

科技创新驱动产能优化，打造一流焊材生产企业

2022年04月19日

➤ **公司是一家专业从事各类熔焊材料研发、生产和销售于一体的高新技术企业**：公司自成立以来，始终重视产品质量和技术实力提升，主要产品包括焊丝、焊带等上百个品种，并有一套高效的采购、生产和销售模式，在该领域形成了自身独特的优势。公司已与诸多产业领域的龙头企业形成良好合作关系，产品远销海内外，并应用到多个国家大型重点工程项目。

➤ **焊材需求持续增长，行业结构调整升级**：随着我国工业化不断发展，钢材和焊材的消费量有望将持续增长。品种结构方面，焊接材料也有望向高端化、智能化、环保化和轻量化逐步发展。国内技术升级不仅可以催生高端产品进口替代需求，也有助于淘汰落后产能，提升行业集中度。

➤ **公司业务规模持续扩大，盈利能力相对稳健**：2018-2021H1 公司主要产品产能呈增长趋势，2021H1 公司焊丝、焊剂、焊条年产能为 189,132 吨/3,000 吨/1,500 吨。随着我国经济增长及基建投资增加，下游钢结构、工程机械等行业对于焊材的需求量逐渐增多，公司通过自建项目与外部收购增加主要产品的产能。2018-2021 年公司营业收入分别为 10.78 亿元/11.91 亿元/13.63 亿元/17.2 亿元，呈稳定增长，近四年复合增长率约为 12%，其中焊丝是带动公司营收增长的主要动力。

➤ **雄厚的研发实力、良好的品牌声誉和优质的客户资源构筑企业核心竞争力**：公司高度重视技术创新，并取得多项研发成果；长期重视客户关系与品牌建设，凭借其高质量产品在中拥有良好口碑，公司因此获得了优质的客户资源。

➤ **募投项目：募集资金投资项目的实施能够有效缓解公司产能对现有业务发展的制约，与公司现有生产经营规模相适应**：公司募集资金投资项目是在公司现有业务的基础上对生产经营规模进行扩大，项目实施完毕后，公司低合金钢和高强钢实心焊丝年产能合计将增加 10 万吨，药芯焊丝年产能将增加 2 万吨，高品质铝合金焊丝年产能增加 0.35 万吨。特种不锈钢和特种镍合金焊丝年产能合计将增加 0.2 万吨。其中，高品质焊丝智能生产线 3 年建设，6 年完全达产；特种高合金焊丝制备项目 2 年建设，5 年完全达产。

➤ **盈利预测与估值**：考虑到公司未来产能将进一步提升，产品结构优化，公司具有经营稳健性，我们预计 2022/2023/2024 年公司将分别实现归母净利润 1.06/1.25/1.27 亿元，同比分别增加 39.10%/17.93%/1.39%，EPS 分别为 0.58/0.69/0.70 元，对应 4 月 18 日收盘价 PE 分别为 31/26/26 倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示**：科技创新未达预期；市场竞争风险；原材料价格波动；宏观经济变化及下游行业周期性波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,716	1,811	1,883	2,048
增长率 (%)	25.9	5.6	4.0	8.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	76	106	125	127
增长率 (%)	-4.0	39.1	17.9	1.4
每股收益 (元)	0.42	0.58	0.69	0.70
PE	43	31	26	26
PB	5.3	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 18 日收盘价)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

18.14 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

目录

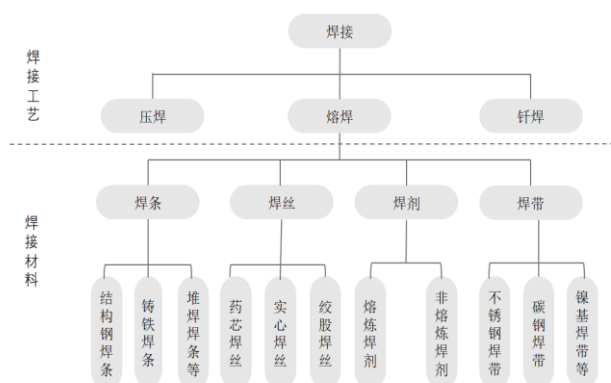
1 哈焊华通：熔焊材料实力强劲的高新技术企业	3
2 工业化发展背景下，焊材需求持续增长，行业结构调整升级	5
2.1 焊接材料发挥“缝纫线”和“黏合剂”作用	5
2.2 市场规模持续增加，产品结构逐步升级	7
2.3 市场需求稳中有升，高端市场潜力较大	10
3.雄厚的研发实力、良好的品牌声誉和优质的客户资源构筑企业核心竞争力	12
3.1 公司业务规模持续扩大，盈利能力相对稳健	12
3.2 公司毛利率略高于行业平均水平，但期间费用较高	18
3.3 雄厚的研发实力与先进的生产工艺形成产品竞争力	19
3.4 良好的品牌与渠道建设为公司提供市场保障	21
3.5 优秀的管理团队为公司持续发展保驾护航	22
4 募投项目：有效缓解现有产能制约，产品结构有望优化	22
5.盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测假设与业务拆分	23
5.2 估值分析	24
6 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 哈焊华通：熔焊材料实力强劲的高新技术企业

哈焊华通是一家专业从事各类熔焊材料研发、生产和销售于一体的高新技术企业。公司创立于 1997 年，是国家发改委国有企业混合所有制改革第四批试点单位。2011 年，公司变更为股份有限公司，并于 2015 年由机械科学研究总院、机械科学研究院哈尔滨焊接研究所通过股份转让、增资方式对公司进行股权重组。2022 年，公司成功在创业板挂牌上市。自成立以来，公司始终重视产品质量和技术实力提升，主要产品已获得中国、美国、德国、英国、日本等多个国家船级社认证，并于 2007 年起连续获得高新技术企业认定、承担了国家火炬计划项目，2008 年成为江苏省省级重大科技成果转化承担单位，2012 年起连续获得中国合格国家认可委员会颁发的实验室认可证书（CNAS）。

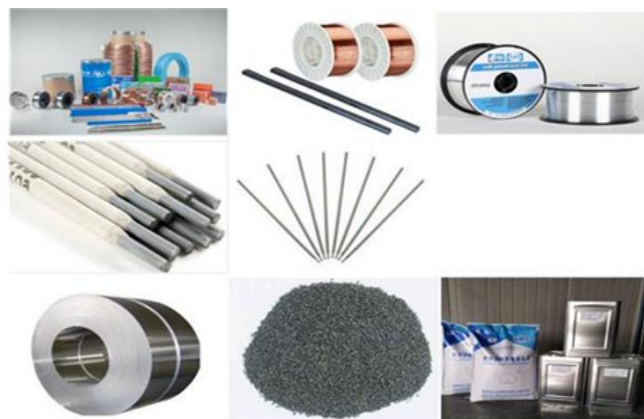
哈焊华通主营业务为从事熔焊材料的研发、生产与销售，在该领域形成了自身独特的优势。1) 主要产品包括各类碳钢焊丝、低合金钢焊丝、不锈钢焊丝、铝合金焊丝、镍基焊丝、药芯焊丝、特种焊条、焊剂、焊带等各系列上百个品种，部分产品技术水平处于国际领先水平。2) 公司产品应用到港珠澳大桥、华龙一号、白鹤滩水电站、煤化工超大加氢反应器等国家重点大型工程项目，应用领域覆盖轨道交通、石油化工、核电水电、工程机械、集装箱、船舶及汽车制造等各行业，产品远销六十多个国家和地区。3) 通过多年的客户积累，公司已与诸多产业领域的龙头企业形成良好合作关系。例如轨道交通领域的中国中车、铁道科学研究所，石油化工领域的中石化、航空航天领域的中国东方电气集团、中国兵器工业集团、中国航空工业集团等，公司产品和服务受到行业和客户的高度认可。

图 1：公司焊接材料分类



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 2：公司主要产品

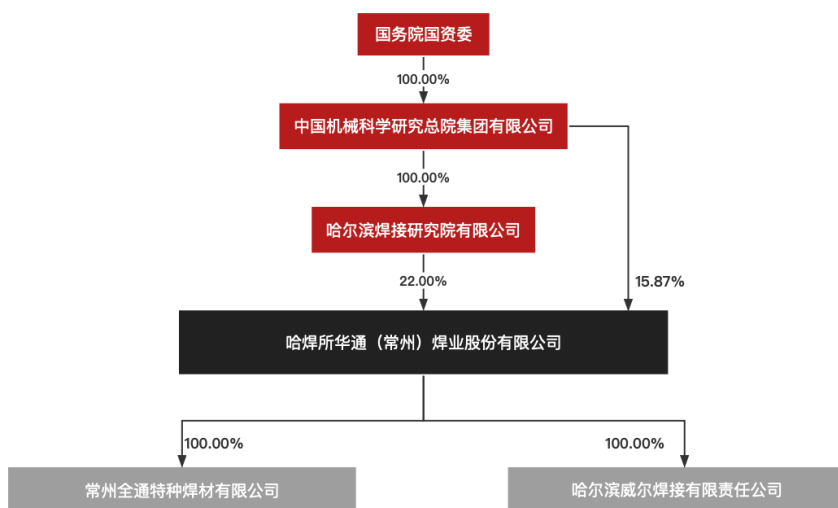


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司的实际控制人为国务院国资委下属的中国机械科学研究总院集团有限公司（以下简称“机械总院集团”），哈尔滨焊接研究院有限公司（以下简称“哈焊院”）为公司控股股东。截止 2022 年 4 月 18 日，机械总院集团直接持有公司

15.87%的股份，通过哈焊院间接持有公司 22%的股权，合计持有公司 37.87% 的股权。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司上市公告书，民生证券研究院

公司拥有两家全资控股子公司，分别是威尔公司和全通特材。威尔公司主要生产销售以特种焊接材料为主的各类熔焊材料；全通特材主要从事药芯焊丝、不锈钢焊丝、铝焊丝的生产销售，两家均是公司主营业务的组成部分。

