



买入 (维持)

所属行业: 有色金属/稀有金属
当前价格(元): 13.30

证券分析师

俞能飞

资格编号: S0120522120003

邮箱: yunf@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

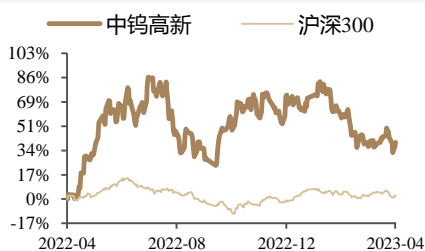
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

康宇豪

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.00	-10.86	-18.15
相对涨幅(%)	-0.41	-10.49	-14.51

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《——公司首次覆盖报告-中钨高新(000657.SZ): 国企改革提升经营活力, 完善深加工领域产品布局》, 2023.4.7

中钨高新(000657.SZ): 22年因行业需求下降及原材料价格上升公司盈利受到挤压, 新投产项目23年有望贡献业绩

投资要点

- 事件: 公司披露2022年年报及2023年一季度报。2022年营收130.80亿元, 同比+8.16%; 归母净利润5.35亿元, 同比+1.32%; 扣非归母净利润4.78亿元, 同比-2.43%。2023年一季度营收30.57亿元, 同比+0.98%; 归母净利润9973.00万元, 同比-7.40%; 扣非归母净利润8950.60万元, 同比-13.80%。
- 22年受下游市场需求下降, 原材料价格上升影响, 公司产品盈利受双重挤压。2022年, 公司实现毛利22.93亿元, 同比减少5,031万元, 主要原因是2022年原料价格大幅上升, 成本增加, 毛利率从2021年19.38%降至17.53%, 下降1.85个百分点。从影响毛利的因素看, 因营业收入规模增长, 影响毛利额增加1.38亿元; 因毛利率下降, 影响毛利额减少1.88亿元。
- 多项目超进度完成, 23年有望持续贡献业绩。株钻公司高端制造业高精复合涂层切削刀具技改项目于22年12月提前建成投产; 金洲公司微钻扩产至4.55亿支技术改造项目通过优化设计、精细组织, 提前一年完成产能及效益目标; 自硬公司数控刀片生产线扩能改造项目、新增年产100亿米钨钨丝扩能改造项目年内投产; 株硬公司中粗碳化钨粉智能生产线技改项目实现当年运营、当年达产。
- 托管资产有望注入, 前端产品盈利能力有望提升。中钨高新受托管理范围内的钨资源储量、钨冶炼年生产能力均居行业前位, 有力地保障了公司原材料的供应能力。托管资产达到相应条件后, 可优先注入上市公司体内。与同行对比来看, 公司毛利率与公司产品、原材料自给率高度相关, 中钨高新原材料自给率低, 毛利率低于同行。原材料自给率低将对公司毛利率产生较大影响。若原材料自给率较低, 在原材料价格上行与下行时均会承担较高的成本风险。原材料价格上行时产品成本提升, 成本风险较大; 原材料价格下行时, 如果未及时调整原材料库存, 易导致产品原材料成本高于市场水平。待矿山资产注入到上市公司体内, 原材料自给率提升, 公司盈利能力有望明显提升。
- 盈利预测: 我们预计公司2023-2025营业收入分别为152.47/171.43/193.96亿元, 2023-2025年归母净利润分别为7.65/8.82/9.88亿元, 对应PE18.70/16.22/14.48倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 制造业景气度恢复不及预期; 企业改革效果不及预期; 新产能投放进度不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,075.53		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	947.69	营业收入(百万元)	12,094	13,080	15,247	17,143	19,396
52 周内股价区间(元):	9.50-17.67	(+/-)YOY(%)	21.9%	8.2%	16.6%	12.4%	13.1%
总市值(百万元):	14,304.51	净利润(百万元)	528	535	765	882	988
总资产(百万元):	12,540.64	(+/-)YOY(%)	138.6%	1.3%	43.1%	15.3%	12.0%
每股净资产(元):	5.11	全面摊薄 EPS(元)	0.49	0.50	0.71	0.82	0.92
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	19.4%	17.5%	18.4%	18.5%	18.4%
		净资产收益率(%)	10.7%	9.9%	12.4%	12.5%	12.3%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.71	0.82	0.92
每股净资产	5.01	5.72	6.54	7.46
每股经营现金流	0.71	1.02	1.01	1.16
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	31.68	18.70	16.22	14.48
P/B	3.16	2.33	2.03	1.78
P/S	1.06	0.91	0.81	0.72
EV/EBITDA	15.00	10.12	8.86	7.88
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	17.5%	18.4%	18.5%	18.4%
净利润率	5.1%	6.2%	6.4%	6.3%
净资产收益率	9.9%	12.4%	12.5%	12.3%
资产回报率	4.6%	6.1%	6.4%	6.5%
投资回报率	8.0%	10.8%	11.1%	11.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.2%	16.6%	12.4%	13.1%
EBIT 增长率	-10.7%	44.7%	14.5%	11.0%
净利润增长率	1.3%	43.1%	15.3%	12.0%
偿债能力指标				
资产负债率	47.6%	43.5%	40.5%	38.0%
流动比率	1.8	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	34.6	33.1	32.0	32.0
存货周转天数	95.7	90.0	88.0	86.0
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
固定资产周转率	3.8	4.3	4.6	5.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	535	765	882	988
少数股东损益	126	179	207	232
非现金支出	574	447	473	493
非经营收益	72	74	77	74
营运资金变动	-541	-373	-558	-535
经营活动现金流	766	1,092	1,082	1,251
资产	-578	-670	-728	-699
投资	0	-6	-10	-8
其他	-23	-18	-27	-27
投资活动现金流	-601	-694	-765	-734
债权募资	-81	-363	-14	-189
股权募资	11	0	0	0
其他	-382	-54	-49	-46
融资活动现金流	-451	-417	-63	-234
现金净流量	-205	-20	254	283

