



牙轮钻头进击全球，数控刀片入场布局

投资要点

- **推荐逻辑：1) 打造牙轮钻头拳头产品，多措并举释放增长动能：**公司矿用牙轮钻头国内市占率第一，澳洲及南美洲等地区市占率位列前三，积极开拓新市场与下游应用领域，持续增长动能充沛。**2) 硬质合金产品定位中高端，大幅扩产推进国产替代：**我国硬质合金产业大而不强，中高端产品依赖进口，公司扩充1600吨硬质合金产能，推动其国产替代。**3) 收购株洲韦凯，积极布局数控刀片业务：**株洲韦凯数控刀片产品定位中高端，积极提质扩产，将充分受益于工业刀具国产替代浪潮。
- **打造牙轮钻头拳头产品，多措并举释放增长动能。**公司拳头产品——矿用牙轮钻头国内市占率第一，在全球市场亦取得广泛认可，特别在澳洲及南美洲等地区市占率位列前三，仅次于山特维克和阿特拉斯。通过①提升澳大利亚及秘鲁等地区优势客户市占率、②开拓加拿大、美国等新市场、③重点开拓国内外基建市场需求、布局油用牙轮钻头等多项策略，公司牙轮钻头业务持续增长动能充沛。此外，借助牙轮钻头打开销售渠道，公司积极转型矿山耗材综合解决方案供应商，向海外客户销售配套产品，增厚公司业绩。
- **公司硬质合金产品定位中高端，推动国产替代。**硬质合金位于产业链中游，下游产品包括牙轮钻头等工具。中国硬质合金产量全球第一，2021年约为4.5万吨，全球占比约40%。但国内硬质合金产业大而不强，产品以中低端为主，中高端硬质合金仍依赖进口；且硬质合金深加工比例低，产品附加值较低，盈利能力较差。公司积极开发中高端硬质合金产品，尤其是矿用硬质合金，国内市占率位居前列。2021年公司大幅扩充1600吨硬质合金产能，积极推动中高端产品国产替代。
- **数控刀片国产替代如火如荼，公司通过收购株洲韦凯积极布局。**株洲韦凯是国内硬质合金数控刀片生产商，2022年1月，公司收购其66%股权，积极布局数控刀片业务。株洲韦凯总经理出身株洲钻石，产品定位中高端，均价约7元/片，2021年产能约为800万片，净利率在20%以上，盈利能力较强。公司将在资金、技术、市场等方面助力株洲韦凯，充分受益于数控刀片国产替代浪潮。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.8、2.5、3.5亿元，未来三年归母净利润复合增长率为36.7%。考虑到公司在矿用硬质合金工具领域竞争力强，并布局高景气数控刀片业务，中长期成长能力强，给予公司2022年25倍PE，目标价49.75元，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；国际贸易摩擦及汇率波动风险；原材料价格波动风险。

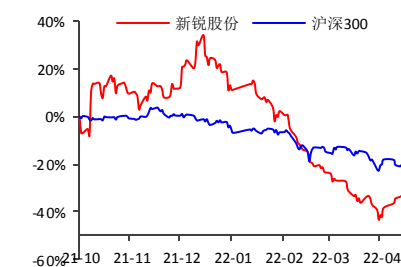
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	894.41	1216.59	1625.09	2112.19
增长率	22.56%	36.02%	33.58%	29.97%
归属母公司净利润（百万元）	136.24	184.47	253.52	348.37
增长率	19.66%	35.40%	37.43%	37.41%
每股收益EPS（元）	1.47	1.99	2.73	3.75
净资产收益率ROE	7.39%	9.28%	11.54%	14.00%
PE	25	19	14	10
PB	1.72	1.59	1.44	1.28

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn
联系人：王宁
电话：021-58351893
邮箱：wn@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.93
流通A股(亿股)	0.21
52周内股价区间(元)	29.00-73.21
总市值(亿元)	32.99
总资产(亿元)	27.24
每股净资产(元)	21.90

相关研究

目 录

1 深耕硬质合金领域，产业链垂直一体化发展	1
1.1 牙轮钻头国内龙头，硬质合金领军企业	1
1.2 业绩稳步增长，盈利能力持续提升	3
1.3 核心员工持股，管理层行业经验丰富	5
2 牙轮钻头进击全球，转型矿山耗材综合解决方案供应商	5
2.1 打造牙轮钻头拳头产品，多措并举释放增长动能	5
2.2 立足牙轮钻头，转型矿山耗材综合解决方案供应商	8
3 硬质合金产品定位中高端，国产替代空间大	9
3.1 硬质合金位于产业链中游，下游产品包括牙轮钻头	9
3.2 公司硬质合金定位中高端，提质扩产推动国产替代	11
4 数控刀具国产替代如火如荼，公司积极布局	13
4.1 国内刀具市场规模超 420 亿，全球市场超 2400 亿	13
4.2 国产替代如火如荼，公司积极入场布局	16
5 盈利预测与估值	17
5.1 盈利预测	17
5.2 相对估值	18
6 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司深耕硬质合金领域十余年, 产业链垂直一体化发展.....	1
图 2: 2021 年硬质合金工具营收占比达 38%.....	3
图 3: 硬质合金工具毛利率较高.....	3
图 4: 2021 年营收同比增长 22.6%.....	3
图 5: 2021 年归母净利润同比增长 19.7%.....	3
图 6: 2021 年公司海外收入占比 54.6%.....	4
图 7: 公司盈利水平略有下滑.....	4
图 8: 公司期间费用率呈现下降趋势.....	4
图 9: 核心员工持股增强公司经营活力.....	5
图 10: 公司矿用三牙轮钻头结构图.....	6
图 11: 2020 年牙轮钻头矿用与基建应用占比分别为 67%、33%.....	6
图 12: 全球铁矿石产量稳中有升.....	6
图 13: 除 2020 年, 近年来全球煤炭产量呈上升趋势.....	6
图 14: 除 2020 年, 全球原油产量保持高位.....	7
图 15: 中国基础设施建设投资额持续增长.....	7
图 16: 公司牙轮钻头产品国内外客户.....	7
图 17: 硬质合金产业链.....	9
图 18: 2019 年中国钨储量占全球总储量的 59.4%.....	9
图 19: 中国钨产量占全球的 80% 以上.....	9
图 20: 切削工具/耐磨工具/矿用工具是硬质合金三大主要应用领域.....	10
图 21: 2020 年公司矿用硬质合金产品收入占比 44.3%.....	11
图 22: 公司硬质合金产品优质客户图谱.....	12
图 23: 公司硬质合金产销量国内领先.....	13
图 24: 2020 年全球切削刀具市场规模预计超 378 亿美元.....	14
图 25: 2020 年国内切削刀具市场规模达 421 亿元.....	14
图 26: 国内硬质合金刀具应用占比为 53%.....	15
图 27: 全球硬质合金刀具应用占比为 63%.....	15
图 28: 国内金属切削机床数控化率稳健提升.....	15
图 29: 国内中高端刀具市场份额约为 50%.....	16
图 30: 2016 年以来, 我国刀具进口依赖度逐年下降.....	17

表 目 录

表 1：公司业务可划分为硬质合金工具、硬质合金和配套产品三大板块	2
表 2：2020 年国内企业硬质合金产量排名	10
表 3：公司硬质合金产品布局	11
表 4：分业务收入及毛利率	18
表 5：可比公司估值（截至 2022 年 5 月 12 日）	18
附表：财务预测与估值	20