表 1：子公司简介

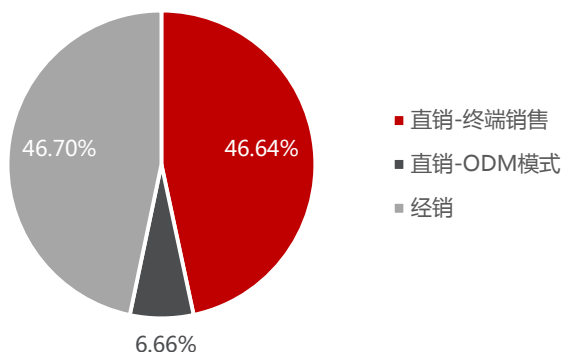
名称	控制情况	设立日期	注册资本和实收资本	主营业务
哈尔滨威尔焊接有限责任公司	全资子公司 (持股 100%)	2001 年 4 月 25 日	5,100 万元人民币	焊接材料制造；机械产品制造与维修（需专项审批项目除外）；从事焊接材料的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；销售：焊接材料。
常州全通特种焊材有限公司	全资子公司 (持股 100%)	2004 年 4 月 28 日	2,000 万元人民币	金属焊丝、焊条，不锈钢焊丝、焊条，铜焊丝、焊条，特种焊丝、焊条，电焊机制造。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司形成了一套高效的采购、生产和销售模式。采购模式方面，针对主要原材料盘条的采购，公司依据年度和月度采购计划向合格供应商询价，其他重要原辅材料则依据采购计划面向合格供应方邀请招标，并采用储备采购等措施，有效降低了主要原材料价格波动带来的影响。生产模式方面，公司以自主生产为主，综合考虑原材料供应、产品市场销售及公司产能情况制定生产计划，并保持产品合理库存。对于特殊客户、特殊工程等有特殊要求的焊接材料产品，根据订单安排生产。销售模式方面，公司分为直销和经销两种模式，直销又分为终端销售和 OMD 销售模式（作为 ODM 厂商销售自主设计加工的产品给客户，再由客户销售给其终端用户）。多种模式配合销售，不仅使公司可以第一时间为中高端客户

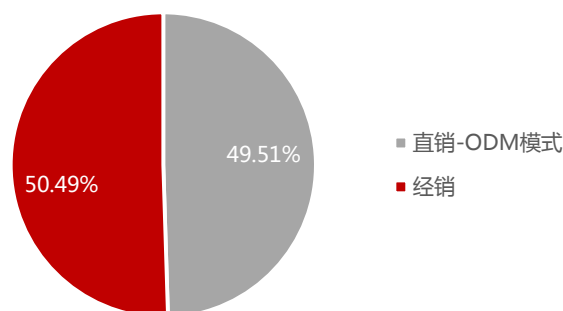
定制化、高质量产品服务及完善的售后服务，还有利于公司节省市场开拓成本，迅速扩大客户群体，充分发挥公司的研发、制造优势。

图 4：2021 年 1-6 月公司国内销售模式占比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

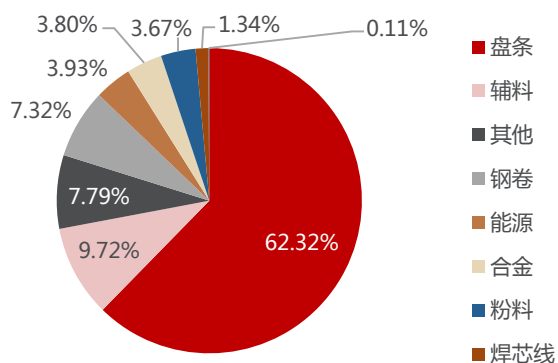
图 5：2021 年 1-6 月公司境外销售模式占比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司生产所使用的原材料主要为盘条，2021 年 H1 公司用于采购盘条的金额占总采购金额的 62.32%。公司主要产品的原材料占成本比例均在 80%以上，其中盘条采购金额占比最大。除部分特种焊材外，一般熔焊材料的定价与原材料成本价格关联度较高，所以公司主要产品的销售价格主要受盘条市场价格波动的影响。

图 6：2021 年 H1 公司主要产品采购占比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 7：线材及焊丝价格指数（单位：元/吨）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

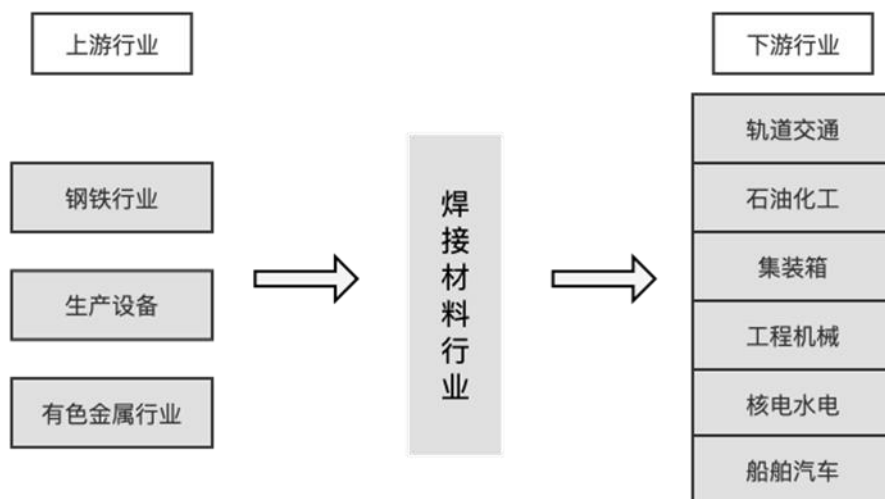
2 工业化发展背景下，焊材需求持续增长，行业结构调整升级

2.1 焊接材料发挥“缝纫线”和“黏合剂”作用

公司的核心产品为焊接材料，位于产业链中游。其上游行业主要是钢铁行业、有色金属行业和焊材生产设备行业等，产品主要用于轨道交通、石油化工、集装

箱、工程机械、核电水电、船舶汽车等多个行业，焊接材料行业与下游行业是一种互为依存、相互促进的关系。

图 8：焊材行业产业链



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

焊材行业产业政策从产业的发展目标，增长速度，重点发展方向、关键共性技术和下游重点应用领域等方面作出明确的指导，**重在强调加大高效焊接材料、轻质化合金焊接材料等产业焊接材料关键技术的研发、扩大智能化、轻量化焊接材料应用、培养大型产业集群和行业内龙头企业。**

表 2：焊材产业发展政策

时间	发布单位	政策文件	概况及意义
2019 年 11 月	工业和信息化部	关于印发《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019 年版）》的通告	将大线能量焊接用高效焊接材料、大输量管道用高强厚壁直缝埋弧焊管、核电用铁基焊接材料、高强可焊接铸造高温合金 K439B、含 Sc 铝合金加工材、Al-Si-Sc 焊丝、铝锂合金焊丝、ENiCrFe-7、ERNiCrFe-7/7A 镍基合金焊接材料（焊条及焊丝）等纳入首批目录。
2019 年 10 月	发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将智能焊接设备、轻量化材料应用（铝合金等）、无铅焊料、高端制造等列入鼓励类。
2018 年 11 月	国家统计局	《战略性新兴产业分类（2018）》	将优质焊接材料制造（耐热钢特种钢用焊接材料产品、低合金高强度特种钢用焊接材料产品、不锈钢特种钢用焊接材料产品、防水、水下等特殊工况用焊条产品、低氢型气保护药芯焊丝等）列为支持产业。
2017 年 10 月	工业和信息化部	《产业关键共性技术发展指南（2017 年）》	460MPa 级别导管架平台用钢及配套焊材，可大线能量焊接平台用厚板及配套焊材；低温钢的高效焊接材料与工程化应用技术；耐高温耐磨损全焊接板片制造技术。

2016年12月	工业和信息化部、 发改委、科技部、 财政部	《关于印发新材料产业发展指南的通知》	开发钢轨焊接材料加工技术，发展风挡和舷窗用高品质玻璃板材。加强先进阻燃及隔音降噪高分子材料、制动材料、轨道交通装备用镁、铝合金制备工艺研究，加快碳纤维复合材料在高铁车头等领域的推广应用。
2016年11月	江苏省人民政府办公厅	《江苏省“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	以突破前沿技术和培育高端产品为主攻方向，着力推动先进基础材料产业转型升级，促进从新材料产业大省向强省的跨越；围绕新一代轨道交通和高端专用装备等重点领域，增强装备供给保障能力和产业核心竞争力，实现由装备制造大省向装备制造强省转变。
2016年11月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	促进高端装备与新材料产业突破发展，引领中国制造新跨越。
2016年9月	工业和信息化部	《有色金属工业发展规划（2016-2020年）》	大力发展高端材料，陆交通运输用高耐蚀铝合金板材、高强可焊大型复杂截面铝合金型材、海水淡化装备用高精度钛卷焊管及配套大卷重低残余应力钛带、钛合金大型及复杂结构件高效优质焊接、光伏无铅焊带，各类高性能焊带列为发展重点。
2016年4月	工业和信息化部、 发改委、科技部、 财政部	《关于印发制造业创新中心等5大工程实施指南的通知》	《工业强基工程实施指南（2016-2020年）》：开发高性能海工钢、特种焊接材料、双相不锈钢、高性能耐蚀铜合金、低温材料、降低船体摩擦阻力涂料等关键基础材料。《高端装备创新工程实施指南（2016-2020年）》：推进凝汽器钛管、核燃料锆管等合金材料、核级碳钢、低合金钢、不锈钢和镍基合金等焊材技术攻关。
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	加快应用清洁高效铸造、锻压、焊接、表面处理、切削等加工工艺，实现绿色生产。

资料来源：公司招股书、民生证券研究院

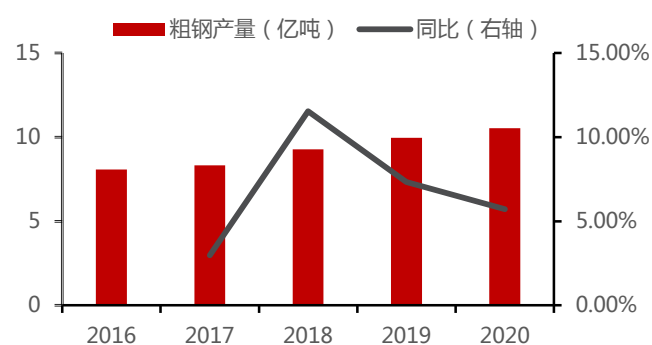
2.2 市场规模持续增加，产品结构逐步升级

根据世界各国的历程表明，当一个国家处于工业化发展时期内，钢材和焊材的消费量将持续增长。

现在我国正处在工业化的中期发展阶段。“十三五”期间，我国的钢铁产量及焊接材料产量一直居世界首位。根据世界钢铁协会统计数据显示，2020年我国粗钢产量为10.53亿吨，占世界总产量的56.5%。焊接结构的用钢量是衡量焊接技术总体水平的重要指标，我国每年有约三亿吨左右的钢材涉及焊接加工，占全球焊接加工量的50%以上。我国焊材表观消费量占全球的50%以上，成为世界焊材的生产和消费大国，正逐步向焊材强国奋进。目前，我国焊接材料企业众多，年总产量保持在400万吨以上，占世界总产量的1/2以上。随着企业转型升级、钢铁行业的去产能及国家供给侧改革的不断调整，焊接材料行业由高速发展转为高质量发展，产品结构逐步趋向更为合理。

