

钨

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 45.00 元

当前股价: 35.15 元

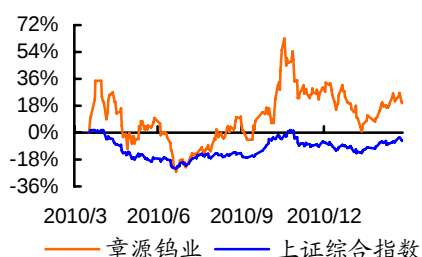
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2937.63
总股本(百万)	428
流通股本(百万)	43
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.42
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	2.27	-9.87	6.34
上证综合指数	1.33	0.36	9.27



相关报告

《章源钨业-资源优势明显 深加工产品开拓利润增长新空间》2010-7-27

《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

推荐

募投项目进展顺利, 深加工领域即将进入收获期

章源钨业董事会决议, 拟以募集资金向赣州章源增资 6000 万元, 用于募投项目“高性能、高精度涂层刀片技术技改工程(一期)”的建设, 从公司资金投入进度来看, 公司改项目建设基本按预计进度推进, 我们估计该项目有望在今年年底或者 12 年年初开始贡献盈利。

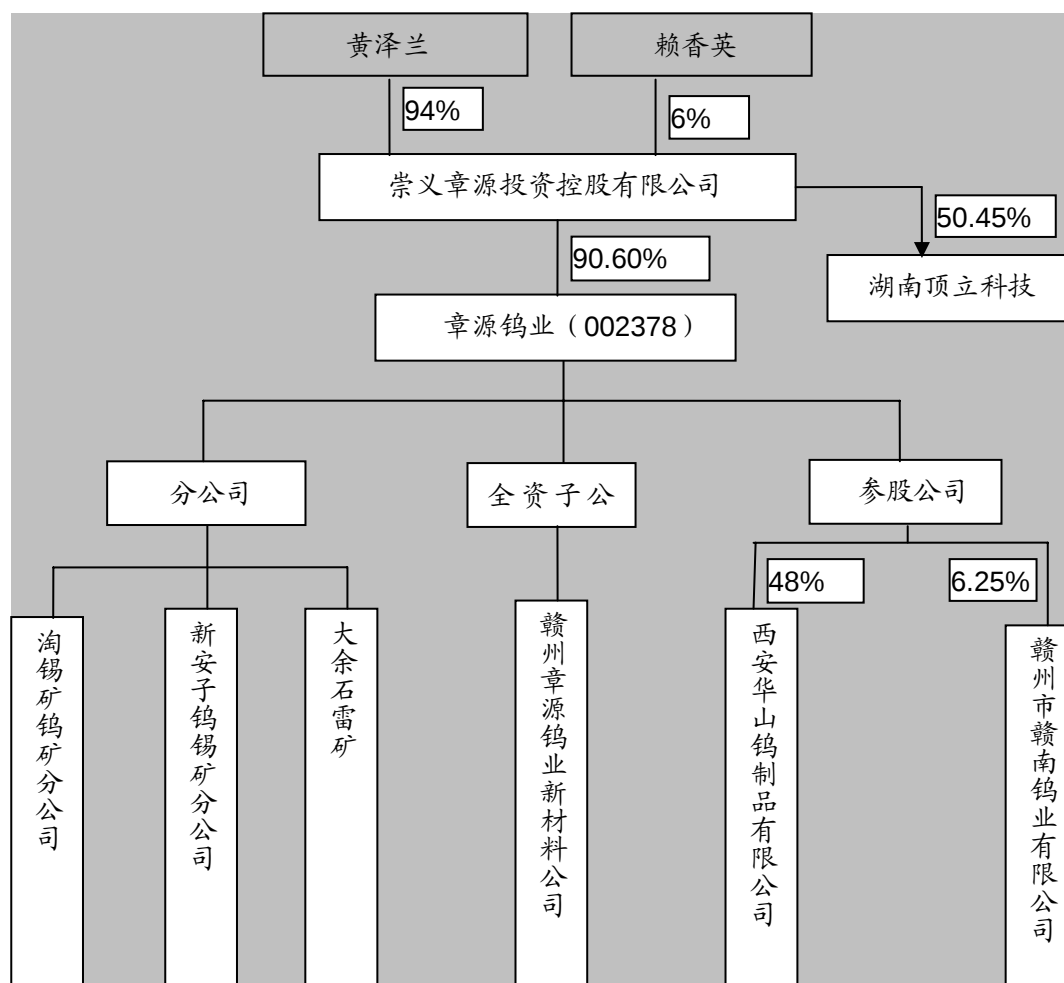
投资要点:

