

矿山受益钨价上涨，期待刀具业务持续放量

2024 年 04 月 29 日

➤ **事件概述：**公司发布 2023 年年报：公司 2023 年实现营业收入 34.00 亿元，同比 +6.15%；归母净利润 1.44 亿元，同比 -29.21%；扣非归母净利润 1.35 亿元，同比 -20.41%。分季度看，2023Q4，公司实现营收 8.82 亿元，同比 +26.52%、环比 +11.00%；归母净利润 0.34 亿元，同比 +32.16%、环比 +41.60%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比 +145.45%、环比 +246.52%。

➤ **点评：矿山受益钨价上涨，棒材业务有所拖累**

① **量：**矿山方面，钨、锡矿产出量增加，其中 23 年钨精矿产量 4,154 吨，同比 +5.64%，锡金属（100%）产量 882 吨，同比 +6.23%，我们预计伴生的铜金属产量持稳。下游加工方面，2023 年公司积极开拓市场，粉末、刀片产品销量同比增长，其中钨粉销量 4,175 吨，同比 +3.31%；碳化钨粉销量 4,913 吨，同比 +2.28%；热喷涂粉销量 442 吨，同比 +18.50%；传统硬质合金销量 1,104 吨，同比 +10.28%；赣州澳克泰硬质合金（刀片）销量 2,041.17 万片，同比 +27.66%；硬质合金（棒材）销量 688.82 吨，同比 +6.71%。

② **价：23 年公司毛利率同比减少 0.55pct，至 15.03%。**2023 年钨原料价格上涨，钨矿市场价格同比 +5%，至 12 万元/吨，虽然公司钨矿产品利润增厚，但由于公司自给率只有 20%，导致下游加工毛利受损；锡市场价格同比 -15%，至 21 万元/吨；铜市场价格同比 +1.3%，至 6.8 万元/吨。分季度看，23Q4 公司毛利率同比上升 2.53pct，环比上升 1.89pct，至 16.2%。钨矿市场价格同比 +8.6%；伴生锡市场价格同比 +13.6%；伴生铜市场价格同比 +3.8%，增厚矿山端利润。

➤ **未来核心看点：矿山受益钨价上涨，期待刀具业务持续放量**

① **上游矿产资源丰富，受益钨价上涨。**公司钨矿成本较低，根据 2020 年采矿权出让收益评估报告，测算淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿、黄竹垅钨矿钨精矿单吨总成本分别为 55028.00 元/吨、53547.26 元/吨、61808.76 元/吨、57122.00 元/吨，充分受益钨价上涨。截至 2023 年，公司拥有 6 座采矿权矿山，8 个探矿权矿区，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 1.29 万吨。

② **抓住发展机遇，下游刀具板持续好转。**公司全资子公司赣州澳克泰拥有刀片产能 2000 万片，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。

➤ **投资建议：**公司作为国内钨产业链一体化企业，矿端受益钨价上涨，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 2024-2026 年归母净利润分别为 2.14/2.87/3.57 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 37/28/22 倍，维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,400	3,952	4,594	5,333
增长率 (%)	6.2	16.2	16.2	16.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	144	214	287	357
增长率 (%)	-29.2	48.9	33.7	24.4
每股收益 (元)	0.12	0.18	0.24	0.30
PE	56	37	28	22
PB	3.9	3.7	3.5	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.67 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.章源钨业 (002378.SZ) 深度报告：上游钨矿受益钨价上涨，下游刀具板块涅槃重生-2023/07/05

2.章源钨业 (002378.SZ) 2022 年年报点评：上游钨矿受益钨价上涨，下游刀具板块持续好转-2023/04/20

目录

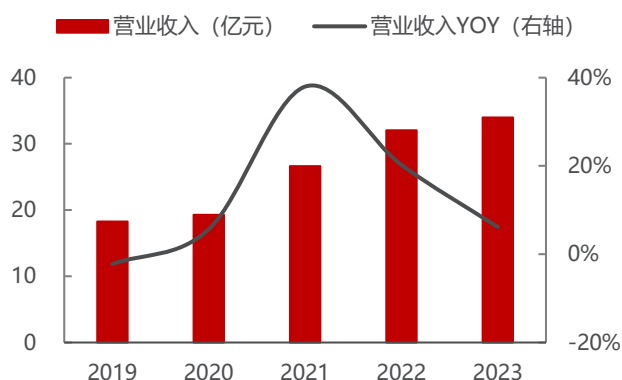
1 事件概述：2023 年归母净利同比下降 29.21%	3
2 点评：矿山受益钨价上涨，棒材业务有所拖累	4
2.1 钨价持续上涨，增厚矿端利润.....	4
2.2 2023Q4 业绩环比同比上升.....	7
3 核心看点：矿山受益钨价上涨，期待刀具业务持续放量	8
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件概述：2023 年归母净利润同比下降 29.21%

公司发布 2023 年报：公司 2023 年实现营业收入 34.00 亿元，同比+6.15%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比-29.21%；扣非归母净利润 1.35 亿元，同比-20.41%。

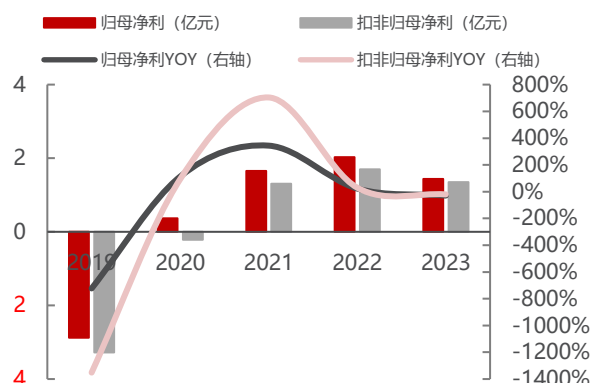
分季度看，2023Q4，公司实现营收 8.82 亿元，同比+26.52%、环比+11.00%；归母净利润 0.34 亿元，同比+32.24%、环比+41.60%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比+145.45%、环比+246.50%。

图1：2023 年营收同比+6.15%



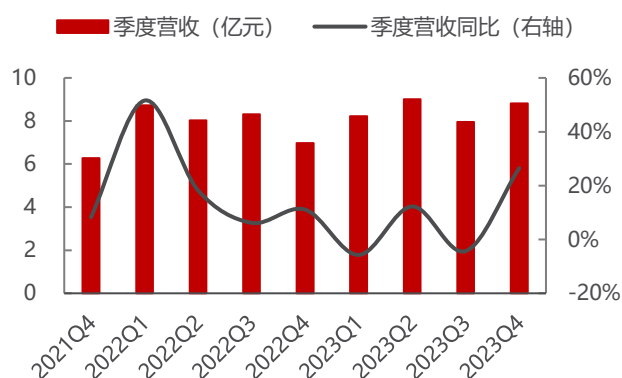
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年归母净利润同比-29.21%