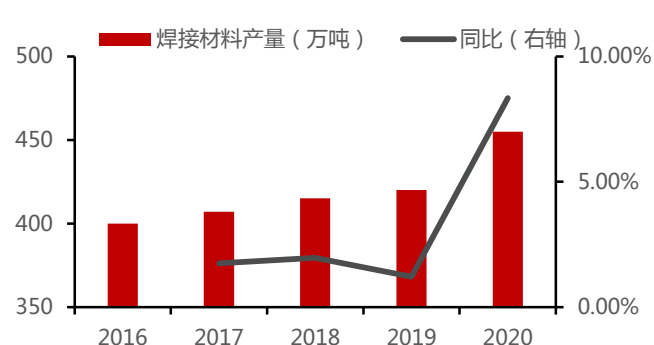
我国焊接材料产量持续提升。根据中国焊接协会数据，2016-2020年我国焊接材料产量稳中有升，复合增长率为3.27%。2020年我国焊接材料产量为455万吨，较2019年同比增长8.33%。

图 9：2016-2020 年我国粗钢产量



资料来源：世界钢铁协会、民生证券研究院

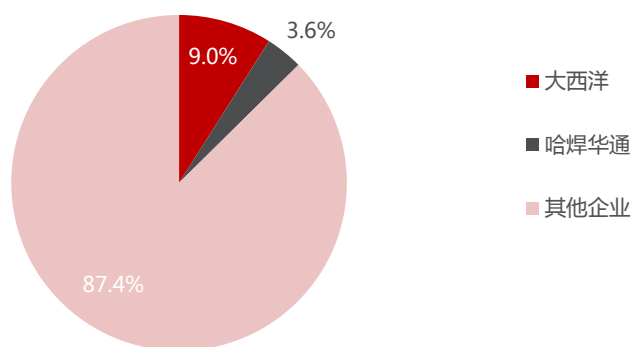
图 10：2016-2020 年焊接材料产量



资料来源：世界钢铁协会、中国焊接协会、民生证券研究院

中国焊接材料市场集中度有待进一步提升。从 2020 年企业焊接材料产量来看，大西洋市场占比 9.0%，哈焊华通市场占比 3.6%。随着行业技术的不断发展，落后产能逐步被淘汰，行业集中度有望进一步提升。

图 11：2020 年我国焊接材料企业格局（按产量）



资料来源：智研咨询、民生证券研究院整理

国内企业产品结构升级，抢占中高端市场。国际竞争对手林肯电气、伊萨公司利用其技术优势和资本优势占领高端焊接材料市场，与国内企业展开直接竞争；国内著名的焊接材料生产企业进行产品结构调整，一方面以高附加值的特种焊条和焊丝产品替代低端手工焊条产品，另一方面研发生产中高端焊材产品，向中高端市场进军。

表 3：国外主要企业

序号	公司	公司简介	公司性质
1	美国林肯电气控股公司 (LECO.O)	公司始建于 1895 年，是一家专注于弧焊产品设计、开发和制造的跨国性企业，产品覆盖焊接设备、焊接材料、切割设备、除尘系统等四大系列，总部坐落在美国俄亥俄州克利夫兰市，是美国纳斯达克上市公司。	美国纳斯达克上市公司 (上市代码：LECO.O)
2	瑞典伊萨公司 (EASB)	伊萨公司成立于 1904 年，伊萨创始人 Oscar Kjellberg 研发出全球第一根药皮焊条，至今已有 100 余年，业务范围遍布全球市场，专注于手工焊接与切割设备、焊接材料、焊接自动化、机械化切割系统等重要领域。	非上市公司

资料来源：公司招股书、民生证券研究院

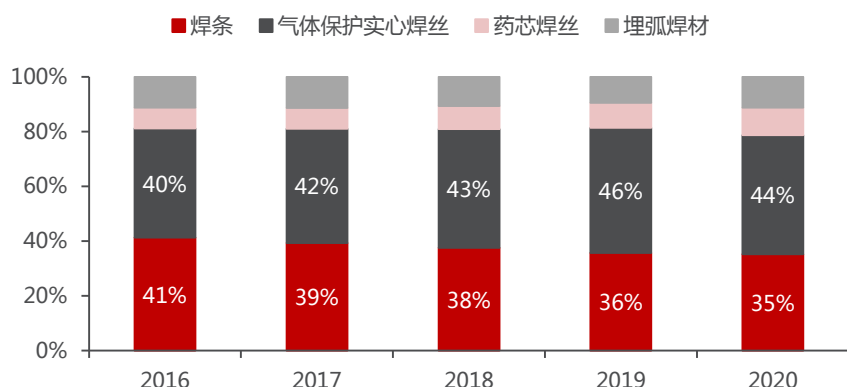
表 4：国内主要企业

序号	公司	公司简介	公司性质
1	天津市金桥焊材集团股份有限公司	公司成立于 1995 年，位于天津市，是专业生产焊接材料的大型企业。生产碳钢、低合金钢、耐热钢、低温钢、不锈钢、堆焊、铸铁等七类电焊条和气保实心焊丝、药芯焊丝、埋弧焊丝、氩弧焊丝、焊剂等六大类焊接材料共 400 多个品种。	股份有限公司 (未上市)
2	天津大桥焊材集团有限公司	公司成立于 1997 年，位于天津市，产品涵盖各种类型的电焊条、气体保护实芯焊丝、药芯焊丝、埋弧焊丝、TIG 焊丝、铜焊丝、铝焊丝和烧结焊剂，产品品种 350 余个，用于桥梁、船舶、压力容器、机车车辆、航天、石油、海上钻井平台、港口建设等领域。	有限公司 (未上市)
3	四川大西洋焊接材料股份有限公司	公司成立于 1999 年，位于四川省自贡市，2001 年公司在上海证券交易所上市 (股票代码 600558)。公司主要经营产品有焊条 (碳钢焊条、低合金钢焊条、不锈钢焊条、堆焊焊条、铸铁焊条、镍及镍合金焊条、铜及铜合金焊条)、焊丝 (适用于 MAG、MIG、TIG 的气体保护焊实芯焊丝、药芯焊丝、有色金属焊丝，以及埋弧焊焊丝和气焊焊丝)、焊剂 (用于埋弧焊和电渣焊的各种熔炼型、烧结型焊剂) 三大类。	上交所主板 (上市代码：600558.SH)
4	山东索力得焊材股份有限公司	公司成立于 2003 年，位于山东省肥城市，主要从事焊接材料的生产和销售。公司的主要产品包括气保焊丝和埋弧焊丝两大类。焊丝产品已形成气保焊丝、埋弧焊丝等系列近百种规格型号，广泛应用于汽车、动车、船舶、工程机械、压力容器、煤矿机械、桥梁建筑、电力设备等制造行业的多个领域。	新三板挂牌公司 (挂牌代码 832398.OC)

资料来源：公司招股书、民生证券研究院

焊材结构不断升级，焊丝占比逐步扩大。随着我国焊接工业自动化水平的提高，焊材在整体结构上发生了巨大变化，焊条占焊材总量的比例已经从 1985 年 90% 以上下降到了目前的 35.70%，而国内实心焊丝占焊材总产量由 2009 年的 28.54% 上升至 2020 年的 43.52%，可以预见未来普通焊条市场将进一步被焊丝替代。目前，市场已形成以焊条和气保护实心焊丝为主体，药芯焊丝和埋弧焊材基本相当的格局。随着工程化对焊接效率需求的提高和焊接机器人的普及，适用于自动化焊接的实心焊丝、药芯焊丝、高效埋弧焊材产品发展明显加快。特别是近些年对于高附加值和高技术性能的品种，国内自主化开发、配套供给能力逐渐加大投入，以试图改变高性能焊材产品大量依靠进口的局面，不断提高高端焊材结构比例。

图 12：2016-2020 年我国各类焊接材料占比图

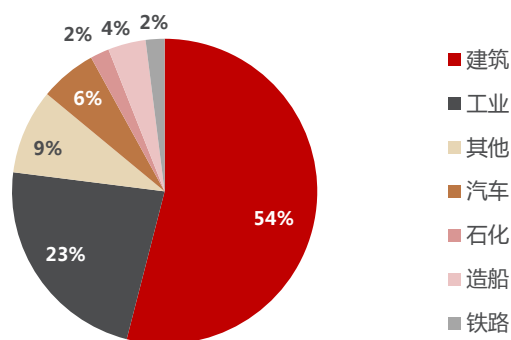


资料来源：中国焊接协会、民生证券研究院

2.3 市场需求稳中有升，高端市场潜力较大

焊接材料属于下游行业工业生产中使用的耗材，具有“小产品、大市场”的特点。目前，焊丝等焊接材料已广泛应用于船舶、轨道车辆、汽车、石油化工、工程机械、压力容器、海洋工程、航空航天、核电水电等众多领域。

图 13：2019 年焊接材料主要下游行业分布比重



资料来源：前瞻产业研究院、民生证券研究院

图 14：焊接材料应用图



资料来源：公司招股书、民生证券研究院

焊接材料需求趋势：

- **产品高端化、精细化。**近年来，在大力发展的战略性新兴产业中，随着装备、工艺的升级，高端装备制造和新能源产业所需的高端焊接材料逐年增加，对焊接技术提出较高的要求。因此，高强、高韧、低氢、环保的气保焊丝、埋弧焊丝、药芯焊丝的需求量逐年上升，焊接材料产品逐步向高品质方向发展，而低品质的焊条将逐步被替代。
- **生产自动化、智能化。**随着熔焊材料的需求量越来越大以及人力成本的上升，熔焊材料行业的生产自动化程度逐渐受到重视。自动化对焊接效

率需求的提高和焊接机器人普及，对焊接材料的成分、性能都有更高要求，生产工艺过程自动化将提高产品质量的稳定性，保证熔焊材料的大批量生产，有利于实现规模效应。自动化成产线生产出的熔焊材料质量更稳定，送丝性能更优越，能够适应焊接的智能化使用。

- **焊接全过程绿色化。**提供对环境污染及对焊工身体健康损害最小的焊材一直是焊材厂家追求的目标。对环保的日益重视，加大了对绿色环保焊接材料的需求，促使焊材企业研发并采用低排放、低污染的焊接材料、焊接工艺及新型高效、绿色的焊接方法。
- **熔焊材料轻量化。**焊接技术作为装备制造领域的共性技术，已经成为影响轻合金在航空航天、轨道交通装备制造领域应用的关键技术之一。随着这些领域装备零件体积的增大、结构的复杂化以及服役需求的不断提升，提高轻合金的焊接制造效率，降低焊接能耗，减少焊接污染，促进轻合金同种、异种材料的连接，实现轻合金关键结构的高性能绿色焊接制造已经成为焊接制造发展的重要方向和迫切需求。

我国焊接材料海外销售整体呈上涨趋势。国内焊材龙头生产企业经过多年来不断拓展，以金桥、大桥、大西洋、哈焊华通为代表企业在海外的竞争力不断提高。根据中国焊接协会数据显示，我国焊接材料在海外市场的销售整体呈上涨趋势，焊材出口量从 2016 年的 74.42 万吨，变动至 2020 年的 73.01 万吨，焊材出口额从 2016 年的 6.12 亿美元增长至 2020 年的 7.04 亿美元，总体呈现增长趋势。

表 5：2016 年-2020 年中国焊接材料出口统计（单位：万吨、亿美元）

年度	焊条		实心焊丝		药芯焊丝		焊剂		合计	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
2016	35.93	2.62	28.73	2.31	6.26	0.89	3.50	0.30	74.42	6.12
2017	31.63	2.58	25.14	2.45	5.83	0.87	3.58	0.33	66.18	6.23
2018	32.78	3.08	22.58	2.58	7.05	1.11	3.99	0.38	66.40	7.15
2019	34.87	3.14	28.94	2.80	8.44	1.25	4.32	0.41	76.57	7.60
2020	35.19	3.19	25.93	2.26	7.77	1.21	4.12	0.38	73.01	7.04

资料来源：中国海关总署、民生证券研究院

铝合金焊丝进口替代市场空间较大。为适应轨道交通列车、汽车等舒适、美观、高速的发展要求，世界各国均在大力发展制造铝合金车体；我国轻质材料在武器装备轻量化的应用取得国际领先地位，武器装备大量应用中高强度铝合金材料。随着轻量化的需求，高强度铝合金材料在轨道交通、公路运输、武器装备、

船舶以及航空航天等领域得到广泛应用。但铝合金焊丝作为关键焊接材料的配套能力明显不能满足各行业的需求，高端铝合金焊丝进口比例大，未来具有较大的进口替代市场空间。

表 6：2018 年铝合金需求量

种类	行业	需求量 (吨)	焊丝来源
高端铝合金焊丝	高铁	7,000	100%进口
	自行车	3,500	100%国产
	大巴、集装箱	2,000	80%进口
	航空、航天、舰船	1,000	80%进口
	陆军武器车辆	200	50%进口
	压力容器	300	100%进口
	高压开关	500	100%进口
	其他	500	80%进口
合计		15,000	71%进口
纯铝		5,000	国产
中低端铝合金焊丝		12,000	国产

资料来源：《第 23 届北京埃森焊接与切割展览会综合技术报告》、民生证券研究院

3.雄厚的研发实力、良好的品牌声誉和优质的客户资源构筑企业核心竞争力

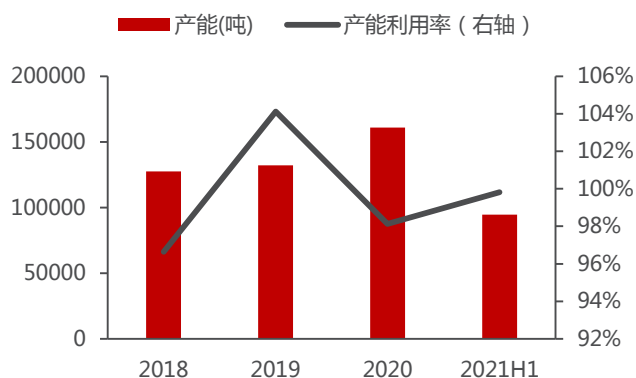
3.1 公司业务规模持续扩大，盈利能力相对稳健

3.1.1 公司不断提高生产能力、丰富产品种类，整体产能利用情况较好

2018-2021H1，公司主要产品产能呈增长趋势，2021H1 公司焊丝、焊剂、焊条年产能分别为 189132 吨/3000 吨/1500 吨。随着我国经济增长及基建投资增加，下游钢结构、工程机械等行业对于焊材的需求量逐渐增多，公司通过自建项目与外部收购增加主要产品的产能：2020 年 2 月公司收购九通焊材主要资产，药芯焊丝产能增加；2020 年公司投资 30098 万元，建设年产 12.65 万吨的高性能低合金钢焊丝产业化项目。

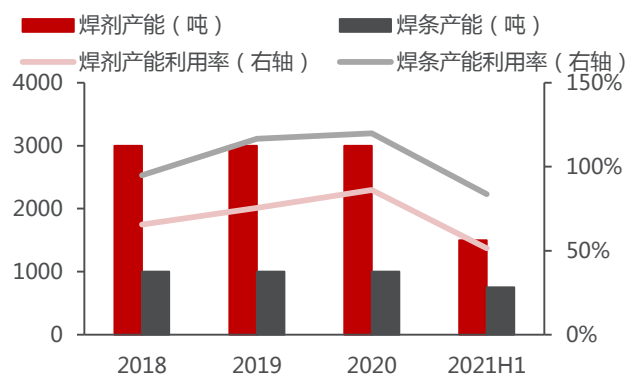
2018-2021H1，公司各主要产品产能利用率整体保持较高水平，2021H1 公司焊丝、焊剂、焊条产能利用率分别为 99.81%/51.41%/83.70%，其中焊丝产能利用率始终保持高水平，主要由于下游需求旺盛，产品供不应求；焊剂产能利用率有所下降主要受到搬迁新旧产线切换和疫情影响。

图 15：公司焊丝产能情况



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 16：公司焊剂、焊条产能情况

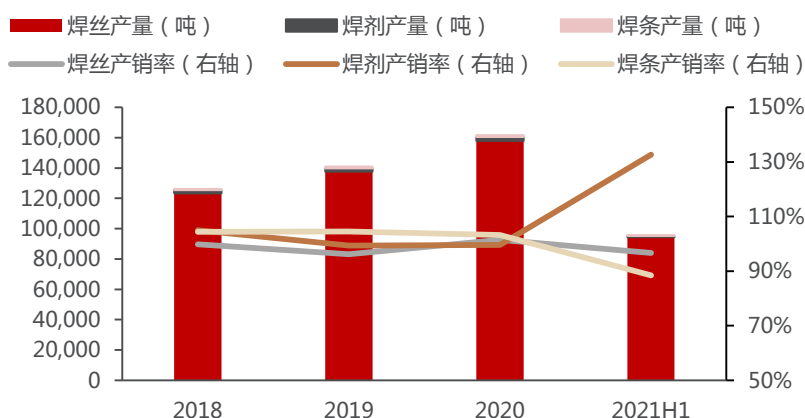


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2018-2021H1，公司主要产品产量呈逐年上升趋势，焊丝产量为 123,310 吨/137,483 吨/157,770 吨/94,384 吨，呈逐年上升趋势，主要由于公司焊丝产能不断增加；焊剂产量为 1,964 吨/2,266 吨/2,586 吨/771 吨，产量有所下降主要由于疫情影响导致焊剂产能利用率降低；焊条产量为 949 吨/1,166 吨/1,197 吨/627 吨，呈上升趋势，主要由于 2018-2020 年产能利用率的提升以及 2021 年新增产能的投产。

2018-2021H1，公司各主要产品产销率均保持较高水平。2018-2021H1 公司焊丝产销率为 99.78%/96.20%/101.50%/96.68%，焊剂产销率为 104.96%/99.35%/99.55%/132.62%，焊条产销率为 104.40%/104.56%/103.23%/88.45%，各产品销售情况较好。公司以境内销售为主，境外销售为辅。境内销售方面，华东地区是公司产品的主要销售区域，主要由于公司地处江苏省；境外销售方面，欧洲、美洲和亚洲是公司海外销售主要区域，主要国家是美国、加拿大、俄罗斯、印度尼西亚、法国等。2020 -2021 上半年，出口受到疫情影响，外销占比小幅下降。

图 17：公司焊材产量、产销率情况



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

随着公司生产能力的提高，其生产的产品种类也不断丰富。公司为了迎合下游市场对于焊料日益旺盛的需求，在立足市场与技术的前提下不断增加新的生产线，丰富自身产品种类。目前公司生产的焊丝、焊带、焊条产品应用了多种不同的制造方法、焊接方法、合金成分等，可以分成多个类别，具体的产品型号达上百个品种。配合着生产能力的提高与下游需求的扩张逐渐形成了“多品种、多规格”的产品体系。

图 18：公司生产线发展情况

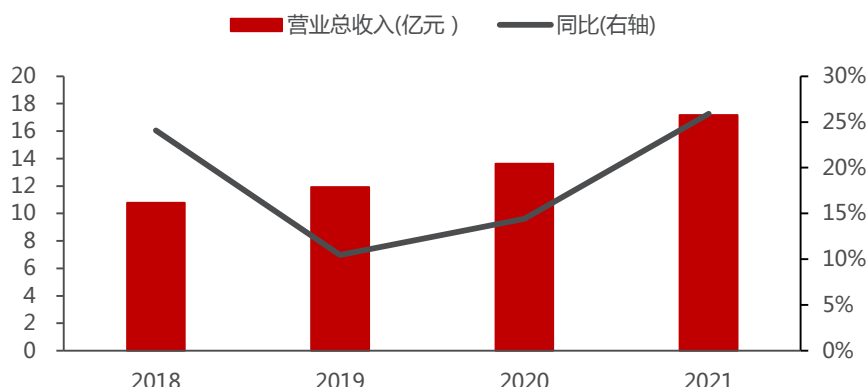


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.1.2 下游行业需求旺盛，公司营收快速增长

2018-21 年公司总营业收入分别为 10.78 亿元/11.91 亿元/13.63 亿元/17.16 亿元，呈稳定增长，近四年复合增长率约为 12%。公司主要从事各类熔焊材料的研发、生产和销售，其主营业务收入占营业总收入的 99% 以上。公司主营业务的持续增长一方面由于需求端我国高端制造业和新能源业的迅猛发展带动与高性能钢材相匹配的耐高温、耐低温、耐强腐蚀等焊材需求量大幅提升，同时随着自动化对焊接效率需求的提高和焊接机器人的普及，公司的主要产品焊丝对传统焊条的替代效果愈加明显；另一方面公司通过发挥营销与技术的协同作用，拓宽下游客户并建立了稳定合作关系，增强了产品销售能力。

