



## 买入（维持）

所属行业：有色金属/小金属  
当前价格(元)：5.38

### 证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

### 研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.86	-8.97	-16.47
相对涨幅(%)	6.91	-3.94	-8.24

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《章源钨业(002378.SZ)：钨粉末业务筑盈利底，澳克泰有望打开向上空间》，2024.4.23

# 章源钨业(002378.SZ)：钨矿涨价&下游放量，24H1归母增30%

## 投资要点

- 事件：公司披露2024年半年报。**公司2024H1实现营收18.1亿元，同比+5.23%；实现归母净利1.12亿元，同比+29.86%；实现扣非归母净利润1.12亿元，统一口径后同比+29.85%。主要系①2024H1钨价上涨，公司自产钨精矿受益，2024H1公司钨精矿(65%)产量1791.88吨，同比-3.95%，锡金属(100%)产量414.86吨，同比-6.28%。②下游硬质合金产品销量增长。公司2024Q2单季度实现营收9.4亿元，同比+4.3%，环比+7.5%，实现归母净利0.85亿元，同比+65.6%，环比+212.6%，同环比均有所改善。
- 钨原料价格高位，钨加工产品毛利率上行。销量上，**2024H1公司钨粉、碳化钨粉、热喷涂粉销量分别为1849.82吨、2494.79吨、226.98吨，同比分别-16.34%、-4.80%、-9.24%；2024H1公司本部硬质合金、涂层刀片、棒材销量分别为618.23吨、1166万片、358.86吨，同比分别+20.12%、23.36%、35.63%。**价格上，**受原料供应紧张影响，钨原料、产品价格同比均上涨。根据亚洲金属网数据，2024H1钨精矿(WO<sub>3</sub>≥65%)、仲钨酸铵(APT)平均价格分别为13.41万元/吨、19.85万元/吨，较2023H1分别上涨12.97%、10.96%。**毛利率方面，**公司钨粉、碳化钨粉产品处于产业链的中端，其生产成本和价格与钨精矿价格正相关性较强，2024H1钨原料价格冲高回落，公司及时调整产品销售价格，钨粉和碳化钨粉毛利率分别为8.58%和9.61%，同比分别增加0.77、1.69个百分点。硬质合金是下游产品，公司积极拓展市场，开发新客户，产销量同比增长，2024H1硬质合金毛利率18.49%，同比增加3.47个百分点。
- 子公司澳克泰营收大幅增长，产生亏损931万元。**2024H1赣州澳克泰实现营业收入3.1亿元，同比+27.33%，其中涂层刀片销售收入1.9亿元，同比+24.76%，计算单位销售价格为15.87元/片，较2023年的14.95元/片有所上升；棒材销售收入1.1亿元，同比+28.39%，计算单位销售价格为31.14万元/吨。2024H1产生亏损931万元。
- 盈利预测。**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2024-2026年营收分别为38、40和41亿元，归母净利分别为2.1、2.7、3.6亿元，同比增速49.0%、27.9%和31.7%，对应2024年8月27日收盘价PE分别为30.14x、23.56x和17.88x，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)：	1,201.42
流通A股(百万股)：	1,195.09
52周内股价区间(元)：	3.87-7.37
总市值(百万元)：	6,463.63
总资产(百万元)：	4,951.40
每股净资产(元)：	1.73

资料来源：公司公告

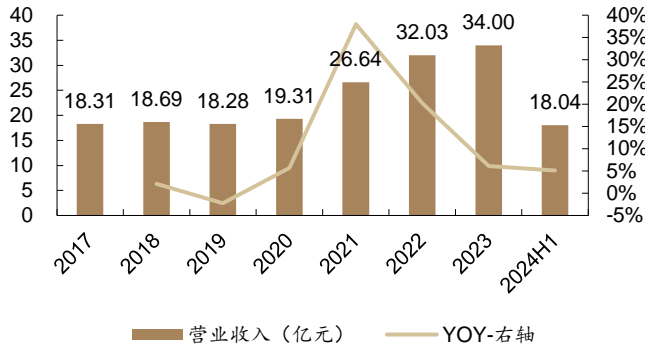
### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,203	3,400	3,837	3,975	4,109
(+/-)YOY(%)	20.2%	6.2%	12.8%	3.6%	3.4%
净利润(百万元)	203	144	214	274	361
(+/-)YOY(%)	23.2%	-29.2%	49.0%	27.9%	31.7%
全面摊薄EPS(元)	0.17	0.12	0.18	0.23	0.30
毛利率(%)	15.6%	15.0%	13.2%	14.5%	15.8%
净资产收益率(%)	10.2%	7.1%	9.9%	11.8%	14.2%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