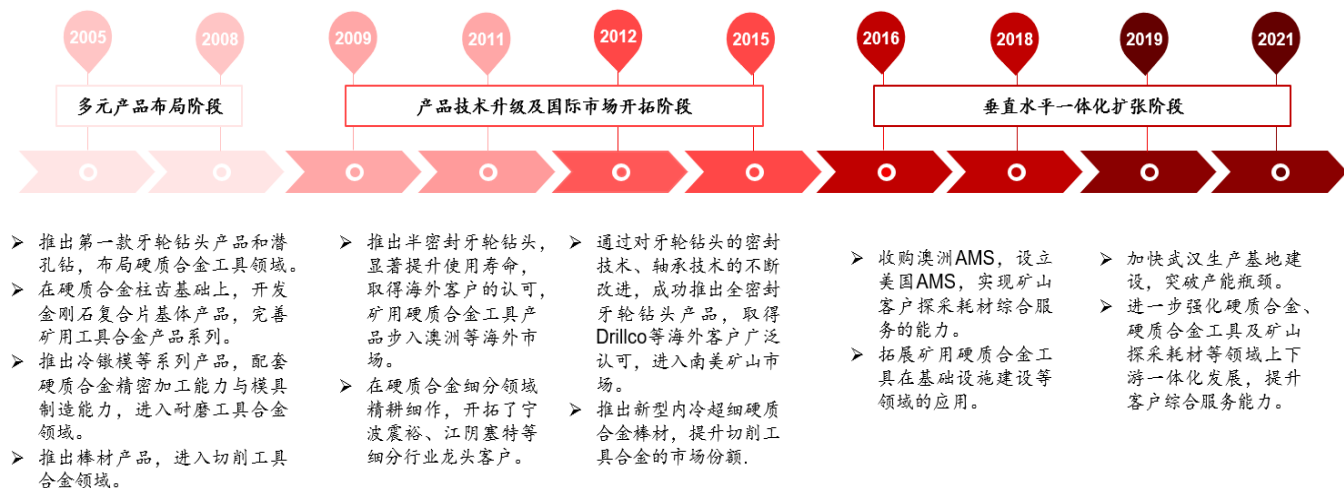
1 深耕硬质合金领域，产业链垂直一体化发展

1.1 牙轮钻头国内龙头，硬质合金领军企业

自成立以来，公司深耕硬质合金领域十余年，已成为牙轮钻头国内龙头、全球有力竞争者，硬质合金领军企业，其发展历程可划分为三大阶段：

- 1) 初始阶段（2005-2008年）：**公司成立于2005年，由新锐硬质合金及武汉江钻工程钻具共同出资组建，起初主要生产硬质合金齿，之后陆续开发出金刚石复合片基体、冷锻模、棒材等产品，在矿用、耐磨、切削等三大硬质合金领域完成基础布局，并向产业链下游延伸，推出第一款牙轮钻头产品。
- 2) 升级阶段（2009-2015年）：**在此期间，公司进行全面技术升级。硬质合金领域，公司改进核心技术，提升产品性能，致力于高端硬质合金的国产化替代，成功进入宁波震裕、江阴塞特等细分行业龙头的供应链体系；矿用工具领域，公司根据客户需求，针对性地提升牙轮钻头性能，成功开拓FMG、智利Drillco等海外客户，进入国际知名矿业巨头的供应链体系。
- 3) 扩张阶段（2016年-至今）：**公司横向扩充产品种类，加快新技术和新产品研发，拓展产品的下游应用领域，2021年在科创板成功上市，利用募投资金新建硬质合金及其工具产能，并计划通过收购株洲韦凯切入数控刀片领域；纵向掌控销售渠道，完成对澳洲AMS的收购、设立美国AMS，并通过为矿山公司提供配套设备扩大收入规模。

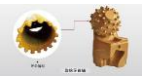
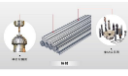
图 1：公司深耕硬质合金领域十余年，产业链垂直一体化发展



数据来源：公司官网，公告，西南证券整理

公司主营产品可分为硬质合金工具、硬质合金和配套产品三大板块。1) 硬质合金工具：主要为应用于矿山采掘及基建领域的牙轮钻头，以及潜孔钻具等其他工具。2) 硬质合金：包括矿用工具合金、切削工具合金和耐磨工具合金三类，产品定位为中高端。3) 配套产品：主要指公司为海外矿山企业提供的金刚石取芯钻头、钻杆等配套产品和矿山勘探开采耗材综合解决方案。2021年三大板块营收占比分别为38%、34%、25%。

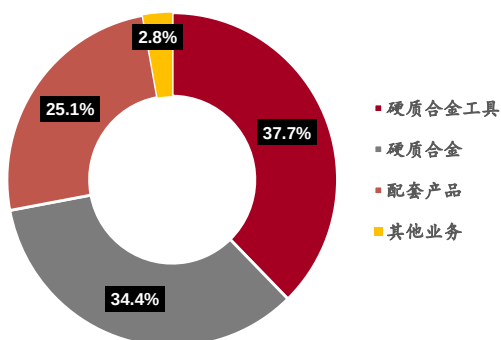
表 1：公司业务可划分为硬质合金工具、硬质合金和配套产品三大板块

主要业务	业务竞争力	细分产品	产品图例			
硬质合金工具	矿用牙轮钻头国内市占率第一、澳洲及南美洲等地区市占率前三	牙轮钻头				
			矿用三牙轮钻头	旋挖牙轮钻头	非开挖牙轮钻头	水井牙轮钻头
		其他工具				
			潜孔钻具	天井滚刀		
硬质合金	硬质合金产品定位中高端，总产量位列国内前十；矿用工具合金市场地位突出，旋转齿、油用金刚石复合片基体市占率位列国内前列。	矿用工具合金				
			硬质合金齿	金刚石复合片基体	地矿刀块	截齿
		切削工具合金				
			棒材	滚刀毛坯		
		耐磨工具合金				
			冲压模具合金	锻造模具合金	硬质合金阀	喷嘴
配套产品	向国内外企业采购配套产品，无需进行进一步生产加工即可销售。					
			金刚石取芯钻头	钻杆		

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

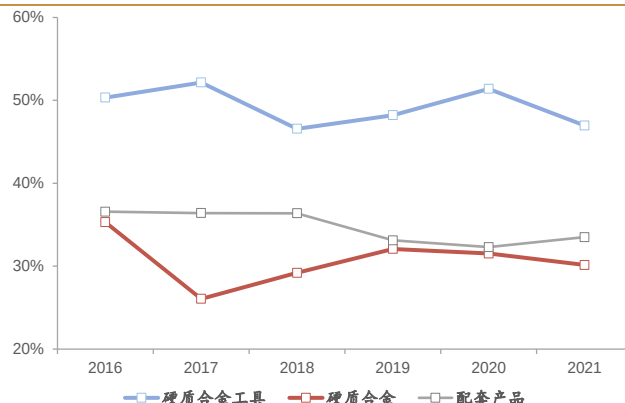
- 1) **硬质合金工具业务稳步增长，毛利率稳定在 45% 以上。**2021 年，公司硬质合金工具营收 3.4 亿元，同比增长 10.7%，占公司营收比例为 37.7%。硬质合金工具毛利率高，近年来基本稳定在 45% 以上，2021 年为 47.0%，同比下降 4.4 个百分点，主要原因在于产品结构调整，基建领域收入占比增加。
- 2) **硬质合金业务毛利率较高，2021 年收入增速较快。**2021 年，公司硬质合金业务营收 3.1 亿元，同比提升 29.2%，占公司营收比例为 34.4%。近年来该业务毛利率稳定在 30% 以上，2021 年为 30.2%，同比下降 1.4 个百分点。
- 3) **配套产品收入增速快，毛利率稳定在 30% 以上。**2021 年，公司配套产品营收为 2.2 亿元，同比增长 30.0%，收入占比提升至 25.1%。配套产品毛利率稳定在 30% 以上，2021 年为 33.5%，同比增加 1.2 个百分点。

图 2：2021 年硬质合金工具营收占比达 38%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：硬质合金工具毛利率较高

