

新锐股份 (688257.SH)

矿用牙轮钻头龙头，逐步实现出口替代

核心观点:

- **公司为硬质合金领先企业，近些年业绩稳步增长。**新锐股份 2005 年 8 月于苏州成立，依托于硬质合金领域的核心技术和市场地位，新锐将产业延伸至下游工具制造领域，形成了硬质合金与工具制造产业上下一体化的业务布局，是国内技术领先的油用合金和矿用凿岩工具企业。2020 年公司营收规模为 7.30 亿元，归母净利润 1.14 亿元。2021 年前三季度，公司收入与归母净利润规模同比增幅皆在 25% 以上。
- **硬质合金为工业生产品耗材，下游应用场景多样。**根据新锐股份招股书，中国是硬质合金产量最大的国家，近些年硬质合金整体呈现增长趋势，2020 年我国硬质合金产量达到 4.1 万吨。**硬质合金工具**包括矿用硬质合金、切削硬质合金与耐磨硬质合金，公司产品主要为矿用牙轮钻头，根据湖北日报，牙轮钻头为采矿成本的 4%，我们测算每年仅铁矿用牙轮钻头的市场空间在 7 亿美元以上。
- **募投项目加码，新锐股份有望进一步实现出口替代。**根据公司招股书，新锐的硬质合金总产量多年位列国内前十，矿用牙轮钻头的国内市场占有率位列国内第一，在澳洲及南美洲市场占有率位列前三，仅次于山特维克和阿特拉斯。公司当前产能已趋于饱和，未来随着募投项目的建设投产，公司有望提升硬质合金及牙轮钻头的产能水平，实现收入规模的进一步扩大与全球市占率的提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计新锐股份 21-23 年归母净利润分别为 1.49/ 2.19/ 2.86 亿元。参考可比公司，同时考虑到公司产能扩张带来的增量，给予新锐股份 2022 年归母净利润 30 倍 PE 估值，对应合理价值 70.79 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业周期性波动风险；原材料价格波动风险；国际贸易摩擦风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	694	730	930	1,215	1,547
增长率 (%)	8.4	5.1	27.5	30.6	27.3
EBITDA (百万元)	123	170	203	290	387
归母净利润 (百万元)	76	114	149	219	286
增长率 (%)	19.6	49.2	30.6	47.2	30.6
EPS (元/股)	1.16	1.64	1.60	2.36	3.08
市盈率 (P/E)	-	-	37.07	25.18	19.28
ROE (%)	20.4	22.1	7.4	9.8	11.4
EV/EBITDA	-	-	20.49	14.40	10.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

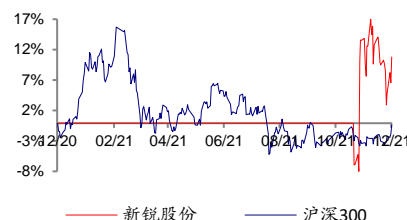
买入

当前价格	59.41 元
合理价值	70.79 元
报告日期	2021-12-08

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	92.80/20.06
总市值/流通市值(百万元)	5513/1192
一年内最高/最低(元)	62.77/49.28
30 日日均成交量/成交额(百万)	1.71/102
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	10.94/10.94

相对市场表现



分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

联系人:

范方舟 021-38003800

fanfangzhou@gf.com.cn

目录索引

一、专精特新“小巨人”，硬质合金产品领先企业	4
（一）聚焦中高端应用领域，硬质合金行业先锋企业.....	4
（二）业绩持续增长，盈利能力稳步提升.....	5
二、硬质合金：“工业的牙齿”，应用场景多样.....	10
（一）硬质合金为“工业的牙齿”，新锐股份位于产业链中游.....	10
（二）中国硬质合金产量最大，高端领域仍待突破.....	10
（三）硬质合金工具多为耗材，应用场景多样.....	12
三、产业链一体化，新锐股份逐步实现出口替代.....	17
（一）产业链一体化呈趋势，新锐股份产品盈利能力较强.....	17
（二）产能利用满负荷，募投项目打开增长瓶颈.....	18
（三）与国际龙头同台竞争，新锐股份有望逐步实现出口替代.....	19
四、盈利预测和投资建议.....	22
（一）盈利预测.....	22
（二）可比公司估值对比.....	23
五、风险提示.....	25
（一）下游行业周期性波动风险.....	25
（二）原材料价格波动风险.....	25
（三）国际贸易摩擦风险.....	25

图表索引

图 1: 新锐股份发展历程.....	4
图 2: 新锐股份股权结构 (截至 2021.11.17)	5
图 3: 2020 年各业务营收.....	6
图 4: 主营业务结构.....	6
图 5: 新锐股份业绩情况 (百万元)	7
图 6: 新锐主要业务收入 (百万元)	7
图 7: 新锐境内外毛利率情况.....	8
图 8: 新锐境内外主营业务收入.....	8
图 9: 新锐销售毛利率及主要业务毛利率.....	9
图 10: 新锐期间费用占收入比情况.....	9
图 11: 新锐股份 2013-2021Q3 净利率.....	9
图 12: 硬质合金产业链图示.....	10
图 13: 2010 年-2020 年我国硬质合金产量情况.....	11
图 14: 2019 年我国不同类型硬质合金产量结构.....	11
图 15: 2017 年 1 月以来我国硬质合金产品进出口情况.....	12
图 16: 2010 年 1 月以来我国各类矿产月度产量 (万吨)	13
图 17: 全球铁矿石年度产量.....	13
图 18: 2020 年四大集团平均采矿成本.....	14
图 19: 铁矿用牙轮钻头市场规模.....	14
图 20: 切削工具合金应用场景分类.....	14
图 21: 2005 年-2020 年我国刀具年消费总额变化情况.....	15
图 22: 2010 年-2019 年我国模具制造行业规模以上企业销售收入.....	16
图 23: 国内硬质合金产业链及主要企业.....	17
图 24: 可比公司合金制品业务营收 (亿元)	18
图 25: 可比公司合金制品业务毛利率.....	18
图 26: 可比公司硬质合金工具业务营收 (亿元)	18
图 27: 可比公司硬质合金工具毛利率.....	18
图 28: 澳洲 AMS 收入情况 (万元)	21
表 1: 新锐股份募投项目.....	19
表 2: 新锐股份前五大客户.....	20
表 3: 新锐股份营收拆分 (单位: 百万元)	22
表 4: 新锐股份可比公司 PE 估值情况.....	23

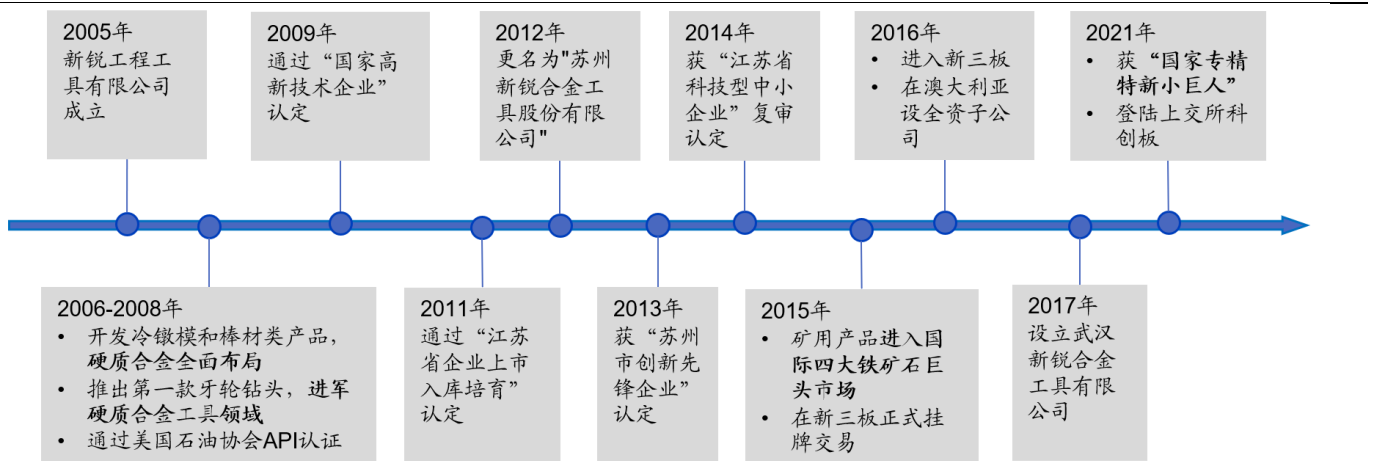
一、专精特新“小巨人”，硬质合金产品领先企业

（一）聚焦中高端应用领域，硬质合金行业先锋企业

紧抓主导产品优势，技术升级、产品研发双轮驱动“小巨人”初现峥嵘。新锐股份2005年8月于苏州成立，主要从事硬质合金产品、硬质合金工具及配套产品的研发与制造，拥有武汉和苏州两大基地，是国内技术领先的油田合金和矿用凿岩工具研发制造基地。

公司细分产品行业地位突出、在国内外市场认可度和占有率较高，硬质合金产量多年位列国内前十，矿用牙轮钻头国内市占率位列首位，在澳洲及南美洲等地区市占率位列前三。近年来，新锐积极拓展海外市场、设立海外公司，推进上下游产业一体化发展，与国际龙头山特维克等在牙轮钻头等细分领域竞争强劲，成为铁矿石生产商FMG、必和必拓、淡水河谷以及矿山服务企业DDH1、AUD等供应商。2020年，新锐凭借硬质合金、牙轮钻头等主导产品获江苏省制造业小巨人认定，2021年被工信部认定为专精特新“小巨人”。

