

下游需求疲软拖累 Q3 表现，期待刀具业务放量

2024 年 10 月 29 日

➤ **公司公布 2024 年三季度报。**2024Q1-Q3，公司实现归母净利润 1.47 亿元，同比+33%；扣非归母净利润 1.49 亿元，同比+83.29%。分季度看，2024Q3，公司实现归母净利润 0.34 亿元，同比+44.42%、环比-59.64%；扣非归母净利润 0.37 亿元，同比+135.62%、环比-57.79%。

➤ **点评：钨精矿、锡、铜价格环比下跌，矿山利润受损**

① **量：矿山方面**，我们预计钨精矿产量及伴生锡、铜产量持稳。**下游产品方面**，国内外市场需求不振，竞争加剧，预计粉末，传统硬质合金等产品销售承压。**刀片方面**，公司澳克泰涂层刀片满产运行。

② **价：钨精矿、锡、铜价格环比下跌+下游需求疲软，公司 Q3 毛利率环比下滑 3.87pct**。24Q3 年钨矿及伴生锡铜价格走弱。钨精矿市场价格环比-6%，至 13.6 万元/吨，公司钨矿产品利润受损；伴生锡市场价格环比-1%；伴生铜市场价格环比-6%。公司下游成品需求不振，竞争加剧，24Q3 公司毛利率 14.42%，环比下滑 3.87pct。

➤ **24Q3 业绩拆分：**环比来看，主要减利项：毛利 (-0.26 亿元，矿端价格下跌以及下游需求承压导致产品销量下降)，其他/投资收益 (-0.16 亿元，主要是增值税进项税加计扣除在 Q2 体现的较多)，减值损失等 (-0.08 亿元)，费用和税金 (-0.06 亿元)。主要增利项：所得税 (+0.10 亿元)。

➤ **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，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 1.91/2.65/3.26 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 43/31/25 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	3,760	4,376	5,113
增长率 (%)	6.2	10.6	16.4	16.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	144	191	265	326
增长率 (%)	-29.2	32.5	38.8	23.2
每股收益 (元)	0.12	0.16	0.22	0.27
PE	57	43	31	25
PB	4.0	3.8	3.5	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

6.84 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) 2024 年半年报点评：矿山受益钨价上涨，刀具业务持续放量-2024/08/28

2.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

3.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

4.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	3,760	4,376	5,113
营业成本	2,889	3,177	3,692	4,308
营业税金及附加	15	19	18	20
销售费用	69	68	74	82
管理费用	143	150	175	205
研发费用	52	64	74	87
EBIT	244	304	389	467
财务费用	66	69	73	80
资产减值损失	-38	-11	-5	-4
投资收益	0	8	4	5
营业利润	175	233	316	388
营业外收支	-4	-8	-4	-4
利润总额	172	225	312	384
所得税	29	34	47	58
净利润	143	191	265	327
归属于母公司净利润	144	191	265	326
EBITDA	479	575	664	762

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	661	544	641	880
应收账款及票据	365	316	376	427
预付款项	44	36	42	49
存货	1,487	1,556	1,816	2,002
其他流动资产	210	231	268	313
流动资产合计	2,766	2,683	3,144	3,672
长期股权投资	108	115	120	125
固定资产	1,209	1,162	1,106	1,042
无形资产	409	421	425	430
非流动资产合计	2,109	2,167	2,145	2,099
资产合计	4,876	4,851	5,289	5,771
短期借款	888	938	988	1,038
应付账款及票据	525	627	728	850
其他流动负债	750	362	387	417
流动负债合计	2,162	1,927	2,104	2,305
长期借款	519	619	719	819
其他长期负债	151	142	143	143
非流动负债合计	671	761	863	963
负债合计	2,833	2,688	2,966	3,267
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	2,162	2,323	2,503
负债和股东权益合计	4,876	4,851	5,289	5,771

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	10.58	16.38	16.85
EBIT 增长率	-14.66	24.69	27.77	20.05
净利润增长率	-29.21	32.50	38.83	23.17
盈利能力 (%)				
毛利率	15.03	15.50	15.63	15.76
净利润率	4.23	5.07	6.05	6.38
总资产收益率 ROA	2.95	3.93	5.01	5.65
净资产收益率 ROE	7.07	8.85	11.44	13.07
偿债能力				
流动比率	1.28	1.39	1.49	1.59
速动比率	0.57	0.57	0.61	0.70
现金比率	0.31	0.28	0.30	0.38
资产负债率 (%)	58.10	55.42	56.09	56.62
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	180.00	180.00	170.00
总资产周转率	0.70	0.77	0.86	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.16	0.22	0.27
每股净资产	1.70	1.79	1.93	2.08
每股经营现金流	0.16	0.49	0.32	0.47
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	57	43	31	25
PB	4.0	3.8	3.5	3.3
EV/EBITDA	19.94	16.63	14.39	12.54
股息收益率 (%)	0.88	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	143	191	265	327
折旧和摊销	235	270	275	295
营运资金变动	-290	6	-261	-162
经营活动现金流	187	588	381	570
资本开支	-94	-236	-249	-247
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-78	-323	-249	-247
股权募资	1	0	0	0
债务募资	257	-220	150	150
筹资活动现金流	90	-382	-34	-83
现金净流量	198	-117	97	240

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