



买入(维持)

所属行业: 有色金属/稀有金属
当前价格(元): 8.45

证券分析师

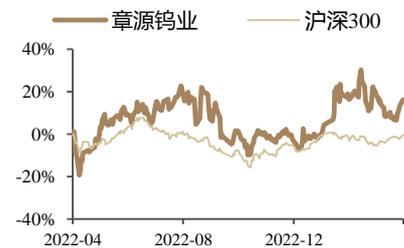
张崇欣

资格编号: S0120522100003

邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.42	-0.35	16.39
相对涨幅(%)	-7.76	-1.72	16.12

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《章源钨业: 钨矿资源储备丰富, 刀片业务厚积薄发》, 2023.4.17

章源钨业 (002378.SZ): 超细钨粉一期落地, 刀片&棒材业绩放量

投资要点

- 事件:** 公司披露 2022 年度报告。2022 年全年营收 32.03 亿元, 同比+20.23%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比+23.24%; 扣非归母净利润 1.70 亿元, 同比+29.69%, 符合预期。
- 下游: 看好公司澳克泰子公司盈利能力。** 公司全资子公司赣州澳克泰高性能硬质合金精密刀具产能为 2000 万片/年, 硬质合金棒材产能为 1000 吨/年。2022 年, 赣州澳克泰实现营业收入 5.01 亿元, 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 2.39 亿元, 同比+21.80%, 棒材销售收入 2.13 亿元, 同比+8.59%。随着国产替代趋势的增强及智能制造业的增长, 高端刀具的市场需求不断增加。2022 年, 赣州澳克泰由产品线布局转为行业应用布局, 通过差异化销售策略, 集中资源, 聚焦核心客户, 在汽车、航空航天、工程机械、3C 小零件等行业拥有了一批重点核心客户, 目前赣州澳克泰产品出口亚洲、欧洲、美洲, 覆盖了主要刀具市场和区域, 赣州澳克泰“难加工材料切削专家”的品牌形象, 进一步得到了国际市场的认可。2022 年, 硬质合金综合毛利率同比增加 5.83 个百分点, 主要是由于赣州澳克泰高端刀片产品通过技术创新, 产品质量提升, 刀片产品销量与毛利率均有一定幅度提高。
- 中游: 超细钨粉一期落地, 智能制造助力产品质量提升。** 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 2500 吨。公司已实现细颗粒、中颗粒、粗颗粒粉末产品独立生产线生产, 为客户定制更高品质、更高一致性的特色产品。公司对粉末产品建立了工艺标准鉴定体系和数据评价分析库, 通过对生产过程的实时控制及参数调控, 产品质量、产品稳定性进一步提升。
- 上游: 勘探找矿成果显著, 资源整合有序推进,** 公司矿山矿体属石英脉黑钨矿型, 黑钨矿伴生于石英脉中, 主要矿种为钨、锡、铜。根据矿床的特点, 矿石经过破碎、智能选矿机、重力选及精选的过程, 先后分离出钨、锡、铜等精矿产品, 2022 年钨、锡、铜总产量 5276.47 吨。2022 年公司重点开展了碧坑、泥坑、石咀脑探矿权矿区的地质勘探和新安子钨锡矿、大余石雷钨矿探矿权矿区的深部找矿工作, 通过对重点区域实施布孔勘察, 发现石英脉 630 余条, 同时找出深部多处石英大脉, 找矿勘探成效显著。地质勘察过程中, 在公司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。
- 盈利预测。** 我们看好公司 5000 吨超细碳化钨粉产能(一期)的落地, 进一步实现在超高性能钨粉体制备领域自主知识产权的智能化生产。我们重点关注子公司澳克泰的盈利模型, 进口替代逻辑将为公司贡献量价增量。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 36、45 和 49 亿元, 归母净利分别为 3.3、4.5 和 5.5 亿元, 同比增速 60%、37%和 23%, 对应 2023 年 4 月 17 日 78 亿市值下的 PE 分别为 24x、17x 和 14x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** APT 价格大幅回落; 超细碳化钨粉产能落地节奏不及预期; 刀片及棒材下游市场需求不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	924.17
流通 A 股(百万股):	921.59
52 周内股价区间(元):	5.87-9.48
总市值(百万元):	7,809.21
总资产(百万元):	4,801.74
每股净资产(元):	2.13

