

公司点评

中钨高新 (000657)

有色金属 | 稀有金属

行业增长确定性强，高端刀具龙头成长无忧

2021年09月07日

评级 谨慎推荐

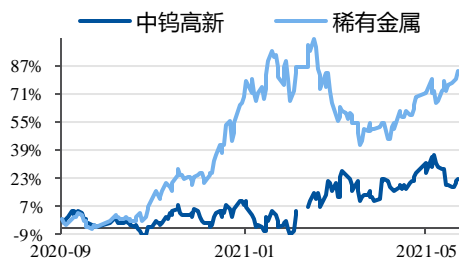
评级变动 首次

合理区间 13.3-14.4 元

交易数据

当前价格 (元)	12.85
52 周价格区间 (元)	6.19-15.73
总市值 (百万)	13799.15
流通市值 (百万)	12177.87
总股本 (百万股)	1073.86
流通股 (百万股)	947.69

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
中钨高新	-0.81	61.56	73.39
稀有金属	4.88	54.26	178.42

何晨

分析师

执业证书编号: S0530513080001

0731-84779574

hechen@cfzq.com

肖德威

研究助理

xiaodw@cfzq.com

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	8084.64	9919.46	10908.1	11579.1	12376.3
净利润 (百万元)	123.21	221.11	392.50	495.87	592.14
每股收益 (元)	0.115	0.206	0.366	0.462	0.551
每股净资产 (元)	3.074	4.006	4.372	4.834	5.385
P/E	112.00	62.41	35.16	27.83	23.30
P/B	4.18	3.21	2.94	2.66	2.39

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- **硬质合金龙头厂商，多项产品国内领先。**公司从事钨制硬质合金和钨、钼、钽、铌等有色金属的全产业链业务。产品根据营收规模可划分为：硬质合金 (29.69%)、刀片及刀具 (24.47%)、化合物及粉末 (38.37%) 以及其他产品 (7.46%) 四大类，其中公司硬质合金产品占据国内市场 25% 以上的份额，硬质合金产量全球第一；刀片、刀具产品国内一流，数控刀片品种多达 3 万余种，种类稳居国内第一；钨资源储量占全国总储量的 13%，钨冶炼年生产能力占全国 APT 产能的 10%。
- **营收稳健增长，盈利能力不断增强。**公司自 2016 年开始业绩就保持稳定增长，2016-2020 年营业收入 CAGR 为 17.5%，净利润 CAGR 为 103%。盈利能力方面，公司 2016 年-2020 年毛利率保持稳定，维持在 20% 附近。2021 年以来受钨原料价格上涨幅度较大影响，2021H1 公司综合毛利率为 17.9%，同比减少 3.1pct。随着公司深化体制改革，增强管理能力，公司期间费用率下降明显，2021H1 为 11.5%，同比减少 3.4pct；Q2 为 10.1%，同比减少 3.7pct，环比继续减少 3.4pct。受费用率下滑带动，2021H1 公司净利率同比增加 0.6pct，达到 4.0%，盈利能力持续提升。
- **行业增长逻辑确定性强，公司作为行业龙头充分受益。**短期来看，从 2020 年下半年开启的制造业高景气度催生数控刀具火爆需求，公司订单饱满，产能供不应求，2021 年全年数控刀片产量预计在 0.9 亿片左右。长期来看，硬质合金材质渗透率提升、数控机床渗透率提升以及刀具消费占比提升将长期拉升国内硬质合金刀具市场规模，公司作为龙头充分受益；另外，国内数控刀具进口依赖超过 30%，中高端刀具依赖超过 60%，当下国内刀具需求旺盛，疫情造成海外部分供应出现缺口，同时国内目前技术已经突破瓶颈，国产刀具正迎来替代的绝佳时机。
- **投资建议。**预计 2021-2023 年，公司实现归母净利润 3.93 亿元、4.96 亿元、5.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.46 元、0.55 元，对应 PE 分别为 35.16 倍、27.83 倍和 23.30 倍，参考同类公司的估值水平，综合考虑公司在硬质合金及数控刀具领域的龙头地位，给予公司 2021 年 36-39 倍 PE，对应合理估值区间为 13.32-14.43 元，首次覆盖，给予

