

章源钨业（002378）

推荐（维持）

2010 业绩快报-四季度大幅增利, 符合预期

市场数据

报告日期	2011-1-24
收盘价(元)	31.12
总股本(百万股)	428.21
流通股本(百万股)	43.00
总市值(百万元)	13326.01
流通市值(百万元)	1338.16
净资产(百万元)	1187.02
总资产(百万元)	1865.66
每股净资产	2.77

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1072	1220	1735	2110
同比增长(%)	21.9%	13.8%	42.3%	21.6%
净利润(百万元)	118	156	355	444
同比增长(%)	32.2%	32.5%	127.1%	25.1%
毛利率(%)	18.9%	23.2%	30.9%	31.1%
净利率(%)	11.0%	12.8%	20.5%	21.0%
净资产收益率(%)	18.2%	12.3%	21.8%	21.5%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.83	1.04
每股经营现金流(元)	0.40	-0.06	0.54	0.90

相关报告

《章源钨业（002378）三季报点评-高速增长正在兑现》
2010-10-25
《章源钨业（002378）--2010年中报点评》2010-8-17

投资要点

事件:

章源钨业公布 2010 年业绩快报, 实现收入 13.9 亿, 归属母公司股东净利润 1.576 亿, 同比增长 33.6%; 折合 EPS 0.368 元。四个季度 EPS 分别为 0.05、0.085、0.081、0.152 元。

点评:

公司业绩符合我们预期, 也符合市场预期。

- 2011 年四季度公司业绩环比大幅增长, 主要得益于钨精矿价格大幅上涨。四季度钨精矿均价 10.1 万元/吨, 环比三季度上涨 19.4%, 另外, 我们估算公司四季度销量环比也有 5.5% 的提升。
- 在国家明确的产业政策影响下, 我们认为钨产品价格将持续上升。上调 11,12 年钨精矿均价至 109000、120000 元/吨的情况下, 我们上调公司 EPS 为 0.83、1.04 元, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 在欧洲补库存效应趋于结束的情况下, 当前钨精矿价格暂时由快速上涨转为高位震荡。