图 19：公司营业总收入

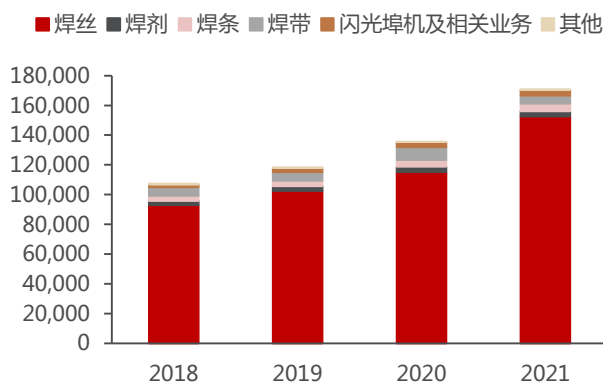


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2018-21 年公司生产的焊材按产品类别可以分为焊丝、焊剂、焊条、焊带等，各分产品的销售收入总体呈增长趋势。焊丝作为公司最主要的收入来源，期间收入分别为 93007 万元/102439 万元/115066 万元/152584 万元，2021 年同比增长 32.60%。焊丝销售收入的增长主要源于工程机械、钢结构、轨道交通领域焊丝需求量的增长以及公司产能的提升，是带动公司营收增长的主要动力。此外，2018-2021 年公司焊丝销售收入占营业收入比重也已由 86.68% 提升至 89.37%。

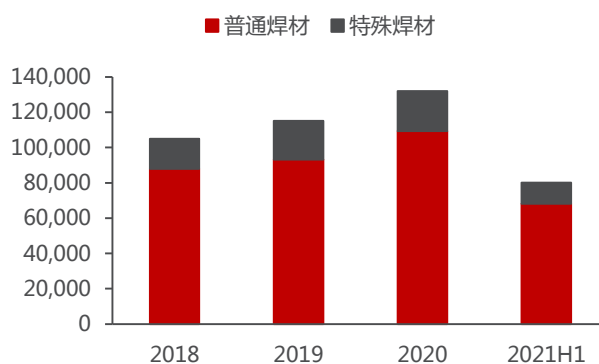
公司焊材产品可分为特殊焊材和普通焊材。特殊焊材主要为满足高强、高韧、深冷、耐热、耐蚀、耐磨等应用场景的焊材，多集中在压力容器、航空航天、核电水电、轨道交通等领域。2018-2021H1 公司焊材销售收入中特殊焊材占比分别为 16.22%/19.04%/17.11%/14.92%，公司特殊焊材的产品配方全部为自主设计，此外焊丝、焊剂、焊条的生产工艺为自主研发，焊带的生产工艺为合作研发。这些产品被广泛应用于重大装备制造业和基础设施建设的各个领域，可满足多层次、多领域客户需求。

图 20：公司营业总收入（单位：万元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 21：公司普通、特殊焊材销售收入（单位：万元）

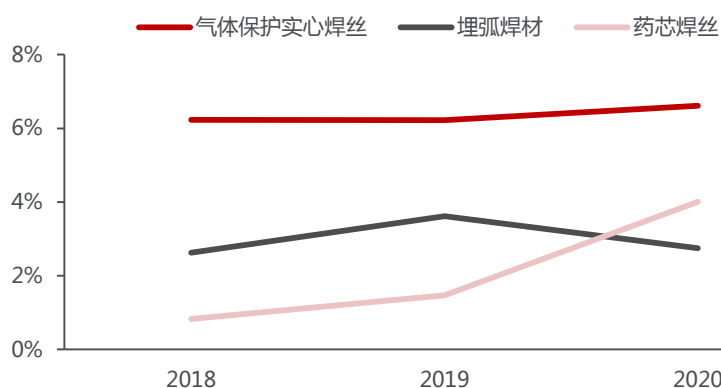


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司产品气体保护实心焊丝和药芯焊丝的市场占有率逐年提升。根据中国焊

接协会数据，我国 2020 年焊接材料产量 455 万吨，其中气体保护实心焊丝 198 万吨、药芯焊丝 46 万吨、埋弧焊材 51 万吨。以此为基础，根据公司的销量测算，公司气体保护焊丝的市场占有率约为 6.61%，药芯焊丝的市场占有率约为 4.01%，埋弧焊材的市场占有率为 2.75%。

图 22：公司产品市场占有率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.1.3 公司主营业务经营良好，整体毛利率保持稳定

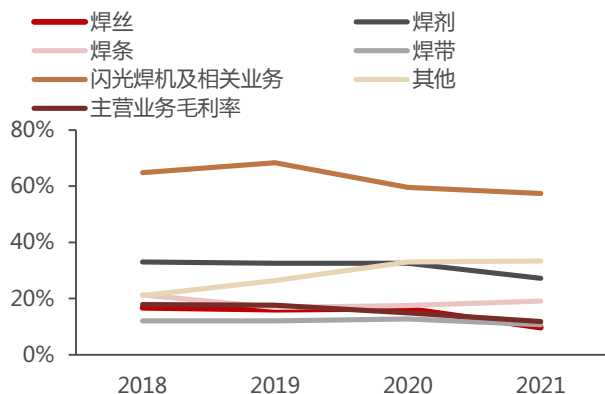
2018-21 年，公司主营业务毛利率为 17.83%/17.67%/17.73%/15.69%，除 2021 年略有下降以外，其余年份均维持较稳定水平。公司主营业务毛利主要来自焊丝的销售，2019 年公司主营业务毛利率同比下降 0.16%，主要是由于焊丝收入占主营业务收入比重较高，其毛利率下降带动公司整体毛利率下降。2020 年公司主营业务毛利率同比上涨 0.06%，主要原因为焊丝、焊带毛利率上涨，进而带动整体毛利率上升。2021 年公司主营业务毛利率较 2020 年下降 2.04%，主要原因为焊丝毛利率下降，带动整体毛利率下降。

2018-21 年，公司焊丝毛利率分别为 16.76%/16.05%/16.37%/9.72%，其毛利率波动主要受实心焊丝中的碳钢焊丝及药芯焊丝毛利率波动影响。2019 年，公司药芯焊丝毛利率为 12.01%，较 2018 年降低 3.44%，主要原因为公司作为普通药芯焊丝的碳钢药芯焊丝销售占比提升，该类焊丝毛利率较低，导致整体毛利率下降。2020 年，随着公司收购九通焊材主要资产，药芯焊丝产能和产量增加，规模效益显现，加之社保减免影响，单位成本降幅大于单位售价降幅，剔除运杂费影响后毛利率有所提升。2021 年 1-6 月，受原材料价格上涨及市场竞争影响，单位售价涨幅小于单价成本涨幅，毛利率有所下降。

公司焊剂毛利率分别为 33.04%/32.59%/32.56%/27.19%，呈现小幅下降趋势，主要原因为是在焊丝销售过程中，为满足下游客户对焊剂的需求，公司外购部分普通焊剂对外销售，而该类焊剂销售价格及毛利率较低。公司自产焊剂毛利率较为稳定，焊剂整体毛利率受外购焊剂销售占比变化而波动。

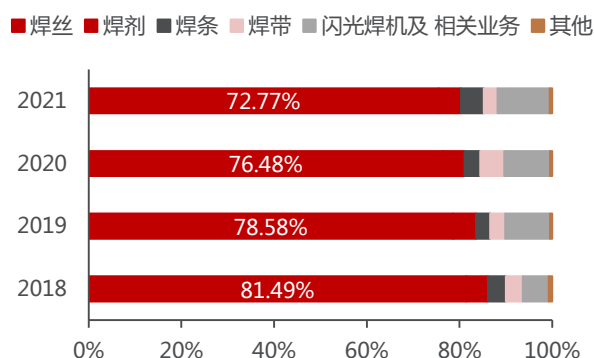
公司焊条毛利率分别为 21.26%/16.90%/17.51%/19.15%。公司焊条销售以小批量、多批次、多品种为特点，毛利率各年波动主要受产品销售结构影响。

图 23：公司主营业务毛利率情况



资料来源：公司招股书，wind，民生证券研究院

图 24：公司主营业务毛利构成



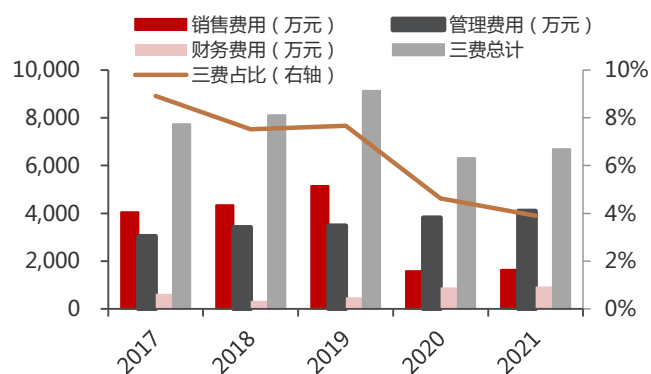
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.1.4 公司期间费用占比呈下降趋势，研发投入逐年增加

2018-21 年，公司销售、管理、财务费用率整体呈下降趋势。1) 销售费用：2018-2019 年公司销售费用随销售收入呈上升趋势，2020 年公司销售费用率大幅下降主要由于新收入准则的执行，将运输费等调整至主营业务成本。2) 管理费用：2018-2021 年公司管理费用随公司规模扩大逐年增加，管理费用率由于规模效应呈下降趋势。3) 财务费用：2018-2021 年公司财务费用始终保持较低水平，主要由于公司利息支出较少。

