

增持 (维持)

中钨高新 (000657)

毛利率有所下滑，期待新投项目贡献增量

2023年04月30日

市场数据

市场数据日期	2023-04-28
收盘价(元)	13.30
总股本(百万股)	1075.53
流通股本(百万股)	947.69
净资产(百万元)	5496.41
总资产(百万元)	12540.64
每股净资产(元)	5.11

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证金属·公司点评】中钨高新：业绩大幅提升，Q2经营现金流明显改善》2021-08-26

分析师：

赖福洋

laifuyang@xyzq.com.cn

S0190522050001

投资要点

- **业绩概要：**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 130.80 亿元，同比+8.16%，归母净利润 5.35 亿元，同比+1.32%。2023Q1 公司实现营收 30.57 亿元，同比+0.98%、环比-1.67%；归母净利 1.00 亿元，同比-7.40%、环比-26.64%。
- **数控刀片及硬质合金产量稳定增长，盈利能力受上下游双重挤压有所下滑。**从产量上看，2022 年公司数控刀片产量超过 1.3 亿片，约占国内总产量的 23%，去年同期为 1.09 亿片；硬质合金产品产量超过 1.4 万吨，位居世界第一，去年同期为 1.3 万吨。从盈利能力上看，22 年受下游市场需求下降及原材料价格上升影响，产品盈利受双重挤压，毛利率为 17.53%，同比下降 1.85 pct。其中切削刀具产品毛利率下降 0.9pct 至 34.5%，硬质合金产品毛利率下降 1.3pct 至 14.3%。综合来看，虽然公司毛利率有所回落，但在产品产量提升的拉动下，2022 年公司实现归母净利润 5.35 亿元，同比小幅上涨 1.32%。
- **22Q4 费用率升高致归母净利润环比下滑。**22Q4 公司四费率为 14.51%，同比略有改善，但环比上涨 4.59pct，主要体现在管理费用率(+1.20pct)及研发费用率(+2.06pct)的上涨。在费用率提升的影响下，公司实现归母净利润 1.36 亿元，同比+4.61%、环比-18.96%。
- **23Q1 原材料价格上涨致盈利能力扰动，归母净利润同、环比均下滑。**23Q1 受产品原材料价格上涨影响，公司产品盈利能力扰动，毛利率为 17.2%，同比下滑 1.6pct，环比下滑 2.9pct。23Q1 公司实现归母净利 1.00 亿元，同比-7.40%、环比-26.64%。
- **新投资项目逐步投产，打开业绩增量空间。**公司自硬公司数控刀片生产线扩能改造项目年内已顺利投产，同时公司数控刀片“十四五”规划产能约 1.5-2 亿片，预计未来数控刀片产量将稳定增长，并加速中高端领域的国产替代。此外，公司年产 100 亿米细钨丝扩能改造项目已建成，预计 2023 年达产并开始贡献业绩。
- **盈利预测与投资建议：**短期内公司盈利能力受上游原材料价格上涨及下游需求下降影响，但未来随着公司数控刀片、微钻、硬质合金产能持续扩充，以及公司切入光伏钨丝领域，主营产品将迎来销量的显著提升，未来业绩增长可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.84、9.75、11.75 亿元，EPS 分别为 0.56、0.70、0.84 元，4 月 28 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 23.7、19.1、15.8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险、在建项目进度不及预期风险、汇率波动风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13080	15051	16674	18324
同比增长	8.2%	15.1%	10.8%	9.9%
归母净利润(百万元)	535	784	975	1175
同比增长	1.3%	46.7%	24.3%	20.5%
毛利率	17.5%	19.5%	20.1%	20.5%
ROE	9.9%	12.7%	13.7%	14.1%
每股收益(元)	0.38	0.56	0.70	0.84
市盈率	34.8	23.7	19.1	15.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7096	8112	9859	12037
货币资金	761	1593	2628	4082
交易性金融资产	1	0	0	0
应收票据及应收账款	2856	2403	2827	3195
预付款项	85	123	133	141
存货	2925	3443	3740	4080
其他	468	550	531	538
非流动资产	4584	4610	4581	4435
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3402	3694	3795	3738
在建工程	275	117	28	-7
无形资产	486	439	389	340
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	18	13	7	1
其他	402	347	361	363
资产总计	11679	12722	14440	16471
流动负债	3961	3548	3719	3862
短期借款	790	800	739	768
应付票据及应付账款	910	904.38	1,006.0	1,116.2
其他	2261	1843	1974	1978
非流动负债	1596	2086	2427	2862
长期借款	1130	1654	1995	2427
其他	465	431	432	434
负债合计	5557	5633	6146	6724
股本	1076	1398	1398	1398
资本公积	3523	3200	3200	3200
未分配利润	823	1593	2548	3697
少数股东权益	735	920	1151	1428
股东权益合计	6122	7088	8294	9747
负债及权益合计	11679	12722	14440	16471

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	535	784	975	1175
折旧和摊销	455	570	680	780
资产减值准备	88	100	-11	-1
资产处置损失	0	1	1	1
公允价值变动损失	3	1	2	2
财务费用	36	116	122	122
投资损失	23	14	16	17
少数股东损益	126	185	230	278
营运资金的变动	-585	-719	-529	-566
经营活动产生现金流量	766	1043	1484	1808
投资活动产生现金流量	-601	-657	-666	-658
融资活动产生现金流量	-451	446	217	305
现金净变动	-205	832	1035	1454
现金的期初余额	962	761	1593	2628
现金的期末余额	758	1593	2628	4082

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13080	15051	16674	18324
营业成本	10787	12122	13327	14559
税金及附加	82	94	105	115
销售费用	381	421	450	476
管理费用	628	707	767	825
研发费用	415	478	529	581
财务费用	34	116	122	122
其他收益	74	68	68	69
投资收益	-26	-14	-16	-17
公允价值变动收益	-3	-1	-2	-2
信用减值损失	-21	-16	-17	-17
资产减值损失	-67	-85	-83	-81
资产处置收益	-0	-1	-1	-1
营业利润	709	1064	1322	1597
营业外收入	34	24	27	26
营业外支出	9	10	10	10
利润总额	733	1077	1340	1614
所得税	72	108	134	161
净利润	661	970	1206	1452
少数股东损益	126	185	230	278
归属母公司净利润	535	784	975	1175
BPS(元)	0.38	0.56	0.70	0.84

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	8.2%	15.1%	10.8%	9.9%
营业利润增长率	-3.3%	50.1%	24.3%	20.8%
归母净利润增长率	1.3%	46.7%	24.3%	20.5%
盈利能力				
毛利率	17.5%	19.5%	20.1%	20.5%
归母净利率	4.1%	5.2%	5.8%	6.4%
ROE	9.9%	12.7%	13.7%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	47.6%	44.3%	42.6%	40.8%
流动比率	1.79	2.29	2.65	3.12
速动比率	1.05	1.32	1.65	2.06
营运能力				
资产周转率	121.7%	123.4%	122.8%	118.6%
应收帐款周转率	1025.3%	1029.5%	1025.0%	1018.3%
存货周转率	368.4%	376.4%	364.1%	366.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.38	0.56	0.70	0.84
每股经营现金	0.55	0.75	1.06	1.29
每股净资产	3.85	4.41	5.11	5.95
估值比率(倍)				
PE	34.8	23.71	19.07	15.83
PB	3.5	3.0	2.6	2.2

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn