

中钨高新 (000657.SZ)

强烈推荐 (维持)

光伏钨丝即将爆发，制造业复苏刀具水暖鸭先知

事件：12月26日晚，国务院应对新型冠状病毒感染疫情联防联控机制综合组制定了《关于对新型冠状病毒实施“乙类乙管”的总体方案》，制造业景气度有望随着病毒防控降级迎来反弹。硬质合金刀具作为工件加工的耗材，有望成为先行指标，率先需求复苏。

- **光伏钨丝：渗透率主要受产能限制，满产后或进入快速爬坡。**钨丝可用作切割硅片的金刚线母线，在线径和抗拉强度上具备天然优势。其在切割硅片时硅料损耗更少，多产出的硅片价值大于钨丝与传统母线的价差。同时“大尺寸+薄片化”要求金刚线在更细的情况下，具备更高的切割力和破断力，但传统母线的细线化趋近极限，使用过程中线耗快速上涨，薄片化与大尺寸成为加快金刚线母线向钨丝转换的催化剂。公司现有100亿米项目建成投产，由于利润水平较高，推测后续有产能规划跟上行业发展趋势
- **高端刀具：制造业复苏，刀具水暖鸭先知。**硬质合金刀具是制造业生产加工中的耗材，下游开工率对需求影响重大，随着新冠病毒实施“乙类乙管”，下游制造业呈复苏迹象，刀具需求率先回暖；
- **整包刀具服务：“工业母机”的牙齿，“卡脖子”35项关键技术之一。**尤其在航空航天、精密零部件加工、能源重工等关键领域，我国进口欧美的刀具占比还在75%以上，亟需通过研发突破进行国产替代；
- **稳增长发力：节能降耗推动钢铁行业进入新一轮技改周期，硬质合金轧辊需求提升。**按照材质不同，轧辊可分为钢轧辊、铸铁轧辊、硬质合金轧辊、陶瓷轧辊等。随着轧钢设备朝着大型化、连续化、高速化发展，以及轧材强度提高、变形抗力加大，钢铁行业对轧辊性能提出更高要求，不断向硬质合金轧辊升级。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为570/875/1169百万元，增速分别为8%/54%/34%，对应市盈率30.3/19.7/14.8倍。
- **风险提示：需求不及预期、钨价大幅波动、钨丝推广不及预期、二级市场波动风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	9919	12094	13721	15766	18050
同比增长	23%	22%	13%	15%	14%
营业利润(百万元)	330	732	790	1210	1673
同比增长	12%	122%	8%	53%	38%
归母净利润(百万元)	221	528	570	875	1169
同比增长	79%	139%	8%	54%	34%
每股收益(元)	0.21	0.49	0.53	0.81	1.09
PE	78.1	32.7	30.3	19.7	14.8
PB	4.0	3.5	3.1	2.8	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

周期/金属及材料

目标估值：NA

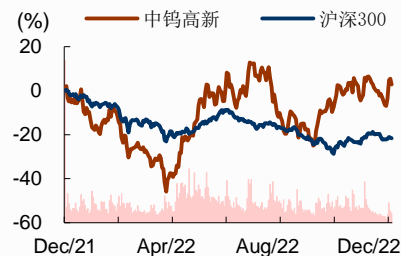
当前股价：16.05元

基础数据

总股本(万股)	107553
已上市流通股(万股)	94769
总市值(亿元)	173
流通市值(亿元)	152
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	45.1%
主要股东	中国五矿股份有限公司
主要股东持股比例	49.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	5	6
相对表现	5	19	28



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中钨高新(000657)一季报点评：Q3环比增长36.6%》2022-10-27
- 2、《中钨高新(000657)一高端刀具基本盘稳固，光伏钨丝需求或将爆发》2022-09-26
- 3、《中钨高新(000657)一高端刀具之进口替代，钨丝之光伏需求爆发》2022-09-18