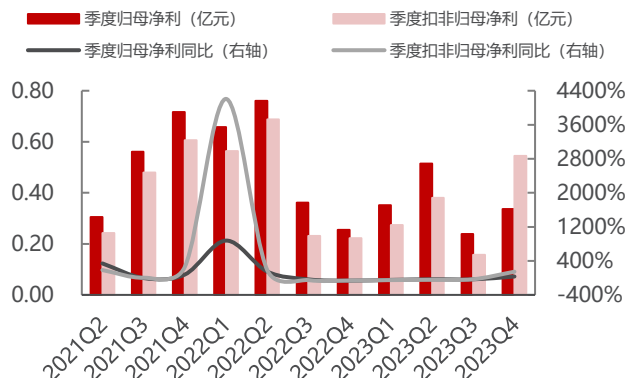
资料来源：wind，民生证券研究院

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

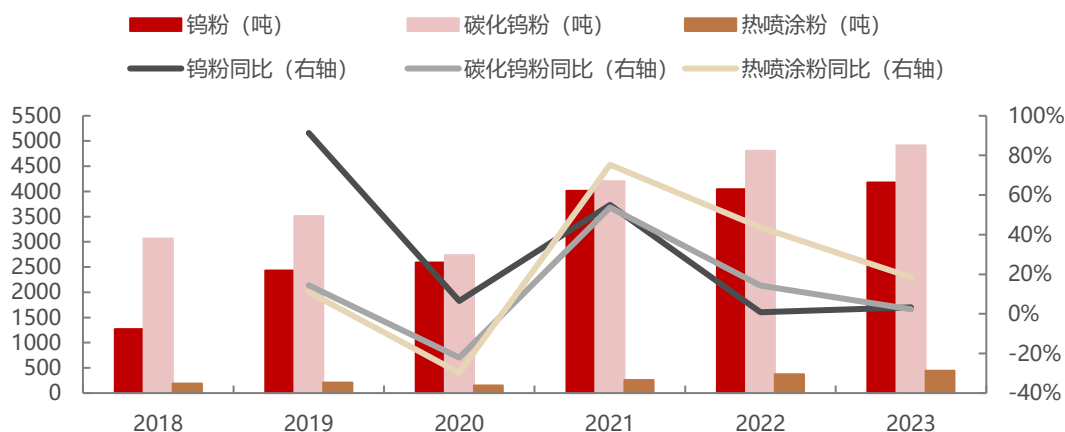
2 点评：矿山受益钨价上涨，棒材业务有所拖累

2.1 钨价持续上涨，增厚矿端利润

量：矿山方面，钨、锡矿产量增加，其中 2023 年钨精矿产量 4,154 吨，同比+5.64%，锡金属（100%）产量 882 吨，同比+6.23%，预计伴生的铜金属产量持稳。下游加工方面，公司积极开拓市场，粉末、刀片产品销量同比增长。钨粉销量 4,175 吨，同比+3.31%；碳化钨粉销量 4,913 吨，同比+2.28%；热喷涂粉销量 442 吨，同比+18.50%；传统硬质合金销量 1,104 吨，同比+10.28%；赣州澳克泰硬质合金（刀片）销量 2,041.17 万片，同比+27.66%；硬质合金（棒材）销量 688.82 吨，同比+6.71%。

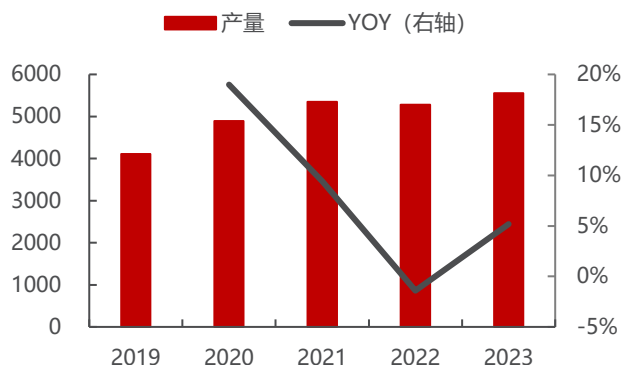
价：23 年公司毛利率同比减少 0.55pct，至 15.03%。2023 年钨原料价格上涨，钨矿市场价格同比+5%，至 12 万元/吨，虽然公司钨矿产品利润增厚，但由于公司自给率只有 20%，导致下游加工毛利受损；伴生锡市场价格同比-15%，至 21 万元/吨；伴生铜市场价格同比+1.3%，至 6.8 万元/吨。分季度看，2023Q4 公司毛利率同比上升 2.53pct，环比上升 1.89pct，至 16.2%，2023Q4 钨矿市场价格同比+8.6%；伴生锡市场价格同比+13.6%；伴生铜市场价格同比+3.8%，增厚矿山端利润。

图5：粉末产品销量情况



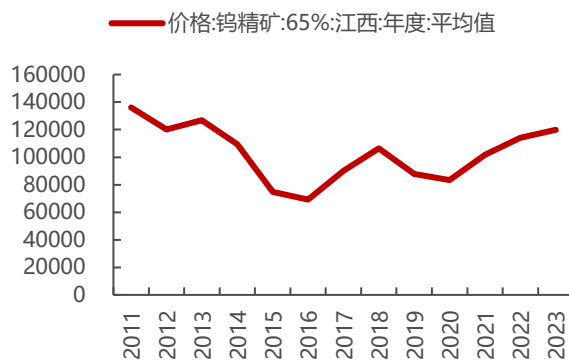
资料来源：wind，民生证券研究院

图6: 钨、锡、铜精矿产量情况 (单位: 吨)