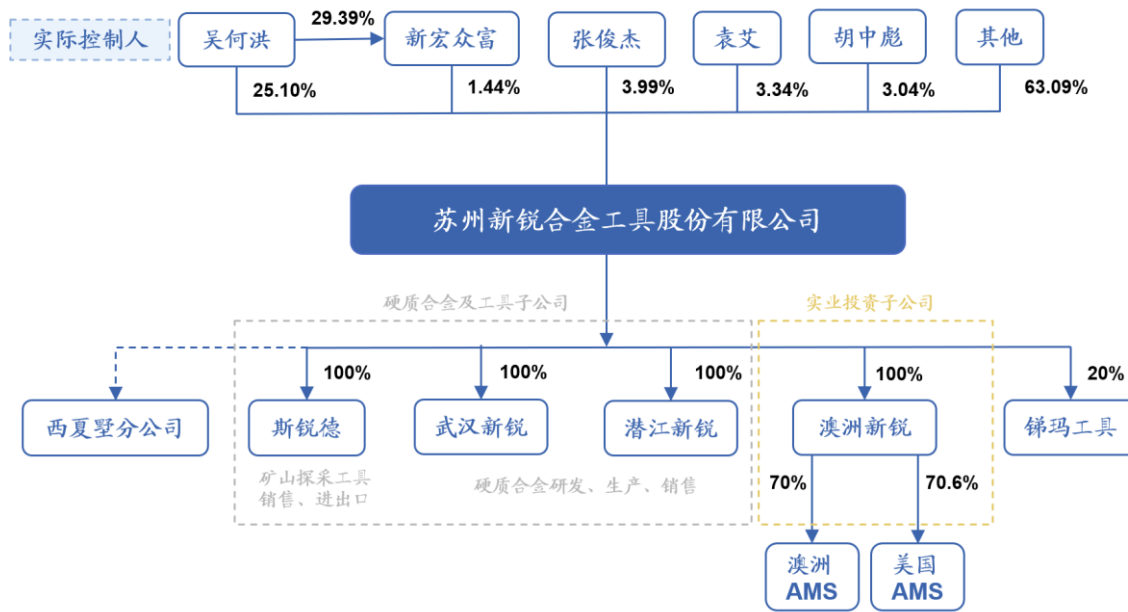
图 1：新锐股份发展历程



数据来源：新锐股份官网、广发证券发展研究中心

吴何洪为公司实际控制人。截至2021年11月，吴何洪直接持股比例25.10%，通过员工持股平台新宏众富间接持股0.41%，合计持股25.51%，为公司控股股东、实际控制人，担任公司董事长、总裁。吴何洪先生深耕硬质合金工具行业多年，专业性背景较强，为硕士研究生学历，高级工程师，曾任江汉石油钻头股份有限公司总装车间技术副主任、牙掌车间主任、销售服务部副经理、副总裁。2005年3月至2015年5月，任新锐硬质合金董事长兼总经理；2015年5月至今，任新锐硬质合金董事长、执行董事。现任新锐股份董事长兼总裁、虹锐咨询执行董事、虹锐投资董事长、新宏众富执行事务合伙人、梯玛工具董事。

图 2：新锐股份股权结构（截至 2021.11.17）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

多家子公司支持主营业务，依托境外子公司推动产业链垂直化。国内子公司潜江新锐、斯锐德、武汉新锐经营业务涉硬质合金及矿山探采工具的研发、生产、销售等，均与主营业务相关。通过境外子公司澳洲新锐控股孙公司澳洲AMS、美国AMS是公司布局海外市场的关键一步，依托境外公司可以提供配套产品、耗材综合解决方案、快速响应当地矿山企业需要，提高了公司对海外销售渠道的掌控力度。

表 1：新锐股份部分子公司业绩情况（百万元）

子(孙)公司	经营范围	2020 年	2018 年	
		净利润	净利润	营收
潜江新锐	粉末冶金制品、工模具产品的研发、制造、销售；机械设备租赁及维修；石油和天然气储运设施技术服务及技术咨询。	14.84	18.52	229.34
澳洲新锐	除持有澳洲 AMS 70% 股权、美国 AMS 70.60% 股权外，澳洲新锐未实际开展经营活动	-1.58	27.83	203.25
武汉新锐	硬质合金新材料的生产、研发、销售；凿岩工具的生产、研发、销售；刀具的生产、研发和销售；机械设备的生产、研发和销售；自产产品及技术的出口和所需的机械设备、仪器仪表、零配件、原辅材料及技术的进出口业务。	-6.74	-6.82	20.46
澳洲 AMS	矿山探采工具及配件的销售与服务	36.03	34.80	207.81
美国 AMS	矿山探采工具及配件的销售与服务	0.30	-1.44	10.14

数据来源：新锐股份 2021 年招股书、2018 年年报，广发证券发展研究中心

（二）业绩持续增长，盈利能力稳步提升

国内硬质合金领军企业，牙轮钻头“以点带面”拓宽海外销售渠道。依托于硬质合金领域的核心技术和市场地位，新锐将产业延伸至下游工具制造领域，自2016年以

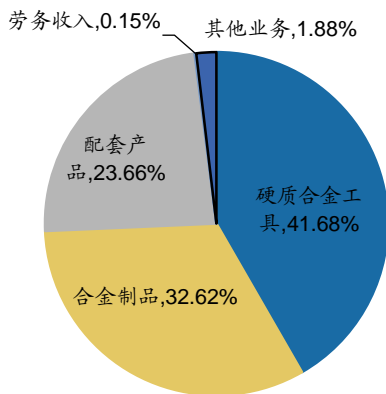
来积极开拓海外市场，形成了硬质合金与工具制造产业上下一体化、配套产品提供新增长点的业务布局。随着产业链一体化发展，公司合金制品营收占比波动下降，硬质合金工具营收占比稳步增长，配套产品报告期内占比稳定，占2020年总营收的比例分别为42%、33%、24%。

1.硬质合金工具业务：主要指以牙轮钻头等应用于矿山采掘的凿岩工具。公司约90%的硬质合金工具收入来源于牙轮钻头，该产品性价比优势突出，是公司进入海外矿业巨头供应链的核心产品。2020年营业收入为3.04亿元，占公司总营收比例为42%。

2.合金制品业务：包括矿用工具合金、切削工具合金和耐磨工具合金等硬质合金产品，主要销售给下游工具制造企业。硬质合金收入主要来源于矿用工具合金，受主要原材料价格变动影响较大，2020年营业收入为2.38亿元，占公司总营收比例为33%。

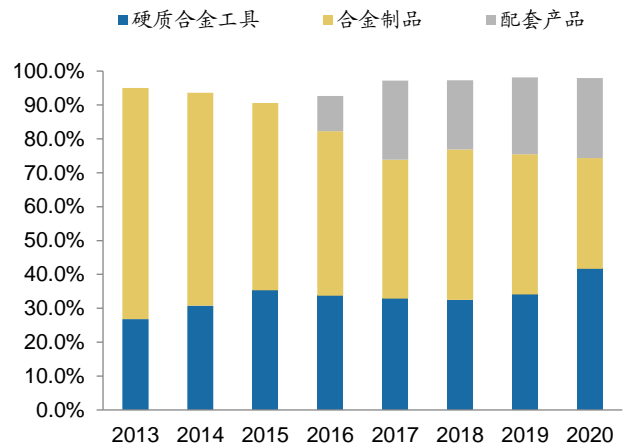
3.配套产品业务：包括金刚石取芯钻头、钻杆等产品，通常配套矿用硬质合金工具，主要通过境外子公司外购方式获得，在确保产品质量的前提下对矿山企业销售。配套产品业务收入主要来自海外，2020年营业收入为1.73亿元，占公司总营收比例为24%。

图 3：2020 年各业务营收



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 4：主营业务结构



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

硬质合金工具收入持续增长，打开海外市场助力业绩增厚。据新锐2016年年报，当期营收增长主要由于矿钻出口数量增加、收购AMS公司等影响下公司的境外销售增长，牙轮钻头产品进入了全球3大铁矿石巨头澳大利亚必和必拓、力拓，巴西淡水河谷的产品采购目录。2017年牙轮钻头销售国外创新高，营收增长高于合金制品，成为公司业绩增长的重要驱动力。2018年以来，新锐继续增加研发投入，先后开发了旋挖、非开挖和水井牙轮钻头等新产品、发展海外大型矿山客户、拓展牙轮钻头在基建领域的应用，使得公司硬质合金工具产品格局进一步丰富，收入快速增长。

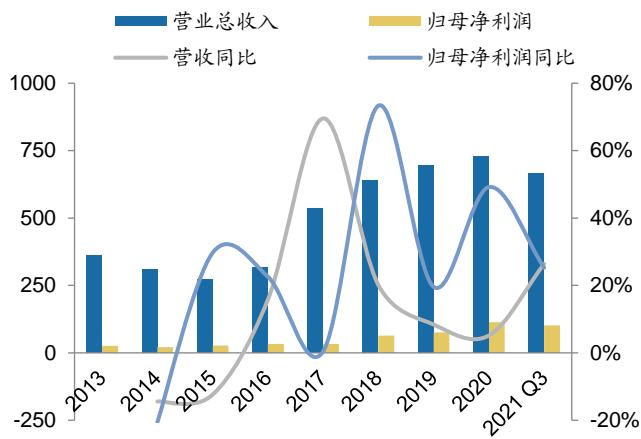
合金制品业务受上游行业震荡影响，挂钩原材料市场。据新锐股份2015年、2016年年报，2013年-2015年间大宗商品价格持续走低，开工率处于历史较低水平，以矿用为主的合金制品受到上游行业需求疲软影响，公司营收有所下降；2016年之后，随着原油和铁矿石的价格开始企稳并逐步复苏，收购控股海外子公司带来的收益开

始显现，加上主要原材料的价格下降幅度大于产品价格下降幅度，公司营收持续回弹。2018年以来在碳化钨粉等原材料价格下降背景下，公司2019年通过拓展销售渠道增销以维持收入与上年持平。2020年合金制品营收同比下降16.99%，主要系产品单价进一步下跌与油价下跌，对石化机械等客户的销量下降。

