

上游钨矿受益钨价上涨，下游刀具板块持续好转

2023 年 04 月 20 日

➤ **事件概述:** 公司发布 2022 年年报: 公司 2022 年实现营业收入 32.03 亿元, 同比+20.2%; 实现归母净利润 2.03 亿元, 同比+23.2%; 扣非后归母净利润 1.7 亿元, 同比+29.7%。分季度看, 22Q4 实现营业收入 6.97 亿元, 同比+11.1%, 环比-16.1%; 实现归母净利润 0.26 亿元, 同比-64.4%, 环比-29.4%; 扣非后归母净利润 0.22 亿元, 同比-63.4%, 环比-3.9%。

➤ **点评: 充分发挥全产业链优势, 盈利能力提升**

① **量: 22 年公司钨、锡、铜总产量同比减少 1.41%, 碳化钨粉销量同比增长 14.32%。** 矿山方面, 22 年公司矿山各项开采指标均完成年初计划, 钨、锡、铜总产量 5276.47 吨, 同比-1.41%。粉末方面, 钨粉销量同比+0.81%, 至 4041.07 吨。碳化钨粉销量同比+14.32%, 至 4803.69 吨。热喷涂粉销量同比+43.76%, 至 373.34 吨。

② **价: 22 年公司毛利率上升 0.47pct, 至 15.58%。** 2022 年主要原材料价格上涨。其中, 钨矿价格同比+12%, 至 11.38 万元/吨。锡价格同比+9.98%, 至 24.95 万元/吨。铜价格同比-1.68%, 至 6.75 万元/吨。钨矿价格上涨驱动公司毛利率同比上升 0.47pct, 至 15.58%。

➤ **未来核心看点: 上游钨矿受益钨价上涨, 下游刀具板块持续好转**

① **公司资源储备丰富, 钨矿盈利能力较强。** 公司拥有 6 座采矿权矿山, 8 个探矿权矿区。2022 年, 公司所辖矿权保有钨资源储量 9.46 万吨, 锡资源储量 1.76 万吨, 铜资源储量 1.28 万吨。22 年公司钨矿开采配额 5480 吨, 随着矿山技改及矿山整合逐步推进, 公司钨矿产量有望进一步提升, 公司钨矿生产成本较低, 矿端盈利能力较强。

② **抓住发展机遇, 下游刀具板块涅槃重生。** 公司全资子公司赣州澳克泰目前具有高性能硬质合金精密刀具产能 2000 万片/年、硬质合金棒材产能 1000 吨/年。22 年, 赣州澳克泰营收增长 17.54%, 至 5.01 亿元, 净利润增长 56.82%, 至 0.03 亿元。国产硬质合金刀片发展前景广阔, 公司刀具板块有望成为重要的业绩增长点。

③ **发挥全产业链优势, 钨粉产量国内领先。** 公司拥有从钨上游采矿、选矿, 中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系。截至 22 年, 公司拥有钨粉产能 15000 吨、碳化钨粉产能 10600 吨。根据中国钨业协会 2022 年度统计数据, 2022 年公司钨粉产量排名国内行业第一, 碳化钨粉产量排名国内行业第二。

➤ **投资建议:** 公司作为国内钨产业链一体化企业, 持续扩张产能, 硬质合金需求稳步增长, 刀片板块发展前景广阔, 公司业绩未来可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.93/3.89/4.70 亿元, 对应现价, 2023-2025 年 PE 依次为 28/21/17 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 产品价格大幅下跌、原材料价格大幅波动、项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,203	4,014	4,792	5,645
增长率 (%)	20.2	25.3	19.4	17.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	203	293	389	470
增长率 (%)	23.2	43.9	33.1	20.8
每股收益 (元)	0.22	0.32	0.42	0.51
PE	40	28	21	17
PB	4.0	3.7	3.3	2.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

8.73 元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书: S0100121120036

邮箱: sunerchun@mszq.com

目录

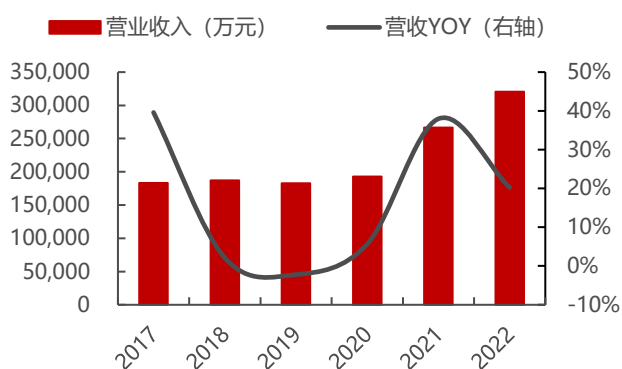
1 事件概述：2022 年归母净利同比增长 23.2%	3
2 点评：充分发挥全产业链优势，盈利能力提升	4
2.1 钨价维持高位，公司营收、净利润增长明显.....	4
2.2 2022Q4 业绩环比同比下滑.....	8
3 核心看点：上游钨矿受益钨价上涨，下游刀具板块持续好转	9
4 盈利预测与投资建议	11
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	11
4.2 估值分析.....	13
4.3 投资建议.....	13
5 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 事件概述：2022 年归母净利润同比增长 23.2%

公司发布 2022 年报：公司 2022 年实现营业收入 32.03 亿元，同比+20.2%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比+23.2%；扣非后归母净利润 1.7 亿元，同比+29.7%。2022 年归母净利润低于此前发布的业绩快报。