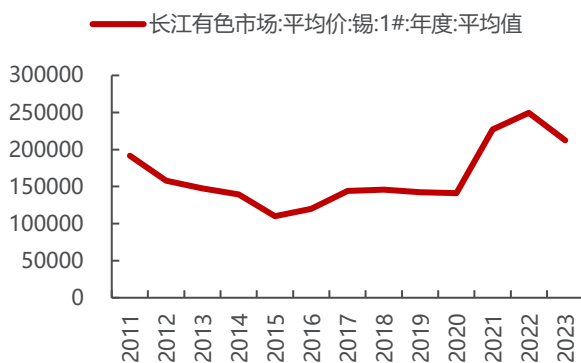
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 钨精矿价格走势 (单位: 元/吨)



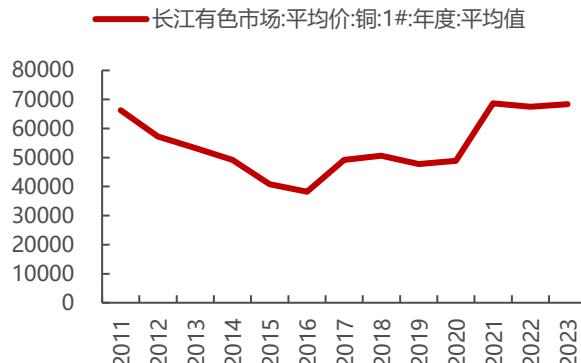
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 锡价格走势 (单位: 元/吨)



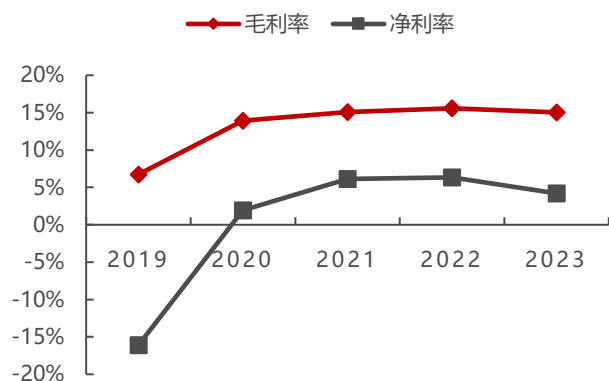
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 铜价格走势 (单位: 元/吨)



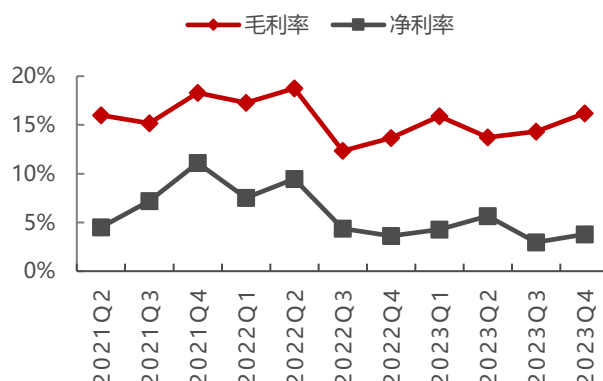
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2023 年公司毛利率下降 (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 公司分季度毛利率变化