- 募投项目建设基本按照预计进度进行。公司募投项目“高性能、高精度涂层刀片技术技改工程(一期)”预计总投资额 3.1 亿元, 公司已于 2010 年 2 月、2010 年 5 月分别以向项目投资主题赣州章源增资的方式投入该项目建设, 三次投入分别为 1 亿元、5000 万与本次的 6000 万元, 项目投入基本按照预订进度进行, 预计今年年底之前建成投产。
- 高性能、高精度涂层刀片项目的建成投产延伸了公司产业链, 且不排除公司未来进一步扩大高端硬质合金的产能, 有望明显优化公司产品结构、显著提升公司的整体盈利能力。
- 资源优势是保障产业链延伸与完善的重要基础。公司拥有有采、选、冶、深加工完整的一体化产业链, 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, 良好的资源保证能力是公司产业链横、纵向延伸的坚实基础。
- 随着钨品价格的上涨, 公司中间产品盈利空间增大。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, 由于市场需求的增长与国内优势资源整合导致的价格上涨, 公司中间产品盈利空间增大。
- 钨品前期历史高点将是未来的底部。钨价目前已经突破前期高点, 在国内优势资源持续整合与下游需求增长的情况下, 钨价继续看好。
- 上调投资评级至推荐。我们预测公司 11-13 年 EPS 为 0.88、1.33 元和 1.65 元, 公司是优势资源行业中的优势企业, 随着公司高端项目产能的释放, 公司未来业绩增长明显、确定, 参考目前板块估值水平, 我们给予推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标价为 45.00 元。
- 风险提示: 募投项目建设进度大幅低于预期; 钨品价格大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1072	1369	2085	2470	3162
同比(%)	22%	28%	52%	18%	28%
归属母公司净利润(百万元)	118	164	377	570	705
同比(%)	32%	39%	129%	51%	24%
毛利率(%)	18.9%	21.4%	27.4%	32.8%	31.7%
ROE(%)	18.2%	12.9%	22.8%	25.6%	24.0%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.88	1.33	1.65
P/E	127.51	91.61	39.95	26.39	21.36
P/B	23.25	11.77	9.09	6.76	5.14
EV/EBITDA	99	66	32	21	18