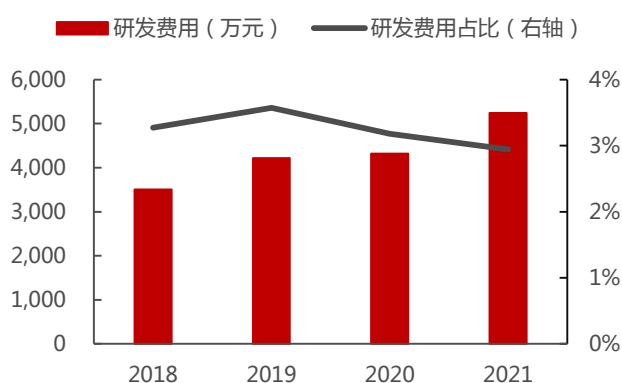
2018-21 年公司研发费用不断增加，研发费用率整体有所下降。期间公司研发费用为 3505 /4221/4316/5242 万元，逐年上升，主要由于公司高度重视产品研发工作，根据市场需求和未来发展趋势，在新产品、新技术、新工艺、新材料等方面持续较高投入，保持行业领先的技术水平，这不仅是公司产品市场竞争优势的基础，也是公司未来业务不断延伸拓展、实现可持续发展的重要推力。

图 25：公司期间费用率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

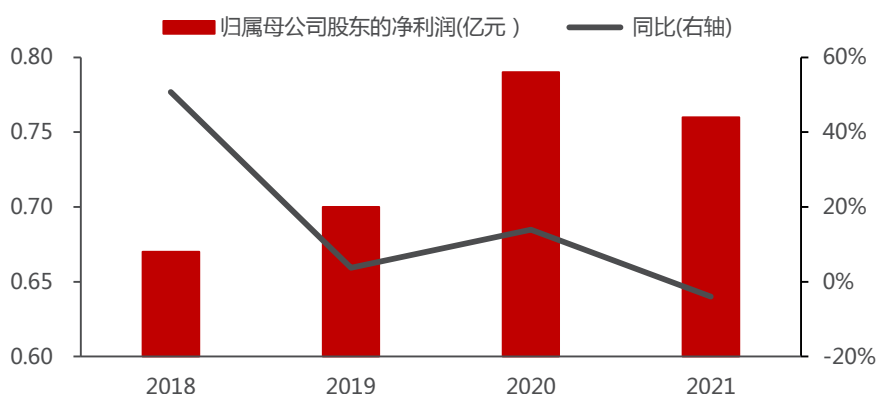
图 26：公司研发费用及占比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2018-2021 年公司分别实现归母净利润 0.67/0.7/0.79/0.76 亿元，2021 年同比增速为-4.01%。2021 年公司归母净利润小幅下降主要由于公司产品以成本加成的定价方式为主，受到原材料价格上涨及市场竞争等因素综合影响，单吨价格变化幅度小于原材料价格上涨幅度。

图 27：公司归母净利润情况

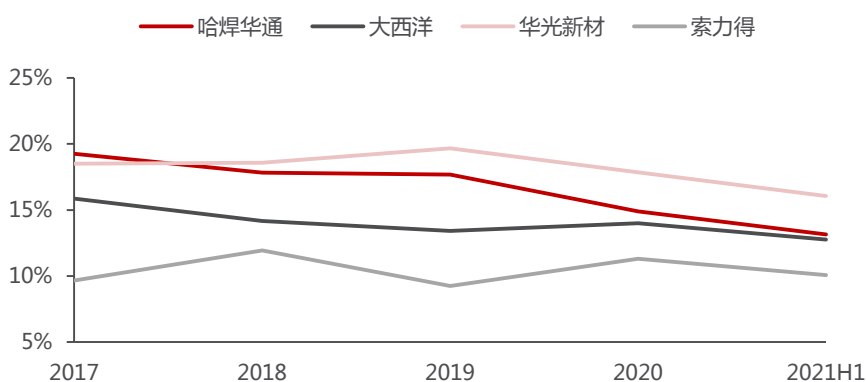


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.2 公司毛利率略高于行业平均水平，但期间费用较高

2017-2021H1，公司主营业务毛利率高于同行业可比公司索力得和大西洋，低于华光新材，整体略高于行业均值。2021H1 公司毛利率与可比公司大西洋逐渐趋于一致，相关业务的毛利率产生差异主要由于公司在产品结构、客户群体、销售模式等方面与可比公司不完全一致。公司经销与直销并重，对于直销客户的毛利率较高，因此公司整体毛利率高于以经销为主的大西洋和索力得。

图 28：同行业可比公司毛利率情况

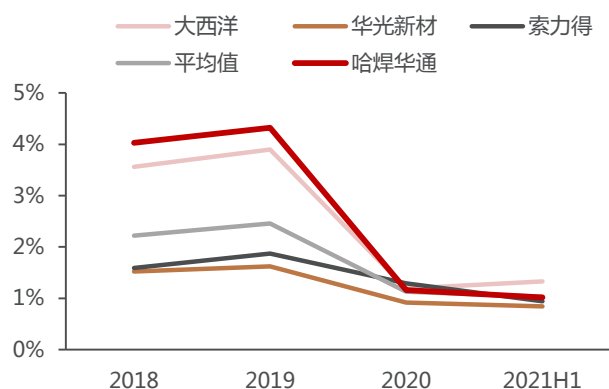


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2018-2021H1，公司各项费用率变动趋势与同行业可比公司基本一致，但

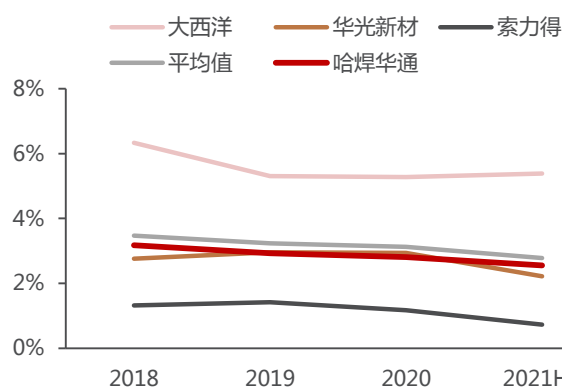
整体略高于行业平均水平。1) 销售费用率：2018-2021H1 公司销售费用率分别为 4.03%/4.32%/1.16%/1.02%，高于行业平均水平，主要由于运输费较高，2020 年执行新收入准则后公司销售费用率与行业趋于一致。2) 管理费用率：2018-2021H1 公司管理费用率为 3.18%/2.93%/2.81%/2.55%，略低于行业平均水平，其中可比公司大西洋管理费用较高主要由于其子公司较多，管理人员薪酬较高。3) 研发费用率：2018-2021H1 公司研发费用率为 3.25%/3.54%/3.17%/2.93%，高于行业平均水平，主要原因为公司高度重视产品研发工作，根据市场需求和未来发展趋势，在新产品、新技术、新工艺、新材料等方面持续较高投入，以保持行业领先的技术水平。

图 29：同行业可比公司销售费用率情况



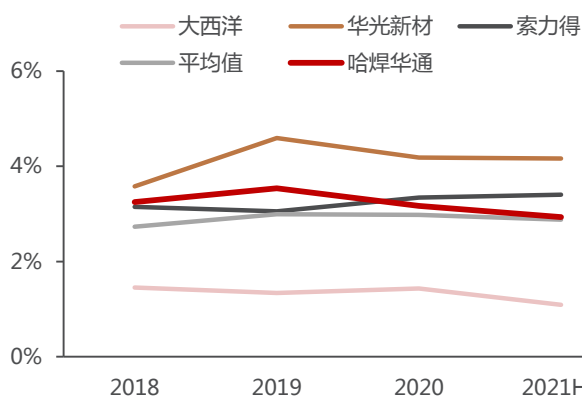
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 30：同行业可比公司管理费用率情况



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 31：同行业可比公司研发费用率情况



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.3 雄厚的研发实力与先进的生产工艺形成产品竞争力

公司高度重视技术创新，并取得多项研发成果。公司自成立以来在生产、经

营与发展的过程中一直秉承着“科技创新”的发展理念，注重自身技术研发与投入，不断加强技术和产品创新。公司目前拥有国家专利 51 项，其中发明专利 25 项、实用新型专利 23 项、外观设计 1 项、境外专利 2 项，公司自 2007 年起连续获得高新技术企业认定，并承担多项科研项目。

表 7：公司核心专利技术明细

序号	专利名称	适用情形	专利类型
1	车辆用奥氏体不锈钢气保焊焊丝	车辆	发明专利
2	焊接用铝合金焊丝	铝合金	发明专利
3	低温装备用奥氏体不锈钢埋弧焊焊丝	低温装备	发明专利
4	自动焊送丝性能优良的焊丝的确定方法	自动焊	发明专利
5	气保焊丝	通用	发明专利
6	一种提高热处理后抗拉强度的不锈钢埋弧焊焊丝	抗热抗拉	发明专利
7	一种耐腐蚀性强的钛合金焊接用低成本钛合金焊丝	耐腐蚀性	发明专利
8	用于钢制球罐焊接的低温钢全位置焊条及药皮粉料	钢制球罐用低温	发明专利
9	一种高 Mn 高 Nb 的抗裂纹缺陷镍基焊丝及焊接方法	抗裂纹缺陷	发明专利
10	一种桥梁用高性能抗腐蚀埋弧焊焊接材料	桥梁、抗腐蚀	发明专利
11	一种快堆用不锈钢焊条的熔敷金属	快堆用不锈钢	InnovationPatent (澳大利亚)
12	一种配合 EQ309Lnb 焊带使用的高效 309Nb 单层带极堆焊用烧结焊剂及制备方法	不锈钢单层堆焊	InnovationPatent (澳大利亚)
13	一种低镍含氮奥氏体不锈钢非熔化气体保护焊丝及其制备方法	低镍含氮奥氏体不锈钢	发明专利

资料来源：wind，民生证券研究院；

公司凭借其雄厚的研发实力在业内有较大影响力。公司是在国内同行业中率先获得德国莱茵 (TUV) ISO9001:2008 国际质量体系认证，是多个国家及行业标准起草单位之一，先后参与制 (修) 订镍及镍合金、铝及铝合金、不锈钢焊丝和焊条等 14 项国家标准、2 项行业标准、6 项团体标准，是行业标准的主要参与者之一；公司是中国焊接协会第六届、第七届、第八届理事单位，并积极参与编制焊接材料“十三五”、“十四五”行业发展规划。