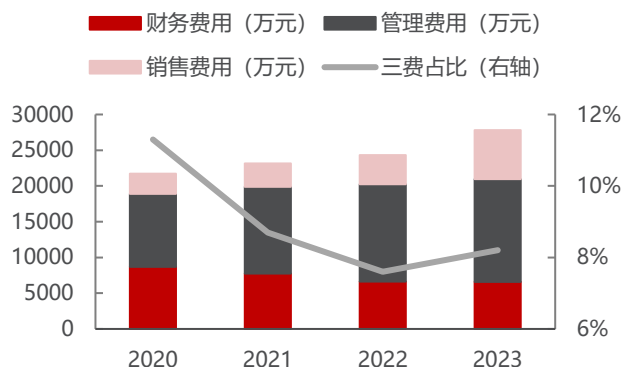


资料来源: wind, 民生证券研究院

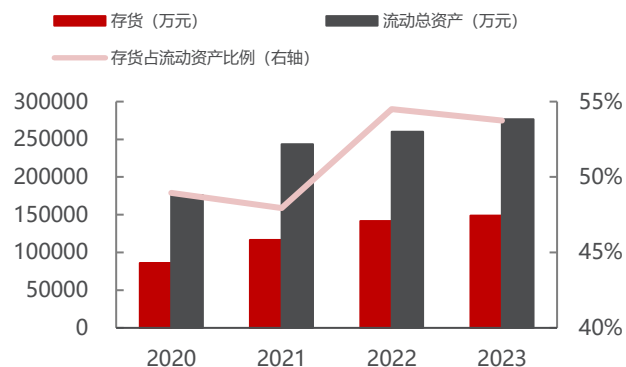
期间费用率上升。公司 2023 年三费同比+14.29%，至 2.78 亿元，三费费用率同比上升 0.6pct，至 8.2%。其中管理费用同比增加 0.07 亿元；销售费用同比增加 0.28 亿元，主要为加大市场开拓，增加销售团队人员而发生的职工薪酬、差

旅费，以及业务宣传费、无偿样品同比增加所致。

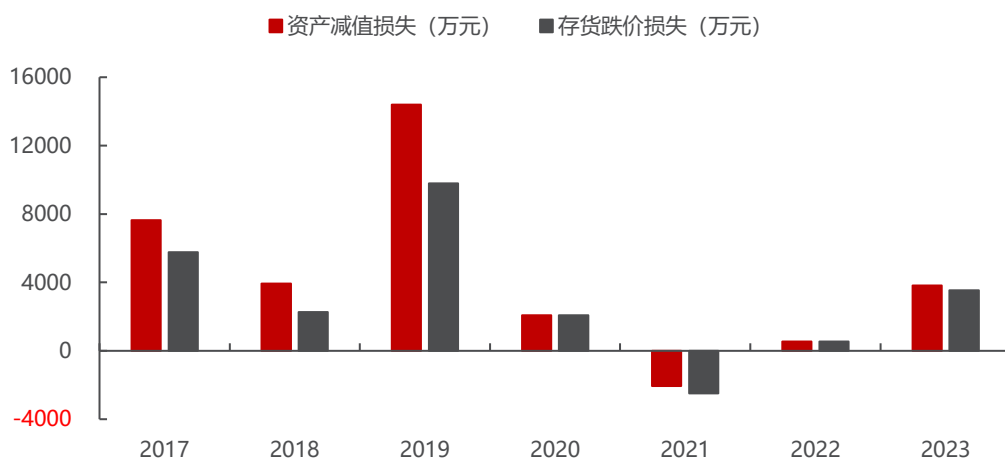
存货跌价损失增加。由于销售订单增加，钨原料库存增加，加之钨原料价格上涨，公司 2023 年末存货同比+4.92%，至 14.87 亿。澳克泰棒材类产品市场价下滑，且产能未完全释放以致毛利倒挂，针对部分存货计提存货跌价损失。