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,664	3,203	3,640	4,490	4,916
(+/-)YOY(%)	38.0%	20.2%	13.6%	23.3%	9.5%
净利润(百万元)	165	203	326	447	548
(+/-)YOY(%)	343.8%	23.2%	60.1%	37.1%	22.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.18	0.22	0.35	0.48	0.59
毛利率(%)	15.1%	15.6%	17.1%	17.7%	18.8%
净资产收益率(%)	8.8%	10.2%	14.8%	18.1%	19.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.35	0.48	0.59
每股净资产	2.17	2.38	2.67	3.02
每股经营现金流	0.23	0.53	0.25	1.01
每股股利	0.12	0.14	0.19	0.24
价值评估(倍)				
P/E	32.00	23.98	17.49	14.25
P/B	3.25	3.55	3.17	2.80
P/S	2.44	2.15	1.74	1.59
EV/EBITDA	14.00	15.18	12.74	10.25
股息率%	1.7%	1.7%	2.3%	2.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.6%	17.1%	17.7%	18.8%
净利润率	6.3%	8.9%	9.9%	11.1%
净资产收益率	10.2%	14.8%	18.1%	19.6%
资产回报率	4.2%	6.7%	8.2%	10.3%
投资回报率	7.4%	10.1%	12.7%	14.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.2%	13.6%	23.3%	9.5%
EBIT 增长率	8.6%	41.5%	28.8%	20.2%
净利润增长率	23.2%	60.1%	37.1%	22.7%
偿债能力指标				
资产负债率	58.1%	54.9%	54.9%	47.5%
流动比率	1.4	1.5	1.6	2.1
速动比率	0.6	0.7	0.5	1.0
现金比率	0.3	0.3	0.1	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.5	23.5	24.0	23.7
存货周转天数	172.0	166.7	169.3	168.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	2.4	2.7	3.5	4.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	203	326	447	548
少数股东损益	-0	-2	-2	-2
非现金支出	267	167	168	164
非经营收益	67	59	43	35
营运资金变动	-328	-57	-421	189
经营活动现金流	210	493	235	932
资产	-214	-201	-95	3
投资	-2	-5	-6	-5
其他	14	13	15	17
投资活动现金流	-202	-193	-85	15
债权募资	76	-77	-187	-133
股权募资	0	0	0	0
其他	-197	-201	-242	-274
融资活动现金流	-121	-279	-429	-407
现金净流量	-112	21	-279	541

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,203	3,640	4,490	4,916
营业成本	2,704	3,016	3,697	3,993
毛利率%	15.6%	17.1%	17.7%	18.8%
营业税金及附加	14	15	19	21
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	41	45	57	62
营业费用率%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
管理费用	136	160	194	214
管理费用率%	4.2%	4.4%	4.3%	4.4%
研发费用	47	52	65	71
研发费用率%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%
EBIT	286	405	521	627
财务费用	66	63	55	50
财务费用率%	2.1%	1.7%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	10	13	15	17
营业利润	234	355	482	594
营业外收支	-12	-1	5	3
利润总额	222	354	487	597
EBITDA	535	572	689	791
所得税	19	30	42	51
有效所得税率%	8.7%	8.6%	8.6%	8.6%
少数股东损益	-0	-2	-2	-2
归属母公司所有者净利润	203	326	447	548

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	559	580	301	841
应收账款及应收票据	261	215	385	265
存货	1,417	1,376	2,102	1,624
其它流动资产	364	473	515	583
流动资产合计	2,600	2,644	3,303	3,314
长期股权投资	105	110	116	121
固定资产	1,308	1,348	1,285	1,124
在建工程	24	17	12	8
无形资产	438	438	438	438
非流动资产合计	2,191	2,229	2,167	2,008
资产总计	4,792	4,873	5,469	5,322
短期借款	558	479	292	159
应付票据及应付账款	914	861	1,351	996
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	385	402	429	444
流动负债合计	1,856	1,742	2,072	1,598
长期借款	707	707	707	707
其它长期负债	224	225	225	225
非流动负债合计	930	932	932	932
负债总计	2,786	2,673	3,004	2,530
实收资本	924	924	924	924
普通股股东权益	2,002	2,197	2,465	2,794
少数股东权益	4	2	0	-2
负债和所有者权益合计	4,792	4,873	5,469	5,322

信息披露

分析师与研究助理简介

张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。