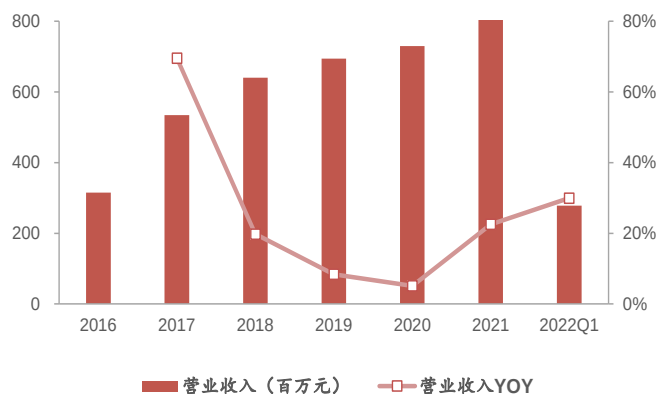


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 业绩稳步增长，盈利能力持续提升

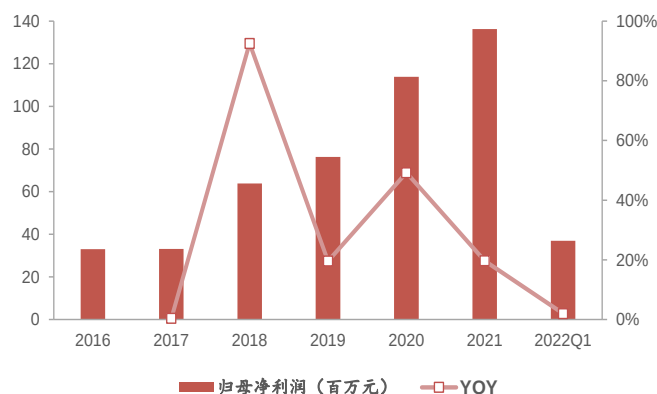
公司营业收入平稳增长，归母净利润高速增长。2021 年公司营业收入为 8.9 亿元，同比增长 22.6%，2019-2021 年 3 年 CAGR 为 11.8%；2021 年归母净利润为 1.4 亿元，同比增长 19.7%，2019-2021 年 3 年 CAGR 高达 28.8%。2022Q1 公司实现营收 2.8 亿元，同比增长 30.0%，归母净利润为 0.37 亿元，同比增长 2.0%。

图 4：2021 年营收同比增长 22.6%



数据来源：Wind，西南证券整理

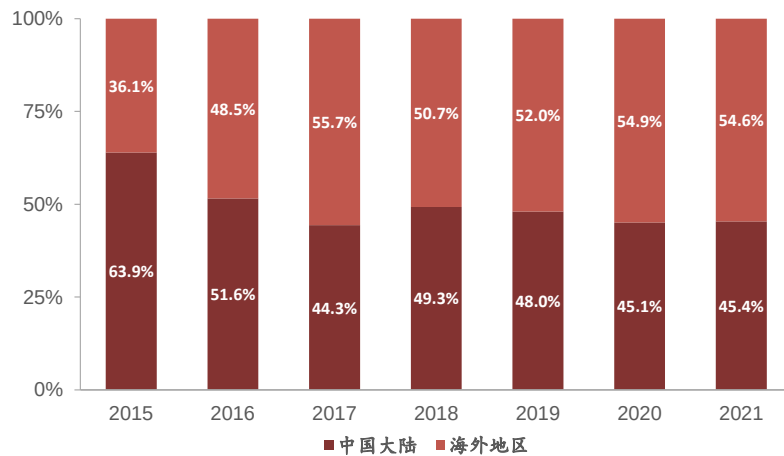
图 5：2021 年归母净利润同比增长 19.7%



数据来源：Wind，西南证券整理

公司海外收入占比超过 50%，主要来自于澳洲及南美洲。随着公司加大海外市场开拓力度，海外收入占比逐渐提升，由 2015 年的 36.1% 提升到 2021 年的 54.6%。公司硬质合金产品主要销往国内，硬质合金工具及配套产品主要销往海外地区，境外销售主要由子公司澳洲 AMS 和美国 AMS 负责，客户面向澳洲和南美洲的铁矿石生产商。

图 6：2021 年公司海外收入占比 54.6%

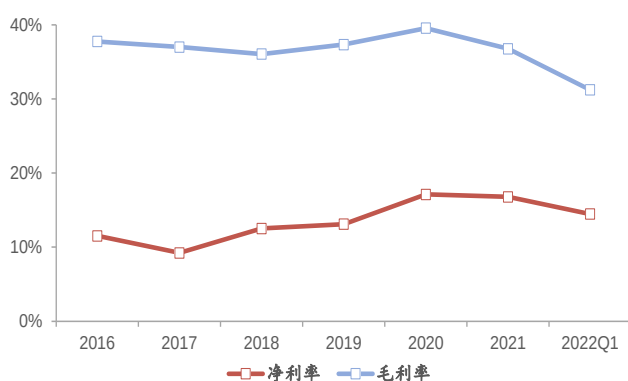


数据来源：Wind，西南证券整理

受产品结构调整、原材料涨价等因素影响，盈利水平略有下降。2021 年公司综合毛利率为 36.8%，同比下降 2.8 个百分点，主要原因在于牙轮钻头销售占比下降，硬质合金及配套设备销售占比上升，以及原材料价格涨幅较大；2022Q1 公司综合毛利率为 31.2%，同比下降 6.1 个百分点，主要系原材料涨幅较大。2021 年公司净利率为 16.8%，同比微降 0.3 个百分点；2022 年一季度净利率为 14.5%，同比下降 4.0 个百分点。

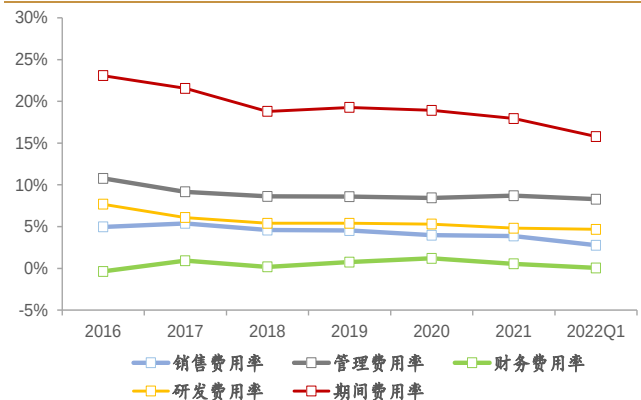
规模效应显现，公司期间费用率呈下降趋势。2021 年，公司期间费用率为 18.0%，同比下降 1.0 个百分点。细分来看，2021 年，公司销售费用率为 3.9%，同比下降 0.1 个百分点；管理费用率为 8.7%，同比增加 0.3 个百分点；财务费用率为 0.5%，同比下降 0.7 个百分点；研发费用率为 4.8%，同比下降 0.5 个百分点。2022 年一季度期间费用率为 15.8%，同比增加 0.7 个百分点。