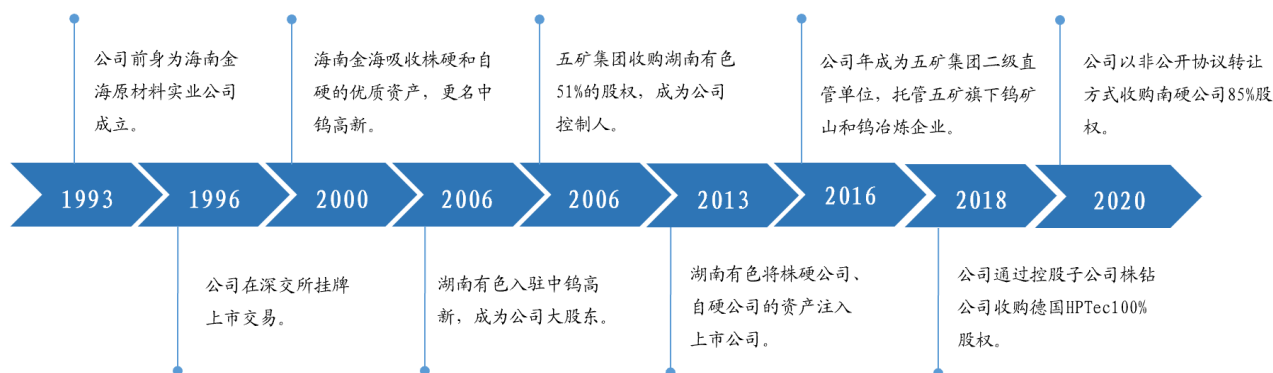
“谨慎推荐”评级。

- 风险提示：下游需求不及预期；原材料价格不及预期；公司产能投放不及预期。

## 1 硬质合金龙头厂商，多项产品国内领先

公司成立于1993年，前身为海南金海原材料实业公司。1996年公司在深交所挂牌上市交易。2000年，上市平台吸收株硬和自硬的优质资产，更名为中钨高新。2006年湖南有色成为公司大股东，2009年五矿集团成为公司的控制人。2013年收购株硬公司、自硬公司，2016年成为五矿集团二级直管单位，托管五矿旗下钨矿山和钨冶炼企业；2018年、2020年分别收购德国HPTec和南硬公司，确立了“矿山是保障，冶炼是基础，合金是方向”的战略定位，并以打造“具有全球竞争力的世界一流钨产业集团”为发展目标，不断向前进步。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，财信证券整理

公司从事钨制硬质合金和钨、钼、钽、铌等有色金属的全产业链服务，涵盖深加工产品和装备的研制、开发、生产、销售及贸易业务等。公司的产品根据营收规模可划分为：硬质合金（29.69%）、刀片及刀具（24.47%）、化合物及粉末（38.37%）以及其他产品（7.46%）四大类，其中公司硬质合金产品占据国内市场的25%以上份额，硬质合金产量全球第一；刀片、刀具产品国内一流，数控刀片品种多达3万余种，种类稳居国内第一；钨资源储量占全国总储量的13%，钨冶炼年生产能力占全国APT产能的10%。

表1：公司主要产品介绍

产品名称	产品介绍
硬质合金	用钨制造的硬质合金是通过粉末冶金工艺制造的一种合金材料，通常被称为碳化钨合金，具有硬度高、耐磨、强度和韧性较好、耐热、耐腐蚀等一系列优良性能，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件。
精密零件	应用于石油、天然气、矿山采掘、泵阀密封等领域的硬质合金加工零部件，具有精密度高的特征。
数控刀片	数控刀片是可转位车削刀片的总称，是现代金属切削应用领域的主流产品。主要应用在金属的车削、

铣削、切断切槽、螺纹车削等领域。

数控刀具

数控刀具是机械制造中用于切削加工的工具，又称切削工具。从切削工艺上分类，可分为车削刀具、钻削刀具、镗削刀具、铣削刀具等。数控刀具除切削用的刀片外，还包括刀杆和刀柄等附件。

整体刀具

整体刀具是数控刀具的一种，特点是刀具为一体，由一个坯料制造而成，不分体。

IT 工具

指专用于 IT 行业的硬质合金刀具，如 PCB 板用硬质合金微型钻头、铣刀、特殊精密刀具等，通常比普通刀具拥有更高的精密度。

钨钼及化合物

主要为钨合金、钨丝、钨粉、钼合金、钼丝等产品。

钽铌及化合物

主要为钽和铌合金。

钨粉末产品

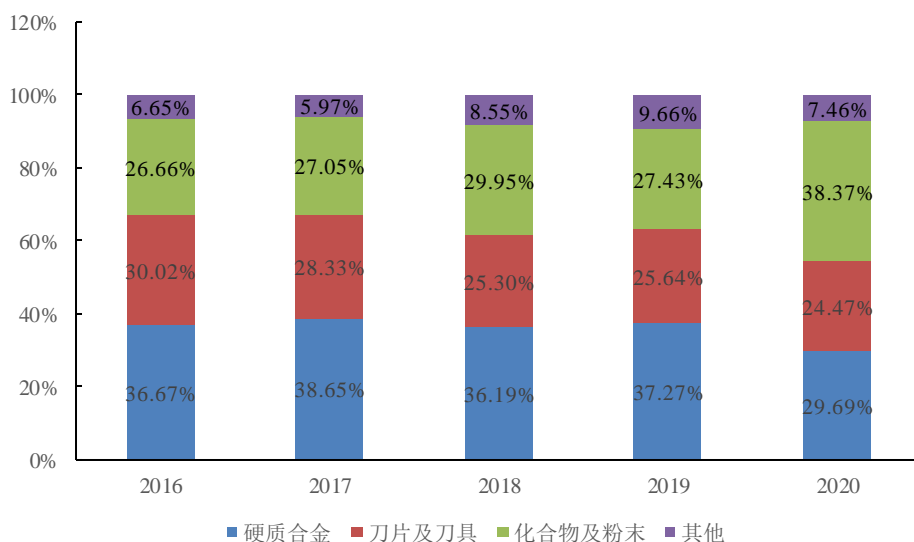
主要为钨粉、氧化钨、碳化钨、偏钨酸铵等钨化合物产品。

其他

主要为硬面材料、成品工具、热喷涂、钴粉、模具等

资料来源：公司公告，财信证券

图 2：公司主营业务

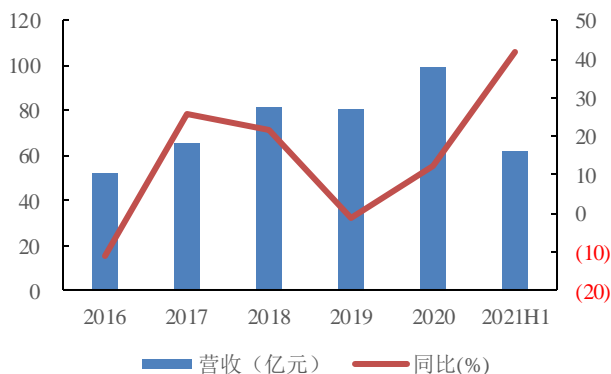


资料来源：wind，财信证券

## 2 营收稳健增长，盈利能力不断增强

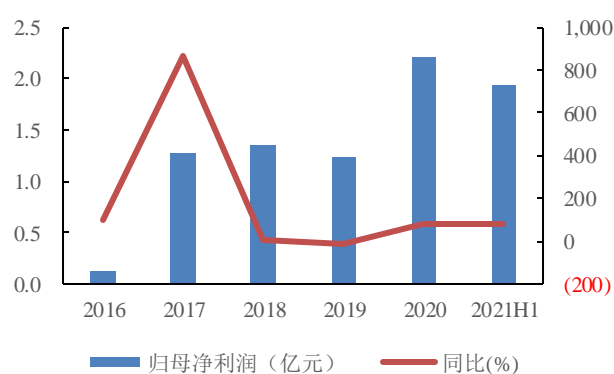
公司业绩自 2016 年开始稳定增长。2016 年公司实现营收 51.96 亿元，实现归母净利润 0.13 亿元；2020 年公司实现营收 99.2 亿元，实现归母净利润为 2.2 亿元；2016-2020 年营业收入 CAGR 为 17.5%，净利润 CAGR 为 103%。2021H1，公司实现营收 62.3 亿元，同比增长 51.5%，归母净利润为 1.9 亿元，同比增长 87.9%。2021H1 公司业绩增长原因主要是由于公司产品产销两旺，业务收入大幅增长。

图 3：公司营收及增速



资料来源：wind，财信证券

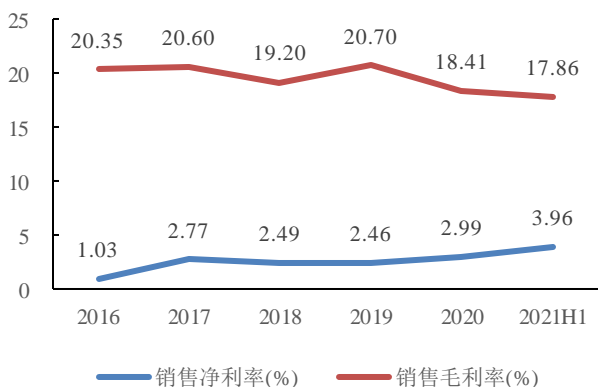
图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：wind，财信证券