图12：2023 年公司期间费用率上升


资料来源：wind，民生证券研究院

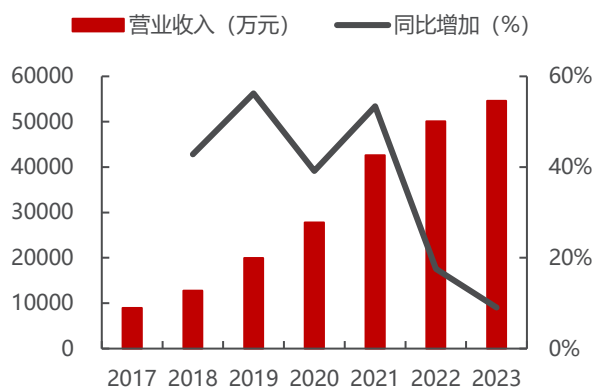
图13：2023 年末公司库存增加


资料来源：wind，民生证券研究院

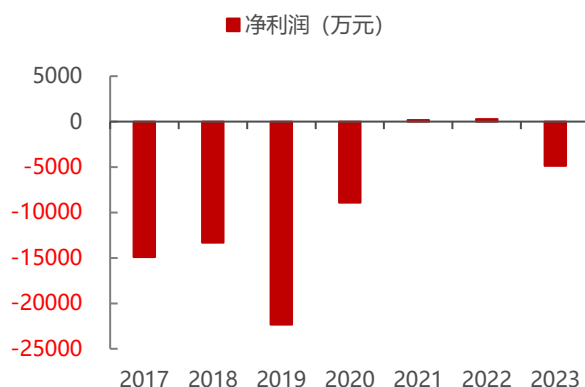
图14：2023 年资产减值损失增加


资料来源：wind，民生证券研究院

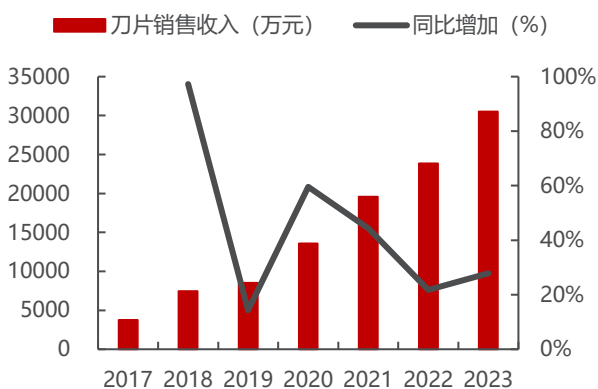
下游刀具大幅增长，棒材有所拖累，澳克泰 2023 年转亏。下游刀具销售保持稳定增长，刀片市场开拓顺利，2023 年销量同比+27.66%，至 2041 万片，刀片销售收入 3.05 亿元，同比+27.90%，但硬质合金棒材表现较差，销量 688.82 吨，同比增长 6.71%，棒材销售收入 2.11 亿元，较上年同期-0.94%，棒材类产品市场价下滑，且产能未完全释放以致毛利倒挂，产生存货减值，叠加为开拓市场增加销售团队人员、展会宣传导致销售费用大幅增加。赣州澳克泰 2023 年实现净利润-0.49 亿元，由盈转亏。

图15: 澳克泰 2023 年营收同比+9.05%


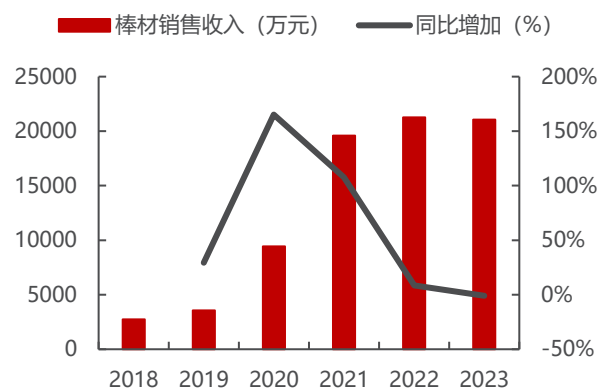
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 澳克泰 2023 年净利润同比转亏


资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2023 年涂层刀片销售收入同比+27.90%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2023 年棒材销售收入同比-0.94%


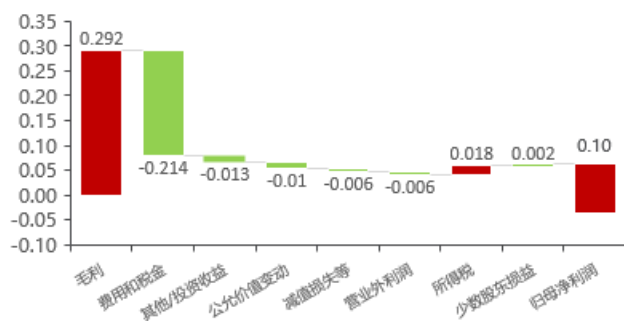
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 2023Q4 业绩环比同比上升

2023Q4 vs 2023Q3: 2023Q4 归母净利润环比增加 0.10 亿元, 主要的增利项: 毛利 (+0.29 亿元); 主要的减利项: 费用和税金 (-0.21 亿元, 销售和管理费用增加)。