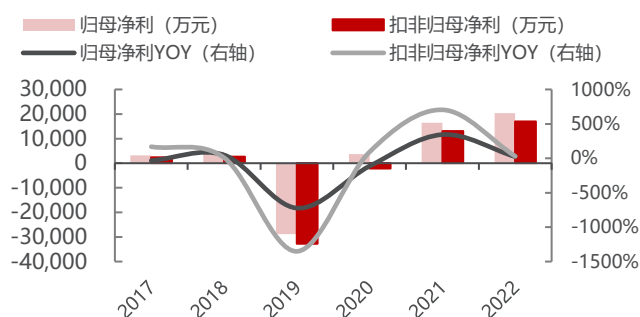
分季度看，22Q4 实现营业收入 6.97 亿元，同比+11.1%，环比-16.1%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比-64.4%，环比-29.4%；扣非后归母净利润 0.22 亿元，同比-63.4%，环比-3.9%。

图1：2022 年营收同比+20.2%



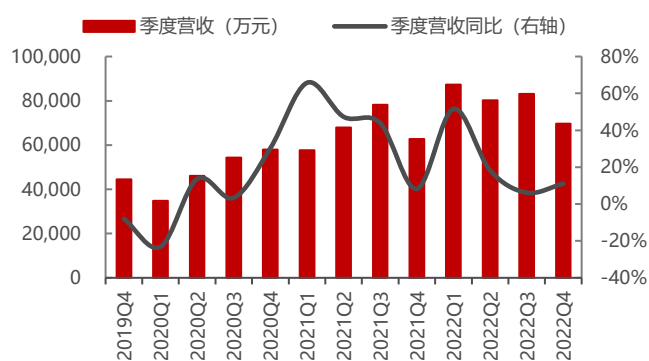
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年归母净利润同比+23.2%



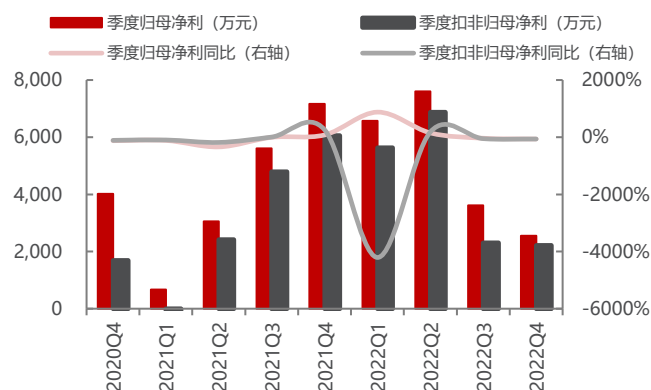
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

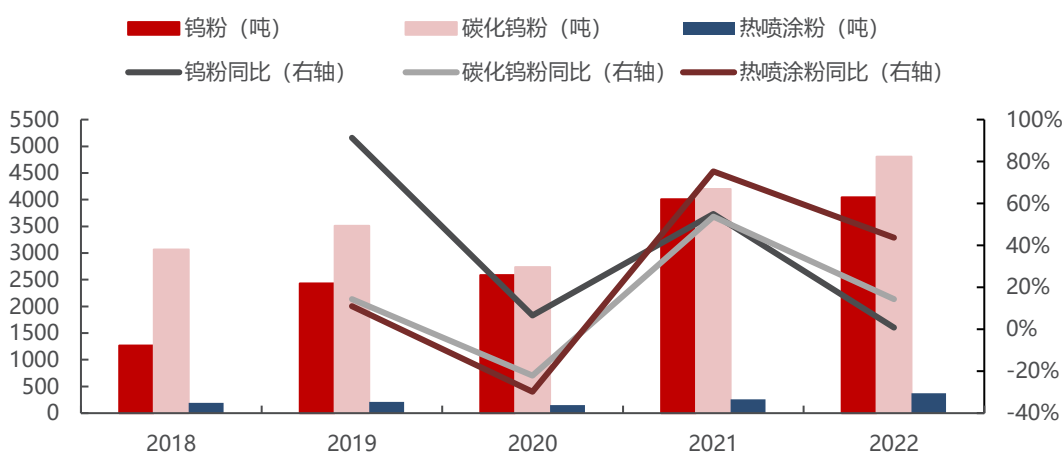
2 点评：充分发挥全产业链优势，盈利能力提升

2.1 钨价维持高位，公司营收、净利润增长明显

量：22 年公司钨、锡、铜总产量同比减少 1.41%，碳化钨粉销量同比增长 14.32%。矿山方面，22 年公司矿山各项开采指标均完成年初计划，钨、锡、铜总产量 5276.47 吨，同比-1.41%。公司 22 年钨精矿开采配额 5480 吨，预计钨精矿产量与 2021 年变化不大。粉末方面，22 年钨产品销售量稳步上升。其中，钨粉销量同比+0.81%，至 4041.07 吨。碳化钨粉销量同比+14.32%，至 4803.69 吨。热喷涂粉销量同比+43.76%，至 373.34 吨。

