇白溪村	T36120080402005613
碧坑矿区	35.59	崇义县横水镇碧坑村	T36120080402005614
长流坑矿区	32.49	崇义县过埠镇	T36120080402005612

资料来源: 公司公告

表 5 公司钨精矿来源 (吨, 万元/吨)

	2007年		2008年		2009年	
	量	价格	量	价格	量	价格
自产钨精矿	3622	2.29	3309	2.65	3578	2.52
外购钨精矿	5016	8.46	3379	7.75	7454	5.66
合计/平均	8638	5.87	6688	5.25	11032	4.64
外购比例	58.07%	-	50.52%	-	67.57%	-

资料来源: 公司公告

表 6 公司主要产品产量预测 (吨)

	产能	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
钨精矿	5000	3309	3578	3900	4200	4600
APT	10000	4990	6139	10000	10000	10000
氧化钨	8000	4554	5486	8000	8000	8000
钨粉	5000	3147	3849	5000	5000	5000
碳化钨粉	4000	2300	3125	4000	4000	4000
硬质合金系列	1000+100	668	758	1000	1000	1180

资料来源: 公司公告

表 7 钨精矿和 APT 价格预测 (万元/吨、含税)

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
钨精矿	8.2	6.4	8.0	9.0	10.0
APT	12.8	9.8	12.0	13.0	14.5

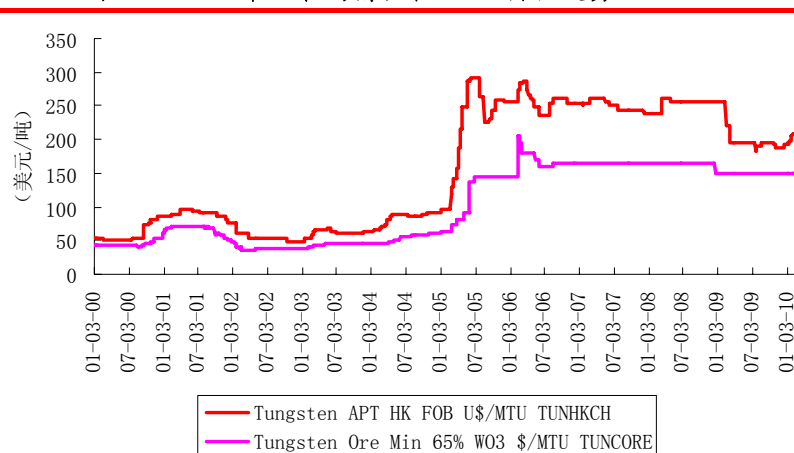
资料来源: 公司公告

图 3 国内钨精矿价格走势



资料来源: 亚洲金属网

图 4 2000 年以来钨精矿和 APT 价格走势



资料来源: DATASTREAM

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	645	1035	1147	1344
现金	88	135	154	251
应收账款	104	171	195	218
其它应收款	6	10	12	13
预付账款	48	143	145	152
存货	343	500	554	610
其他	57	75	87	100
非流动资产	781	898	1042	1142
长期投资	63	63	63	63
固定资产	483	649	759	863
无形资产	65	65	65	65
其他	170	121	155	152
资产总计	1425	1933	2189	2487
流动负债	619	430	427	386
短期借款	344	114	72	0
应付账款	38	97	94	103
其他	237	219	261	284
非流动负债	159	140	148	148
长期借款	140	140	140	140
其他	19	0	8	8
负债合计	778	570	574	535
少数股东权益	0	0	0	0
股本	385	428	428	428
资本公积	2	490	490	490
留存收益	257	442	694	1031
归属母公司股东权益	647	1363	1615	1952
负债和股东权益	1425	1933	2189	2487

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	173	-42	217	321
净利润	118	185	252	337
折旧摊销	0	29	38	45
财务费用	34	12	6	3
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	0	-306	-55	-69
其它	25	38	-24	5
投资活动现金流	-26	-199	-150	-150
资本支出	32	200	150	150
长期投资	6	0	0	0
其他	12	1	0	0
筹资活动现金流	-168	288	-48	-75
短期借款	-138	-230	-42	-72
长期借款	15	0	0	0
普通股增加	0	43	0	0
资本公积增加	2	488	0	0
其他	-47	-12	-6	-3
现金净增加额	-20	47	19	96

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	2009	2010	2011	2012
营业收入	1072	1639	1871	2117
营业成本	869	1319	1466	1602
营业税金及附加	5	10	11	13
营业费用	8	15	17	19
管理费用	39	66	75	85
财务费用	34	12	6	3
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	121	217	296	397
营业外收入	16	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	135	217	296	397
所得税	17	33	44	59
净利润	118	185	252	337
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	118	185	252	337
EBITDA	155	259	340	444
EPS (元)	0.31	0.43	0.59	0.79

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	21.9	52.9	14.2	13.2
营业利润	13.4	79.3	36.3	33.9
归属于母公司净利润	32.2	56.4	36.3	33.9
获利能力				
毛利率(%)	18.9	19.5	21.7	24.4
净利率(%)	11.0	11.3	13.4	15.9
ROE(%)	18.2	13.5	15.6	17.3
ROIC(%)	14.3	13.8	16.2	19.3
偿债能力				
资产负债率(%)	54.6	29.5	26.2	21.5
净负债比率(%)	62.21	44.45	36.89	26.18
流动比率	1.04	2.41	2.69	3.48
速动比率	0.49	1.24	1.39	1.90
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.98	0.91	0.91
应收账款周转率	10	12	10	10
应付账款周转率	19.60	19.46	15.30	16.29
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.43	0.59	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	-0.10	0.51	0.75
每股净资产(最新摊薄)	1.51	3.18	3.77	4.56
估值比率				
P/E	92.47	59.11	43.37	32.38
P/B	16.86	8.01	6.76	5.59
EV/EBITDA	73	43	33	25

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 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公司网站及公司授权的渠道, 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。

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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

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