

加码下游精深加工，行业翘楚业绩稳增

2023年04月24日

【投资要点】

- ◆ 2023年4月18日，章源钨业发布年报，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%；实现扣非归母净利润1.7亿元，同比+29.7%。
- ◆ 钨行业景气度回升，公司年度业绩稳增。2022年公司经营业绩稳步增长，主要原因系上游原料价格上升叠加下游强劲需求，各产品销售收入均保持同步增长趋势，同时智能制造及科技创新推动公司产品产能提升，销售毛利率及归属于上市公司股东净利润同比增长。
- ◆ 全资子公司赣州澳克泰乘高端制造业需求大增机遇，经营业绩大幅提升。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、生产及销售，定位于“做难加工材料切削专家”，其产品主要用于汽车零部件制造、通用机械、工程机械加工、航空航天、数控机床等领域的工业切削加工。2022年赣州澳克泰实现营业收入5亿元，较上年同期增长17.5%，净利润274.88万元，较上年同期增长56.8%。目前赣州澳克泰高性能硬质合金精密刀具产能为2,000万片/年，硬质合金棒材产能为1,000吨/年，公司已入选工业和信息化部建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业名单，释放现有产能，扩充有竞争力、高附加值产品的产能指日可待。
- ◆ 加码下游精深加工环节，布局全产业链助力公司未来价值成长。章源钨业建立了从钨上游探矿、采矿、选矿，中游冶炼、制粉，下游精深加工的一体化生产体系。目前公司共拥有6座采矿权矿山和8个探矿权矿区，报告期内公司不断推进现有资源整合，加速矿山智能化建设，借助区域优势夯实上游资源保障；公司中游主要以钨的冶炼、制粉为主，据中国钨业协会2022年度统计数据，报告期内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。目前公司钨粉产能为15,000吨/年，碳化钨粉产能为10,600吨/年，公司不断发挥钨原料自身生产优势、技术和研发优势以提高产品工艺技术，截至年报披露日，公司“超高性能钨粉体智能制造项目”一期已完成验收，目前正式投入生产，将增加公司碳化钨粉产能2,500吨；在下游端，公司精深加工厂及赣州澳克泰不断加大硬质合金研发投入，开发更多高附加值的特色产品、拳头产品，提高公司在钨加工行业中的竞争优势，目前赣州澳克泰生产的部分产品已经达到或超过国外高端品牌的同类产品，2022年，赣州澳克泰在美国投资设立澳克泰美国股份有限公司，进一步拓展海外市场，未来公司下游精深加工环节的利润增长预期向好。

增持（首次）

东方财富证券研究所

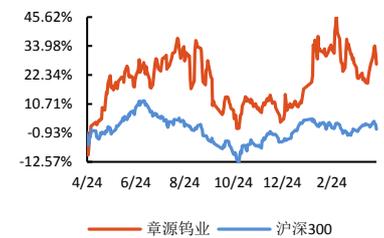
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

证券分析师：程文祥

证书编号：S1160522090002

相对指数表现



基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总市值（百万元） | 7495.00 |
| 流通市值（百万元） | 7446.71 |
| 52周最高/最低（元） | 9.74/5.91 |
| 52周最高/最低（PE） | 43.09/23.77 |
| 52周最高/最低（PB） | 4.40/2.93 |
| 52周涨幅（%） | 38.25 |
| 52周换手率（%） | 364.13 |