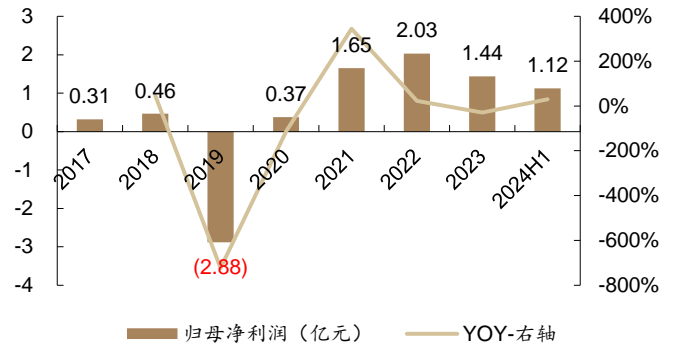
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



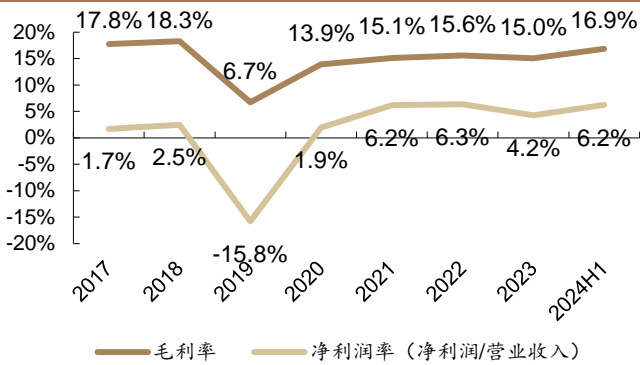
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



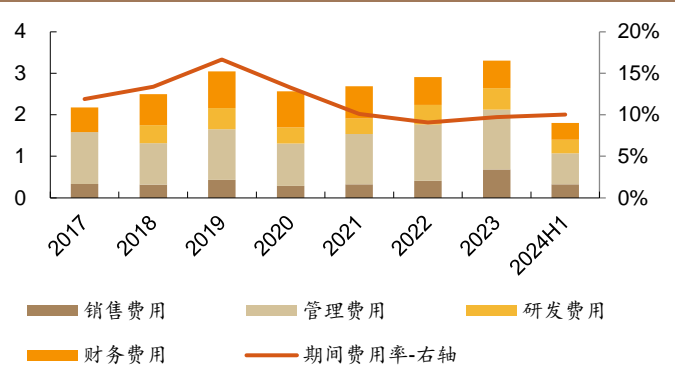
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



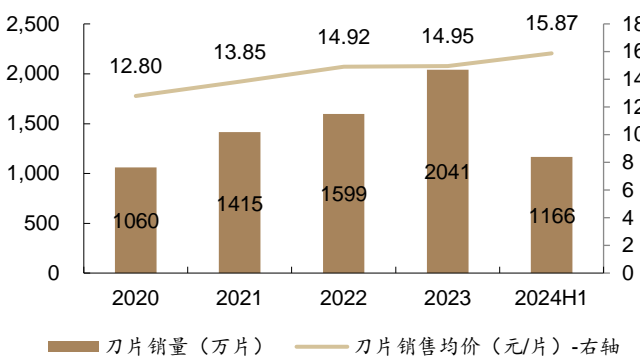
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司期间费用（单位：亿元）及期间费用率



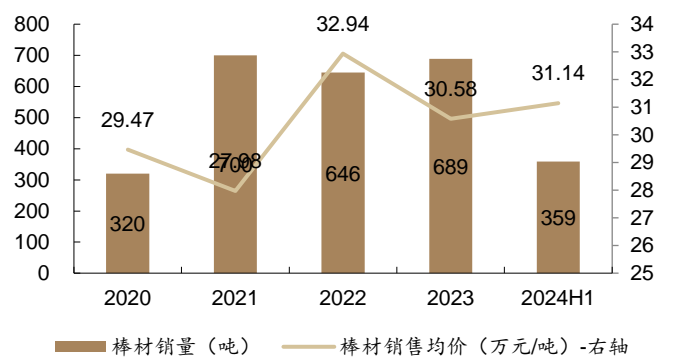
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所  
注: 由于会计准则的变化, 2018 年之前的研发费用体现在管理费用中