图 7：公司盈利水平略有下滑



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司期间费用率呈现下降趋势

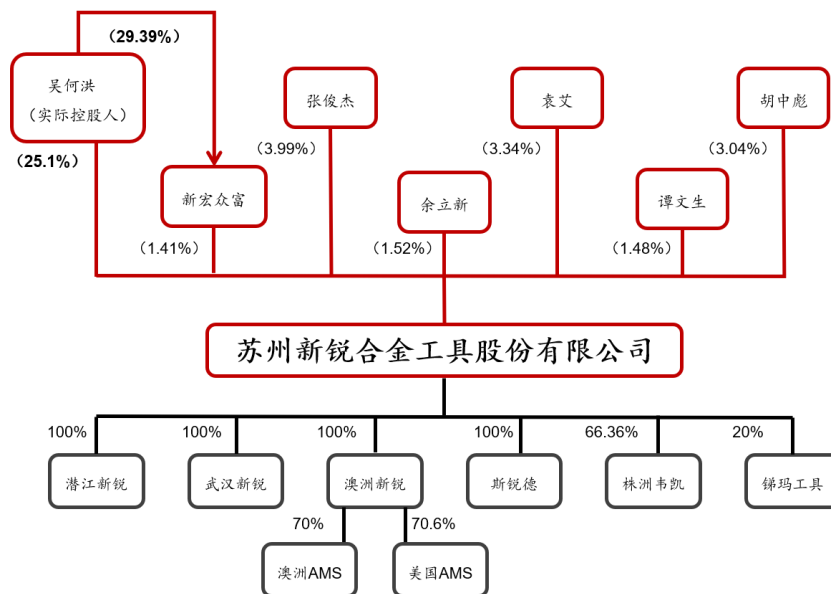


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 核心员工持股，管理层行业经验丰富

核心员工持股增强公司经营活力，管理层行业经验丰富把舵能力强。公司控股股东、实际控制人为吴何洪，直接持有公司 25.1% 的股权，通过新宏众富间接持股 0.4%，合计持有公司 25.5% 股权。前十大股东中，吴何洪、张俊杰、袁艾、余立新、谭文生均为公司高管或核心技术人员，有利于增强公司经营活力。公司管理层深耕硬质合金领域多年，技术理论与实践功底深厚，在把握行业发展趋势及提升产品竞争力方面优势明显。

图 9：核心员工持股增强公司经营活力



数据来源：Wind，西南证券整理

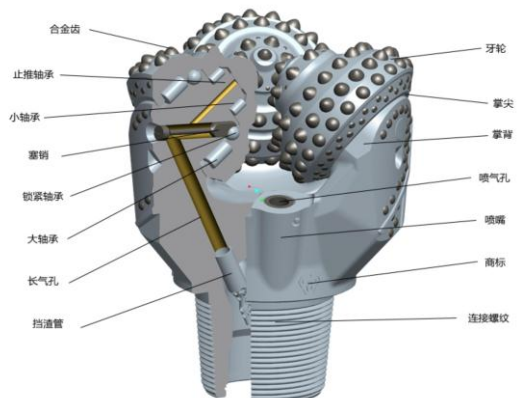
2 牙轮钻头进击全球，转型矿山耗材综合解决方案供应商

2.1 打造牙轮钻头拳头产品，多措并举释放增长动能

公司硬质合金工具以牙轮钻头为主，属于耗材。公司硬质合金工具主要为矿用工具，主要产品包括牙轮钻头、潜孔钻具、天井滚刀等，其中，牙轮钻头是拳头产品，收入占比超过 90%。牙轮钻头主要由牙轮及牙掌组成，硬质合金齿镶嵌于牙轮及牙掌，经总装加工后成为牙轮钻头成品。牙轮钻头在钻机的带动下发生转动，对岩石进行破碎作业，通常情况下使用寿命只有 100 小时，属于耗材产品。

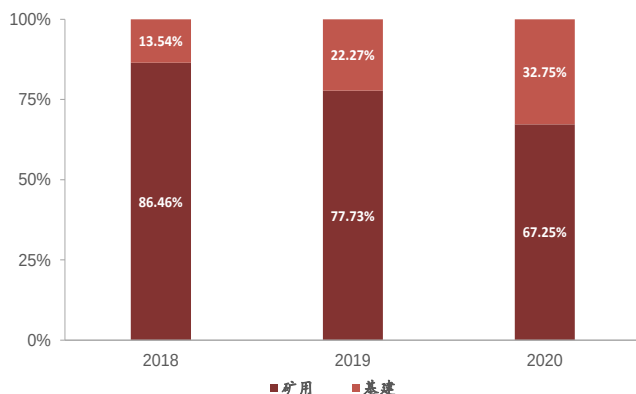
公司牙轮钻头主要应用领域为矿山开采和基建领域。2020 年，公司牙轮钻头在矿山和基建领域的应用占比分别为 67.3% 和 32.7%。矿用牙轮钻头以海外客户为主，对产品性能和稳定性要求较高，产品定价和毛利率较高；基建领域牙轮钻头的性能要求低于矿用牙轮钻头，且基建领域对成本更加敏感，因此单价和毛利率低于矿用牙轮钻头，以国内客户为主。

图 10: 公司矿用三牙轮钻头结构图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

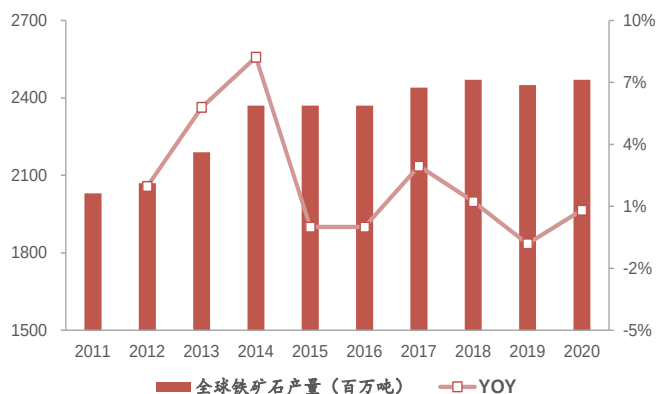
图 11: 2020 年牙轮钻头矿用与基建应用占比分别为 67%、33%



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

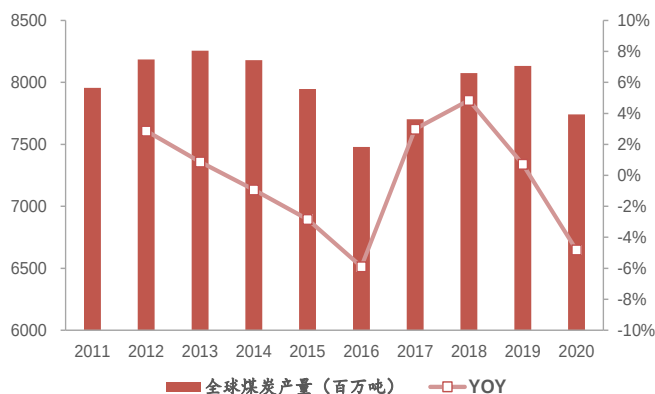
全球矿产能源产量稳中有升，国内基础设施建设投资持续增加。铁矿石开采是公司矿用牙轮钻头最主要的应用场景，根据 USGS 数据，2020 年全球铁矿石产量为 24.7 亿吨，同比增长 0.8%。根据世界能源委员会数据，2020 年全球煤炭产量受疫情影响较大，为 77.4 亿吨，同比下降 4.8%。根据 BP 数据，2020 年全球原油产量为 41.7 亿吨，同比下降 7.0%，主要受新冠疫情影响，2018 年以前均处于增长态势。近十年我国基础设施建设投资额持续增长，根据国家统计局数据，2021 年为 18.9 万亿，同比增长 0.4%。全球矿产资源，尤其是铁矿石产量的增长趋势，以及国内基础设施建设投资持续增加，将带动牙轮钻头硬质合金工具需求增长。

图 12: 全球铁矿石产量稳中有升



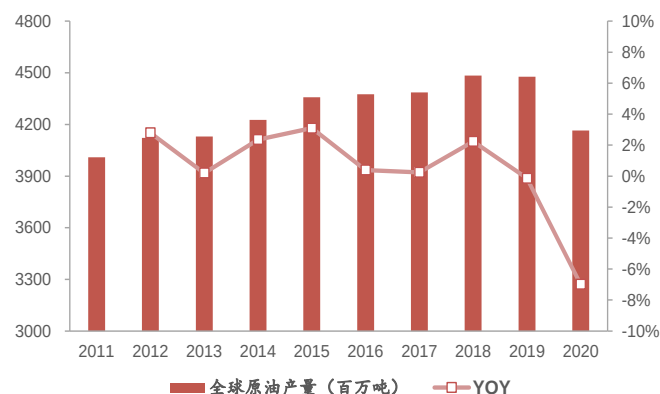
数据来源: USGS, 西南证券整理

图 13：除 2020 年，近年来全球煤炭产量呈上升趋势



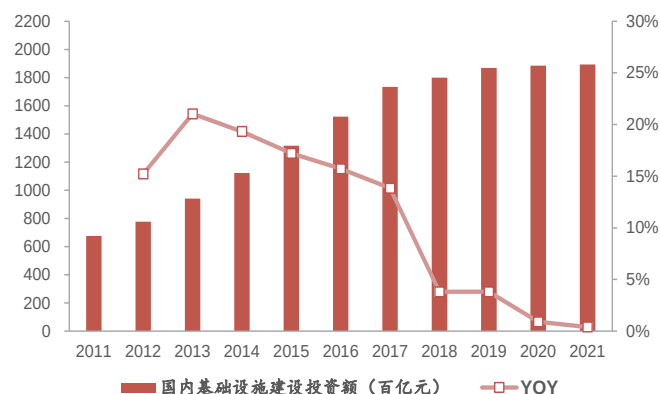
数据来源：世界能源委员会，西南证券整理

图 14：除 2020 年，全球原油产量保持高位



数据来源：BP，西南证券整理

图 15：中国基础设施建设投资额持续增长



数据来源：国家统计局，西南证券整理

公司是矿用牙轮钻头国内龙头，全球市占率领先，澳洲及南美洲等地区市占率位列前三。公司根据客户需求，针对性地对牙轮钻头的密封结构、密封材料以及轴承设计进行改进，显著提升牙轮钻头的使用寿命，奠定公司在牙轮钻头领域的竞争优势，目前公司牙轮钻头产品已可媲美全球龙头山特维克。根据中国钢结构协会钎钢钎具分会统计信息，公司矿用牙轮钻头的市占率位列国内第一；在全球市场，公司矿用硬质合金工具亦取得广泛认可，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，特别在澳洲及南美洲等地区市场占有率位列前三，仅次于山特维克和阿特拉斯。公司是 BHP、RioTinto 和 FMG 等全球铁矿石巨头的直接供应商，并通过经销商渠道进入巴西淡水河谷（VALE）、智利国家铜业公司（CODELCO）的供应链体系。

图 16：公司牙轮钻头产品国内外客户



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

牙轮钻头业务增长动能充沛，具体路径包括：

- 1) **提升优势客户市占率：**公司牙轮钻头在澳大利亚及秘鲁等地区市占率相对较高，但与全球龙头山特维克相比，市占率仍有较大提升空间，公司将继续巩固牙轮钻头性能优势，依靠高性价比提升在现有优势客户中的市占率。
- 2) **开拓新市场新客户：**除澳大利亚和秘鲁外，公司在美国市场市占率很低，加拿大市场尚未进入，公司将以澳洲 AMS 和美国 AMS 为支点，建设海外销售服务公司，重点开拓加拿大、美国等新市场，积极开拓土耳其、意大利等新市场。
- 3) **拓展下游应用领域：**牙轮钻头下游应用领域主要包括矿用、基建、油用等三类，基建需求亦较为旺盛，公司将重点开拓国内外基建市场需求；此外，公司已开始布局油用牙轮钻头，主要面向海外市场。

2.2 立足牙轮钻头，转型矿山耗材综合解决方案供应商

海外客户需要耗材综合解决方案提供商：

- 1) 矿产资源较为丰富的澳洲等地区工业能力相对较弱，当地缺乏质量优异、性价比高的耗材产品，主要依赖进口。
- 2) 矿山企业需要进口的耗材产品多达数百种，且不同客户需求存在差异，单独选择供应商效率过低、成本较高，需要耗材综合解决方案提供商给予“一站式”服务。
- 3) 目前行业内龙头企业山特维克、阿特拉斯等跨国公司已明确将矿山客户服务作为其未来重点发展方向，致力于为客户提供系统完整的解决方案。

公司以牙轮钻头为拳头，转型提供矿用耗材综合解决方案，从产品输出向服务输出转变。

公司以性价比高、竞争力强的牙轮钻头为根本，获得了稳定的矿山企业客户和销售渠道。公司通过境外子公司澳洲 AMS 和美国 AMS 为海外矿山客户提供耗材选型咨询、耗材供应商选择和供应链管理服务等，以及质量保证和售后服务，同时基于配套产品种类繁多的特点，对海外矿山企业销售配套产品，成功转型矿山耗材综合解决方案提供商。

配套产品基本源于外购，包括产品配套和需求配套：公司销售的配套产品主要为外购，无需进一步生产加工即可销售。配套产品主要分为产品配套及需求配套两类，产品配套主要与公司自产的牙轮钻头等硬质合金工具配套，包括钻杆和钻探配件；需求配套主要系满足勘探需求的耗材产品，包括金刚石取芯钻头及其连接杆、取芯筒配件等，围绕金刚石取芯钻头发挥作用。

3 硬质合金产品定位中高端，国产替代空间大

3.1 硬质合金位于产业链中游，下游产品包括牙轮钻头

硬质合金性能优良，上游为钨矿冶炼，下游为工具制造（包括公司的牙轮钻头产品），终端应用领域广阔。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、烧结而成的合金材料，具有很高的硬度、强度、耐磨性和耐腐蚀性。硬质合金产业链上游主要为钨矿开采及冶炼，下游为硬质合金工具制造，凭借良好的力学性能，终端应用领域包括机械加工、石油和地矿挖掘、汽车制造、航空航天、军工等众多行业。

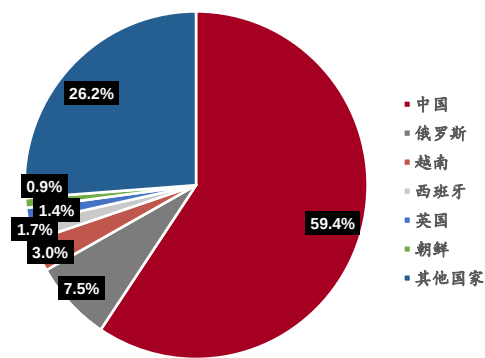
图 17：硬质合金产业链



数据来源：翔鹭钨业公告，西南证券整理

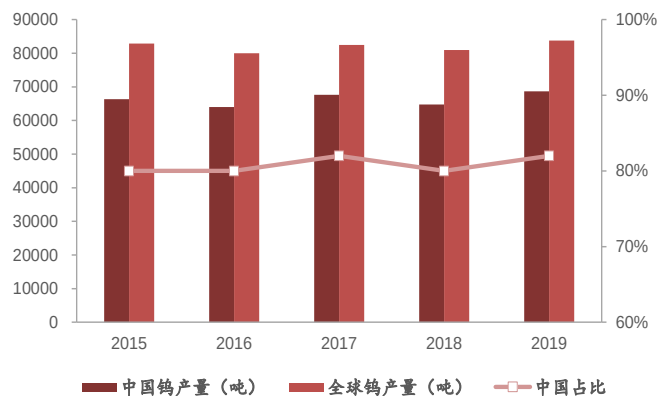
从上游来看，中国是全球最大的钨资源储备国，储量接近全球 60%，产量超过全球 80%。根据美国地质调查局（USGS）数据，2019 年世界钨储量达到 320 万吨，其中，中国钨金属储量达到 190 万吨，占全球总储量的 59.4%，储量第二的国家为俄罗斯，仅占全球总储量的 7.5%。近年来，中国钨金属产量基本占全球产量的 80% 以上；2019 年，全球钨金属产量为 8.4 万吨，中国钨金属产量为 6.9 万吨，占全球的比例为 82.1%。