配套产品销量持续增长，增收稳定。公司依托于已开拓的牙轮钻头销售市场，获取矿山企业对配套产品的订单，在以矿山企业为最终客户的境外市场占比较高。钻探配件、取芯筒配件和勘探配件等配套产品种类多达几百种，且价格差异大，总体而言各产品单价变动不一而销量持续上升，配套产品总销售收入稳步增加。

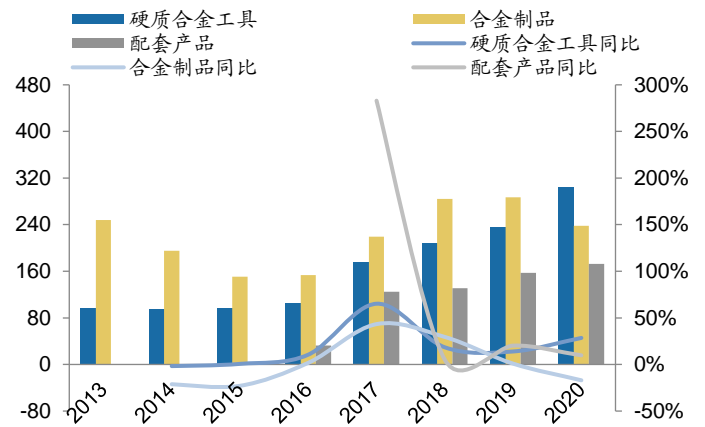
2020年公司营收规模为7.30亿元，同比增长5.15%；归母净利润1.14亿元，同比增长49.19%。2021年前三季度，公司收入规模6.67亿元，同比增长26.39%；归母净利润规模1.02亿元，同比增长25.27%。

图 5：新锐股份业绩情况（百万元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

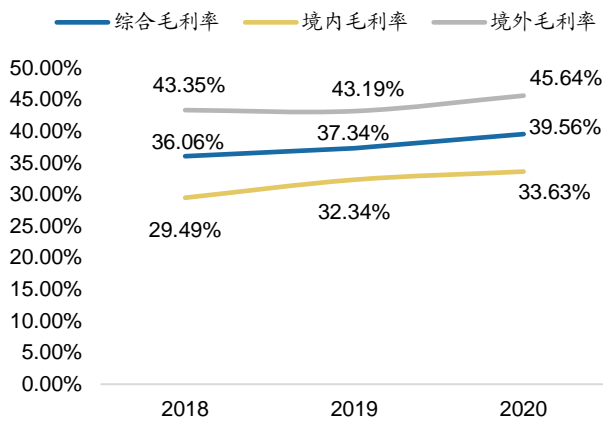
图 6：新锐主要业务收入（百万元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

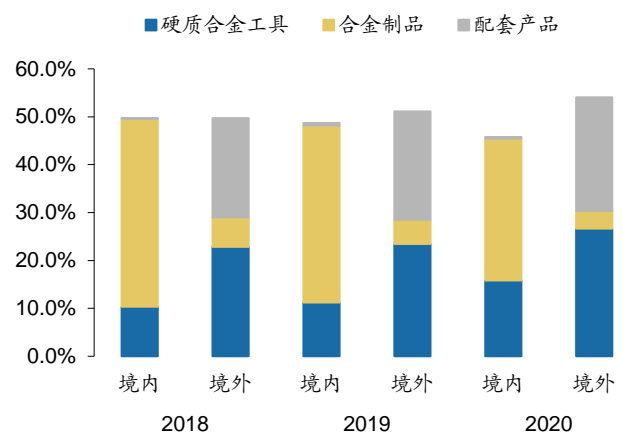
硬质合金产品毛利率较高，主要销往海外。2018年起公司境内市场销售收入占主营业务收入的比例分别为50.32%、48.86%和45.94%。境外业务贡献度逐增，且综合毛利率显著高于境内市场，主要由于海外市场高毛利率的硬质合金工具及配套产品占比较高；境内市场的主要产品为合金制品和以基建领域牙轮钻头为主的硬质合金工具。硬质合金毛利率较工具产品低，而基建领域对牙轮钻头的性能要求又低于矿用，加上国内基建领域对成本较为敏感，其毛利率低于海外。

图 7: 新锐境内外毛利率情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 新锐境内外主营业务收入



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司能够将原材料价格的波动通过调整产品价格的方式传导至下游行业, 综合毛利率较为稳定, 在毛利率较高的硬质合金工具产品的收入占比提升的带动下, 整体毛利率呈现小幅提升的趋势。

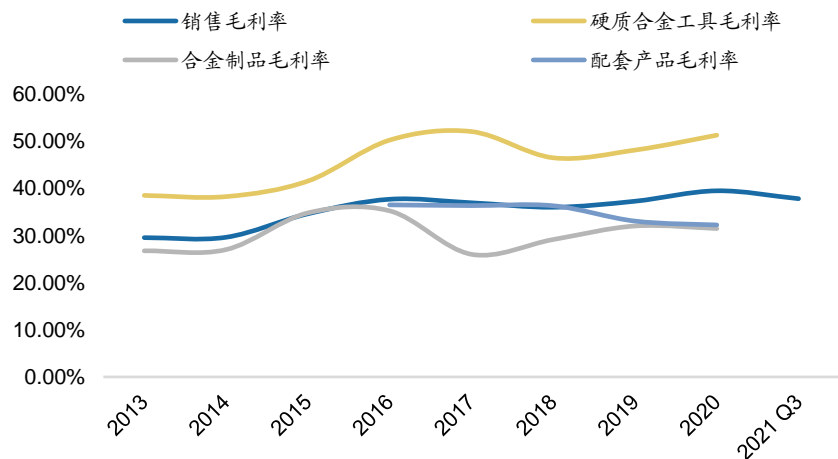
硬质合金工具产品为毛利率最高的产品, 且毛利率呈现提升趋势。硬质合金工具产品销售价格受原材料价格变动的的影响小, 对综合毛利率的增长贡献较大。近些年硬质合金工具毛利率均呈上升趋势, 主要系2018年至2020年原材料碳化钨和钴粉价格下降, 同时疫情期间政府的员工社保、公积金减免政策进一步降低了人工成本, 推动单位成本下降。

硬质合金制品毛利率总体稳定。2019年硬质合金产品单位成本下降16.21%, 在原材料价格下降的背景下, 公司降价促进销售, 单价下降12.66%, 毛利率提升的同时实现销售规模的扩大。

配套产品种类繁多、需求个性化, 矿山客户对其价格的敏感度相对较低, 2016年以来产品毛利率表现稳定。2019年配套产品毛利率降幅较大, 主要因公司采用低毛利的策略促进大直径金刚石取芯钻头连接杆的销售, 拉低了产品整体毛利率。

公司能够将原材料价格的波动通过调整产品价格的方式传导至下游行业, 综合毛利率较为稳定, 2020年毛利率较高的硬质合金工具产品的收入占比由 34.71%增至 42.48%, 使得综合毛利率增加2.22个百分点。

图 9：新锐销售毛利率及主要业务毛利率

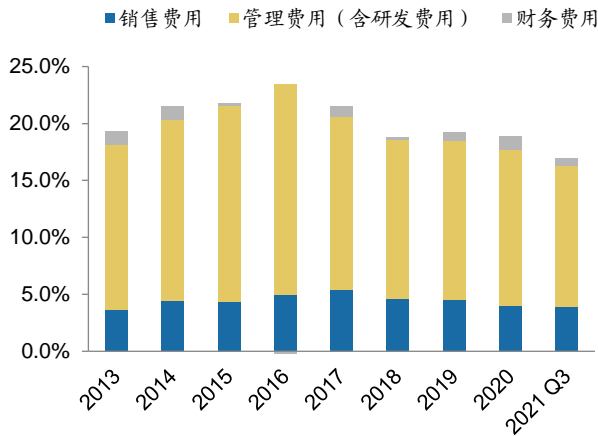


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

期间费用管控良好。2017年以来公司费用占收入比例呈现下滑趋势，财务费用与销售费用占比较低。管理费用占比基本稳定，主要因公司期间合并子公司费用的并入及研发投入的逐年增长，2018年-2020年其他管理费用占比为8.62%、8.60%、8.44%，费用控制表现整体较好。

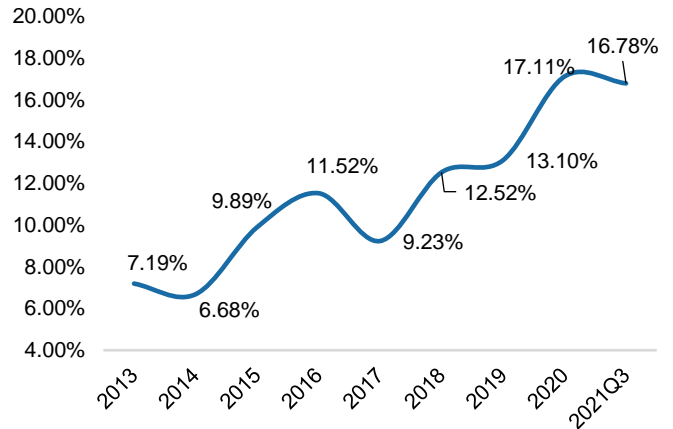
受益于毛利率的逐步提升与期间费用的控制，新锐股份盈利能力整体保持上升趋势。

图 10：新锐期间费用占收入比情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 11：新锐股份 2013-2021Q3 净利率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、硬质合金：“工业的牙齿”，应用场景多样

（一）硬质合金为“工业的牙齿”，新锐股份位于产业链中游

硬质合金是以高硬度难熔金属的碳化钨粉末（硬化相）为主要成分，以钴、镍等金属（粘结相）为粘结剂，经球磨、压制、烧结而成的具备极高硬度和良好耐磨性的合金材料，作为工业生产的中间品及耗材广泛应用于矿山采掘、石油钻井、工程机械、金属切削机床、汽车制造、电子信息 and 航天军工等行业领域，被誉为“工业的牙齿”。在硬质合金产业链中，自上而下分别为钨、钴等金属化合物和粉末的开采及冶炼，矿用、切削和耐磨等领域硬质合金生产。

