

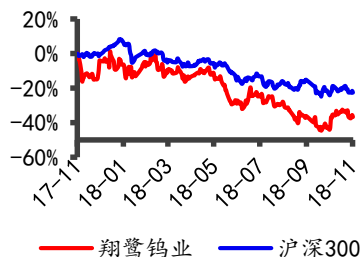
投资评级

中性

公司基本情况

收盘价（元）	16.93
52 周最高（元）	27.83
52 周最低（元）	14.12
总市值（亿元）	28.78
流通市值（亿元）	12.16
总股本（亿股）	1.70
流通股本（亿股）	0.72
每股净资产（元）	4.95
资产负债率（%）	49.12

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

专注钨制品行业，短期业绩弹性明显

——翔鹭钨业（002842）

核心观点

● **公司专注钨制品行业，募投+并购带来业绩弹性。**公司成立于 1997 年，2012 年变更为股份公司，2017 年初登陆中小板，自成立以来一直专注于钨制品的开发、生产和销售，主要产品包括各种规格氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨合金粉及钨硬质合金等，属加工型企业，近年通过 IPO 募投与并购逐步向产业链上下游延伸。根据 2017 年报口径，公司主要产品及营收占比为：碳化钨粉 60.5%、氧化钨 24.5%、硬质合金 8.3%、钨粉 5.5%、合金粉 1.1% 以及其它约 0.1%，考虑到毛利率差异，碳化钨粉、硬质合金、氧化钨合计贡献毛利超九成。成长性方面，公司 2013-2017 年营收、营业利润复合增速分别为 8.7%、5.7%，区间成长性一般，且稳定性不佳，波动明显。盈利能力方面，公司 2013-2017 年期间摊薄 ROE 期间均值为 13.14% 且除 2017 年因 IPO 募资影响外，区间表现较为平稳；期间毛利率、净利率均值分别为 15.56%、7.50%，尽管表现并不突出，但表现稳定，无显著起伏。目前公司主要看点在于：一方面，2017 年的并购及后续 IPO 新建项目投产将改善公司盈利结构、提升盈利能力，另一方面，钨价自 2017 年下半年以来，大幅上涨并维持高位，带动公司短期盈利弹性得到显著改善。

● **供给端产量稳中趋降、整体偏紧，需求下行致钨边际价格承压。**我国是全球最大的钨消费国，占比约为全球的一半，出口占全球约三成，2016 年我国钨精矿产量全球占比达 81%，这就决定了在全球钨制品上游市场以中国为主导的供需及价格机制。我们认为 18Q4-19H1 期间，钨价边际有一定压力，但整体仍将维持强势震荡：1) 供给端，开采方面，国内钨原料市场在生态、环保、资源法等政策面收紧的背景下，叠加钨矿开采成本刚性上升、资源品位下降、市场库存处于较低水平等因素，共同决定了我国中短期钨精矿产量稳中趋降的局面，而国外市场钨精矿产量全球占比较小，总体产量平稳；2) 需求端，国内经济下行边际压力增大，下游需求将受到影响，而出口方面，美国对我国出口硬质合金混合料下游的钨制品加增关税，短期影响有限，但后期中美贸易摩擦仍存变数，国际钨市场不确定性增加。以碳化钨粉为例，出口价格保持年初 3 月以来相对高位，而 2018 年 7 月以来国产碳化钨粉价格出现明显承压下行迹象。

● **公司通过募投、并购进行产业链延伸，业绩弹性明显增强。**公司 2017 年通过 IPO 募资新建年产 300 吨特种硬质合金产业化项目及工具项目，

同年 8 月收购大余隆鑫泰 51% 股权，两者助力公司实现了向钨产业链上下游的业务延伸，考虑到钨产业链利润分布“两头大，中间小”的情况，我们认为公司在完善业务布局的同时，盈利能力也得到了显著提升。公司目前受益于以下因素，中短期业绩弹性显著：1) 18H1 隆鑫泰表现不佳，仅盈利 22 万，主要为公司以本部标准进行工艺升级改造所致，改造完成后将正常贡献业绩，中短期带来增量；2) 子公司广东翔鹭精密上半年因尚处于团队搭建阶段，导致亏损 181 万，目前已开始试生产，小批量刀具投放市场，后续将成为公司新的利润增长点；3) 盈利能力方面，公司 18H1 完成了对隆鑫泰的生产工艺升级改造和对本部全自动化粉末新车间的建设，盈利能力将有所提升。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.62 元、0.58 元和 0.52 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 27.3 倍、29.3 倍和 32.6 倍，给予“中性”的投资评级。

● **风险提示：**经济下行，下游需求大幅下滑；产能投放进度晚于预期；汇率波动风险。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	976	1,621	1,701	1,616
增长率（%）	36.5%	66.1%	5.0%	-5.0%
净利润（百万元）	69	105	98	88
增长率（%）	20.6%	53.1%	-7.0%	-10.0%
EPS（元）	0.41	0.62	0.58	0.52

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	277	241	249	290
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	222	368	386	367
其他应收款	3	3	3	3
存货	418	627	587	491
其他流动资产	60	73	73	73
流动资产合计	980	1,312	1,298	1,223
长期投资	-	-	-	-
固定资产	174	239	351	453
无形资产	80	133	140	133
其他非流动资产	285	269	276	269
非流动资产合计	539	641	766	854
资产总计	1,519	1,953	2,064	2,078
短期借款	282	375	394	374
应付及预收	302	502	527	500
其他流动负债	51	44	44	44
流动负债	635	921	965	919
长期借款	-	66	66	66
应付债券	-	-	-	-
其他非流动负债	21	19	19	19
非流动负债	21	85	85	85
负债合计	657	1,006	1,049	1,004
股本	100	170	170	170
资本公积	402	332	332	332
留存收益	271	356	424	483
母公司所有者权益	773	858	926	986
少数股东权益	90	89	89	89
负债和股东权益	1,519	1,953	2,064	2,078

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	-98	-10	195	242
投资现金流净额	-289	-132	-150	-129
筹资现金流净额	422	107	-33	-55

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	976	1,621	1,701	1,616
营业成本	826	1,382	1,467	1,401
营业税金及附加	3	5	5	5
销售费用	7	9	9	8
管理费用	57	38	39	36
研发费用	-	41	43	41
财务费用	13	25	27	25
资产减值损失	-0	9	10	9
其他收益	3	5	5	5
投资净收益	3	3	3	3
公允变动收益	-	-	-	-
资产处置收益	-	-1	-1	-1
汇兑净收益	-	-	-	-
营业利润	75	117	109	98
加：营业外收入	2	1	1	1
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	77	117	109	98
减：所得税	8	12	11	10
净利润	69	105	98	88
减：少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属母公司净利	69	105	98	88

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	15.3%	14.7%	13.8%	13.3%
净利率	7.1%	6.5%	5.7%	5.4%
净资产收益率	8.9%	12.3%	10.6%	9.0%
市盈率 (倍)	70.02	27.29	29.34	32.61
市净率 (倍)	5.67	3.35	3.11	2.92
EPS	0.41	0.62	0.58	0.52
每股净资产 (元/股)	4.54	5.05	5.45	5.80
经营现金流 (元/股)	(0.58)	(0.06)	1.14	1.42

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。