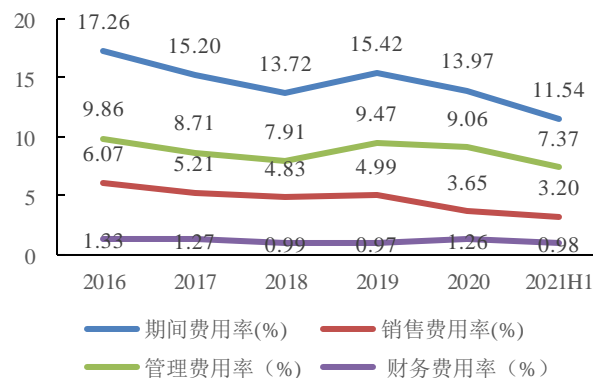
**毛利率短期承压，控费能力提升、净利率不减反增。**公司 2016 年-2020 年毛利率保持稳定，维持在 20% 附近。2021 年以来受钨原料价格上涨幅度较大影响，2021H1 公司综合毛利率为 17.9%，同比减少 3.1pct。随着公司深化体制改革，增强管理能力，公司期间费用率下降明显，2021H1 为 11.5%，同比减少 3.4pct；Q2 为 10.1%，同比减少 3.7pct，环比继续减少 3.4pct。受费用率下滑带动，2021H1 公司净利率同比增加 0.6pct，达到 4.0%，盈利能力持续提升。

图 5：公司毛利率净利率情况



资料来源：wind，财信证券

图 6：公司费用率情况



资料来源：wind，财信证券

### 3 行业增长确定性强，公司成长无忧

刀具行业作为机床的重要零部件及耗材，主要有四点增长逻辑：

**逻辑一：刀具消费占机床消费比例提升。**刀具的性能很大程度上决定了机械加工质量与生产效率。德国、美国和日本等制造业强国注重现代数控机床和高效刀具互相协调、平衡发展，每年的刀具消费规模为机床消费的 1/2 左右，而中国市场的刀具消费在 2019 年仅为 25.26%，与发达国家差距明显。随着国内终端用户生产观念逐渐从“依靠廉价劳

动力”向“改进加工手段提高效率”进行转变，以及机床市场的转型升级，我国刀具消费规模仍存在较大提升空间。

**逻辑二：硬质合金材料渗透率存提升空间。**硬质合金由于具有良好的综合性能，是全球应用最广泛的刀具材料。刀具使用的材料主要有工具钢、硬质合金、陶瓷、超硬材。与高速钢相比，硬质合金具有较高的硬度、耐磨性和红硬性，与陶瓷和超硬材料相比，硬质合金具有较高的韧性，因具备合适的硬度、耐磨性和韧性，是使用最广泛的硬质合金材料。硬质合金在全球切削刀具消费结构中占主导地位，占比达到 63%，而 2019 年中国硬质合金刀具占比仅为 47.5%，相较于世界 63% 的水平，渗透率仍具备提升空间。

**逻辑三：数控机床市场渗透率提升，精密高效刀具扩容。**在我国刀具产品消费结构中，由于我国机械加工的机床数控化水平较低，传统焊接刀具占据较大比重。随着加工产品的结构复杂化、加工精度要求的不断提高以及生产效率的提升，我国机床设备正逐步从传统普通机床向数控机床过渡。而高端数控机床市场渗透率的提升，必将带动数控刀具行业的蓬勃发展。我国新增机床数控化率近年来整体保持着稳定增长，从 2013 年的 28.83% 提升到 2018 年的 39.02%，相对于国际上制造业强国机床数控化率 60% 以上水平，我国金属切削机床的数控化程度的提升空间很大。作为数控金属切削机床的易耗部件，无论是存量机床的配备需要，还是每年新增机床的增量需求，都将带动数控刀具的消费需求。