图 18：2019 年中国钨储量占全球总储量的 59.4%



数据来源：USGS，西南证券整理

图 19：中国钨产量占全球的 80% 以上



数据来源：中国钨业协会，USGS，西南证券整理

从中游来看，中国是全球最大的硬质合金生产国。我国的硬质合金产业始于 20 世纪 40 年代末，但真正起点源于 1958 年由前苏联援建的原 601 厂（即现在的株洲硬质合金集团，被誉为“中国硬质合金工业摇篮”），经过 70 多年的发展，我国已成为全球硬质合金产量最大的国家。根据中国钨业协会的统计数据，2020 年中国硬质合金产能为 5.5 万吨，产量为 4.1 万吨，约占全球产量的 40%。

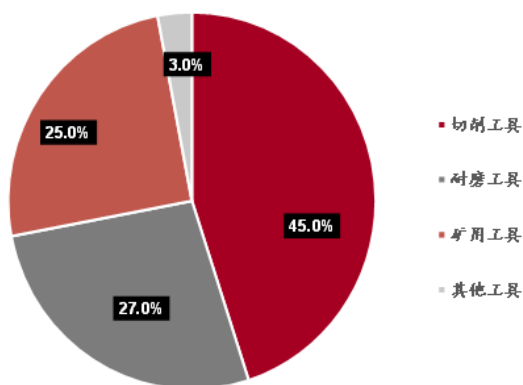
表 2：2020 年国内企业硬质合金产量排名

排名	公司名称	2020 年产量 (吨)
1	株洲硬质合金集团有限公司	6980
2	厦门金鹭特种合金有限公司	4233
3	自贡硬质合金有限责任公司	3044
4	株洲欧科亿数控精密刀具股份有限公司	1790
5	济南市冶金科学研究所	1383
6	株洲钻石切削刀具股份有限公司	1147
7	昆山长鹰硬质合金有限公司	1129
8	蓬莱市超硬复合材料有限公司	1102
9	崇义章源钨业股份有限公司	1092
10	浙江德威硬质合金制造有限公司	1088
11	株洲精工硬质合金有限公司	1049
12	株洲肯特硬质合金有限公司	906
13	苏州新锐合金工具股份有限公司	848
14	南昌硬质合金有限责任公司	797
15	赣州海盛硬质合金有限公司	666

数据来源：《全国硬质合金行业硬质合金产业统计汇总》，西南证券整理

从下游来看，切削工具、矿用工具、耐磨工具是硬质合金的三大主要应用领域。硬质合金的高硬度、高耐磨性使其可以制造成为各种切削工具、矿用工具、耐磨工具等，从产量分布来看，切削工具合金占比最大，2019 年占比约 45%；耐磨工具合金占比约 27%，矿用工具合金占比约 25%，其他硬质合金占比 3%。硬质合金刀具包括铣削、车削和钻削刀具等，作为机床加工的重要组成部分，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；矿用工具主要应用于能源与矿产开采以及基础设施建设领域，近年来，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提升；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。

图 20：切削工具/耐磨工具/矿用工具是硬质合金三大主要应用领域

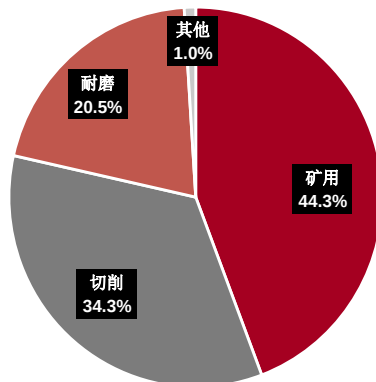


数据来源：中国钨业协会，西南证券整理

3.2 公司硬质合金定位中高端，提质扩产推动国产替代

公司硬质合金产品布局覆盖三大应用领域，以矿用硬质合金为主。1) 矿用硬质合金：产品主要有硬质合金齿、金刚石复合片基体、地矿刀块、截齿等；2) 切削硬质合金：产品主要包括棒材、滚刀毛坯等；3) 耐磨硬质合金：产品主要包括冲压模具合金、锻造模具合金、硬质合金阀、喷嘴等。公司硬质合金产品以矿用为主，2020 年收入占比约为 44.3%。

图 21：2020 年公司矿用硬质合金产品收入占比 44.3%



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 3：公司硬质合金产品布局

	产品	下游产品	终端领域
矿用硬质合金	硬质合金齿（旋转齿、冲击齿）	牙轮钻头、潜孔钻具、顶锤等	矿产及油田开采
	金刚石复合片基体	聚晶金刚石钻头	矿产及油田开采
	地矿刀块	盾构机	隧道掘进
	截齿	采煤机、路面铣刨机	煤矿开采和基础设施建设
切削硬质合金	棒材	整体刀具、PCB 刀具	金属切削、PCB 板加工
	滚刀毛坯	滚齿刀	金属齿轮加工
耐磨硬质合金	冲压模具合金	主要应用于电机、马达片、日 硅钢片的高速、高精度冲裁以及电机和半导体设备的引线框、连接器等零件的精密冲压	
	锻造模具合金	锻造模具	生产各类紧固件
	硬质合金阀	偏心阀组件、流量控制器	石油开采
	喷嘴	三牙轮钻头、金刚石钻头	矿山开采

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国内硬质合金产业大而不强，中高端产品依赖进口，亟待国产替代。

- 1) **历史原因：**硬质合金早在 1923 年便被德国科学家 Karl Schroter 研发，并于 1926 年被德国 krupp 公司量产，随后美国、奥地利、瑞典、日本、原苏联等国家也相继生产硬质合金。而我国硬质合金产业起源于 1958 年由前苏联援建的原 601 厂，经 70 余年发展，我国硬质合金产业实现了从无到有、由小到大的跨越，但相对肯纳金属、山特维克、钴领等欧美先进企业仍存在较大的技术与质量差距。

- 2) **供给现状:** ①国内硬质合金产品以中低档为主, 中高端产品依赖进口: 2016 年国内硬质合金生产商即超过 600 家, 但产量超过 100 吨的企业不足 50 家, 绝大部分生产商规模小、技术差, 产品同质化竞争较严重, 无法满足国内高端制造业的需求, 中高端硬质合金产品仍依赖进口。②硬质合金深加工比例较低, 产品附加值低: 我国硬质合金产品深加工比例较低, 近年来在 18%-27% 之间波动, 即我国硬质合金产业链仍以中上游为主, 产品属性偏材料端, 附加值较低, 盈利能力较差。
- 3) **发展趋势:** 中高端产品国产替代势在必行。硬质合金产业链发展与终端应用环境密不可分, 在国内产业持续升级的趋势下, 中高端硬质合金需求将持续提升。在需求催动与政策支持下, 国内硬质合金生产商将加大研发创新力度, 发力中高端产品, 推动中高端硬质合金产品国产替代。

公司硬质合金产品定位中高端, 客户优质, 份额领先。公司聚焦硬质合金的中高端应用领域, 积极开发高端硬质合金新产品和新技术。丰富的产品种类和领先的生产工艺推动公司在矿用工具合金细分领域占据较高的市场份额, 其中, 旋转齿、油用金刚石复合片基体国内市占率位居前列。公司硬质合金产品可充分满足客户的个性化需求, 已与多家下游细分行业企业建立稳定的合作关系: 石化机械、深圳海明润、宁波震裕和江阴塞特等公司分别为油用牙轮钻头、油用金刚石复合片、精密级进冲压模具和小模数齿轮刀具等细分行业的国内领先企业, 公司分别向其销售硬质合金齿、金刚石复合片基体、冲压模具合金和滚刀毛坯, 并在其采购份额中位列第一。