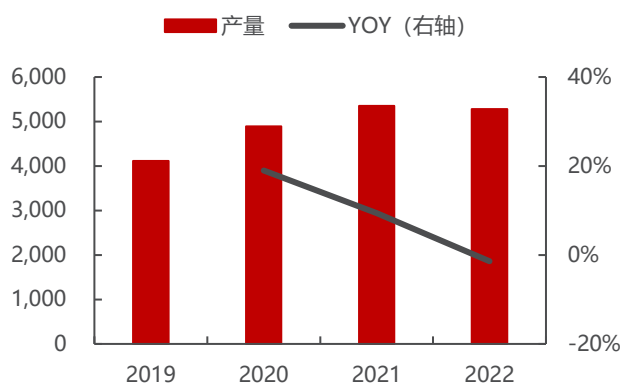
价：22 年公司毛利率上升 0.47pct，至 15.58%。2022 年主要原材料价格上涨。其中，钨矿价格同比+12%，至 11.38 万元/吨。锡价格同比+9.98%，至 24.95 万元/吨。铜价格同比-1.68%，至 6.75 万元/吨。钨矿价格上涨驱动公司毛利率同比上升 0.47pct，至 15.58%。分季度看，22Q4 钨矿价格环比下滑-3.33%，但 Q4 钨粉、刀片等需求环比回升，Q4 公司毛利率环比上升 1.33pct，至 13.67%。

图5：粉末产品销量情况



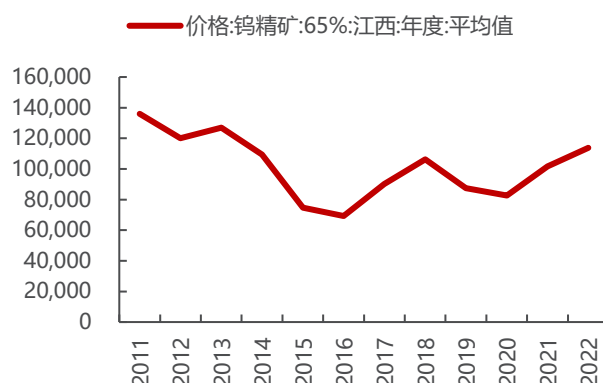
资料来源：wind，民生证券研究院

图6: 钨、锡、铜精矿产量情况 (单位: 吨)



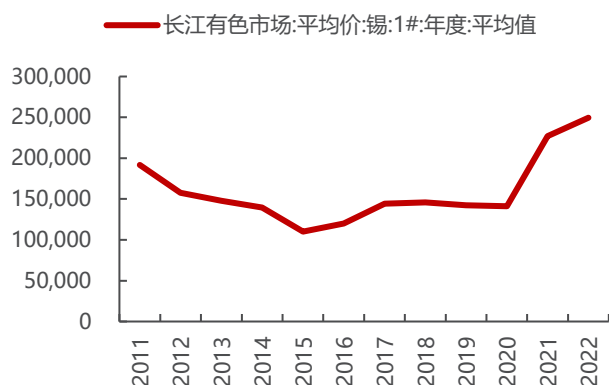
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 钨精矿价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 锡价格走势 (单位: 元/吨)



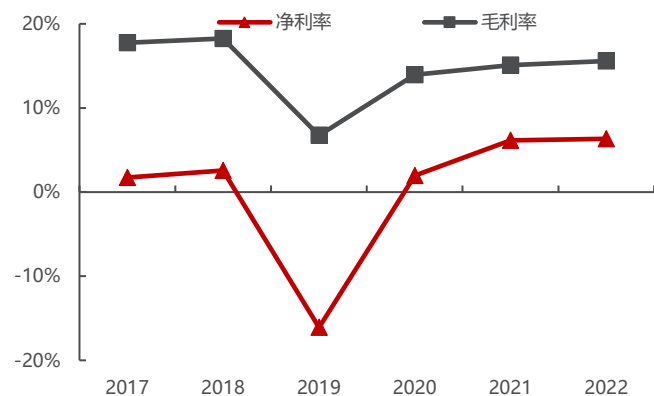
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 铜价格走势 (单位: 元/吨)



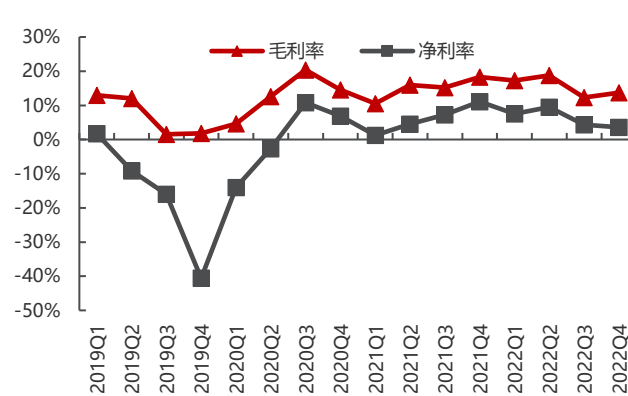
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022 年公司毛利率上升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 公司分季度毛利率变化



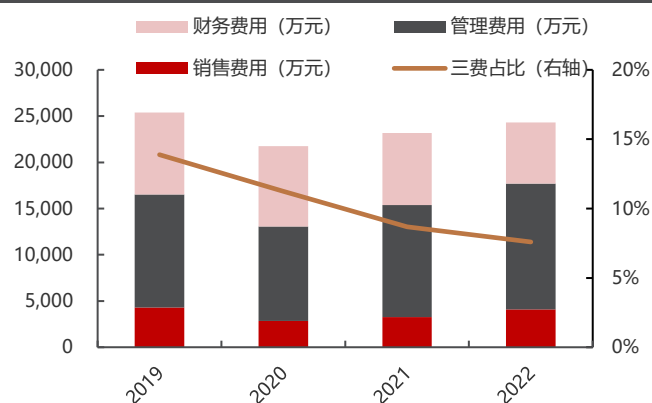
资料来源: wind, 民生证券研究院

期间费用率下滑。公司 2022 年期间费用同比+5.03%，至 2.43 亿元，期间费用率同比下滑 1.10pct，至 7.59%。其中财务费用减少 0.11 亿元，主要是融资成本下降 (-0.04 亿元)，以及汇率变动形成外币汇兑收益 (-0.05 亿元) 所致；管理