相关研究

【投资建议】

- ◆ 公司是国内钨产品行业龙头，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，钨行业整体景气度上升，硬质合金产品下游需求强劲，未来发展整体向好。报告期内公司加码下游深加工领域，全资子公司赣州澳克泰加速研发，积极扩展业务边界，提升下游硬质合金等产品的盈利潜力。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 37.20 亿元、41.44 亿元、46.55 亿元；归母净利润分别为 2.80 亿元、3.20 亿元、3.73 亿元；对应 EPS 为 0.30、0.35、0.40 元/股；对应 PE 为 27.86、24.40、20.96。鉴于公司未来发展前景良好，战略眼光长远，把握机会能力强，我们给予“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 32.03 | 37.20 | 41.44 | 46.55 |
| 增长率(%) | 20.23% | 16.11% | 11.40% | 12.35% |
| EBITDA（亿元） | 5.35 | 5.58 | 6.07 | 6.72 |
| 归属母公司净利润（亿元） | 2.03 | 2.80 | 3.20 | 3.73 |
| 增长率(%) | 23.24% | 37.84% | 14.17% | 16.43% |
| EPS(元/股) | 0.22 | 0.30 | 0.35 | 0.40 |
| 市盈率 (P/E) | 32.00 | 27.86 | 24.40 | 20.97 |
| 市净率 (P/B) | 3.25 | 3.42 | 3.00 | 2.63 |
| EV/EBITDA | 14.00 | 15.67 | 13.83 | 12.59 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 钨行业景气度不及预期；
- ◆ 矿山资源整合不及预期；
- ◆ 研发成果转化不及预期。

资产负债表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 2600.30 | 2946.10 | 3471.82 | 3864.41 |
| 货币资金 | 558.59 | 603.17 | 975.17 | 906.45 |
| 应收及预付 | 270.63 | 323.28 | 302.17 | 409.95 |
| 存货 | 1417.21 | 1578.28 | 1696.91 | 2029.32 |
| 其他流动资产 | 353.87 | 441.37 | 497.58 | 518.69 |
| 非流动资产 | 2191.44 | 2314.20 | 2285.47 | 2378.13 |
| 长期股权投资 | 105.45 | 111.92 | 117.31 | 123.43 |
| 固定资产 | 1307.73 | 1284.09 | 1268.68 | 1285.44 |
| 在建工程 | 24.18 | 72.83 | 46.96 | 95.19 |
| 无形资产 | 437.90 | 529.17 | 536.33 | 557.89 |
| 其他长期资产 | 316.19 | 316.19 | 316.19 | 316.19 |
| 资产总计 | 4791.74 | 5260.30 | 5757.29 | 6242.54 |
| 流动负债 | 1856.01 | 2044.41 | 2222.56 | 2335.92 |
| 短期借款 | 557.73 | 557.73 | 557.73 | 557.73 |
| 应付及预收 | 913.70 | 1035.24 | 1203.02 | 1305.33 |
| 其他流动负债 | 384.57 | 451.43 | 461.81 | 472.86 |
| 非流动负债 | 930.06 | 930.06 | 930.06 | 930.06 |
| 长期借款 | 706.50 | 706.50 | 706.50 | 706.50 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 223.56 | 223.56 | 223.56 | 223.56 |
| 负债合计 | 2786.08 | 2974.47 | 3152.62 | 3265.98 |
| 实收资本 | 924.17 | 924.17 | 924.17 | 924.17 |
| 资本公积 | 579.50 | 579.50 | 579.50 | 579.50 |
| 留存收益 | 490.41 | 770.68 | 1090.71 | 1463.35 |
| 归属母公司股东权 | 2001.86 | 2282.13 | 2602.16 | 2974.80 |
| 少数股东权益 | 3.80 | 3.70 | 2.50 | 1.76 |
| 负债和股东权益 | 4791.74 | 5260.30 | 5757.29 | 6242.54 |

