

中钨高新 (000657.SZ) 年报及一季报点评

23Q1 净利润下滑，高附加值产品产能稳步释放

2022年公司营业收入130.80亿元，同增8.16%；归母净利润5.35亿元，同增1.32%；23Q1营业收入30.57亿元，同增0.98%；归母净利润1.00亿元，同减7.4%，需求不济致利润下滑。

□ **22年收入稳定增长，23Q1业绩同环比基本持平。** 2022年公司实现营业收入130.80亿元，同增8.16%。分产品来看，切削刀具及工具收入33.18亿元，同增0.27%；其他硬质合金收入35.24亿元，同增18.04%；难熔金属收入17.59亿元，同增16.76%；粉末制品收入23.54亿元，同增21.57%。2023Q1公司收入30.57亿元，同环比基本持平，下游需求恢复较弱。

□ **受需求下降、原料价格上升影响，公司毛利率下滑。** 2022年公司整体毛利率为17.53%，同比下滑1.85pct。其中，刀片产品毛利率34.48%，同比下滑0.89pct；合金制品毛利率14.28%，同比下滑1.34pct。2023Q1公司整体毛利率为17.23%，同比下滑1.6pct，环比下滑2.87pct。原材料方面，23Q1钨精矿价格环比有所上涨，我们认为需求对毛利率影响更大，若二三季度需求持续恢复，公司毛利率有望逐步改善。

□ **拳头产品竞争优势扩大，光伏钨丝产能释放在即。** 2022年公司硬质合金产量超过1.4万吨，同增7.7%，国内占比超27%，位居世界第一。其中株钻的数控刀片和金州的微钻是公司的拳头产品。1) 数控刀片：2022年产量超过1.3亿片，同增19.27%，约占国内总产量23%，市占率国内第一；2) PCB微钻：2021年全球市场份额约21%，排名世界第一。2022年微钻又取得新技术突破，使得产品在孔径、孔位精度和孔粗等方面性能优于其他行业竞争对手。此外，公司新增年产100亿米细钨丝项目于22年投产，预计23Q2开始逐步释放产能。

□ **降本增效持续推进，期间费用率下降。** 2022年公司期间费用率为11.15%，同降1.01pct，其中销售费用率为2.92%，同降0.19pct；管理费用率为4.80%，同升0.1pct；研发费用率为3.17%，同降0.23pct，主因规模化效应费率有所下降；财务费率为0.26%，同降0.68pct，主因汇兑收益增加。公司计提各类减值约0.88亿元，同比减少0.26亿元。综合起来，2022年公司归母净利润5.35亿元，同增1.32%。2023Q1公司归母净利润1.00亿元，同减7.4%，主因一季度毛利率下滑。

□ **投资建议：** 公司高附加值产品（数控刀片、PCB微钻）优势明显，且钨丝产能释放在即，伴随下游需求恢复，基本面有望改善。预计2023-2025年公司实现归母净利润6.91、8.74、10.18亿元，对应市盈率20.3、16.1、13.8倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：** 下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、公司经营风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12094	13080	14603	16461	18191
同比增长	22%	8%	12%	13%	11%
营业利润(百万元)	732	709	919	1167	1360
同比增长	122%	-3%	30%	27%	17%
归母净利润(百万元)	528	535	691	874	1018
同比增长	139%	1%	29%	26%	16%
每股收益(元)	0.49	0.50	0.64	0.81	0.95
PE	26.7	26.3	20.3	16.1	13.8
PB	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

强烈推荐 (维持)

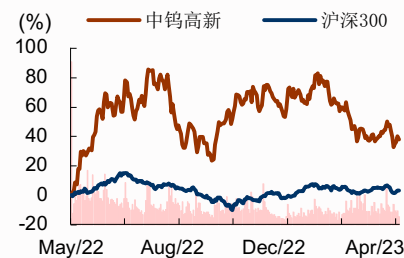
周期/金属及材料
当前股价：13.08元

基础数据

总股本(万股)	107553
已上市流通股(万股)	94769
总市值(亿元)	141
流通市值(亿元)	124
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	50.1%
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	-3	-18	38
相对表现	-1	-25	38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中钨高新(000657)——光伏钨丝即将爆发，制造业复苏刀具水暖鸭先知》2022-12-30
- 《中钨高新(000657)——三季报点评：Q3环比增长36.6%》2022-10-27
- 《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

刘文平 S1090517030002

liuwenping@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

jiahongkun@cmschina.com.cn

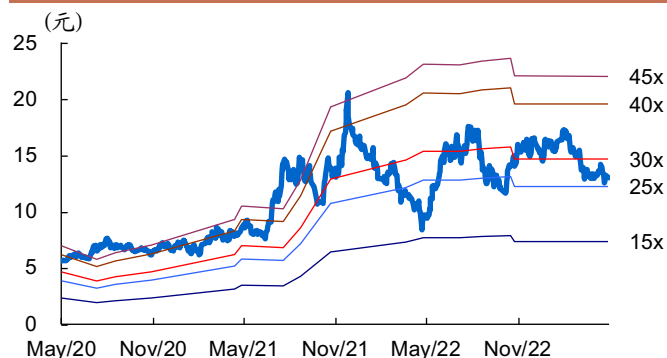
刘伟浩 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 研究助理