**逻辑四：国产刀具崛起，进口替代速度加快。**近年来，国内刀具企业在不断引进消化吸收国外先进技术的基础上，研究成果和开发生产能力得到了大幅提升，在把控刀具性能的能力不断增强的同时，部分国内知名的刀具生产企业也已经能够凭借其对客户需求的深度理解、较高的研究开发实力为下游用户提供个性化的切削加工解决方案。国产刀具向高端市场延伸，凭借产品性价比优势，已逐步实现对高端进口刀具产品的进口替代，加速了数控刀具的国产化。根据中国机床工具工业协会统计数据，2019 年我国刀具市场总消费规模约为 393 亿元，进口刀具规模为 136 亿元，绝大部分是现代制造业所需的高端刀具。2016—2019 年进口刀具占总消费的比重从 37.17% 下降至 34.61%，一定程度上说明我国数控刀具的自给能力在逐步增强，进口替代速度加快。目前国内刀具需求旺盛，疫情造成海外部分供应出现缺口，加上国内目前技术已经突破瓶颈，国产刀具迎来替代的绝佳时机。

总的来说，短期看，从 2020 年下半年开启的制造业高景气度催生数控刀具火爆需求，公司订单饱满，产能供不应求，2021 年全年数控刀片产量预计在 0.9 亿片左右。长期看，硬质合金材质渗透率提升、数控机床渗透率提升以及刀具消费占比提升将长期拉升国内硬质合金刀具市场规模，公司作为龙头充分受益；另外，国内数控刀具进口依赖超过 30%，中高端刀具依赖超过 60%，当下国内刀具需求旺盛，疫情造成海外部分供应出现缺口，同时国内目前技术已经突破瓶颈，国产刀具正迎来替代的绝佳时机。

## 4 投资建议

预计 2021-2023 年，公司实现归母净利润 3.93 亿元、4.96 亿元、5.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.46 元、0.55 元，对应 PE 分别为 35.16 倍、27.83 倍和 23.30 倍，参考同类公司的估值水平，综合考虑公司在硬质合金及数控刀具领域的龙头地位，给予公司 2021 年 36-39 倍 PE，对应合理估值区间为 13.32-14.43 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