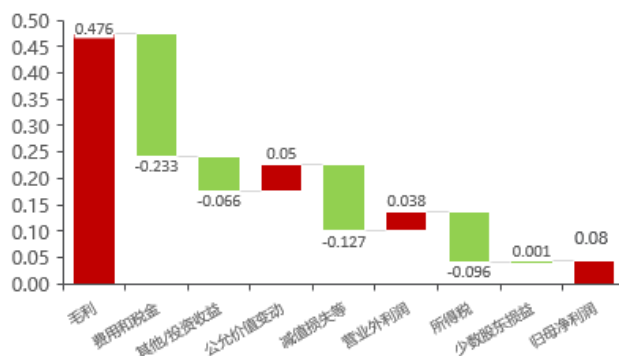
2023Q4 vs 2022Q4: 2023Q4 归母净利润同比增加 0.08 亿元, 主要的增利项: 毛利 (+0.48 亿元, 钨价走高, 矿端利润增厚)、公允价值变动 (+0.05 亿元)、营业外利润 (+0.04 亿元); 主要减利项: 费用和税金 (-0.23 亿元)、所得税 (-0.10 亿元)、其他/投资收益 (-0.07 亿元)、减值损失等 (-0.13 亿元)。

图19: 2023Q4 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20: 2023Q4 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: 矿山受益钨价上涨, 期待刀具业务持续放量

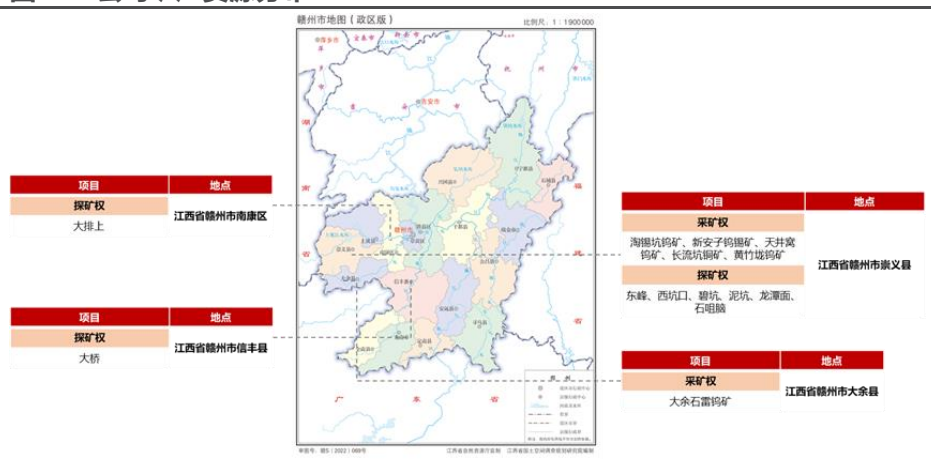
上游矿产资源丰富, 受益钨价上涨。公司钨矿成本较低, 根据 2020 年采矿权出让收益评估报告, 测算淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿、黄竹垅钨矿钨精矿单吨总成本分别为 55028.00 元/吨、53547.26 元/吨、61808.76 元/吨、57122.00 元/吨, 充分受益钨价上涨。截至 2023 年, 公司拥有 6 座采矿权矿山, 8 个探矿权矿区, 保有钨资源储量 9.46 万吨, 锡资源储量 1.76 万吨, 铜资源储量 1.29 万吨。

表1: 公司采矿权矿山情况

矿山	资源储量	2023 年产量		地点	品位	选矿量 (万吨/年)
		(钨精矿, 吨)				
淘锡坑钨矿	金属量: 钨 33905 吨, 锡 440 吨, 铜 3253 吨, 钼 352 吨, 银 17.24 吨	2278		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,	957		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	796		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	0		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21：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，下游刀具板块持续放量。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，刀具销量逐步提升。2023 年，赣州澳克泰营收增长 9.05%，至 5.46 亿元，其中刀片销量 2041.17 万片，同比增加 27.66%，刀片实现收入 3.05 亿元，同比增加 27.90%。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。