新锐股份产品主要覆盖硬质合金与硬质合金工具，硬质合金产品主要包括矿用、切削和耐磨合金；硬质合金工具主要为矿用硬质合金工具，并且以牙轮钻头为主。如下图所示：

图 12：硬质合金产业链图示



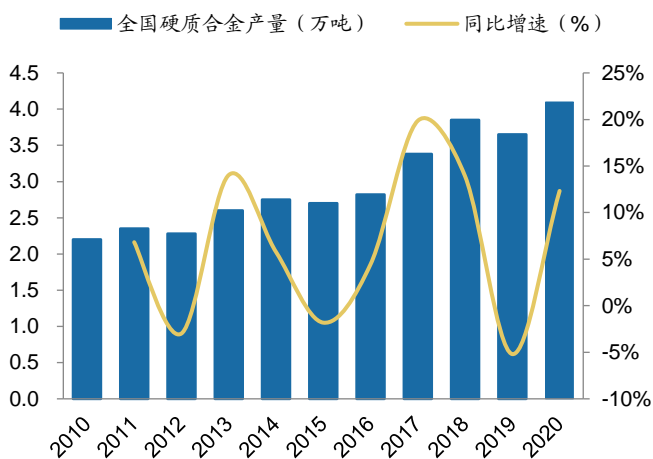
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）中国硬质合金产量最大，高端领域仍待突破

中国是硬质合金产量最大的国家。据公司招股说明书，硬质合金起源于 20 世纪 20 年代的德国，随后美国、奥地利、瑞典和日本等国家也相继生产。我国的硬质合金产业始于 20 世纪 40 年代末，经过建国 70 多年来的发展，我国已成为硬质合金产量最大的国家。2019 年，国内硬质合金产量达到 36,500 吨，约占全球产量的 40%。2020 年我国硬质合金产量再上一个台阶，达到 41,000 吨。

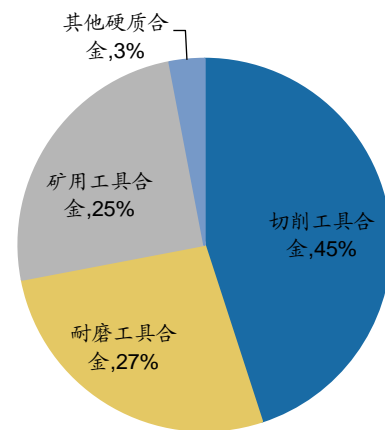
通常来讲，晶粒度越小，硬质合金硬度越高、耐磨性能越好，但同时韧性降低，抗冲击性较差；晶粒度越大，硬质合金抗冲击性和韧性越好，硬度及耐磨性能降低。因此，纳米晶、超细晶及亚细晶硬质合金，因其硬度高、耐磨和切削刃锋利等特点，广泛适用于切削工具等领域；细、中晶硬质合金主要用于对硬度和耐震强度有要求的切削工具、耐磨工具等领域；粗、超粗晶硬质合金，具有较高的抗冲击力和耐磨性，主要用于矿用工具等领域。根据中国钨业协会硬质合金分会的统计数据，2019年我国不同类型硬质合金的产量结构呈现切削工具合金占比最高，耐磨工具合金与矿用工具合金大抵相当的局面。

图 13: 2010 年-2020 年我国硬质合金产量情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图 14: 2019 年我国不同类型硬质合金产量结构

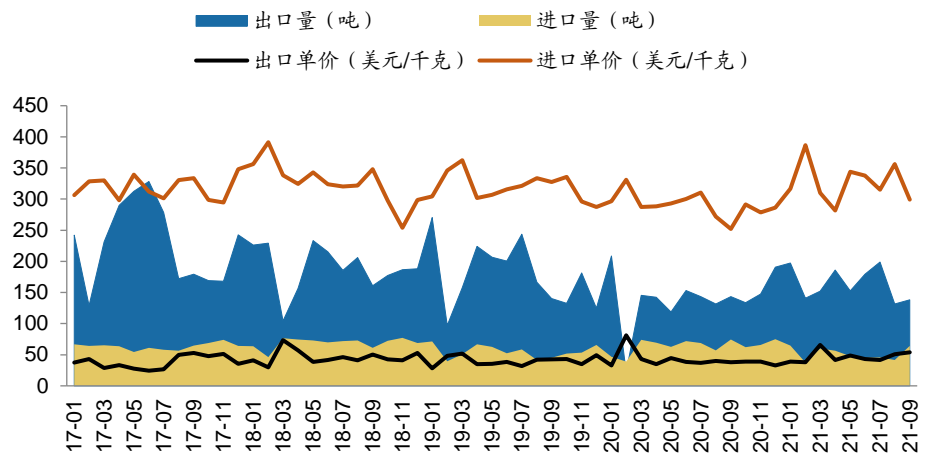


数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

国内硬质合金产业快速发展，高端领域仍待突破。21 世纪以来我国的硬质合金行业取得了快速的发展，但仍处于世界硬质合金产业链的中低端，科研投入、研发水平和能力、工艺水平和装备水平、市场竞争力、企业盈利能力，以及产品的技术、质量和档次等与国际先进硬质合金企业仍存在较大的差距，主要体现在产学研一体化水平较低，研发投入较少、高端技术人才缺乏，硬质合金深加工的前沿技术和关键领域少有重大突破，原创性核心技术成果较少，根据公司招股书，我国的硬质合金产品深加工的比例在 18%至 27%之间波动，距西方发达国家仍有较大差距。

目前国内部分硬质合金品类产品仍以中低档为主，无法满足国内高端制造业的需求，高档硬质合金数控刀片等高技术含量、高附加值的硬质合金产品仍需从国外进口。根据海关总署发布的进出口数据，我国进口的“其他硬质合金制的金工机械用刀及片”的平均单价约为出口价格的 6 至 8 倍，国内企业深加工程度亟待提升。国内硬质合金行业企业普遍存在产品单一、客户需求理解度不足或不能及时响应客户需求的特点，无法为客户提供整体解决方案，导致国内企业的出口以低端、初加工产品为主，国际市场占有率不足，利润率较低。

图 15：2017年1月以来我国硬质合金产品进出口情况



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

高端硬质合金产品国产化为国内硬质合金产业的主要发展方向。目前国内部分硬质合金品类产品仍以低端化、同质化产品为主，硬质合金深加工和精加工比例不足，突破高端硬质合金的技术壁垒，实现高端硬质合金及其工具的国产化是国内硬质合金企业发展的主要方向。

（三）硬质合金工具多为耗材，应用场景多样

1. 矿用工具合金

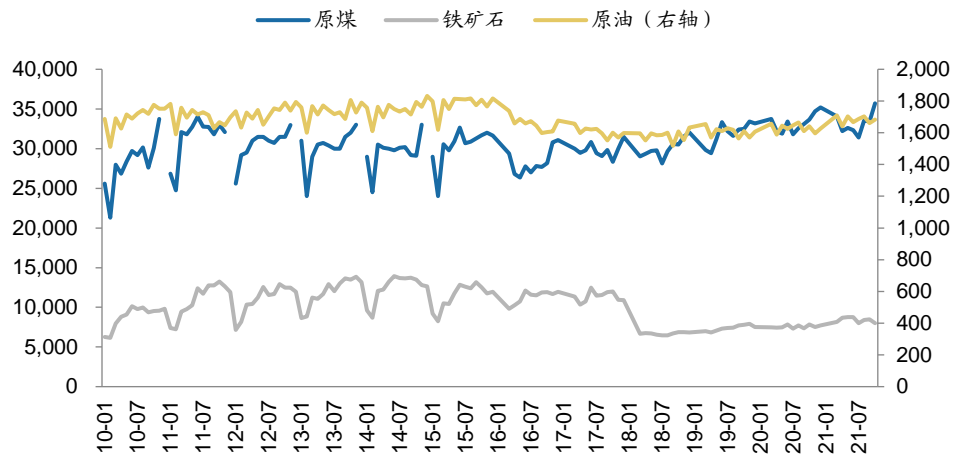
矿用工具合金主要应用于能源与矿产开采以及基础设施建设领域的工具制造。据公司招股说明书，近年我国工业化及城市化水平不断提高，建筑、交通、水利等基础设施建设持续投入，能源与矿产需求不断增长，带动矿用硬质合金工具需求的提升。

矿产资源开采主要使用牙轮钻头、顶锤式冲击钎具、潜孔式冲击钻具等凿岩工具，矿产开采过程中，通常根据岩层种类、开采深度等因素综合确定合适的工具种类。据国家统计局数据，我国铁矿石产量自 2018 年骤然下降后近年来有所增加，有望拉动凿岩工具等矿用硬质合金工具的市场需求，同时带动矿用硬质合金的市场需求。

石油钻采是矿用硬质合金工具的重要应用市场，钻头是石油钻采使用的关键工作部件及耗材，钻头的主要组成部件是具有超高硬度的硬质合金或聚晶金刚石复合片，在石油深井钻探中，用于对岩石进行切（刮）削钻进。近年来全球石油行业呈稳定发展态势，据国家统计局数据，2010 年以来我国石油产量保持稳定。

煤炭开采主要通过采煤机来进行，采煤机的截割部分装有截齿，截割部分转动形成截齿对煤体的冲击使煤块脱落。截齿的主要材料为硬质合金。据国家统计局数据，2017 年以来，由于落后产能清理目标的阶段性达成以及新增优质产能的有序投放，我国的煤炭产量呈逐年上升趋势。

