

矿山受益钨价上涨，刀具业务持续放量

2024 年 08 月 28 日

➤ **公司公布 2024 年半年报。**2024H1，公司实现归母净利润 1.12 亿元，同比+29.86%；扣非归母净利 1.12 亿元，同比+70.74%。分季度看，2024Q2，公司实现归母净利润 0.85 亿元，同比+65.56%、环比+212.61%；扣非归母净利 0.88 亿元，同比+130.45%、环比+263.08%。

➤ **点评：钨精矿、锡、铜价格上涨，矿山利润明显增厚**

① **量：矿山方面，钨精矿产量小幅下滑，伴生锡矿产量有所增加。**其中 24H1 钨精矿产量 1792 吨，同比+5.64%，伴生锡金属（100%）产量 415 吨，同比+6.28%。下游加工方面，公司加大市场开拓力度，24H1 硬质合金销量同比实现增长，受国外市场需求低迷及价格竞争影响，公司钨粉、碳化钨粉及热喷涂粉出口同比减少。其中 24H1 本部硬质合金销量 618 吨，同比+20%，钨粉销量 1850 吨，同比-16%，碳化钨粉销量 2495 吨，同比-5%。**刀具业务持续放量**，赣州澳克泰硬质合金（刀片）销量 1166 万片，同比+23%；硬质合金（棒材）销量棒材销量 359 吨，同比+36%。

② **价：24Q2 公司毛利率环比增加 2.03pct，至 18.29%。**24Q2 年钨原料价格上涨，钨精矿市场价格环比+17%，同比+21%，至 14.5 万元/吨，公司钨矿产品利润增厚；伴生锡市场价格环比+21%，同比+27%，至 26.3 万元/吨；伴生铜市场价格环比+15%，同比+18%，至 8 万元/吨，伴生锡铜价格上涨对利润的贡献也较为可观。受自身矿山利润增厚影响，24Q2 公司毛利率环比增加 2.03pct，至 18.29%。

➤ **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 2024H1，公司拥有 6 座采矿权矿山，10 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，下游刀具板块持续好转。**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 2.18/2.87/3.58 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 30/22/18 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

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	218	287	358
增长率 (%)	-29.2	51.3	31.9	24.6
每股收益 (元)	0.12	0.18	0.24	0.30
PE	45	30	22	18
PB	3.2	3.0	2.8	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.38 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) 2023 年年报点评：矿山受益钨价上涨，期待刀具业务持续放量-2024/04/29

2.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

3.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

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	326	406	492
财务费用	66	69	75	82
资产减值损失	-38	-9	-5	-4
投资收益	0	4	5	5
营业利润	175	253	331	411
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	172	249	327	407
所得税	29	31	39	49
净利润	143	218	288	358
归属于母公司净利润	144	218	287	358
EBITDA	479	602	698	822

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	661	384	479	689
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	2,734	3,115	3,605
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	2,225	2,295	2,334
资产合计	4,876	4,959	5,410	5,939
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	409	435	464
流动负债合计	2,162	2,009	2,191	2,391
长期借款	519	619	719	819
其他长期负债	151	143	144	144
非流动负债合计	671	762	864	963
负债合计	2,833	2,771	3,054	3,354
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	2,188	2,356	2,585
负债和股东权益合计	4,876	4,959	5,410	5,939

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	33.66	24.29	21.21
净利润增长率	-29.21	51.35	31.89	24.58
盈利能力 (%)				
毛利率	15.03	15.08	15.27	15.54
净利润率	4.23	5.51	6.25	6.71
总资产收益率 ROA	2.95	4.39	5.31	6.03
净资产收益率 ROE	7.07	9.99	12.23	13.89
偿债能力				
流动比率	1.28	1.36	1.42	1.51
速动比率	0.57	0.48	0.53	0.61
现金比率	0.31	0.19	0.22	0.29
资产负债率 (%)	58.10	55.88	56.45	56.48
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	0.80	0.89	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.18	0.24	0.30
每股净资产	1.70	1.82	1.96	2.15
每股经营现金流	0.16	0.38	0.42	0.54
每股股利	0.06	0.06	0.10	0.11
估值分析				
PE	45	30	22	18
PB	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	17.05	13.58	11.70	9.94
股息收益率 (%)	1.12	1.12	1.85	2.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	143	218	288	358
折旧和摊销	235	275	293	330
营运资金变动	-290	-152	-180	-157
经营活动现金流	187	454	503	644
资本开支	-94	-307	-359	-367
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-78	-387	-359	-367
股权募资	1	0	0	0
债务募资	257	-183	150	150
筹资活动现金流	90	-343	-49	-67
现金净流量	198	-276	95	210

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。本报告清晰准确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
行业评级	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