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 4 月 28 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,080	15,247	17,143	19,396
营业成本	10,787	12,437	13,972	15,830
毛利率%	17.5%	18.4%	18.5%	18.4%
营业税金及附加	82	96	108	122
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	381	459	508	580
营业费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	628	732	823	931
管理费用率%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
研发费用	415	483	543	615
研发费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EBIT	773	1,119	1,281	1,422
财务费用	34	47	41	36
财务费用率%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-67	-3	-1	-2
投资收益	-26	-18	-27	-27
营业利润	709	1,049	1,211	1,355
营业外收支	25	0	0	0
利润总额	733	1,049	1,211	1,355
EBITDA	1,259	1,562	1,754	1,912
所得税	72	105	121	136
有效所得税率%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	126	179	207	232
归属母公司所有者净利润	535	765	882	988

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	761	741	995	1,278
应收账款及应收票据	2,856	3,000	3,381	3,731
存货	2,925	3,293	3,538	4,025
其它流动资产	554	654	719	797
流动资产合计	7,096	7,688	8,632	9,831
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,402	3,542	3,693	3,806
在建工程	275	327	403	466
无形资产	486	466	446	426
非流动资产合计	4,584	4,812	5,074	5,287
资产总计	11,679	12,499	13,707	15,118
短期借款	790	427	413	224
应付票据及应付账款	910	1,025	1,081	1,343
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,261	2,385	2,461	2,579
流动负债合计	3,961	3,837	3,955	4,147
长期借款	1,130	1,130	1,130	1,130
其它长期负债	465	465	465	465
非流动负债合计	1,596	1,596	1,596	1,596
负债总计	5,557	5,433	5,551	5,742
实收资本	1,076	1,076	1,076	1,076
普通股股东权益	5,387	6,152	7,034	8,022
少数股东权益	735	914	1,122	1,354
负债和所有者权益合计	11,679	12,499	13,707	15,118

信息披露

分析师与研究助理简介

俞能飞：德邦证券研究所智能制造组组长，机械设备首席分析师。厦门大学经济学硕士，曾于西部证券、华西证券、国泰君安等从事机械、中小盘研究，擅长挖掘底部、强预期差、高弹性标的研究。作为团队核心成员获得 2016 年水晶球机械行业第一名；2017 年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018 年新财富中小市值第三名；2020 年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。

张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

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
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。
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经营范围包括证券投资咨询业务。