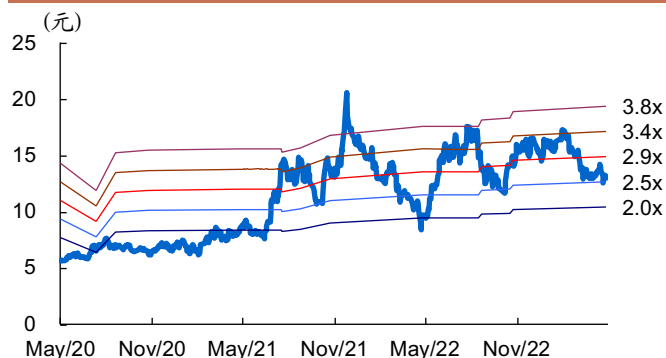
lairuchuan@cmschina.com.cn

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) — 光伏钨丝即将爆发, 制造业复苏刀具水暖鸭先知》2022-12-30
- 2、《中钨高新 (000657) — 三季报点评: Q3 环比增长 36.6%》2022-10-27
- 3、《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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5677	7096	8393	9284	10378
现金	969	761	1373	1407	1688
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	95	1475	1647	1856	2051
应收款项	1134	1381	1520	1713	1894
其它应收款	44	56	62	70	77
存货	2810	2925	3236	3612	3978
其他	626	498	555	624	690
非流动资产	4141	4584	4798	4985	5146
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3116	3402	3669	3902	4106
无形资产商誉	506	486	438	394	354
其他	519	695	691	688	686
资产总计	9818	11679	13191	14268	15525
流动负债	2835	3961	4759	4963	5224
短期借款	456	790	1962	1887	1877
应付账款	589	910	1009	1126	1240
预收账款	216	222	246	274	302
其他	1574	2040	1542	1675	1804
长期负债	1349	1596	1596	1596	1596
长期借款	973	1130	1130	1130	1130
其他	376	465	465	465	465
负债合计	4184	5557	6355	6559	6819
股本	1074	1076	1076	1076	1076
资本公积金	3456	3523	3523	3523	3523
留存收益	382	789	1340	2007	2762
少数股东权益	721	735	898	1104	1344
归属于母公司所有者权益	4913	5387	5939	6605	7361
负债及权益合计	9818	11679	13191	14268	15525

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	888	766	946	1095	1339
净利润	639	661	854	1080	1258
折旧摊销	465	455	488	517	542
财务费用	116	36	100	122	128
投资收益	4	23	(49)	(47)	(48)
营运资金变动	(346)	(418)	(452)	(582)	(546)
其它	11	10	4	5	5
投资活动现金流	(506)	(601)	(655)	(657)	(657)
资本支出	(517)	(582)	(704)	(704)	(704)
其他投资	11	(20)	49	47	48
筹资活动现金流	(300)	(451)	322	(405)	(401)
借款变动	(280)	(414)	562	(75)	(10)
普通股增加	20	2	0	0	0
资本公积增加	77	66	0	0	0
股利分配	0	(140)	(140)	(207)	(262)
其他	(116)	34	(100)	(122)	(128)
现金净增加额	82	(287)	613	33	281

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12094	13080	14603	16461	18191
营业成本	9750	10787	11964	13356	14709
营业税金及附加	76	82	92	103	114
营业费用	376	381	409	453	491
管理费用	569	628	686	757	819
研发费用	412	415	482	550	619
财务费用	114	34	100	122	128
资产减值损失	(117)	(88)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(3)	(1)	(2)	(2)
其他收益	57	74	65	69	67
投资收益	(4)	(26)	(15)	(21)	(18)
营业利润	732	709	919	1167	1360
营业外收入	4	34	37	41	45
营业外支出	11	9	10	11	13
利润总额	725	733	946	1196	1392
所得税	86	72	92	116	135
少数股东损益	111	126	163	206	240
归属于母公司净利润	528	535	691	874	1018

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	22%	8%	12%	13%	11%
营业利润	122%	-3%	30%	27%	17%
归母净利润	139%	1%	29%	26%	16%
获利能力					
毛利率	19.4%	17.5%	18.1%	18.9%	19.1%
净利率	4.4%	4.1%	4.7%	5.3%	5.6%
ROE	11.5%	10.4%	12.2%	13.9%	14.6%
ROIC	9.4%	8.0%	9.9%	11.3%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	42.6%	47.6%	48.2%	46.0%	43.9%
净负债比率	26.4%	21.7%	23.4%	21.1%	19.4%
流动比率	2.0	1.8	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	3.7	3.8	3.9	3.9	3.9
应收账款周转率	10.9	6.4	4.8	4.9	4.8
应付账款周转率	16.4	14.4	12.5	12.5	12.4
每股资料(元)					
EPS	0.49	0.50	0.64	0.81	0.95
每股经营净现金	0.83	0.71	0.88	1.02	1.24
每股净资产	4.57	5.01	5.52	6.14	6.84
每股股利	0.00	0.13	0.19	0.24	0.28
估值比率					
PE	26.7	26.3	20.3	16.1	13.8
PB	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.6	17.2	13.2	11.0	9.8

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。

赖加川：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。

贾宏坤：招商证券有色研究员。同济大学硕士，CFA，FRM，曾就职于天风证券。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。