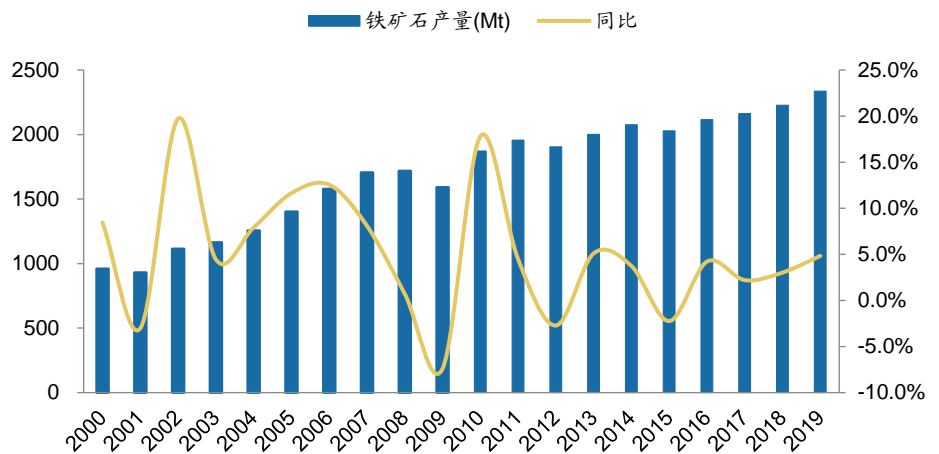
图 16: 2010年1月以来我国各类矿产月度产量(万吨)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

新锐股份硬质合金工具主要为矿用硬质合金工具, 并且以牙轮钻头为主。根据湖北日报 2021 年 3 月 24 日报道, 牙轮钻头是矿山开采中用于钻孔的关键设备、消耗品, 约占开采成本的 4%。根据世界钢协数据, 近些年全球铁矿石产量不断增长, 2019 年, 全球铁矿石产量达到 23 亿吨以上, 持续增长的铁矿石产量带动了铁矿石开采耗材用量的增加。

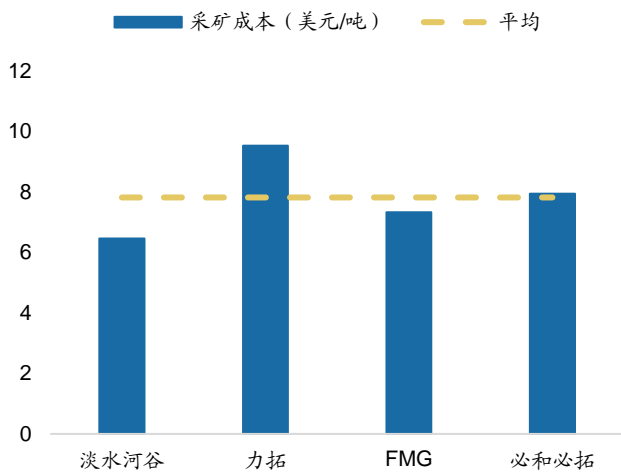
图 17: 全球铁矿石年度产量



数据来源: 世界钢协, 广发证券发展研究中心

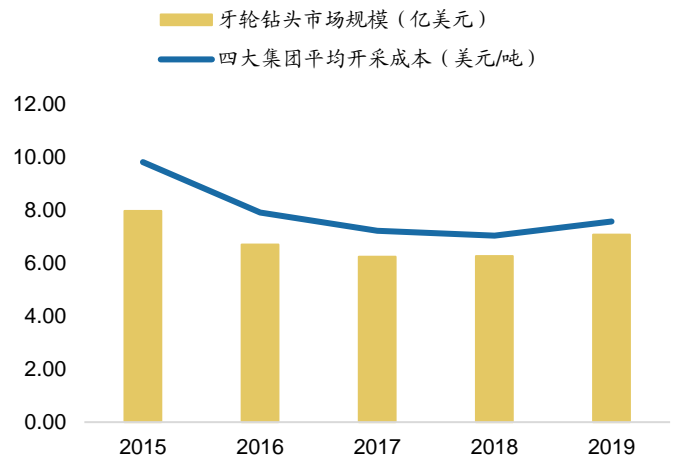
测算仅铁矿开采用牙轮钻头年度市场规模在 7 亿美元以上。我们根据全球四大矿山力拓、淡水河谷、必和必拓、FMG 铁矿石主要成本分析, 平均每吨铁矿采购成本大约在 7-8 美元, 根据全球的铁矿石产量, 我们测算每年铁矿开采成本约在 150 亿美元-200 亿美元, 从而测算得出牙轮钻头年度需求市场空间在 7 亿美元以上。考虑到四大矿山集团由于拥有较为优质的矿山资源、成熟的开采经验, 以及规模效应, 其矿山开采成本我们推测远低于全球其他铁矿集团, 因此实际每年铁矿开采所需牙轮钻头市场空间或高于 7 亿美元。

图 18: 2020 年四大集团平均采矿成本



数据来源: 世界金属导报 2021 年 6 月 7 日《力拓、淡水河谷、必和必拓、FMG 铁矿石主要成本分析》援引 AME 数据, 广发证券发展研究中心

图 19: 铁矿用牙轮钻头市场规模



数据来源: 世界金属导报 2021 年 6 月 7 日《力拓、淡水河谷、必和必拓、FMG 铁矿石主要成本分析》援引 AME 数据, 广发证券发展研究中心

2. 切削工具合金

切削工具合金主要应用于硬质合金刀具, 包括铣削刀具、车削刀具和钻削刀具等, 作为机床的重要组成部分广泛应用于汽车制造、模具加工、工程机械及航空航天等关键领域。

图 20: 切削工具合金应用场景分类



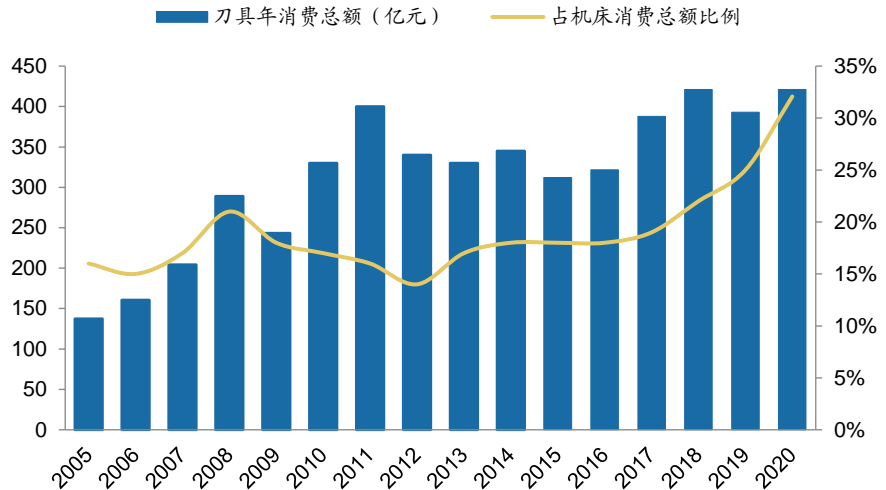
数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

从刀具的材料结构来看, 硬质合金刀具在全球切削刀具消费结构中占主导地位。据公司招股说明书, 2018 年, 全球切削刀具市场规模约 245 亿美元, 硬质合金刀具占比达到 63%; 国内机械加工行业使用硬质合金刀具占比达 53%, 我国硬质合金刀具市场规模约为 230 亿左右。

金属切削机床是硬质合金刀具的重要应用领域。据公司招股说明书, 机械加工过程中, 切削时间约占整个加工时间的 70%, 使用高端硬质合金切削刀具能够至少提

高 20%的加工效率，降低 15%的加工成本，在制造业特别是高端精密制造业中，硬质合金切削工具的作用至关重要。2010 年以来，我国刀具年消费额总体呈波动上升的趋势，刀具消费占比 2020 年达到 32%，表明我国刀具消费正在提质升级，但还远低于发达国家水平（约 50%）。随着国内数控机床使用群体对效率重视程度的提升以及机床的转型升级，我国刀具消费规模仍存在较大的提升空间。

图 21：2005年-2020年我国刀具年消费总额变化情况



数据来源：中国机床工具工业协会、广发证券发展研究中心

中国切削刀具制造水平与国外仍有一定差距。根据欧科亿招股书，以山特维克集团、肯纳金属集团、伊斯卡集团等为代表的具有全球领导地位的欧美刀具制造商，他们技术实力雄厚，产品系列丰富，以开展切削加工整体解决方案为主。在高端应用市场，尤其是航空航天、军工领域，欧美企业与其他竞争对手拉开差距。但是这类企业存在价格昂贵、交货周期长的问题，国内用户以大中型企业、外资企业为主。以日本三菱、日本泰珂洛、日本京瓷、韩国特固克等为代表的日韩刀具企业，尤其是日系刀具，在我国进口刀具中的占比最大。日韩企业的市场策略以批发为主，在国内五金批发市场非常普遍，产品价格略贵于国产刀具。

国内刀具企业数量众多，竞争实力差距大，大部分以生产传统刀具为主，如白钢刀（普通高速钢刀具）、焊接刀具等。近年来，随着我国制造业升级，我国刀具企业正在进行产品结构调整，部分优秀企业的研发成果在市场竞争中得到检验。根据欧科亿招股书中援引中国钨业协会统计，2019 年国内企业硬质合金数控刀片产量约为 2.40 亿片，其中年产数控刀片超过 4,000 万片的国内企业分别为株洲钻石（6,440 万片）、欧科亿（4,552 万片）和株洲华锐（4,243 万片）。