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

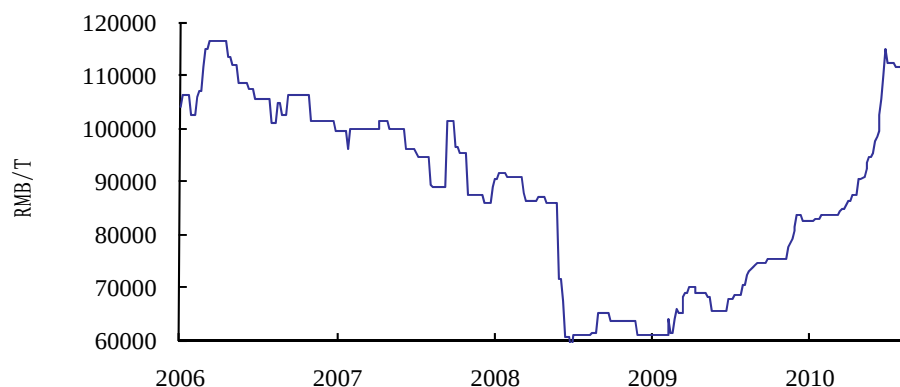
SAC:S0190207100103

联系人: 罗人渊

021-38565964

luory@xyzq.com.cn

图 1. 中国钨精矿价格（元/吨）



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

表 1. 章源钨业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	QOQ	2009-09	2010-09	YOY	说明
营业收入	264	359	246	351	349.9	32.4%	713	947	32.9%	
营业成本	218	288	194	281	278.6	28.1%	581	753	29.6%	
毛利	47	71	52	70	71.3	52.3%	131	194	47.6%	
销售费用	2	2	3	3	3.8	64.8%	6	10	55.0%	
管理费用	11	11	12	16	14.7	37.0%	29	43	50.0%	
财务费用	9	9	9	7	8.6	0.7%	24	24	-1.0%	
资产减值	0	-3	2	-1	2.5	-	2	4	108.9%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	-0	0	-	
投资收益	0	2	0	0	0.0	-100.0%	2	1	-74.4%	
营业利润	24	52	25	42	39.4	63.8%	69	107	54.6%	
利润总额	24	63	26	42	39.9	65.2%	73	108	47.7%	
净利润	20	57	22	36	34.8	71.8%	61	93	51.8%	
EPS	0.047	0.132	0.051	0.085	0.1	71.8%	0.143	0.217	51.8%	
销售费用率	0.9%	0.5%	1.1%	0.9%	1.1%	0.2%	0.9%	1.0%	0.2%	
管理费用率	4.1%	3.0%	5.0%	4.6%	4.2%	0.1%	4.0%	4.5%	0.5%	
财务费用率	3.2%	2.6%	3.5%	2.0%	2.5%	-0.8%	3.4%	2.6%	-0.9%	
所得税率	16.1%	9.4%	14.0%	13.8%	12.7%	-3.4%	15.8%	13.5%	-2.3%	
毛利率	17.7%	19.8%	21.2%	20.0%	20.4%	2.7%	18.4%	20.5%	2.0%	
净利润率	7.7%	15.8%	8.9%	10.4%	9.9%	2.3%	8.6%	9.8%	1.2%	

资料来源：天软投资系统，兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	645	1118	1417	1861
货币资金	88	311	389	652
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	104	128	181	218
其他应收款	6	8	11	13
存货	343	515	636	741
非流动资产	781	857	1012	1075
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	63	66	70	75
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	483	556	644	706
在建工程	91	141	171	171
油气资产	0	0	0	0
无形资产	65	68	72	75
资产总计	1425	1976	2428	2936
流动负债	619	574	634	687
短期借款	344	320	320	320
应付票据	149	95	139	175
应付账款	38	69	77	93
其他	89	89	98	99
非流动负债	159	131	169	180
长期借款	140	130	160	170
其他	19	1	9	10
负债合计	778	705	803	866
股本	385	428	428	428
资本公积	2	490	490	490
未分配利润	218	289	592	971
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	647	1271	1626	2070
负债及权益合计	1425	1976	2428	2936

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	118	156	355	444
折旧和摊销	0	27	32	38
资产减值准备	-1	2	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	34	29	28	27
投资损失	-4	-2	-3	-4
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-17	271	157	126
经营活动产生现金流量	170	-26	231	384
投资活动产生现金流量	0	-155	-155	-104
融资活动产生现金流量	-155	404	2	-17
现金净变动	16	222	79	263
现金的期初余额	72	88	311	389
现金的期末余额	88	311	389	652

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1072	1220	1735	2110
营业成本	869	936	1200	1453
营业税金及附加	5	7	10	12
销售费用	8	11	16	19
管理费用	39	60	80	97
财务费用	34	29	28	27
资产减值损失	-1	4	0	0
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	4	2	3	4
营业利润	121	174	405	507
营业外收入	16	9	10	11
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	135	182	414	516
所得税	17	25	59	72
净利润	118	156	355	444
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	118	156	355	444
EPS (元)	0.28	0.37	0.83	1.04

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.9%	13.8%	42.3%	21.6%
营业利润增长率	13.4%	43.9%	132.4%	25.0%
净利润增长率	32.2%	32.5%	127.1%	25.1%
盈利能力(%)				
毛利率	18.9%	23.2%	30.9%	31.1%
净利率	11.0%	12.8%	20.5%	21.0%
ROE	18.2%	12.3%	21.8%	21.5%

偿债能力(%)

资产负债率	54.6%	35.7%	33.1%	29.5%
流动比率	1.04	1.95	2.24	2.71
速动比率	0.49	1.05	1.23	1.63

营运能力(次)

资产周转率	77.9%	71.7%	78.8%	78.7%
应收帐款周转率	1027.9	1053.5	1120.4	1055.8

每股资料(元)

每股收益	0.28	0.37	0.83	1.04
每股经营现金	0.40	-0.06	0.54	0.90
每股净资产	1.51	2.97	3.80	4.83

估值比率(倍)

PE	112.9	85.2	37.5	30.0
PB	20.6	10.5	8.2	6.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。