利润表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 3203.37 | 3719.56 | 4143.73 | 4655.35 |
| 营业成本 | 2704.42 | 3143.18 | 3502.65 | 3931.26 |
| 税金及附加 | 14.46 | 16.19 | 17.51 | 20.32 |
| 销售费用 | 40.78 | 49.15 | 52.74 | 60.01 |
| 管理费用 | 136.07 | 174.70 | 186.40 | 208.60 |
| 研发费用 | 47.23 | 60.73 | 62.34 | 71.56 |
| 财务费用 | 66.33 | 57.55 | 57.23 | 54.55 |
| 资产减值损失 | -5.42 | 0.21 | 0.08 | 0.10 |
| 公允价值变动收益 | 3.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 10.10 | 8.82 | 13.13 | 13.49 |
| 资产处置收益 | 0.52 | 0.34 | 0.21 | 0.47 |
| 其他收益 | 44.39 | 78.14 | 69.77 | 80.23 |
| 营业利润 | 234.16 | 305.56 | 348.03 | 403.33 |
| 营业外收入 | 1.18 | 1.38 | 0.16 | 0.19 |
| 营业外支出 | 13.10 | 10.60 | 0.36 | 1.58 |
| 利润总额 | 222.24 | 296.34 | 347.84 | 401.94 |
| 所得税 | 19.27 | 16.16 | 29.04 | 30.11 |
| 净利润 | 202.97 | 280.18 | 318.80 | 371.83 |
| 少数股东损益 | -0.37 | -0.10 | -1.19 | -0.74 |
| 归属母公司净利润 | 203.34 | 280.29 | 319.99 | 372.57 |
| EBITDA | 534.68 | 557.70 | 607.05 | 671.93 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 209.72 | 432.74 | 606.78 | 300.89 |
| 净利润 | 202.97 | 280.18 | 318.80 | 371.83 |
| 折旧摊销 | 248.55 | 203.95 | 215.20 | 228.11 |
| 营运资金变动 | -327.81 | -112.82 | 24.43 | -347.95 |
| 其它 | 86.01 | 61.43 | 48.36 | 48.90 |
| 投资活动现金流 | -201.82 | -326.57 | -173.24 | -308.10 |
| 资本支出 | -214.42 | -328.91 | -180.98 | -315.47 |
| 投资变动 | -1.70 | -6.48 | -5.39 | -6.12 |
| 其他 | 14.30 | 8.82 | 13.13 | 13.49 |
| 筹资活动现金流 | -121.05 | -61.57 | -61.57 | -61.57 |
| 银行借款 | 1794.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -1915.14 | -61.57 | -61.57 | -61.57 |
| 现金净增加额 | -112.37 | 44.58 | 372.00 | -68.71 |
| 期初现金余额 | 428.31 | 315.93 | 360.51 | 732.51 |
| 期末现金余额 | 315.93 | 360.51 | 732.51 | 663.80 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 20.23% | 16.11% | 11.40% | 12.35% |
| 营业利润增长 | 22.04% | 30.49% | 13.90% | 15.89% |
| 归属母公司净利润增长 | 23.24% | 37.84% | 14.17% | 16.43% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 15.58% | 15.50% | 15.47% | 15.55% |
| 净利率 | 6.34% | 7.53% | 7.69% | 7.99% |
| ROE | 10.16% | 12.28% | 12.30% | 12.52% |
| ROIC | 7.38% | 8.75% | 8.67% | 9.10% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 58.14% | 56.55% | 54.76% | 52.32% |
| 净负债比率 | 48.70% | 40.78% | 21.51% | 21.13% |
| 流动比率 | 1.40 | 1.44 | 1.56 | 1.65 |
| 速动比率 | 0.59 | 0.61 | 0.75 | 0.74 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.67 | 0.71 | 0.72 | 0.75 |
| 应收账款周转率 | 12.35 | 12.67 | 15.25 | 12.20 |
| 存货周转率 | 2.26 | 2.36 | 2.44 | 2.29 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.22 | 0.30 | 0.35 | 0.40 |
| 每股经营现金流 | 0.23 | 0.47 | 0.66 | 0.33 |
| 每股净资产 | 2.17 | 2.47 | 2.82 | 3.22 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 32.00 | 27.86 | 24.40 | 20.96 |
| P/B | 3.25 | 3.42 | 3.00 | 2.63 |
| EV/EBITDA | 14.00 | 15.67 | 13.79 | 12.56 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。