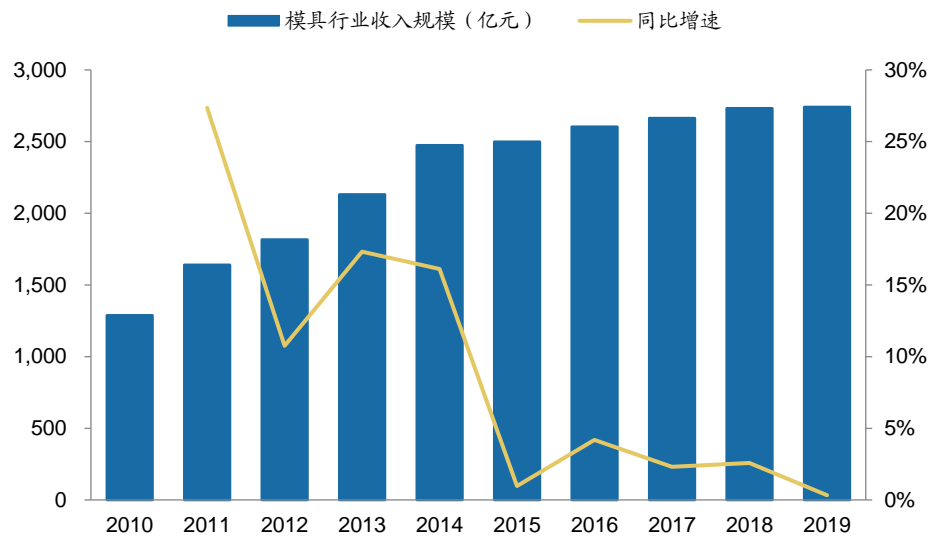
公司收购株洲韦凯，布局切削刀具市场。据公司公告，公司拟以不超过 1.12 亿元人民币收购株洲韦凯切削工具有限公司控股权并进行增资，取得株洲韦凯不低于 66% 的股权。株洲韦凯是一家高端硬质合金数控刀片制造商，集生产、研发、销售、技术服务为一体，专注于数控刀片基体材料、槽型结构、精加工及表面涂层的研发和生产。公司若实现控股株洲韦凯，有利于进一步完善公司硬质合金产业布局，增强公司市场竞争力和可持续发展力。

3. 耐磨工具合金

耐磨工具合金主要应用在各种耐磨领域的工具或制品，包括模具、耐磨零件等。模具主要是通过所成型材料物理状态的改变来实现物品外形的加工，大多数工业产品零件都是由模具成型制成的。2019年，我国模具制造行业规模以上企业销售收入为2,727.15亿元，自2011年以来的复合增长率为6.56%，整体保持增长趋势。

耐磨零件主要应用于机械设备制造业，典型的应用包括阀类产品、喷嘴、密封圈等。机械设备制造业的发展水平决定了耐磨零件的市场需求。近十年来，我国通用设备及专用设备制造业保持持续增长趋势，提升了耐磨零件的市场空间。

图 22：2010年-2019年我国模具制造行业规模以上企业销售收入



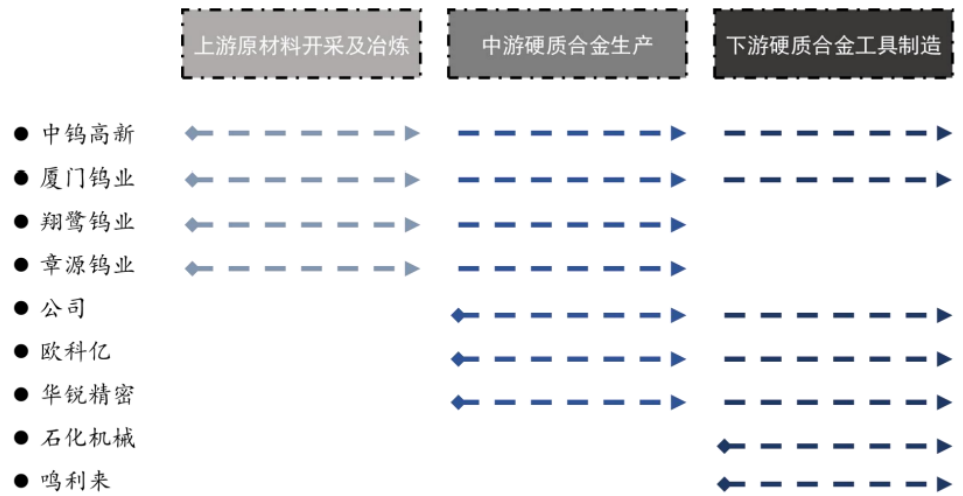
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

三、产业链一体化，新锐股份逐步实现出口替代

（一）产业链一体化呈趋势，新锐股份产品盈利能力较强

根据公司招股书，国内硬质合金产业链呈现出上下游一体化趋势，上游原材料开采及冶炼企业纷纷向硬质合金及工具制造领域延伸，形成了以中钨高新为代表的贯穿硬质合金全产业链的行业龙头企业，以公司为代表的硬质合金生产企业亦布局下游工具行业。硬质合金产业链呈现出相互合作又相互竞争的行业格局。

图 23：国内硬质合金产业链及主要企业



数据来源：新锐股份招股书，广发证券发展研究中心

对比公司所在硬质合金行业的国内外主要竞争对手，公司与专注于硬质合金及工具生产的国内同类公司总营收规模接近。细分主营业务上，新锐的合金制品业务与章源钨业、翔鹭钨业等全产业链公司相比营收规模可观，硬质合金工具处于行业平均水平且持续保持增长态势。

根据新锐股份招股书援引中国钨业协会硬质合金分会及中国钢结构协会钎钢钎具分会统计信息，**新锐的硬质合金总产量多年位列国内前十，矿用牙轮钻头的国内市场占有率位列国内第一。**

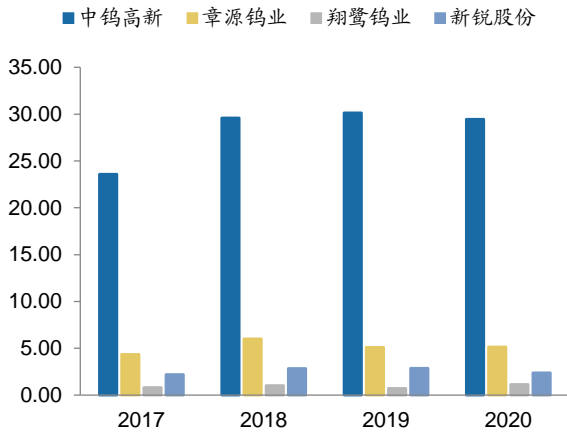
产品方面，新锐的矿用工具合金相关核心技术达到国内领先水平，合金制品产品和硬质合金工具毛利率与国内竞争公司相比均处于优势地位，优异的产品性能和较高的性价比使得公司具备在矿用牙轮钻头细分领域产品与山特维克等海外龙头竞争的能力。

合金制品业务，对比国内可比公司，中钨高新合金制品收入规模在国内绝对领先，在30亿元左右，但是其毛利率较低；翔鹭钨业与新锐股份收入规模相对较低，但毛利率水平较高，在30%左右。

硬质合金工具业务方面，新锐股份硬质合金工具主要销往海外，为采矿用，与海外的山特维克、阿特拉斯较为可比，国内可比的硬质合金工具企业有主营油用钻头的

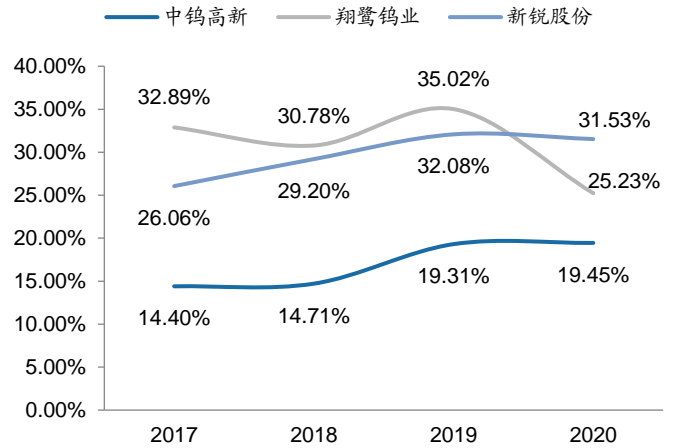
石化机械，以及主营硬质数控刀片的欧科亿、华锐精密。对比公司与石化机械的毛利率，主要由于石化机械海外销售比例仅为20.79%，以及硬质合金工具所使用的硬质合金为对外采购，而公司大部分牙轮钻头销往海外，且所使用的硬质合金为自产，因此牙轮钻头包含公司自产矿用工具合金的毛利。

图 24: 可比公司合金制品业务营收 (亿元)



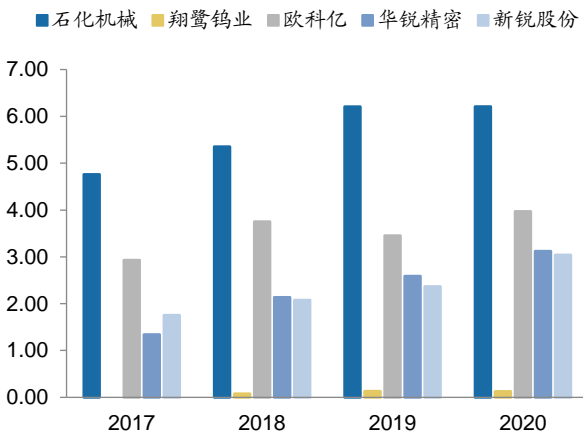
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 可比公司合金制品业务毛利率



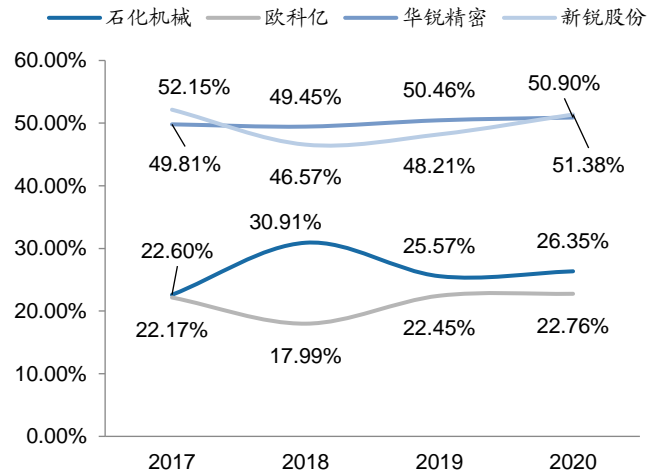
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 可比公司硬质合金工具业务营收 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 可比公司硬质合金工具毛利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 产能利用满负荷，募投项目打开增长瓶颈