费用增加 0.15 亿元，主要是员工薪酬支出增加 (+0.22 亿元) 所致；销售费用增加 0.08 亿元，主要为职工薪酬增加 (+0.05 亿元) 所致。

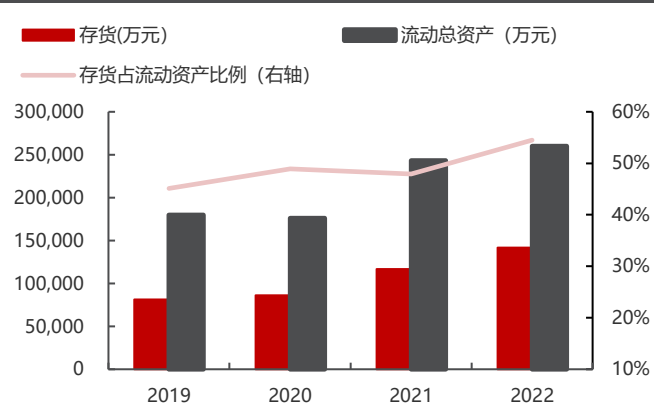
期末存货增加。由于销售订单增加，钨原料库存增加，加之钨原料价格上涨，公司 2022 年末存货同比+21.47%，至 14.17 亿。其中，在产品增加 0.27 亿，发出商品增加 0.30 亿，原材料增加 0.13 亿。

图12：2022 年公司期间费用率下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

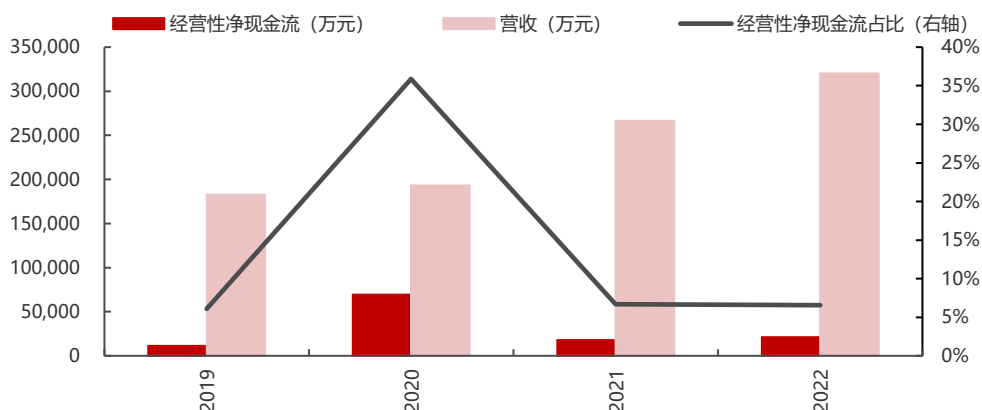
图13：2022 年末公司库存增加



资料来源：wind，民生证券研究院

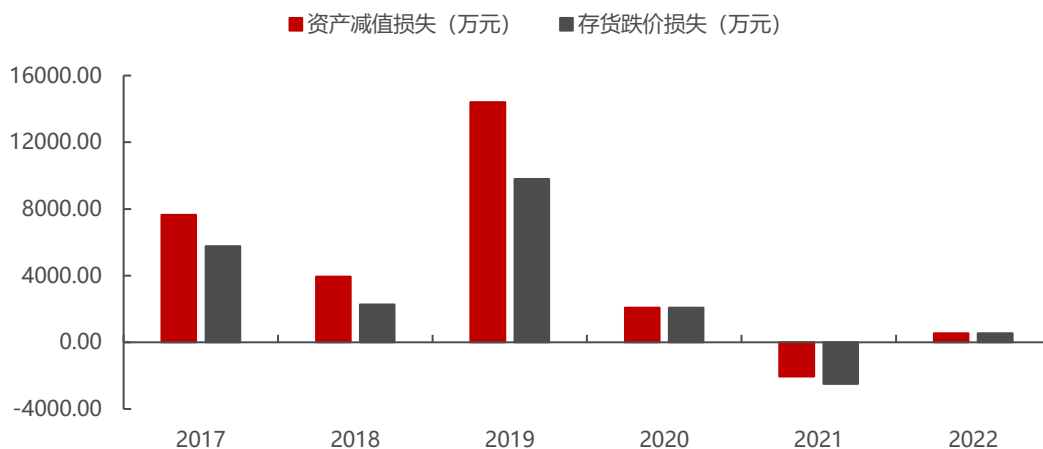
经营活动产生的现金流量净额同比增加 0.31 亿元。2022 年公司回款状况有所改善，虽然原材料采购款同比增长，但商品与劳务支出增幅不及回款，公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额同比增加 0.31 亿元，至 2.10 亿元。