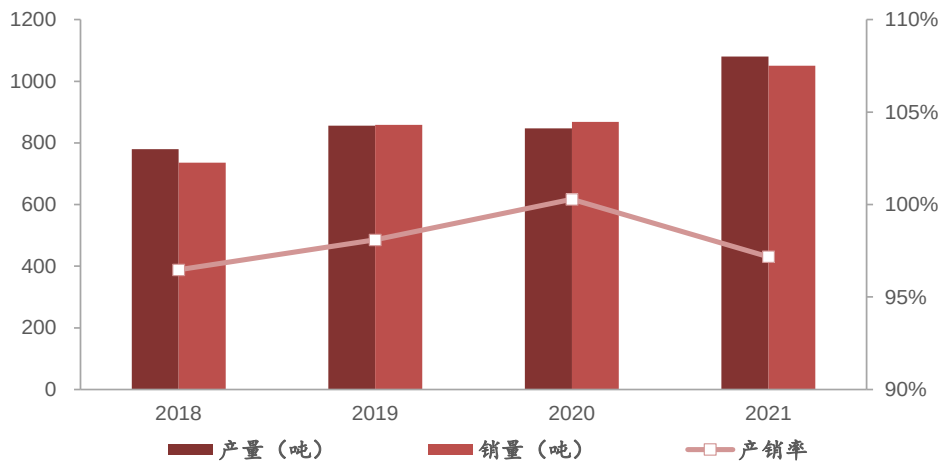
图 22: 公司硬质合金产品优质客户图谱



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司硬质合金生产规模国内领先, 利用募投资金大幅扩充产能。2021 年公司硬质合金产量为 1080 吨, 外销 820 吨, 内销自用 230 吨, 产销规模位居国内前十。2021 年, 公司利用上市募投资金扩充 1600 吨硬质合金产能, 项目建设期 18 个月, 该项目完全达产后, 公司将具备 2510 吨的硬质合金产能, 规模优势明显。

图 23：公司硬质合金产销量国内领先



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 数控刀具国产替代如火如荼，公司积极布局

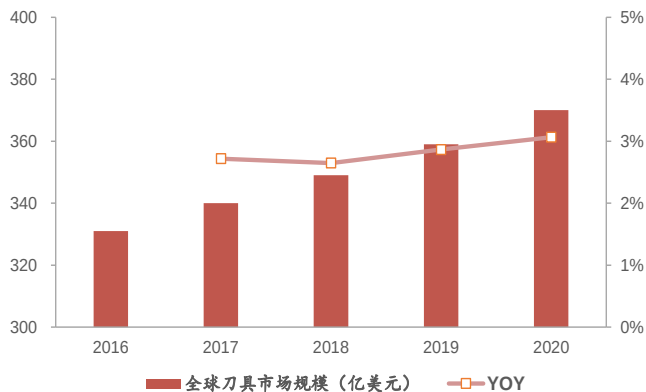
4.1 国内刀具市场规模超 420 亿，全球市场超 2400 亿

金属切削加工量大，工业刀具属于耗材。工业刀具需要配合机床使用，主要用来进行金属切削作业，金属切削是机械加工的主要方法，在整个制造加工中的应用占比超过 90%。工业刀具属于耗材，在切削过程中会因为受到工件材料的刻划以及与切屑之间的化学反应产生磨损，使用寿命通常较短，几小时到 1 个月不等。

切削刀具全球市场规模超 370 亿美元（约 2400 亿元），国内市场超 420 亿元。随着全球制造业的不断发展，切削刀具的市场规模稳步增长：

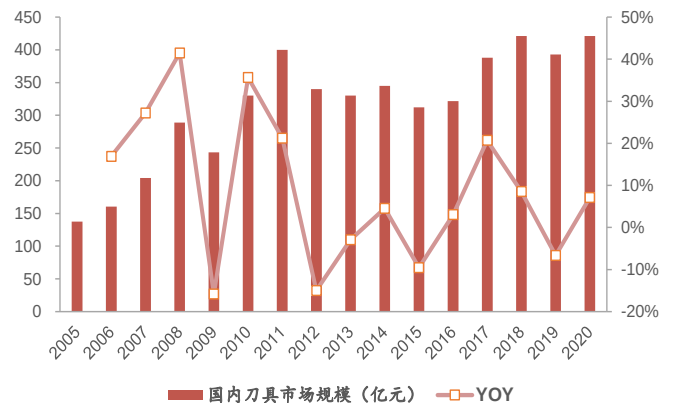
- **全球市场：**根据 QY Research 的数据，2020 年全球切削刀具消费额约为 370 亿美元（超过 2400 亿元），2016-2020 年 CAGR 为 2.8%。从消费市场来看，欧洲和中国消费规模最大，2018 年全球消费占比分别为 23%、17%，其次是日本和美国，消费占比 12%、7%。
- **国内市场：**根据中国机床工具工业协会数据，2020 年我国切削刀具市场规模为 421 亿元，同比增长 7.1%。保守假设我国切削刀具消费额保持 3% 的复合增速，则 2025 年我国切削刀具市场规模将达 488 亿元。

图 24：2020 年全球切削刀具市场规模预计超 378 亿美元



数据来源：QYResearch，西南证券整理

图 25：2020 年国内切削刀具市场规模达 421 亿元

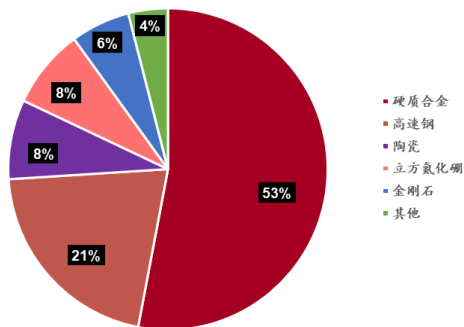


数据来源：中国机床工具工业协会，西南证券整理

从刀具材料来看，硬质合金刀具市场份额最大，超硬刀具份额缓慢提升。出于对生产效率、生产质量和经济性的追求，工业刀具逐渐衍生出高速钢、硬质合金、陶瓷、超硬材料等四大类刀具材料。

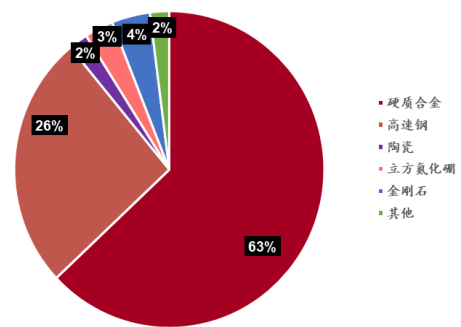
- 1) 目前高速钢在国内应用占比大约 21%，全球应用占比约 26%。高速钢刀具由于基体硬度较低，逐渐被新材料替代，市场份额逐渐下降；但由于其韧性非常好，在制造孔加工刀具、螺纹刀具、拉刀、切齿刀具等刃形复杂刀具方面仍占据主要地位。
- 2) 目前硬质合金刀具在国内的应用占比约为 53%，全球占比约 63%，发达国家占比超过 70%。硬质合金刀具具有硬度高、韧性较好、耐磨、强度高、耐热、耐腐蚀等一系列优良性能，特别是它的高硬度和耐磨性，在 500℃ 的温度下基本保持不变，在 1000℃ 时硬度仍然很高。
- 3) 目前陶瓷刀具在国内的应用占比为 8%，全球占比为 2%。陶瓷刀具硬度大大高于硬质合金和高速钢，但抗弯强度低、冲击韧性差，应用限制较大，不适用于低速粗加工，适用于高速精加工和半精加工。
- 4) 目前超硬刀具在国内的应用占比约为 14%，全球占比约为 7%。超硬刀具主要包括两类，聚晶金刚石 (PCD) 刀具和立方氮化硼 (PCBN) 刀具。超硬刀具硬度最高，随着难加工材料越来越多，其使用占比预计将有所提升，但超硬刀具基体韧性较差，更适用于高速精加工或半精加工，且 PCD 刀具不能加工钢铁类材料，因此超硬刀具市占率提升的速度较慢。