公司依靠其高水平研发团队掌握了一系列先进技术。公司拥有一支专业分工明确、知识技术过硬、研发经验丰富的研发队伍，具有十到二十年以上技术经验的技术专家和资深技术人员，且多名人员为行业协会技术专家委员会成员，专业覆盖公司业务的各个技术领域，他们是把控技术研发方向、承担研发项目、形成公司核心技术竞争力的中坚力量。公司主要产品持续创新，主要技术源自自主设计、自主研发，公司拥有的“煤化工重型压力容器用焊材”、“石化设备用焊材”、“核电设备用焊接材料”等核心技术达到国际领先、国际先进水平，相关产品和技術曾获多项奖项。

公司将其高端技术产业化，自主研发了产品的整套核心制造技术，并发展出品种齐全、种类多样的高质量产品。公司在国内同行业中率先获得德国莱茵 (TUV) ISO9001:2008 国际质量体系认证，是多个国家及行业标准起草单位之一，是行业标准的主要参与者之一。部分核心产品的原材料完全自主冶炼，不断打磨最佳工艺路线，在稳定质量的前提下提升生产效率和材料利用率，产品实现全过程贯彻环保节能的设计理念。公司凭借自身产品配方开发技术和制备工艺，

已经陆续开发出高温、高压、低温、高强、强腐蚀性等特种环境下使用的焊材产品及满足客户定制化需求的新产品，具备丰富的新产品开发经验。

表 8：公司核心技术明细

序号	核心技术名称	具体内容
1	煤化工重型压力容器用焊材	研究成果解决了重型煤化工设备用低温钢主焊缝和内壁堆焊关键技术，实现了焊接材料的全部国产化。
2	石化设备用焊材	研制的高镍合金焊接材料力学性能好，耐腐蚀性能满足技术要求，工艺性能优良，与国外同类焊接材料实物水平相当。研制的 12Cr2Mo1R 钢配套焊接材料熔敷金属回火脆性指标 $VTr_{54}+3^{\Delta}VTr_5 \leq 0^{\circ}C$ ，综合性能达到国际先进水平，填补国内空白，且在多个大型石化项目临氢设备制造中得到成功应用。
3	核岛主设备用焊接材料	研制的不锈钢、镍基合金焊条、焊丝、焊带/焊剂 12 个牌号的产品，满足 CAP1000、CAP1400 核岛主设备蒸汽发生器、反应堆压力容器、稳压器和堆内构建焊接材料的制造要求。熔敷金属热处理态断后伸长率 $\geq 18\%$ ，具有国际领先水平，不锈钢带极堆焊熔敷金属 $Rm \geq 520MPa$ 。
4	水电专用不锈钢焊接材料	研制的水电转轮专用马氏体钢焊丝 HS13/5L、焊条和埋弧焊丝焊剂，突破马氏体钢焊接冷裂敏感难题，焊态和热处理后性能稳定；电弧稳定性高，焊道成型美观，焊道熔合良好，进而降低了焊接难度和焊接缺陷产生概率。
5	低温焊接材料	大型低温液化石油天然气（LNG）储罐交、直流两用高纯度镍基合金焊条 ENiCrMo-3、ENiCrMo-6，镍基合金埋弧焊丝 HNi276/焊剂 SJ609。
6	实心焊丝制造工艺与焊接方法	1、环保除锈工艺 2、高效连拔工艺 3、镀铜工艺 4、全自动层绕衔接流水线包装工艺。
7	铝合金焊丝及其生产工艺	1、连铸连轧工艺 2、工序优化 3、公司掌握了高纯冶炼、除气除渣、连铸连轧、精密刮削等铝焊丝核心制备技术，经鉴定达到国内领先、国际先进水平，焊丝产品质量、焊接工艺性和焊缝组织性能达到国外典型产品水平。
8	药芯焊丝生产工艺装备	1、自动配粉工艺大大提高了配比精确度，同时有效减少了人为出错的几率。2、自动真空包装工艺减少了人与焊丝的直接接触，同时对焊丝进行抽真空，保持焊丝的干燥度，也降低了人为因素造成的各种误差。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.4 良好的品牌与渠道建设为公司提供市场保障

公司长期重视客户关系与品牌建设，凭借其高质量产品在中拥有良好口碑，公司因此获得了优质的客户资源。公司多年来紧紧围绕品牌定位，通过多种途径推动品牌建设，凭借高性价比的产品，特别是在高端焊材和特种焊材市场，公司赢得了众多国内外知名厂商的信赖，有助于产品在全球范围的推广与开拓，提升自有品牌产品的市场占有率。

表 9：公司部分领域知名客户

领域	代表性公司
集装箱、船舶制造	中集集团、新华昌集团、中国远洋海运集团
轨道交通	中国中车、中国中铁、铁道科学研究院、京投公司
石油化工	中石化、中国煤炭科工集团、兰州兰石重装、美国 Air Products
航空航天、军工核电	中国航空工业集团、中国兵器工业集团、中国东方电气集团、中国能建
工程机械	德国 Thyssen Krupp、徐工集团、富华重工、中国一重、三一重工、中联重科、国机集团
汽车、摩托车	宇通客车、金龙汽车、上汽集团、瑞江汽车、豪爵控股、星马汽车
电器、钢结构、五金等	美国 Harbor Freight、精工钢构、海立电器、东贝电器

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.5 优秀的管理团队为公司持续发展保驾护航

公司拥有一支技术精湛、经验丰富、结构合理、团结合作的先进管理团队，在人才方面拥有极强竞争力。公司为强化对产品质量的管理，设有专门的工程、质量部门，质量管理部等团队负责对研发质量、供应商来料质量、生产过程质量、交付产品质量及售后维护质量进行监控，并处理反馈回来的产品质量信息。公司技术研发、市场销售、供应链管理、财务及运营管理等业务链的每个环节都有专业人才负责，高层管理团队普遍具有十年以上的行业管理经验，对公司的产品、业务流程和发展战略十分熟悉，团队知识结构合理，分工明确，对本行业市场趋势及技术走向有着独到的理解与判断，具备较强的专业优势。核心管理团队具有丰富的公司管理理论和实践经验，为公司的持续发展奠定了基础。

4 募投项目：有效缓解现有产能制约，产品结构有望优化

哈焊华本次发行 4545.34 万股，发行后总股本为 18181.34 万股，其中无流通限制及限售安排的股票数量为 4310.95 万股，有流通限制及限售安排的股票数量为 13870.39 万股，发行股份占发行后股本总额的比例不低于 25%。本次募集资金投资项目实施完毕后，公司低合金钢和高强钢实心焊丝年产能合计将增加 10 万吨，药芯焊丝年产能将增加 2 万吨，高品质铝合金焊丝年产能增加 0.35 万吨，特种不锈钢和特种镍合金焊丝年产能合计将增加 0.2 万吨。其中，高品质焊丝智能生产线 3 年建设，6 年完全达产；特种高合金焊丝制备项目 2 年建设，5 年完全达产。募集资金投资项目的实施能够有效缓解公司产能对现有业务发展的制约，与公司现有生产经营规模相适应。

募集资金投资发挥对公司业务创新创造创意性的支持作用。公司本次募集资金项目聚焦公司主营业务，通过实施“高品质焊丝智能生产线建设项目”、“特种高合金焊丝制备项目”和“工程技术中心建设项目”，一方面结合生产线建设和实际生产经验对生产工艺的改良，提高生产效率，有利于公司技术创新、产品创新能力；另一方面旨在增强公司工艺技术的研发能力和研发储备，提升研发队伍，加大研发投入。

表 10、公司募集资金投资项目情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	预计使用募集资金金额
1	高品质焊丝智能生产线建设项目	41,284.00	41,284.00
2	特种高合金焊丝制备项目	10,000.00	10,000.00
3	工程技术中心建设项目	5,000.00	5,000.00
	合计	56,284.00	56,284.00

资料来源：公司招股书、民生证券研究院

高品质焊丝智能生产线建设项目生产的低合金钢实心焊丝、高强钢实心焊丝、高品质药芯焊丝是对公司现有产能的扩大，以解决产能不足问题，同时应用最新工艺与信息技术，实现工厂智能化生产，逐步提高自动化生产线；高品质铝合金焊丝是公司自主研发的高端铝合金焊丝产品进行产业化，并进行关键焊接材料国产化。本项目建设期为3年，于第4年开始生产产品并达到40%的产能，第6年之后产能利用率达到100%。项目正常达产后年营业收入97,336.00万元，年利润总额为9,276.60万元，全部投资税前财务内部收益率为16.40%，税后为14.20%，项目税前静态投资回收期（含建设期）8.3年，税后8.9年。

特种高合金焊丝制备项目生产的特种高合金焊丝（特种不锈钢、特种镍基焊丝等）目标市场主要定位于国内核电工程、水电工程、石油化工、海工装备、垃圾焚烧等国家大型工程领域的中高端市场，进一步增强公司现有中高端焊材的技术力量和产能，扩大公司在中高端市场的影响力，解决目前焊材行业在国家关键项目的应用难题，提升公司在行业中的竞争能力。本项目建设期为2年，于第3年开始生产产品并达到50%的产能，第5年之后产能利用率达到100%。项目正常达产后年营业收入14,760.00万元，年利润总额为2,010.90万元，全部投资税前财务内部收益率为12.7%，税后为10.8%，项目税前静态投资回收期（含建设期）9.7年，税后10.6年。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司利润释放的关键在于：（1）焊丝产品现有产能利用率逐步提升，产品继续高速放量；（2）原材料价格上涨放缓，同时产品结构优化以及规模效应带来成本降低，产品毛利率提升。

核心假设：公司新募投项目建设期需要2年，短期内无法投产，为公司后续业务发展做准备，2022-2024年公司主要增量来自现有产能的进一步放量，特别是焊丝产品，因此1）焊丝产品2022-2024年销量分别为20万吨、22万吨、23万吨，其增长为收入增长主要来源；2）2021年随着原材料价格上涨放缓，焊丝毛利率大概率将有所提示，企业产品毛利率预计相对稳定；3）假设2022-2024年公司产品售价在合理区间内波动；4）假设公司产品销量随着产能释放稳步增长。