图14：2022 年公司经营性现金流改善



资料来源：wind，民生证券研究院

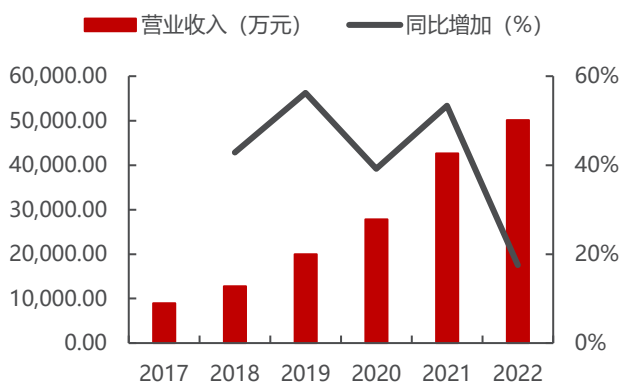
图15: 2022 年资产减值损失增加



资料来源: wind, 民生证券研究院

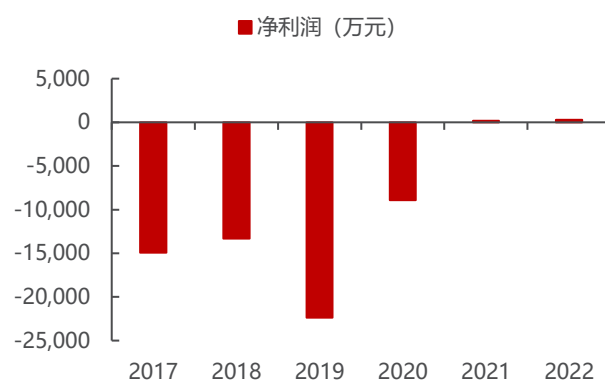
下游刀具持续好转。赣州澳克泰 22 年实现营业收入 50,085.25 万元, 同比 +17.54%, 净利润 274.88 万元, 同比 +56.82%。其中涂层刀片销售收入 23,861.43 万元, 同比 +21.80%, 棒材销售收入 21,265.51 万元, 同比 +8.59%。

图16: 澳克泰 22 年营收同比+17.54%



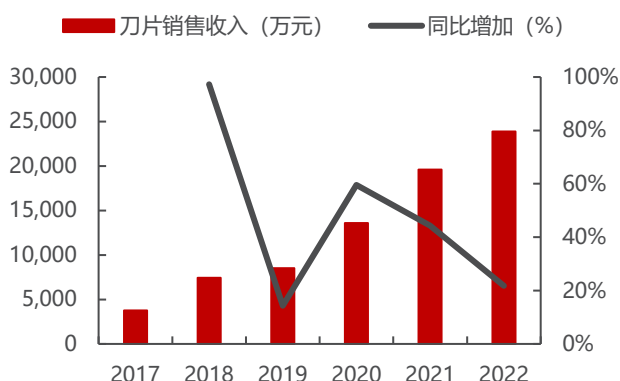
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 澳克泰 22 年净利润同比+56.82%



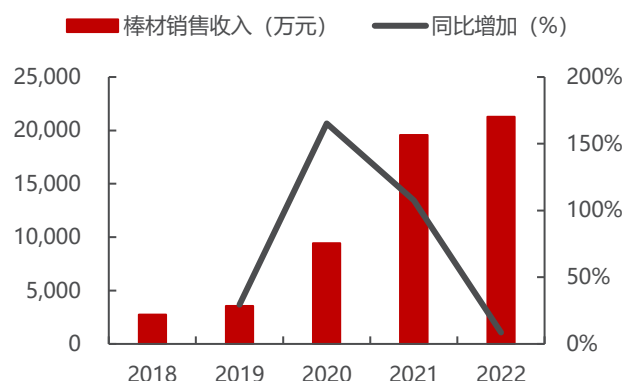
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 22年涂层刀片销售收入同比+21.80%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 22年棒材销售收入同比+8.59%



资料来源: wind, 民生证券研究院

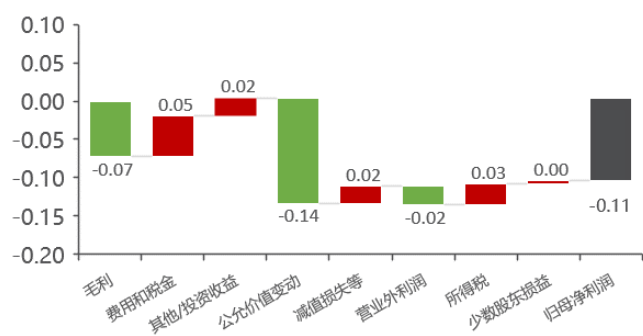
公司地质勘察过程中,在大余石雷钨矿深部发现云英岩型锂矿。大余石雷钨矿中锂矿体产于矿区深部隐伏花岗岩体的顶部,分布于含钨锡石英脉和长石石英脉的两侧,锂元素主要赋存在白云母—多硅白云母之中,具有潜在的综合利用价值。

2.2 2022Q4 业绩环比同比下滑

2022Q4 vs 2022Q3: 2022Q4 归母净利润环比减少 0.11 亿元, 主要的增利点在于费用和税金 (+0.05 亿元)、其他/投资收益 (+0.02 亿元)、所得税 (+0.03 亿元)、减值损失等 (+0.02 亿元); 主要的减利点包括毛利 (-0.07 亿元)、公允价值变动 (-0.14 亿元)、营业外利润 (-0.02 亿元)。