4 盈利预测与投资建议

公司作为国内钨产业链一体化企业，矿端受益钨价上涨，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 2024-2026 年归母净利润分别为 2.14/2.87/3.57 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 37/28/22 倍，维持“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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,400	3,952	4,594	5,333
营业成本	2,889	3,356	3,893	4,504
营业税金及附加	15	16	18	21
销售费用	69	71	78	85
管理费用	143	154	179	208
研发费用	52	59	69	80
EBIT	244	322	401	486
财务费用	66	69	71	78
资产减值损失	-38	-9	-5	-4
投资收益	0	4	5	5
营业利润	175	249	330	410
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	172	245	326	406
所得税	29	31	39	49
净利润	143	215	287	357
归属于母公司净利润	144	214	287	357
EBITDA	479	598	694	817

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	661	777	873	1,082
应收账款及票据	365	340	395	445
预付款项	44	38	44	51
存货	1,487	1,729	1,915	2,093
其他流动资产	210	243	282	327
流动资产合计	2,766	3,127	3,510	3,998
长期股权投资	108	112	116	122
固定资产	1,209	1,221	1,248	1,308
无形资产	409	421	425	430
非流动资产合计	2,109	2,144	2,214	2,253
资产合计	4,876	5,271	5,723	6,251
短期借款	888	938	988	1,038
应付账款及票据	525	662	768	888
其他流动负债	750	743	769	799
流动负债合计	2,162	2,343	2,525	2,725
长期借款	519	619	719	819
其他长期负债	151	151	153	153
非流动负债合计	671	771	872	972
负债合计	2,833	3,114	3,397	3,697
股本	1,201	1,201	1,201	1,201
少数股东权益	6	7	7	7
股东权益合计	2,043	2,157	2,326	2,554
负债和股东权益合计	4,876	5,271	5,723	6,251

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.15	16.22	16.25	16.07
EBIT 增长率	-14.66	32.04	24.39	21.27
净利润增长率	-29.21	48.95	33.75	24.41
盈利能力 (%)				
毛利率	15.03	15.08	15.27	15.54
净利润率	4.23	5.43	6.24	6.69
总资产收益率 ROA	2.95	4.07	5.01	5.71
净资产收益率 ROE	7.07	9.97	12.37	14.01
偿债能力				
流动比率	1.28	1.33	1.39	1.47
速动比率	0.57	0.58	0.61	0.68
现金比率	0.31	0.33	0.35	0.40
资产负债率 (%)	58.10	59.07	59.36	59.14
经营效率				
应收账款周转天数	38.55	33.00	32.00	31.00
存货周转天数	187.85	189.00	180.00	170.00
总资产周转率	0.70	0.78	0.84	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.18	0.24	0.30
每股净资产	1.70	1.79	1.93	2.12
每股经营现金流	0.16	0.38	0.42	0.53
每股股利	0.06	0.08	0.10	0.11
估值分析				
PE	56	37	28	22
PB	3.9	3.7	3.5	3.1
EV/EBITDA	19.49	15.62	13.46	11.43
股息收益率 (%)	0.90	1.26	1.47	1.61

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	143	215	287	357
折旧和摊销	235	275	293	330
营运资金变动	-290	-150	-180	-157
经营活动现金流	187	452	503	643
资本开支	-94	-307	-359	-367
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-78	-307	-359	-367
股权募资	1	0	0	0
债务募资	257	150	150	150
筹资活动现金流	90	-28	-47	-67
现金净流量	198	117	96	209

插图目录

图 1: 2023 年营收同比+6.15%.....	3
图 2: 2023 年归母净利润同比-29.21%.....	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: 2023 年公司毛利率下降 (单位: %).....	5
图 11: 公司分季度毛利率变化.....	5
图 12: 2023 年公司期间费用率上升.....	6
图 13: 2023 年末公司库存增加.....	6
图 14: 2023 年资产减值损失增加.....	6
图 15: 澳克泰 2023 年营收同比+9.05%.....	7
图 16: 澳克泰 2023 年净利润同比转亏.....	7
图 17: 2023 年涂层刀片销售收入同比+27.90%.....	7
图 18: 2023 年棒材销售收入同比-0.94%.....	7
图 19: 2023Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元).....	8
图 20: 2023Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元).....	8
图 21: 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.....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	12

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