图 1 公司股权结构



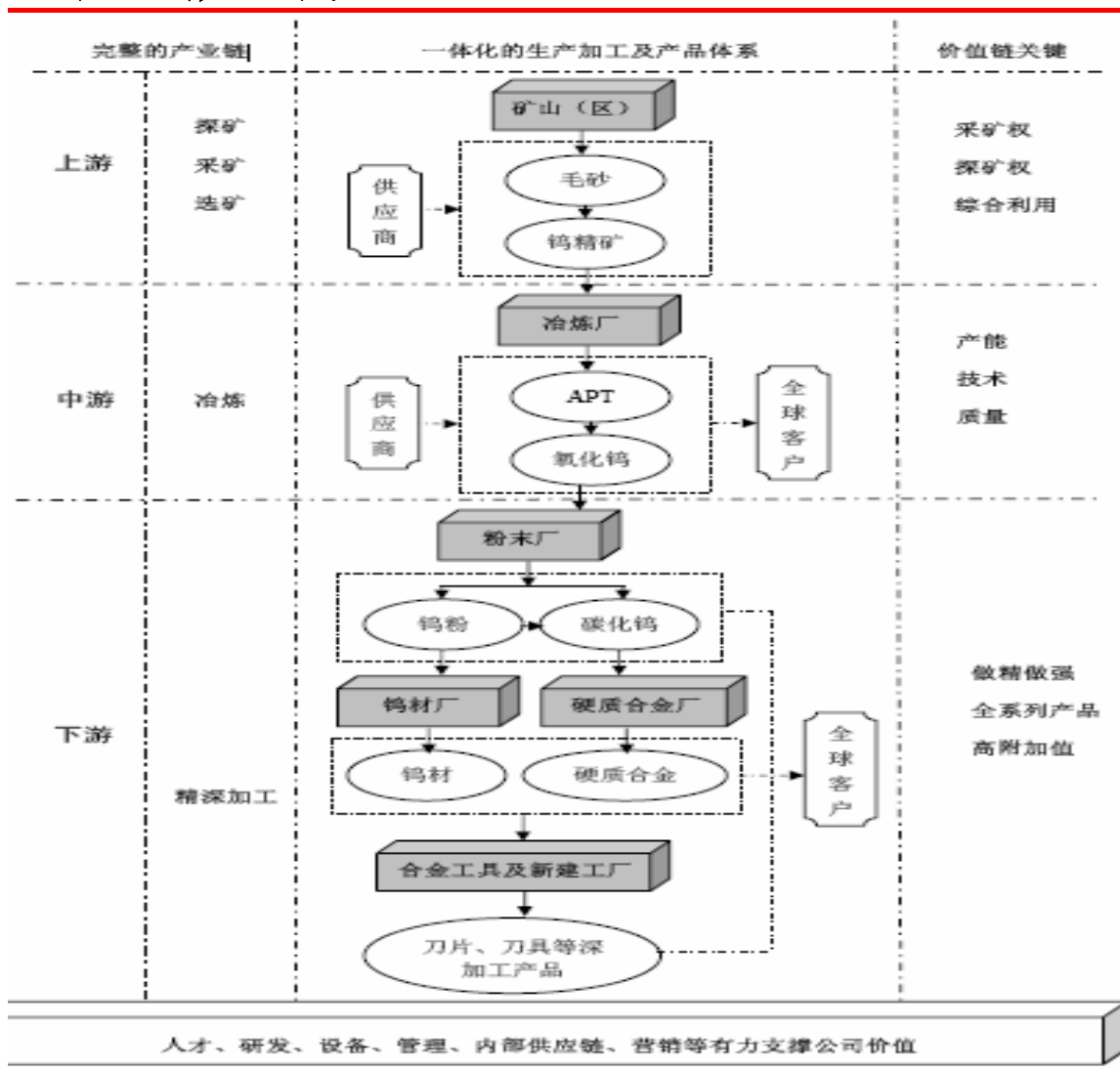
资料来源：公司公告

表 1 章源钨业募集资金情况及应用

IPO 时间	2010年2月				
发行量	4300万股				
发行价格	13元/股				
募集资金净额	50969万元				
募集资金运用:					
	投资额 (万元)	对应产品	现有产能	新增产能	建设周期
高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）	31000	刀片	200 吨（普通硬质合金焊接刀片	100 吨（约 1000 万片）硬质合金数控涂层刀片	建设期 1.25 年，第 3 年投产，达产率 80%，第 4 年达产
淘锡坑无矿区精选厂生产线技术改造	3093	年加工钨锡毛砂	4000	6000	建设期 1 年
研发中心技改（一期）	2150	-	-	-	
合计	36243	-	-	-	
超募资金应用					
偿还银行借款	7000				