根据新锐股份招股说明书，公司拟募集6.52亿元用于投入硬质合金制品、牙轮钻头、研发中心的建设项目，以及补充流动资金。其中，“硬质合金制品建设项目”、“牙轮钻头建设项目”和“研发中心建设项目”的实施地点均在武汉。

硬质合金制品建设项目是公司现有硬质合金生产线的搬迁扩建及升级改造，并新增生产线，提升公司硬质合金产品产能。本项目引进国内外先进的混合料制备设备、

精密压制设备、低压烧结设备、检测设备，并对生产线进行自动化改造、优化生产工序、完善生产配套等，从而进一步提高生产效率和设备利用率、降低单位生产成本、提升产品质量的稳定性。该项目建设期为18个月，为已开工项目，建设完成后，公司将在武汉生产基地新增产能1,600吨/年。根据公司招股书，项目达产后，有望实现每年5.97亿元的收入与6159万元的净利润，税后内部收益率达21.68%。

牙轮钻头是公司矿用硬质合金工具的主要产品。公司生产的矿用牙轮钻头国内市场占有率排名第一，澳洲及南美洲市场占有率位列前三，仅次于山特维克和阿特拉斯。本项目通过新建生产线及辅助配套设施，同时引进国内外先进的焊接机器人、数控机床、磨削加工中心、精密车床等机器仪器，提高生产线自动化水平。此项目建设期同样为18个月，为已开工项目，建设完成将形成硬质合金工具武汉生产中心，新增20,000只牙轮钻头生产能力，达产后有望新增2.20亿元的年度收入以及4622万元的年度净利润规模，内部收益率为20.3%。

研发中心项目围绕公司主营业务及硬质合金行业未来发展方向展开，有利于提高公司研发能力，公司在现有产品技术和生产工艺持续优化升级的基础上，开发符合硬质合金行业未来发展趋势的新技术和新产品。

表 1: 新锐股份募投项目

项目名称	项目总投资额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	达产年收入 (亿元)	达产年净利润 (万元)
硬质合金制品建设项目	2.33	1.50	5.97	6159
牙轮钻头建设项目	1.88	1.88	2.20	4622
研发中心建设项目	0.84	0.84		
补充流动资金	2.30	2.30		
合计	7.35	6.52	8.17	10781

数据来源：新锐股份招股书，广发证券发展研究中心

根据公司招股书，公司目前产能已趋于饱和，2020年硬质合金产能利用率93.14%，牙轮钻头产能利用率111.89%，现有生产用地及产品生产线均无法满足公司发展需求。本次募集资金投资项目的建设，有利于提高公司硬质合金及牙轮钻头的产能水平，充分利用公司长期积累的技术和管理优势，在日益增长的市场需求中增加公司产品的市场占有率，增强公司的整体竞争力和市场影响力。

（三）与国际龙头同台竞争，新锐股份有望逐步实现出口替代

公司在硬质合金及工具领域形成了完备的核心技术体系，矿用牙轮钻头国内市场占有率第一。根据公司招股书，在硬质合金领域，公司已对矿用工具合金、切削工具合金和耐磨工具合金积累了大量的研发和生产经验，形成了对应的核心技术，推动公司在国内多个硬质合金细分应用领域占据了较高的市场份额。在硬质合金工具领域，新锐股份掌握了以牙轮钻头为代表的矿用硬质合金工具的核心技术，产品性能和使用寿命均处于国内领先水平，具备与山特维克、阿特拉斯等跨国公司在牙轮钻头等矿用硬质合金工具细分领域竞争的能力，实现矿用牙轮钻头国内市场占有率第一，在澳洲及南美等铜矿及铁矿市场占有率仅次于山特维克和阿特拉斯。

从公司的前五大客户来看，当前公司与海外的Drillco、FMG、DDH1合作较为稳定，且整体合作规模呈现提升趋势，其中，Drillco为经销商，其终端用户为海外的矿山企业；FMG为是全球铁矿业的领导企业，DDH1为澳大利亚的钻井公司。

表 2: 新锐股份前五大客户

年份	单位名称	销售规模(亿元)	销售占比(%)
2020	智利 Drillco 及其控制企业	0.58	7.97
	河北金特尔钻头有限公司及其同一控制下的企业	0.56	7.62
	FMG	0.44	6.02
	DDH1	0.32	4.40
	石化机械及其控制企业	0.27	3.75
2019	石化机械及其控制企业	0.45	6.47
	智利 Drillco 及其控制企业	0.43	6.25
	FMG	0.38	5.51
	河北金特尔钻头有限公司	0.28	4.08
	DDH1	0.26	3.81
2018	智利 Drillco 及其控制企业	0.42	6.57
	FMG 集团	0.39	6.08
	石化机械及其控制企业	0.36	5.59
	江苏艾伦弗罗机械制造有限公司	0.25	3.88
	Australian Underground Drilling	0.18	2.89

数据来源：新锐股份招股书，广发证券发展研究中心

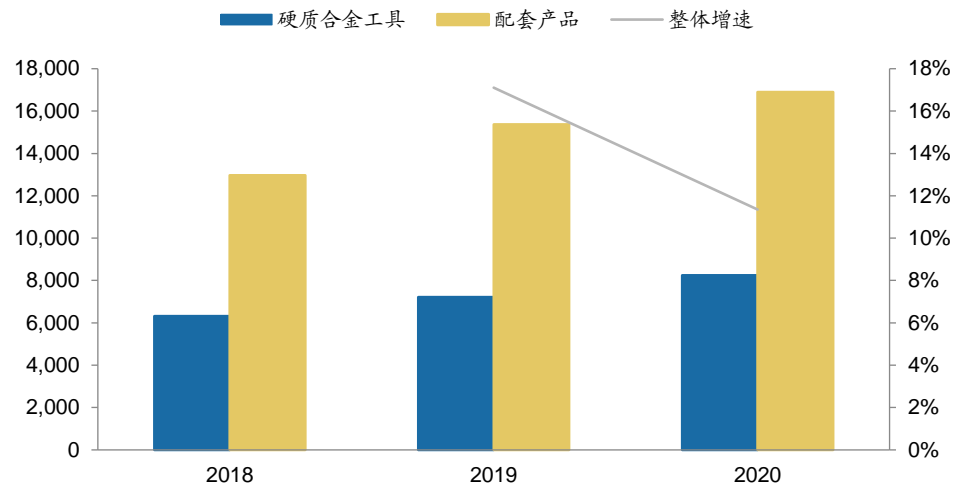
注：蓝色底色为经销商。

公司自2016年收购澳洲AMS以来，产业链垂直一体化迈出坚实的一步，加深了与必和必拓、力拓集团、FMG以等矿业巨头的合作关系，“Shareate[®]”品牌矿用硬质合金工具在国内外市场取得了广泛认可，产品销售区域覆盖亚洲、欧洲、大洋洲、非洲和美洲等五大洲的40多个国家或地区。

澳洲AMS的目标客户为澳洲矿山企业，为其勘探和开采提供耗材综合解决方案，即根据矿山企业的特点和需要选型硬质合金工具产品及其他配套产品，包括矿用牙轮钻头及配套钻杆、金刚石取芯钻头及其连接杆，以及其他备品备件。矿用牙轮钻头为公司自产硬质合金工具，金刚石取芯钻头、钻杆及其他备品备件为配套产品；澳洲AMS根据矿山企业的勘探、开采需要选定国内外矿用耗材合格供应商，向矿山企业提供后续的耗材使用培训、质量维护等售后服务。

2020年1月，公司进一步增持澳洲AMS的股权至70%。公司通过澳洲AMS实现的营业收入在2020年占总收入比例达到了34.45%，有力地支撑了公司海外业务的拓展。根据公司招股书，公司将以澳洲AMS和美国AMS为支点，并且凭借与南美等地区经销商良好的合作关系，通过建设海外销售服务公司，缩短对客户的供货周期，实现快速响应，加强对澳洲、美洲等地区市场的辐射能力，进一步打开海外市场空间。

图 28: 澳洲AMS收入情况 (万元)



数据来源: 新锐股份招股书, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

公司主要业务为硬质合金制品与硬质合金工具，根据公司招股书，当前产能已趋于饱和，2020年硬质合金产能利用率93.14%，牙轮钻头产能利用率111.89%，未来随着募集资金投资项目的建设投产，公司有望提升硬质合金及牙轮钻头的产能水平，实现收入规模的进一步扩大。

1. 硬质合金。硬质合金产品主要包括矿用、切削和耐磨合金，根据公司招股书，2020年公司硬质合金产能为910吨，武汉生产线建成投产后将形成1600吨每年的生产能力。我们预计未来随着公司产能的扩大，21-23年硬质合金收入规模将分别达到3.16/4.37/4.97亿元，同比增长32.8%/38.1%/13.8%；毛利率方面，根据招股书，公司硬质合金产品的销售价格根据碳化钨粉、钴粉等主要原材料价格变动情况相应调整，因此我们推断在上游原材料价格较高的时候，公司产品的价格和成本都会增加，而毛利润相对稳定，因此毛利率会降低。2021年，上游原材料价格较高，我们假设22-23年原材料价格会有所下滑，因此假设21-23年硬质合金制品毛利率为29.0%/32.0%/32.0%。