## 5 风险提示

下游需求不及预期；原材料价格不及预期；公司产能投放不及预期。



报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8084.64	9919.46	10908.07	11579.12	12376.33	营业收入	8084.64	9919.46	10908.07	11579.12	12376.33
减: 营业成本	6411.28	8093.26	8541.02	9008.56	9591.66	增长率(%)	-1.12%	22.70%	9.97%	6.15%	6.88%
营业税金及附加	72.88	65.17	71.67	76.08	81.31	归属母公司股东净利润	123.21	221.11	392.50	495.87	592.14
营业费用	403.06	362.03	398.11	422.61	451.70	增长率(%)	-9.31%	79.46%	77.51%	26.33%	19.42%
管理费用	457.95	531.50	584.47	620.43	663.15	每股收益(EPS)	0.115	0.206	0.366	0.462	0.551
研发费用	307.49	366.81	403.37	428.19	457.67	每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
财务费用	78.32	125.15	116.92	124.12	132.66	每股经营现金流	0.563	-0.160	1.645	1.304	1.763
资产减值损失	-112.43	-91.87	-42.23	-42.23	-42.23	销售毛利率	20.70%	18.41%	21.70%	22.20%	22.50%
加: 投资收益	0.00	1.11	0.00	0.00	0.00	销售净利率	1.09%	1.14%	4.35%	4.79%	5.08%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	3.73%	5.14%	8.36%	9.55%	10.24%
其他经营损益	-419.91	-458.68	-325.45	-325.45	-325.45	投入资本回报率(ROIC)	2.83%	2.72%	7.45%	10.82%	14.83%
<b>营业利润</b>	<b>353.66</b>	<b>376.64</b>	<b>792.50</b>	<b>899.15</b>	<b>998.19</b>	市盈率(P/E)	112.00	62.41	35.16	27.83	23.30
加: 其他非经营损益	16.80	85.14	85.14	85.14	85.14	市净率(P/B)	4.18	3.21	2.94	2.66	2.39
<b>利润总额</b>	<b>370.47</b>	<b>461.78</b>	<b>877.64</b>	<b>984.29</b>	<b>1083.33</b>	股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
减: 所得税	-25.13	-17.66	119.54	146.20	170.96	主要财务指标	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>净利润</b>	<b>395.60</b>	<b>479.44</b>	<b>758.11</b>	<b>838.10</b>	<b>912.37</b>	收益率					
减: 少数股东损益	76.04	75.38	82.38	59.00	37.00	毛利率	20.70%	18.41%	21.70%	22.20%	22.50%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>123.21</b>	<b>221.11</b>	<b>392.50</b>	<b>495.87</b>	<b>592.14</b>	三费/销售收入	14.45%	12.71%	12.71%	12.71%	12.71%
资产负债表	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/销售收入	1.75%	2.22%	6.52%	7.13%	7.54%
货币资金	726.91	947.27	1212.03	2686.54	4692.99	EBITDA/销售收入	6.63%	6.70%	14.86%	14.98%	14.81%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	1.09%	1.14%	4.35%	4.79%	5.08%
应收和预付款项	1035.18	1106.69	1868.43	1288.02	2084.66	资产获利率					
其他应收款(合计)	3666.64	5851.65	3509.72	3666.64	5851.65	ROE	3.73%	5.14%	8.36%	9.55%	10.24%
存货	1738.35	2524.81	2120.83	2779.11	2437.99	ROA	1.93%	2.39%	8.68%	9.33%	8.97%
其他流动资产	5958.43	10101.70	101.02	101.02	101.02	ROIC	2.83%	2.72%	7.45%	10.82%	14.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	254.00	0.00	413.30	254.00	0.00	资产负债率	47.11%	46.30%	31.91%	25.95%	26.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	71.69%	72.73%	65.82%	50.71%	29.94%
固定资产和在建工程	2651.13	3129.45	2316.82	1504.19	691.56	带息债务/总负债	58.66%	61.00%	41.40%	47.21%	39.40%
无形资产和开发支出	506.39	530.09	442.49	354.89	267.29	流动比率	1.37	1.89	3.47	5.67	5.60
其他非流动资产	-62.04	244.39	-2835.15	-4560.04	-7304.16	速动比率	0.75	0.95	2.01	3.29	4.08
<b>资产总计</b>	<b>7315.66</b>	<b>9203.18</b>	<b>8198.73</b>	<b>8841.41</b>	<b>10403.16</b>	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	1828.86	1516.42	0.00	0.00	0.00	收益留存率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	1011.19	1067.64	1497.00	1175.14	1629.44	总资产周转率	1.11	1.08	1.33	1.31	1.19
长期借款	192.54	1082.89	1082.89	1082.89	1082.89	固定资产周转率	3.61	3.35	4.71	7.70	17.90
其他负债	2242.49	2110.81	35.95	35.95	35.95	应收账款周转率	8.87	9.99	6.70	10.03	6.80
<b>负债合计</b>	<b>3446.22</b>	<b>4261.34</b>	<b>2615.83</b>	<b>2293.98</b>	<b>2748.27</b>	存货周转率	3.69	3.21	4.03	3.24	3.93
股本	880.12	1054.29	1054.29	1054.29	1054.29	估值指标	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	2540.22	3379.74	3379.74	3379.74	3379.74	EBIT	141.31	220.12	711.34	825.18	932.76
留存收益	-119.56	-131.69	260.81	756.68	1348.82	EBITDA	535.75	664.63	1621.02	1734.87	1832.99
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3300.78</b>	<b>4302.34</b>	<b>4694.84</b>	<b>5190.71</b>	<b>5782.85</b>	NOPLAT	134.26	142.63	498.72	584.10	664.78
少数股东权益	568.65	639.50	721.88	780.88	817.88	净利润	123.21	221.11	392.50	495.87	592.14
股东权益合计	3869.43	4941.84	5416.72	5971.59	6600.73	EPS	0.115	0.206	0.366	0.462	0.551
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7315.66</b>	<b>9203.18</b>	<b>8032.55</b>	<b>8265.56</b>	<b>9349.00</b>	BPS	3.074	4.006	4.372	4.834	5.385
现金流量表	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	PE	112.00	62.41	35.16	27.83	23.30
经营性现金净流量	604.41	-171.96	1766.60	1400.09	1892.89	PEG	1.90	1.61	N/A	N/A	N/A
投资性现金净流量	-512.48	-844.37	92.93	92.93	92.93	PB	4.18	3.21	2.94	2.66	2.39
筹资性现金净流量	-267.97	1186.48	-1594.77	-18.52	20.65	PS	1.71	1.39	1.27	1.19	1.11
现金流量净额	-172.43	145.75	264.76	1474.50	2006.46	PCF	22.83	-80.25	7.81	9.86	7.29

资料来源: wind, 财信证券



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438