表 11：分产品营收与毛利

	2021A	2022E	2023E	2024E
焊丝收入 (万元)	152,584.35	161600.00	168000.00	184000.00
焊丝成本 (万元)	137,755.36	142902.88	147840.00	163300.00
焊丝毛利率 (%)	9.72%	11.57%	12.00%	12.30%
焊剂收入 (万元)	3488.40	3552.50	3672.00	3650.00
焊条成本 (万元)	2591.18	2612.69	2687.08	2682.75
焊条毛利率 (%)	27.19%	26.46%	26.82%	26.50%
焊条收入 (万元)	5,042.75	5400.00	5600.00	5520.00
焊条成本 (万元)	4,077.19	4584.60	4648.00	4800.00
焊条毛利率 (%)	15.03%	15.10%	17.00%	16.00%
焊带收入 (万元)	5,468.48	5940.00	6441.50	7000.00
焊带成本 (万元)	4,884.63	5227.20	5732.94	6160.00
焊带收入 (%)	12.13%	12.00%	11.00%	12.00%
闪光焊机及相关业务收入 (万元)	3,843.18	3500.00	3500.00	3500.00
闪光焊机及相关业务成本 (万元)	1,637.83	1540.00	1575.00	1575.00
闪光焊机及相关业务毛利率 (%)	57.38%	56.00%	55.00%	55.00%
其他项目收入 (万元)	1,130.71	1,100.00	1,100.00	1,100.00
其他项目成本 (万元)	285.00	440.00	550.00	550.00
其他项目毛利率 (%)	74.79%	60.00%	50.00%	50.00%

资料来源：民生证券研究院测算

盈利预测：我们预计 2022/2023/2024 年公司将分别实现归母净利润 1.06/1.25/1.27 亿元，同比分别增加 39.1%/17.9%/1.4%。

表 12：2022-2024 年哈焊华通盈利预测结果

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,716	1,811	1,883	2,048
同比	25.9%	5.6%	4.0%	8.7%
营业成本 (百万元)	1,512	1,573	1,630	1,791
同比	30.6%	4.0%	3.6%	9.8%
毛利率	11.88%	13.13%	13.42%	12.55%
净利润 (百万元)	76	106	125	127
同比	-4.02%	39.10%	17.93%	1.39%
净利率	4.44%	5.85%	6.63%	6.19%
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	76	106	125	127
同比	-4.02%	39.10%	17.93%	1.39%

资料来源：民生证券研究院测算

5.2 估值分析

由于和公司同属焊接材料加工业的大西洋和华光新材近期并无机构盈利预测数据，故我们选取同属于加工制造业的上市公司斯瑞新材进行对比，以 2022 年

4月18日的收盘价计算，斯瑞新材2022-2024年PE为56/44/36倍。考虑到哈焊华通未来产能将进一步提升，产品结构优化，具有经营稳健性，我们预计公司2022-2024年EPS分别为0.58、0.69和0.70元/股，对应4月18日收盘价PE分别为31/26/26倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表 13：同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价	EPS				PE			
		2022/4/18	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
301137.SZ	哈焊华通	18.14	0.42	0.58	0.69	0.7	43	31	26	26
688102.SH	斯瑞新材	12.23	0.16	0.22	0.28	0.34	76	56	44	36

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

注：股价为2022年4月18日收盘价

6 风险提示

1) 科技创新未达预期的风险。面对激烈的市场竞争，公司须持续开发应用于不同环境下焊接、不同新材料连接、具有高附加值的产品。如果公司未能正确判断未来技术和产品开发的趋势，研发方向、资源投入和研发人员配备等方面不能满足市场对技术更新的需要，有可能造成公司技术落后于行业技术水平。

2) 市场竞争风险。熔焊材料行业目前处于充分竞争情形，不排除未来出现新竞争者进入该市场或原有竞争者加大产能，加剧本行业的市场竞争，导致公司产品的销售价格和数量下降，从而导致产品毛利率下降，对公司盈利能力产生不利影响。

3) 原材料价格波动风险。公司采购的主要原材料盘条具有大宗商品属性，存在公开的市场价格，公司与供应商基于相关大宗商品现货交易价格，考虑加工、运输等因素形成最终采购价格。如果未来盘条等主要原材料价格受大宗商品价格变动等因素的影响，发生较大变化，将对公司产品的毛利率产生一定影响。

4) 供应商集中度高的风险。公司原材料供应商较为集中，如果公司的现有供应商因各种原因无法保障对公司的原材料供应，公司将面临短期内原材料供应紧张、采购成本增加及重新建立采购渠道等问题，将对公司原材料采购、生产经营以及财务状况产生不利影响。

5) 应收账款回收风险。公司应收账款占总资产的比例较高，如果下游客户不能按期及时回款，可能给公司带来一定损失。如果未来公司应收账款余额出现大幅增长，将会给公司的流动资金带来一定压力。

6) 宏观经济变化及下游行业周期性波动的风险。公司与下游市场发展存在着密切的联动关系，受宏观经济变化和下游行业周期性波动的影响较大。如果未来宏观经济出现较大波动，上述下游行业的发展速度减缓，下游厂商的经营状况下滑，将可能造成公司订单减少、货款收回困难等情况，进而影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,716	1,811	1,883	2,048
营业成本	1,512	1,573	1,630	1,791
营业税金及附加	5	6	6	6
销售费用	16	18	19	19
管理费用	41	45	47	49
研发费用	52	55	57	60
EBIT	100	113	124	123
财务费用	9	-1	-10	-11
资产减值损失	-5	-4	-3	-3
投资收益	0	0	0	0
营业利润	82	117	138	140
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	85	120	141	143
所得税	9	14	16	16
净利润	76	106	125	127
归属于母公司净利润	76	106	125	127
EBITDA	134	149	165	168

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	142	895	924	986
应收账款及票据	454	498	511	558
预付款项	94	121	117	132
存货	276	287	297	326
其他流动资产	32	39	41	45
流动资产合计	998	1,839	1,890	2,047
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	277	310	343	369
无形资产	109	106	103	100
非流动资产合计	479	531	573	609
资产合计	1,477	2,370	2,464	2,656
短期借款	261	200	150	130
应付账款及票据	319	397	389	436
其他流动负债	229	290	312	356
流动负债合计	809	888	851	922
长期借款	24	34	39	34
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	45	55	60	55
负债合计	854	943	912	977
股本	136	182	182	182
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	623	1,427	1,552	1,679
负债和股东权益合计	1,477	2,370	2,464	2,656

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.89	5.56	3.99	8.74
EBIT 增长率	-2.74	12.98	9.40	-0.65
净利润增长率	-4.02	39.10	17.93	1.39
盈利能力 (%)				
毛利率	11.88	13.13	13.42	12.55
净利润率	4.44	5.85	6.63	6.19
总资产收益率 ROA	5.16	4.47	5.07	4.77
净资产收益率 ROE	12.23	7.42	8.05	7.55
偿债能力				
流动比率	1.23	2.07	2.22	2.22
速动比率	0.77	1.61	1.72	1.71
现金比率	0.18	1.01	1.09	1.07
资产负债率 (%)	57.85	39.79	37.00	36.80
经营效率				
应收账款周转天数	55.25	56.52	56.10	56.24
存货周转天数	66.67	66.50	66.55	66.54
总资产周转率	1.16	0.76	0.76	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.58	0.69	0.70
每股净资产	3.42	7.85	8.54	9.23
每股经营现金流	-0.32	1.12	0.92	0.95
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	43	31	26	26
PB	5.3	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	25.74	17.70	15.55	14.75
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	76	106	125	127
折旧和摊销	34	36	41	45
营运资金变动	-182	51	-6	-5
经营活动现金流	-58	203	168	173
资本开支	-36	-79	-78	-75
投资	0	-10	-8	-4
投资活动现金流	-36	-89	-86	-79
股权募资	0	699	0	0
债务募资	130	-51	-45	-25
筹资活动现金流	75	639	-52	-31
现金净流量	-20	753	29	62

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1：公司焊接材料分类.....	3
图 2：公司主要产品.....	3
图 3：公司股权结构.....	4
图 4：2021 年 1-6 月公司国内销售模式占比.....	5
图 5：2021 年 1-6 月公司境外销售模式占比.....	5
图 6：2021 年 H1 公司主要产品采购占比.....	5
图 7：线材及焊丝价格指数（单位：元/吨）.....	5
图 8：焊材行业产业链.....	6
图 9：2016-2020 年我国粗钢产量.....	8
图 10：2016-2020 年焊接材料产量.....	8
图 11：2020 年我国焊接材料企业格局（按产量）.....	8
图 12：2016-2020 年我国各类焊接材料占比图.....	10
图 13：2019 年焊接材料主要下游行业分布比重.....	10
图 14：焊接材料应用图.....	10
图 15：公司焊丝产能情况.....	13
图 16：公司焊剂、焊条产能情况.....	13
图 17：公司焊材产量、产销率情况.....	13
图 18：公司生产线发展情况.....	14
图 19：公司营业总收入.....	15
图 20：公司营业总收入（单位：万元）.....	15
图 21：公司普通、特殊焊材销售收入（单位：万元）.....	15
图 22：公司产品市场占有率.....	16
图 23：公司主营业务毛利率情况.....	17
图 24：公司主营业务毛利构成.....	17
图 25：公司期间费用率.....	17
图 26：公司研发费用及占比.....	17
图 27：公司归母净利润情况.....	18
图 28：同行业可比公司毛利率情况.....	18
图 29：同行业可比公司销售费用率情况.....	19
图 30：同行业可比公司管理费用率情况.....	19
图 31：同行业可比公司研发费用率情况.....	19

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：子公司简介.....	4
表 2：焊材产业发展政策.....	6
表 3：国外主要企业.....	9
表 4：国内主要企业.....	9
表 5：2016 年-2020 年中国焊接材料出口统计（单位：万吨、亿美元）.....	11
表 6：2018 年铝合金需求量.....	12
表 7：公司核心专利技术明细.....	20
表 8：公司核心技术明细.....	21
表 9：公司部分领域知名客户.....	21
表 10、公司募集资金投资项目情况（万元）.....	22
表 11：分产品营收与毛利.....	24
表 12：2022-2024 年哈焊华通盈利预测结果.....	24
表 13：同行业上市公司估值对比.....	25
公司财务报表数据预测汇总.....	27

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
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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001