刘文平 S1090517030002

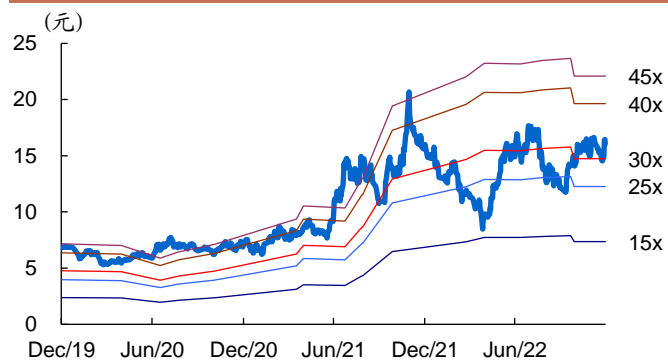
liuwenping@cmschina.com.cn

杜开欣 研究助理

dukaixin@cmschina.com.cn

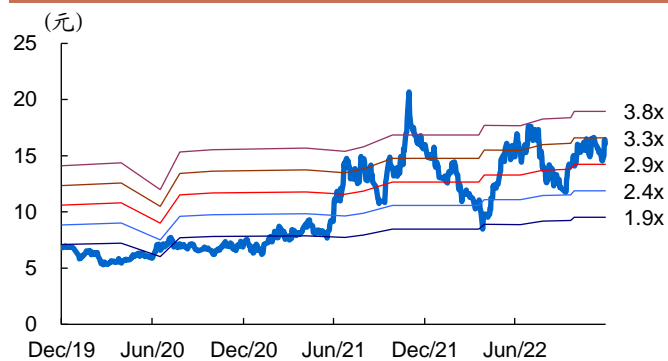
PE-PB Band

图 1: 中钨高新历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中钨高新历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中钨高新 (000657) — 高端刀具基本盘稳固, 光伏钨丝需求或将爆发》2022-09-26
- 2、《中钨高新 (000657) — 高端刀具之进口替代, 钨丝之光伏需求爆发》2022-09-18
- 3、《中钨高新 (000657) — 优势产品众多, 业绩高增彰显龙头实力》2022-05-05

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5299	5677	6549	7510	8527
现金	947	969	1208	1449	1649
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	95	108	124	141
应收款项	993	1134	1264	1453	1663
其它应收款	35	44	50	58	66
存货	2525	2810	3208	3613	4078
其他	799	626	711	814	929
非流动资产	3904	4141	4234	4311	4376
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2957	3116	3263	3390	3498
无形资产商誉	530	506	456	410	369
其他	417	519	515	511	509
资产总计	9203	9818	10782	11821	12903
流动负债	2810	2835	3110	3260	3190
短期借款	1516	456	1769	1800	1592
应付账款	597	589	675	760	858
预收账款	143	216	247	278	314
其他	554	1574	419	422	426
长期负债	1451	1349	1349	1349	1349
长期借款	1083	973	973	973	973
其他	368	376	376	376	376
负债合计	4261	4184	4459	4609	4539
股本	1054	1074	1074	1074	1074
资本公积金	3380	3456	3456	3456	3456
留存收益	(132)	382	952	1656	2563
少数股东权益	640	721	841	1025	1271
归属于母公司所有者权益	4302	4913	5482	6187	7093
负债及权益合计	9203	9818	10782	11821	12903

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(172)	888	793	1208	1588
净利润	296	639	689	1059	1415
折旧摊销	445	465	495	509	522
财务费用	125	116	174	291	383
投资收益	0	4	(53)	(53)	(53)
营运资金变动	(1040)	(346)	(516)	(604)	(685)
其它	1	11	4	5	6
投资活动现金流	(844)	(506)	(535)	(535)	(535)
资本支出	(567)	(517)	(588)	(588)	(588)
其他投资	(278)	11	53	53	53
筹资活动现金流	1186	(300)	(20)	(431)	(853)
借款变动	304	(280)	154	31	(208)
普通股增加	174	20	0	0	0
资本公积增加	840	77	0	0	0
股利分配	0	0	0	(171)	(263)
其他	(131)	(116)	(174)	(291)	(383)
现金净增加额	170	82	239	242	200

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9919	12094	13721	15766	18050
营业成本	8093	9750	11163	12573	14193
营业税金及附加	65	76	80	87	99
营业费用	362	376	396	417	439
管理费用	532	569	616	659	705
研发费用	367	412	438	466	495
财务费用	125	114	174	291	383
资产减值损失	(123)	(117)	(117)	(117)	(117)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	76	57	57	57	57
投资收益	1	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	330	732	790	1210	1673
营业外收入	22	4	4	4	4
营业外支出	15	11	11	11	11
利润总额	337	725	783	1202	1665
所得税	40	86	93	143	250
少数股东损益	75	111	120	184	246
归属于母公司净利润	221	528	570	875	1169

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	23%	22%	13%	15%	14%
营业利润	12%	122%	8%	53%	38%
归母净利润	79%	139%	8%	54%	34%
获利能力					
毛利率	18.4%	19.4%	18.6%	20.3%	21.4%
净利率	2.2%	4.4%	4.2%	5.6%	6.5%
ROE	5.8%	11.5%	11.0%	15.0%	17.6%
ROIC	5.9%	9.4%	9.8%	13.9%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	42.6%	41.4%	39.0%	35.2%
净负债比率	30.3%	26.4%	25.4%	23.5%	19.9%
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.3	2.7
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
存货周转率	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7
应收账款周转率	10.4	10.9	10.6	10.7	10.7
应付账款周转率	14.1	16.4	17.7	17.5	17.5
每股资料(元)					
EPS	0.21	0.49	0.53	0.81	1.09
每股经营净现金	-0.16	0.83	0.74	1.12	1.48
每股净资产	4.00	4.57	5.10	5.75	6.59
每股股利	0.00	0.00	0.16	0.24	0.33
估值比率					
PE	78.1	32.7	30.3	19.7	14.8
PB	4.0	3.5	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	24.6	16.7	14.6	10.6	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科，中国注册会计师（CPA）。2021年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。