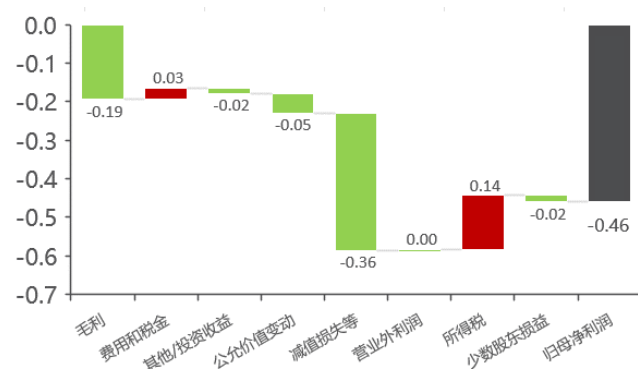
2022Q4 vs 2021Q4: 2022Q4 归母净利润同比减少 0.46 亿元, 主要的增利点在于所得税 (+0.14 亿元)、费用和税金 (+0.03 亿元); 主要的减利点包括毛利 (-0.19 亿元)、其他/投资收益 (-0.02 亿元)、公允价值变动 (-0.05 亿元)、减值损失等 (-0.36 亿元)、少数股东损益 (-0.02 亿元)。

图20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点: 上游钨矿受益钨价上涨, 下游刀具板块持续好转

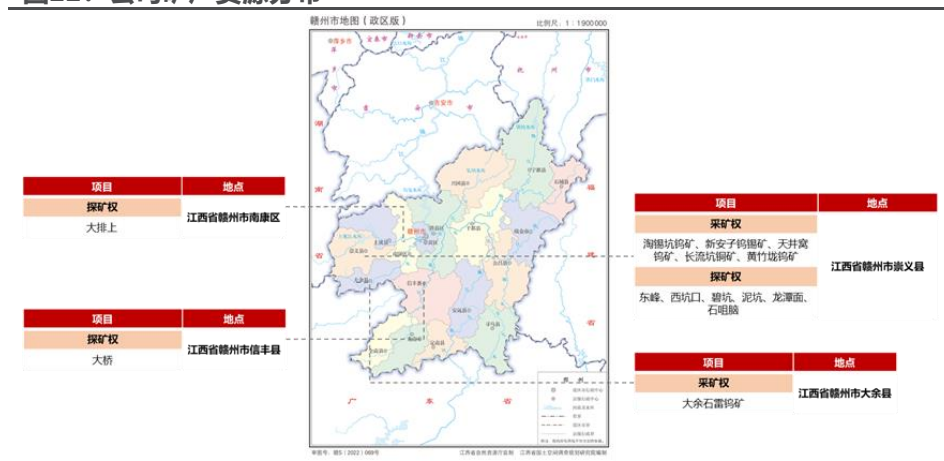
公司资源储备丰富, 钨矿盈利能力较强。公司拥有 6 座采矿权矿山, 8 个探矿权矿区。2022 年, 公司所辖矿权保有钨资源储量 9.46 万吨, 锡资源储量 1.76 万吨, 铜资源储量 1.28 万吨。22 年公司钨矿开采配额 5480 吨, 随着矿山技改及矿山整合逐步推进, 公司钨矿产量有望进一步提升, 公司钨矿生产成本较低, 矿端盈利能力较强。

表1: 公司采矿权矿山情况

矿山	资源储量	2021 年产量 (钨精矿, 吨)	地点	品位	选矿量 (万吨/年)
淘锡坑钨矿	金属量: 钨 33905 吨, 锡 440 吨, 铜 3253 吨, 钼 352 吨, 银 17.24 吨	2365	江西省赣州市崇义县	钨 2.699%, 锡 0.035%, 铜 0.259%, 钼 0.028%	30
新安子钨锡矿	金属量: 钨 16004 吨, 锡 5922 吨,	925	江西省赣州市崇义县	钨 2.074%, 锡 0.760%	17
大余石雷钨矿	金属量: 钨 22040.10 吨, 锡 7963.20 吨, 铜 1511.10 吨, 银 11.33 吨	716	江西省赣州市大余县	钨 0.32%, 锡 0.10%, 铜 0.03%, 银 2.29 克/吨	33
天井窝钨矿	金属量: 钨 5649 吨, 锡 756 吨	0	江西省赣州市崇义县	钨 0.242%, 锡 0.032%	10
长流坑铜矿	金属量: 铜 797 吨, 钨 103 吨, 锡 177 吨	0	江西省赣州市崇义县	铜 0.797%, 钨 0.104%, 锡 0.172%	3
黄竹垅钨矿	金属量: 钨 2968 吨, 铜 726 吨	79	江西省赣州市崇义县	钨 1.519%, 铜 0.372%	3

资料来源: 公司公告, 江西省自然资源厅, 民生证券研究院

图22: 公司矿产资源分布



资料来源: 公司公告, 江西省自然资源厅, 民生证券研究院

抓住发展机遇，下游刀具板块涅槃重生。公司全资子公司赣州澳克泰主要从事硬质合金涂层刀片、棒材及其工具的研发、生产，目前具有高性能硬质合金精密刀具产能 2000 万片/年、硬质合金棒材产能 1000 吨/年。随着国内高端制造业进步，替代进口趋势增强，国产高端刀具需求增加，国内刀具行业面临新的发展机遇。公司通过调整销售策略，优化产品结构，提升生产产能，涂层刀片及棒材产品销量逐步提升。22 年，赣州澳克泰营收增长 17.54%，至 5.01 亿元，净利润增长 56.82%，至 0.03 亿元。国产硬质合金刀片发展前景广阔，公司刀具板块有望成为重要的业绩增长点。