2. 硬质合金工具。公司硬质合金工具主要为矿用硬质合金工具，并且以牙轮钻头为主，募投项目中的武汉生产中心投产后将新增2万只牙轮钻头生产能力，基于公司未来的产能扩张，我们预计公司21-23年硬质合金工具收入规模为3.88/5.06/7.21亿元，同比增长27.4%/30.5%/42.6%；毛利率方面，牙轮钻头等硬质合金工具产品的销售价格受碳化钨粉、钴粉及合金钢价格变动影响较小，除非碳化钨粉、钴粉及合金钢价格产生剧烈波动，否则价格一般不进行调整。我们假设公司硬质合金工具毛利率在21年波动较小，为49%，22-23年恢复至50%左右。

3. 配套产品业务。配套产品主要包括金刚石取芯钻头、钻杆等产品，通常配套矿用硬质合金工具，主要通过境外子公司外购方式获得。由于历史上硬质合金工具收入与配套产品收入增速变动趋势并非完全匹配，因此我们假设配套产品21-23年收入增速稳定在20%左右，规模分别为2.07/2.49/2.98亿元；21-23年毛利率假设稳定在33%左右。

综上，我们预计新锐股份21-23年收入分别为9.30/12.15/15.47亿元，同比增长27.5%/30.6%/27.3%；归母净利润分别为1.49/2.19/2.86亿元，同比增长30.6%/47.2%/30.6%。

表 3：新锐股份营收拆分（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
硬质合金工具				
收入	304.18	388	506	721
增长率	28.5%	27.4%	30.5%	42.6%
成本	147.89	198	253	361
毛利率(%)	51.4%	49.0%	50.0%	50.0%
硬质合金制品				
收入	238.08	316	437	497

增长率	-17.0%	32.8%	38.1%	13.8%
成本	163.01	224	297	338
毛利率(%)	31.5%	29.0%	32.0%	32.0%
配套产品				
收入	172.68	207	249	298
增长率	9.8%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	116.91	139	167	200
毛利率(%)	32.3%	33.0%	33.0%	33.0%
其他				
收入	14.82	20	24	31
增长率	12.7%	32.0%	25.0%	25.0%
成本	13.24	18	22	28
毛利率(%)	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
合计				
收入	729.76	930	1,215	1,547
增长率	5.1%	27.5%	30.6%	27.3%
成本	441.05	579	738	926
毛利率	39.6%	37.8%	39.3%	40.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 可比公司估值对比

根据中国钨业协会硬质合金分会及中国钢结构协会钎钢钎具分会统计信息, 新锐的硬质合金总产量多年位列国内前十, 矿用牙轮钻头的国内市场占有率位列国内第一。根据公司招股书, 公司的矿用牙轮钻头在澳洲及南美洲市场占有率位列前三, 仅次于山特维克和阿特拉斯。根据招股书, 公司当前产能已趋于饱和, 2020年硬质合金产能利用率93.14%, 牙轮钻头产能利用率111.89%, 未来随着1600吨每年的硬质合金产能与2万套硬质合金工具产能项目的建设投产, 公司有望提升硬质合金及牙轮钻头的产能水平, 实现收入规模的进一步扩大与全球市占率的提升。

可比公司中, 由于翔鹭钨业、章源钨业、石化机械无wind一致预测, 因此我们选取覆盖硬质合金工具全产业链的中钨高新和厦门钨业, 以及覆盖中游硬质合金和下游硬质合金工具的欧科亿与华锐精密, 剔除非主板上市的鸣利来。其中, 中钨高新与厦门钨业与新锐股份在硬质合金制品业务上较为可比, 两者在硬质合金工具方面的产品主要是硬质合金刀具; 欧科亿与华锐精密的硬质合金产品同样主要为切削刀具, 而新锐股份的硬质合金工具为矿用钻头, 在矿头牙轮钻头方面, A股目前没有完全可比的上市公司。因此整体参考可比公司估值水平均值, 同时考虑到新锐股份的产能扩张有望带来业绩增量, 给予新锐股份2022年归母净利润30倍PE估值, 对应合理价值70.79元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 4: 新锐股份可比公司PE估值情况

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	归母净利润(百万元)			PE估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中钨高新	000657.SZ	硬质合金材料、制品与工具	189.11	221	561	688	86	34	27

厦门钨业	600549.SH	硬质合金材料、制品与工具	350.93	614	1516	1927	57	23	18
欧科亿	688308.SH	硬质合金制品与工具	65.22	107	226	297	61	29	22
华锐精密	688059.SH	硬质合金制品与工具	74.87	89	158	215	84	47	35
平均值							72	33	26

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：数据来自 Wind 一致预测，取 2021.12.08 收盘数据。

五、风险提示

（一）下游行业周期性波动风险

公司下游应用领域主要包括矿山勘探及开采、机械加工、石油开采、基础设施建设和煤炭开采等，其中矿山勘探及开采领域的收入占比为50%-60%，机械加工和石油开采领域各自占比分别为10%-20%，均为周期性行业，当行业陷入周期性低谷时，公司在相关产业链的下游客户将出现经营状况下滑，进一步造成公司订单减少、货款回收难度增加等情况，进而影响公司的经营业绩。

（二）原材料价格波动风险

公司主要产品包括硬质合金及硬质合金工具，生产所需的原材料主要为碳化钨粉、钴粉及合金钢。报告期内，原材料成本占硬质合金生产成本的70%左右，占硬质合金工具生产成本的50%左右。受全球宏观经济形势等因素影响，原材料价格存在一定的波动，原材料价格上涨导致公司产品的生产成本增加，如果公司未能及时调增产品售价以将原材料价格上涨的压力传导给客户，将对公司主要产品的毛利率水平及经营业绩产生一定的影响。

（三）国际贸易摩擦风险

2018-2020年，公司境外收入占比分别为49.68%、51.14%和54.06%，占比较高，对公司经营业绩具有重要影响。公司主要面向澳洲和南美洲的铁矿石生产商FMG、必和必拓、淡水河谷以及矿山服务企业DDH1、AUD等销售牙轮钻头硬质合金工具及配套产品。目前我国与美国和澳大利亚等国家存在贸易摩擦。如果未来中澳贸易摩擦持续加剧，澳大利亚铁矿石对国内的出口可能会受到影响，造成公司牙轮钻头及其配套产品的需求量受到较大影响，进而对公司的经营业绩造成较大不利影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	618	688	2,047	2,255	2,564
货币资金	111	110	1,356	1,336	1,400
应收及预付	319	377	434	586	747
存货	176	192	243	312	393
其他流动资产	13	9	13	21	24
非流动资产	264	299	410	544	661
长期股权投资	35	38	51	64	76
固定资产	72	70	142	236	313
在建工程	34	42	56	71	85
无形资产	35	34	45	56	70
其他长期资产	88	115	116	117	117
资产总计	882	987	2,457	2,799	3,225
流动负债	407	375	361	455	559
短期借款	138	60	0	0	0
应付及预收	160	217	242	321	406
其他流动负债	109	99	119	134	153
非流动负债	57	59	24	24	24
长期借款	34	35	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	24	24	24	24
负债合计	465	434	385	479	583
股本	66	70	93	93	93
资本公积	67	121	1,449	1,449	1,449
留存收益	244	324	470	688	971
归属母公司股东权益	374	515	2,013	2,231	2,514
少数股东权益	43	38	59	88	127
负债和股东权益	882	987	2,457	2,799	3,225

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	76	92	126	148	231
净利润	91	125	169	249	325
折旧摊销	15	14	30	44	57
营运资金变动	-44	-48	-67	-134	-141
其它	14	2	-5	-11	-10
投资活动现金流	-104	-64	-134	-167	-164
资本支出	-40	-29	-125	-159	-161
投资变动	-69	-36	-13	-13	-11
其他	5	1	5	6	8
筹资活动现金流	43	-47	1,255	0	0
银行借款	192	72	-94	0	0
股权融资	0	58	1,352	0	0
其他	-149	-177	-2	0	0
现金净增加额	14	-19	1,246	-20	64
期初现金余额	78	93	110	1,356	1,336
期末现金余额	93	74	1,356	1,336	1,400

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	8.4%	5.1%	27.5%	30.6%	27.3%
营业利润增长	11.4%	37.5%	32.4%	46.9%	31.8%
归母净利润增长	19.6%	49.2%	30.6%	47.2%	30.6%
获利能力					
毛利率	37.3%	39.6%	37.8%	39.3%	40.1%
净利率	13.1%	17.1%	18.2%	20.5%	21.0%
ROE	20.4%	22.1%	7.4%	9.8%	11.4%
ROIC	15.2%	19.7%	6.8%	8.7%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	52.7%	44.0%	15.7%	17.1%	18.1%
净负债比率	111.4%	78.5%	18.6%	20.7%	22.1%
流动比率	1.52	1.83	5.67	4.95	4.59
速动比率	1.08	1.31	4.98	4.25	3.87
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.74	0.38	0.43	0.48
应收账款周转率	3.44	3.39	3.43	3.42	3.42
存货周转率	3.95	3.80	3.82	3.90	3.94
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	1.64	1.60	2.36	3.08
每股经营现金流	1	1	1	2	2
每股净资产	5.67	7.39	21.69	24.04	27.09
估值比率					
P/E	-	-	37.07	25.18	19.28
P/B	-	-	2.74	2.47	2.19
EV/EBITDA	-	-	20.49	14.40	10.63

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	694	730	930	1,215	1,547
营业成本	435	441	579	738	926
营业税金及附加	5	4	5	6	8
销售费用	31	29	37	46	54
管理费用	60	62	79	101	127
研发费用	37	39	48	63	80
财务费用	5	9	-13	-27	-27
资产减值损失	-6	-1	0	-1	-1
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资净收益	2	3	5	6	8
营业利润	112	153	203	298	393
营业外收支	-1	-1	3	5	3
利润总额	111	152	206	303	396
所得税	20	27	37	55	71
净利润	91	125	169	249	325
少数股东损益	15	11	20	30	39
归属母公司净利润	76	114	149	219	286
EBITDA	123	170	203	290	387
EPS (元)	1.16	1.64	1.60	2.36	3.08

广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。