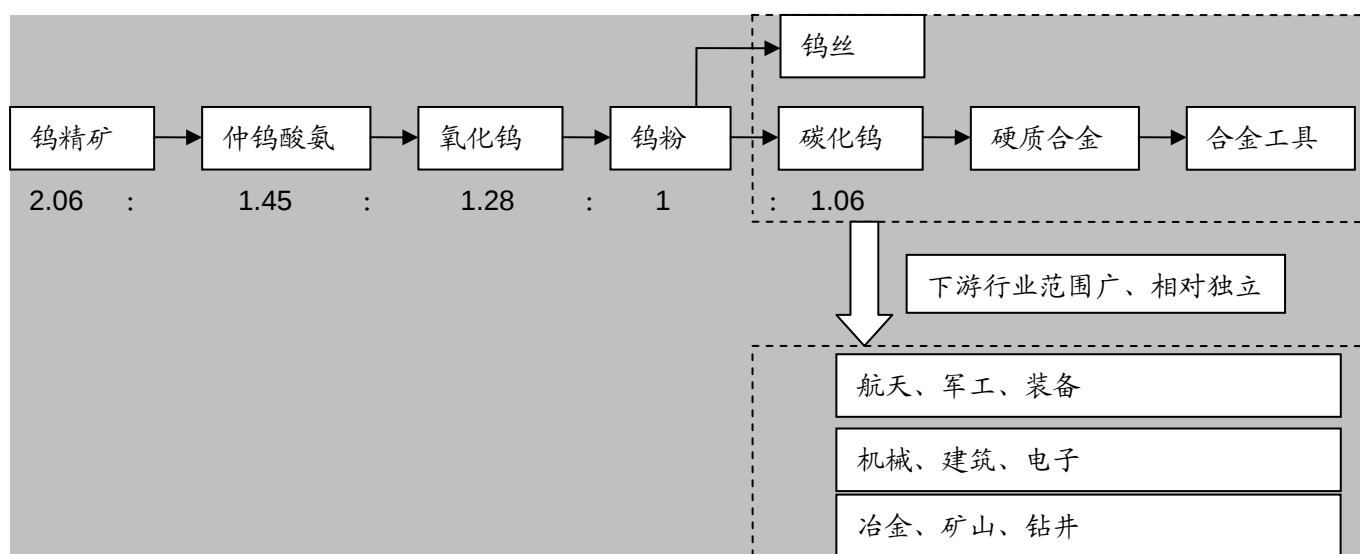
资料来源：公司公告

图 2 公司产业链构成



资料来源：公司公告

图 3 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	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
钨精矿	5000	3578	3900	4200	4600	4800
APT	10000	6139	10000	10000	10000	10000
氧化钨	8000	5486	8000	8000	8000	8000
钨粉	5000	3849	5000	5000	5000	5000
碳化钨粉	4000	3125	4000	4000	4000	4000
硬质合金系列	1000+100	758	1000	1000	1080	1100

资料来源: 公司公告

表 7 钨精矿和 APT 价格预测 (万元/吨、含税)

	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
钨精矿	6.4	8.0	13	14	15
APT	9.8	12.0	19	21	23

资料来源: 公司公告

图 4 国内钨精矿 (WO₃,65%) 价格走势



资料来源: 亚洲金属网

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	645	853	1221	1631	营业收入	1072	1369	2085	2470
现金	88	113	172	455	营业成本	869	1076	1513	1660
应收账款	104	143	217	255	营业税金及附加	5	10	13	15
其它应收款	6	9	13	15	营业费用	8	15	21	22
预付账款	48	117	150	157	管理费用	39	63	90	101
存货	343	408	571	633	财务费用	34	12	6	1
其他	57	62	97	117	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	781	898	1042	1142	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	63	63	63	63	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	483	649	759	863	营业利润	121	193	443	671
无形资产	65	65	65	65	营业外收入	16	0	0	0
其他	170	121	155	152	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1425	1751	2263	2774	利润总额	135	193	443	671
流动负债	619	332	460	400	所得税	17	29	66	101
短期借款	344	60	95	0	净利润	118	164	377	570
应付账款	38	80	97	106	少数股东损益	0	0	0	0
其他	237	192	268	294	归属母公司净利润	118	164	377	570
非流动负债	159	140	148	148	EBITDA	155	234	487	717
长期借款	140	140	140	140	EPS (元)	0.31	0.38	0.88	1.33
其他	19	0	8	8	主要财务比率				
负债合计	778	472	607	548	会计年度	2009	2010	2011	2012
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	385	428	428	428	营业收入	21.9	27.7	52.3	18.5
资本公积	2	490	490	490	营业利润	13.4	59.6	129.3	51.4
留存收益	257	357	734	1305	归属于母公司净利润	32.2	39.2	129.3	51.4
归属母公司股东权益	647	1279	1655	2226	获利能力				
负债和股东权益	1425	1751	2263	2774	毛利率(%)	18.9	21.4	27.4	32.8
现金流量表					净利率(%)	11.0	12.0	18.1	23.1
单位:百万					ROE(%)	18.2	12.9	22.8	25.6
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	14.3	13.4	23.4	31.3
经营活动现金流	173	52	180	529	偿债能力				
净利润	118	164	377	570	资产负债率(%)	54.6	27.0	26.8	19.8
折旧摊销	0	29	38	45	净负债比率(%)	62.21	42.45	38.70	25.54
财务费用	34	12	6	1	流动比率	1.04	2.57	2.65	4.08
投资损失	-4	0	0	0	速动比率	0.49	1.34	1.41	2.50
营运资金变动	0	-190	-217	-93	营运能力				
其它	25	37	-24	6	总资产周转率	0.78	0.86	1.04	0.98
投资活动现金流	-26	-199	-150	-150	应收账款周转率	10	11	12	10
资本支出	32	200	150	150	应付账款周转率	19.60	18.31	17.13	16.32
长期投资	6	0	0	0	每股指标(元)				
其他	12	1	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.38	0.88	1.33
筹资活动现金流	-168	172	29	-96	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.12	0.42	1.23
短期借款	-138	-284	35	-95	每股净资产(最新摊薄)	1.51	2.99	3.87	5.20
长期借款	15	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	43	0	0	P/E	127.5	91.61	39.95	26.39
资本公积增加	2	488	0	0	P/B	23.25	11.77	9.09	6.76
其他	-47	-76	-6	-1	EV/EBITDA	99	66	32	21
现金净增加额	-20	25	59	283					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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±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

研究团队简介

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, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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本公司网站及本公司授权的渠道, 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。

本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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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