发挥全产业链优势，钨粉产量国内领先。公司主要从事以钨为原料的钨精矿、仲钨酸铵 (APT)、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、热喷涂粉、硬质合金的生产及销售，建立了从钨上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系。公司业务板块包括矿山、粉末、刀片、棒材，截至 22 年，公司拥有钨粉产能 15000 吨、碳化钨粉产能 10600 吨。根据中国钨业协会 2022 年度统计数据，2022 年公司钨粉产量排名国内行业第一，碳化钨粉产量排名国内行业第二。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们把公司主营业务分为钨粉、碳化钨粉、硬质合金制品、其他产品（热喷涂粉和喷涂加工件）四块业务进行拆分预测。

钨粉方面，随着公司改进工艺技术以及调整销售策略，公司钨粉业务产销量有望持续增长。假设 2023-2025 年钨粉销量分别为 4849/5819/6692 吨，售价分别为 258198/271108/284664 元/吨。预计钨粉业务 2023-2025 年分别实现营业收入 12.5、15.8 与 19.0 亿元，毛利率分别为 9.84%、10.27%与 10.69%。

表2：钨粉业务收入拆分及预测

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	9.5	12.5	15.8	19.0
YOY	18.7%	32.0%	26.0%	20.8%
成本	8.6	11.3	14.2	17.0
毛利	0.9	1.2	1.6	2.0
毛利率	9.43%	9.84%	10.27%	10.69%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

碳化钨粉方面，随着产能逐步投放，公司碳化钨粉业务产销量有望持续增长。假设 2023-2025 年碳化钨粉销量分别为 5284/5812/6394 吨，售价分别为 252302/264918/278163 元/吨。预计碳化钨粉业务 2023-2025 年分别实现营业收入 13.3、15.4 与 17.8 亿元，毛利率分别为 10.89%、11.31%与 11.74%。

表3：碳化钨粉业务收入拆分及预测

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	11.0	13.3	15.4	17.8
YOY	32.3%	21.0%	15.5%	15.5%
成本	9.9	11.9	13.7	15.7
毛利	1.2	1.5	1.7	2.1
毛利率	10.48%	10.89%	11.31%	11.74%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

硬质合金制品方面，随着公司刀片、棒材等产品市场逐步开拓，公司硬质合金制品业务销量将稳步增长。假设 2023-2025 年硬质合金制品销量分别为 2255/2481/2729 吨，售价分别为 403090/423244/444406 元/吨。预计硬质合金制品业务 2023-2025 年分别实现营业收入 9.1、10.5 与 12.1 亿元，毛利率分别为 14.20%、14.61%与 15.02%。

表4：硬质合金制品业务收入拆分及预测

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	7.5	9.1	10.5	12.1
YOY		10.4%	21.0%	15.5%
成本	6.5	7.8	9.0	10.3
毛利	1.0	1.3	1.5	1.8
毛利率		13.81%	14.20%	14.61%
				15.02%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

其他产品（热喷涂粉和喷涂加工件）方面，预计其他产品（热喷涂粉和喷涂加工件）业务 2023-2025 年分别实现营业收入 2.2、2.7 与 3.2 亿元，毛利率分别为 30.64%、30.64%与 30.64%。

表5：其他产品（热喷涂粉和喷涂加工件）业务收入拆分及预测

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	1.5	2.2	2.7	3.2
YOY		64.9%	45.0%	20.0%
成本	1.1	1.5	1.8	2.2
毛利	0.4	0.7	0.8	1.0
毛利率		28.17%	30.64%	30.64%
				30.64%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

综上，包含其他业务收入，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 40.1、47.9 与 56.5 亿元，分别同比+25.3%、+19.4%与+17.8%；预计毛利率分别为 16.12%、16.59%与 17.14%。

表6：公司营业总收入及毛利预测

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	32.0	40.1	47.9	56.5
YOY		20.2%	25.3%	19.4%
成本	27.0	33.7	40.0	46.8
毛利	5.0	6.5	8.0	9.7
毛利率		15.58%	16.12%	16.59%
				17.14%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

估值分析: 我们选取以硬质合金为主要业务的中钨高新、厦门钨业作为可比公司。1) **中钨高新**是中国最大的硬质合金综合供应商, 2021 年硬质合金产量占国内 27%。公司主要产品有硬质合金切削刀片及刀具、粉末制品、难熔金属等, 广泛应用于汽车制造、数控机床、航空航天、军工、模具加工等制造加工领域。其中数控刀具、PCB 微钻为核心产品, 2021 年公司硬质合金产品产量超 1.3 万吨, 占国内产量 27%, 生产规模位居世界第一。2) **厦门钨业**拥有“钨钼+稀土+正极材料”三大业务, 是目前全球领先的钨冶炼产品加工企业, 和世界级大型钨粉生产基地, 拥有完整钨产业链, 是国内高端硬质合金行业标杆企业。

以 4 月 19 日收盘价测算, 可比公司 2023 年平均 PE 为 15 倍, 章源钨业 2023 年 PE 为 28 倍, 高于可比公司 PE 平均值。由于章源钨业 2022-2024 年业绩增速较高, 2022-2024 年复合增长率达到 38.36%, 高于可比公司平均 30.82% 的复合增长率, 因此章源钨业有一定估值溢价。

表7: 章源钨业可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000657.SZ	*中钨高新	13.98	0.57	0.80	1.02	25	17	14
600549.SH	*厦门钨业	20.69	1.24	1.63	2.03	17	13	10
	平均 PE					21	15	12
002378.SZ	章源钨业	8.73	0.22	0.32	0.42	40	28	21

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 标*可比公司数据采用 wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 4 月 19 日, 中钨高新、厦门钨业 2022 年数据为一致预期值