图 5: 刀片销量及均价



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 棒材销量及均价



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.18	0.23	0.30
每股净资产	1.70	1.80	1.94	2.12
每股经营现金流	0.16	0.40	0.27	1.04
每股股利	0.06	0.07	0.09	0.12
价值评估(倍)				
P/E	47.17	30.14	23.56	17.88
P/B	3.34	2.99	2.77	2.54
P/S	1.90	1.68	1.63	1.57
EV/EBITDA	16.95	17.18	15.13	10.86
股息率%	1.1%	1.3%	1.7%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.0%	13.2%	14.5%	15.8%
净利润率	4.2%	5.6%	6.9%	8.8%
净资产收益率	7.1%	9.9%	11.8%	14.2%
资产回报率	3.0%	4.5%	5.1%	6.7%
投资回报率	5.0%	6.4%	7.1%	8.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.2%	12.8%	3.6%	3.4%
EBIT 增长率	-14.7%	24.6%	23.8%	27.2%
净利润增长率	-29.2%	49.0%	27.9%	31.7%
偿债能力指标				
资产负债率	58.1%	54.7%	56.5%	53.0%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.7	1.2
现金比率	0.3	0.4	0.4	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	32.7	28.6	28.0	25.0
存货周转天数	180.9	150.0	150.0	120.0
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8
固定资产周转率	2.8	3.0	3.1	3.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	144	214	274	361
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
非现金支出	277	142	128	129
非经营收益	57	70	69	78
营运资金变动	-290	49	-150	686
经营活动现金流	187	475	320	1,252
资产	-94	-201	-95	3
投资	0	-4	-3	-4
其他	16	12	12	12
投资活动现金流	-78	-193	-86	12
债权募资	257	18	174	96
股权募资	1	0	0	0
其他	-168	-166	-196	-238
融资活动现金流	90	-149	-22	-142
现金净流量	198	133	212	1,122

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 27 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,400	3,837	3,975	4,109
营业成本	2,889	3,330	3,397	3,459
毛利率%	15.0%	13.2%	14.5%	15.8%
营业税金及附加	15	17	17	18
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	69	58	56	49
营业费用率%	2.0%	1.5%	1.4%	1.2%
管理费用	143	134	139	123
管理费用率%	4.2%	3.5%	3.5%	3.0%
研发费用	52	50	48	41
研发费用率%	1.5%	1.3%	1.2%	1.0%
EBIT	244	304	377	479
财务费用	66	71	74	78
财务费用率%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
资产减值损失	-38	0	0	0
投资收益	0	12	12	12
营业利润	175	246	315	414
营业外收支	-4	-1	5	3
利润总额	172	245	320	417
EBITDA	479	447	504	609
所得税	29	31	47	57
有效所得税率%	16.8%	12.7%	14.7%	13.7%
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
归属母公司所有者净利润	144	214	274	361

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	661	793	1,005	2,127
应收账款及应收票据	365	254	373	207
存货	1,487	1,288	1,543	763
其它流动资产	254	288	295	308
流动资产合计	2,766	2,623	3,216	3,404
长期股权投资	108	112	115	119
固定资产	1,209	1,285	1,269	1,149
在建工程	60	42	29	21
无形资产	409	409	409	409
非流动资产合计	2,109	2,172	2,147	2,022
资产总计	4,876	4,794	5,364	5,426
短期借款	888	905	1,079	1,175
应付票据及应付账款	525	308	523	284
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	750	740	757	747
流动负债合计	2,162	1,953	2,359	2,206
长期借款	519	519	519	519
其它长期负债	151	151	151	151
非流动负债合计	671	671	671	671
负债总计	2,833	2,623	3,030	2,877
实收资本	1,201	1,201	1,201	1,201
普通股股东权益	2,037	2,165	2,330	2,547
少数股东权益	6	6	4	2
负债和所有者权益合计	4,876	4,794	5,364	5,426

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 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： 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； 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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	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。
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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范围包括证券投资咨询业务。