4.3 投资建议

公司作为国内钨产业链一体化企业, 持续扩张产能, 硬质合金需求稳步增长, 刀片板块发展前景广阔, 公司业绩未来可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.93/3.89/4.70 亿元, 对应现价, 2023-2025 年 PE 依次为 28/21/17 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) **产品价格大幅下跌。**公司产品的盈利随金属价格波动而变化，若金属价格出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) **原材料价格大幅波动。**公司原料自给率约为四分之一，若原材料价格出现大幅波动，会对生产成本产生较大影响，公司经营将受到不利影响

3) **项目进展不及预期。**公司有在建项目，若项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,203	4,014	4,792	5,645
营业成本	2,704	3,367	3,997	4,677
营业税金及附加	14	16	18	20
销售费用	41	44	52	62
管理费用	136	169	201	239
研发费用	47	58	70	90
EBIT	286	385	497	598
财务费用	66	67	77	83
资产减值损失	-5	-5	-6	-5
投资收益	10	14	16	14
营业利润	234	327	430	524
营业外收支	-12	-7	-4	-4
利润总额	222	320	426	520
所得税	19	29	38	52
净利润	203	291	388	468
归属于母公司净利润	203	293	389	470
EBITDA	535	659	806	931

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	559	751	915	1,103
应收账款及票据	261	305	357	399
预付款项	10	21	25	29
存货	1,417	1,738	2,025	2,360
其他流动资产	354	424	491	565
流动资产合计	2,600	3,240	3,813	4,456
长期股权投资	105	119	135	149
固定资产	1,308	1,407	1,458	1,556
无形资产	438	455	465	475
非流动资产合计	2,191	2,345	2,435	2,535
资产合计	4,792	5,585	6,249	6,991
短期借款	558	758	808	858
应付账款及票据	914	1,126	1,336	1,563
其他流动负债	385	427	457	489
流动负债合计	1,856	2,310	2,600	2,910
长期借款	707	857	957	1,057
其他长期负债	224	222	226	226
非流动负债合计	930	1,079	1,183	1,283
负债合计	2,786	3,389	3,783	4,193
股本	924	924	924	924
少数股东权益	4	3	1	-1
股东权益合计	2,006	2,195	2,466	2,798
负债和股东权益合计	4,792	5,585	6,249	6,991

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.23	25.32	19.36	17.81
EBIT 增长率	8.58	34.48	29.07	20.31
净利润增长率	23.24	43.85	33.07	20.84
盈利能力 (%)				
毛利率	15.58	16.12	16.59	17.14
净利润率	6.35	7.29	8.12	8.33
总资产收益率 ROA	4.24	5.24	6.23	6.73
净资产收益率 ROE	10.16	13.34	15.79	16.81
偿债能力				
流动比率	1.40	1.40	1.47	1.53
速动比率	0.59	0.61	0.65	0.68
现金比率	0.30	0.33	0.35	0.38
资产负债率 (%)	58.14	60.69	60.54	59.97
经营效率				
应收账款周转天数	29.56	30.00	28.50	27.00
存货周转天数	191.27	189.00	185.50	184.50
总资产周转率	0.68	0.77	0.81	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.32	0.42	0.51
每股净资产	2.17	2.37	2.67	3.03
每股经营现金流	0.23	0.47	0.65	0.75
每股股利	0.12	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	40	28	21	17
PB	4.0	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	16.92	13.96	11.40	9.83
股息收益率 (%)	1.37	1.15	1.15	1.15

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	203	291	388	468
折旧和摊销	249	274	309	334
营运资金变动	-328	-225	-195	-220
经营活动现金流	210	439	601	692
资本开支	-214	-418	-384	-423
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-202	-418	-384	-423
股权募资	0	0	0	0
债务募资	76	350	150	150
筹资活动现金流	-121	172	-53	-80
现金净流量	-112	193	164	188

插图目录

图 1: 2022 年营收同比+20.2%.....	3
图 2: 2022 年归母净利润同比+23.2%.....	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化.....	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化.....	3
图 5: 粉末产品销量情况.....	4
图 6: 钨、锡、铜精矿产量情况 (单位: 吨)	5
图 7: 钨精矿价格走势 (单位: 元/吨)	5
图 8: 锡价格走势 (单位: 元/吨)	5
图 9: 铜价格走势 (单位: 元/吨)	5
图 10: 2022 年公司毛利率上升	5
图 11: 公司分季度毛利率变化.....	5
图 12: 2022 年公司期间费用率下滑	6
图 13: 2022 年末公司库存增加	6
图 14: 2022 年公司经营性现金流改善.....	6
图 15: 2022 年资产减值损失增加.....	7
图 16: 澳克泰 22 年营收同比+17.54%.....	7
图 17: 澳克泰 22 年净利润同比+56.82%	7
图 18: 22 年涂层刀片销售收入同比+21.80%.....	8
图 19: 22 年棒材销售收入同比+8.59%.....	8
图 20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 22: 公司矿产资源分布.....	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司采矿权矿山情况	9
表 2: 钨粉业务收入拆分及预测	11
表 3: 碳化钨粉业务收入拆分及预测.....	11
表 4: 硬质合金制品业务收入拆分及预测	12
表 5: 其他产品 (热喷涂粉和喷涂加工件) 业务收入拆分及预测.....	12
表 6: 公司营业总收入及毛利预测	12
表 7: 章源钨业可比公司 PE 数据对比.....	13
公司财务报表数据预测汇总.....	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026