图 26：国内硬质合金刀具应用占比为 53%



数据来源：《第四届切削刀具用户调查分析报告》，西南证券整理

图 27：全球硬质合金刀具应用占比为 63%

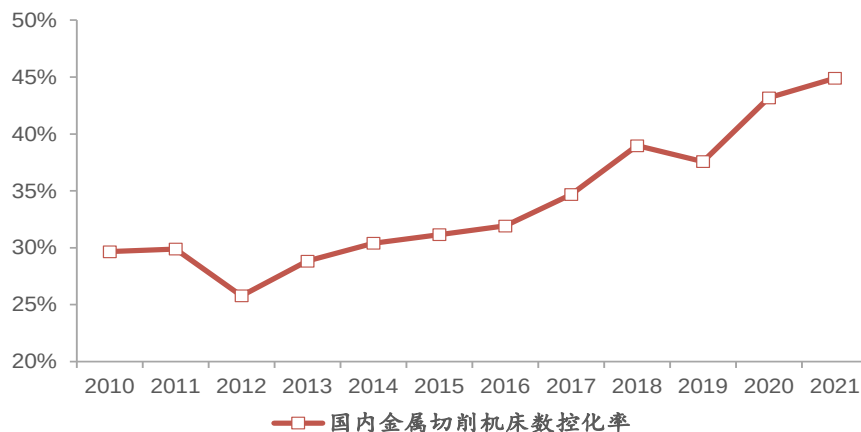


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

硬质合金刀具需求占比将逐步提升，需求增速高于刀具行业整体。1) 首先，碳化钨晶粒细化可提升硬质合金性能：在硬质合金粘结相含量不变的情况下，碳化钨晶粒越细，硬质合金的硬度和韧性越好，当碳化钨粉晶粒度低于 $0.5\mu\text{m}$ 时，硬质合金的硬度与抗弯强度均得到极大提高，刀具耐用度可提高 3-10 倍。2) 其次，涂层技术扩大硬质合金刀具应用：在硬质合金刀具基体表面沉积特殊涂层，不仅保持硬质合金较好的基体韧性，还可增加刀具的硬度和耐磨性，大大扩展硬质合金刀具在难加工材料领域的应用。3) 再次，相对于全球 63%、发达国家 70% 以上的市占率，我国硬质合金刀具 53% 左右的市占率明显偏低。因此，我们认为，硬质合金刀具在国内的应用占比还存在较大的提升空间。

制造业升级、数控金属切削机床渗透率提升，叠加用户思维转变，预计中高端刀具需求占比逐渐提升。我国正处于高速发展到高质量发展的转换期，制造业持续升级，对基础工具——高端数控机床和高效刀具的需求会越来越大。我国金属切削机床数控化率处于稳步增长态势，新增金属切削机床数控化率从 2010 年的 29.7% 提升到 2021 年的 44.9%，将直接拉动数控刀具（中高端产品占比较大）需求。此外，国内制造业在过去一直存在重机床、轻刀具的思维理念，对中低端刀具的需求较大，忽略了高端刀具因提高生产效率从而降低综合生产成本的作用。据统计，采用高效先进刀具可明显提高切削加工效率，可使零件生产成本下降 10%-15%。我们认为，随着国内领先刀具生产商的宣传示范以及客户本身的生产检验，预计国内客户“轻刀具”的思维将逐渐扭转，中高端刀具的需求占比将逐渐提升。

图 28：国内金属切削机床数控化率稳健提升



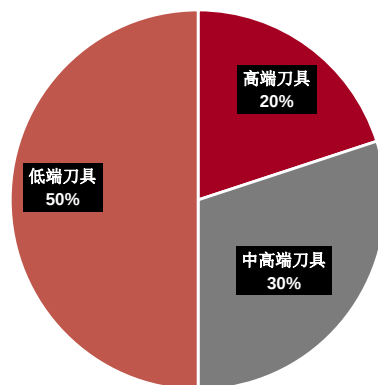
数据来源：国家统计局，西南证券整理

4.2 国产替代如火如荼，公司积极入场布局

按层级划分，目前国内刀具市场可分为高端、中高端和低端三个档位。刀具档次的划分依据主要为刀具的性能质量，高端刀具产品稳定性好、加工效率高、精度高、寿命长。

- 1) **高端刀具**：国内市场份额约为 20%，供应者主要为欧美品牌，典型企业包括山特维克、肯纳金属、伊斯卡等，国内品牌中钨高新（株洲钻石）、厦门钨业（厦门金鹭）正在向高端刀具市场发力；
- 2) **中高端刀具**：国内市场份额约为 30%，供应者主要为日韩品牌，包括日本三菱综合材料、京瓷，韩国的特固克、克洛伊，中国的中钨高新（株洲钻石）、厦门钨业（厦门金鹭）、华锐精密、欧科亿、沃尔德、恒锋工具等；
- 3) **低端刀具**：国内市场份额约为 50%，供应者主要是国内数量众多的小企业，这些企业规模较小，产品性能一般，同质化较为严重。

图 29：国内中高端刀具市场份额约为 50%

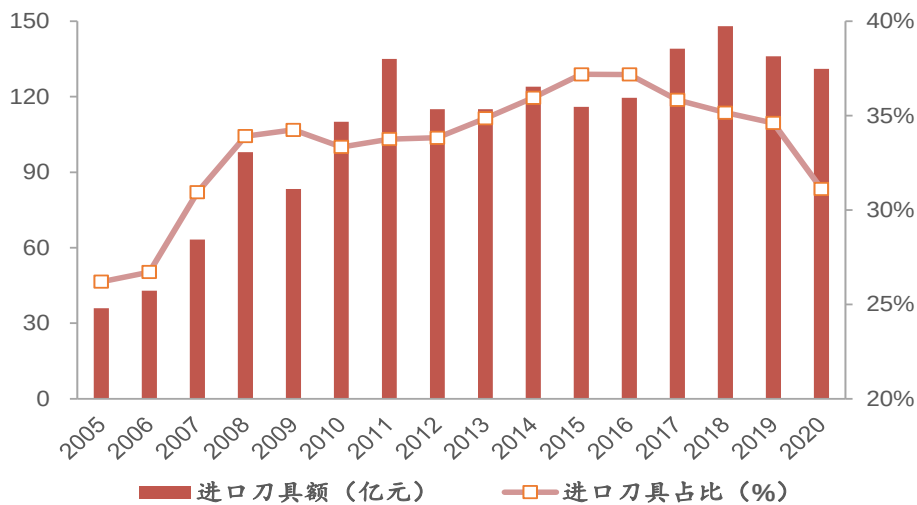


数据来源：西南证券整理

三重因素促进中高端刀具国产替代深入发展。根据中国机床工具工业协会数据，2015 年以来，我国刀具进口依赖度逐年下降，由 2015 年的 37.2% 下降到 2020 年的 31.1%；我国刀具进口额也在 2018 年之后开始下降，由 2018 年的 148 亿下降到 2020 年的 131 亿。我们预计 2021 年及以后我国刀具依赖度和进口额仍将继续下降，理由如下：

- 1) **新冠疫情减少国外品牌刀具供给**：新冠疫情使海外刀具生产受阻、产量减少，同时海上运输不便、运输成本增加，导致进口刀具供给减少；
- 2) **国产刀具提质扩产，增加有效供给**：国内中钨高新、华锐精密、欧科亿等刀具领军企业着力提升产品质量，大幅扩充数控刀片产能（产能提升近 50%），国产刀具有效供给增加；
- 3) **保障制造业产业链安全，降低下游客户生产成本，国产刀具需求增加**：工业刀具作为制造业的基础工具，在产业链中具备重要作用，中高端刀具自主可控是制造业产业链安全的重要保障；此外，在国产刀具进步的条件下，下游客户有通过使用国产刀具降低成本的需求。

图 30：2016 年以来，我国刀具进口依赖度逐年下降



数据来源：中国机床工具工业协会，西南证券整理

公司参股锦玛工具、收购控股株洲韦凯，积极布局数控刀具业务。锦玛工具是非标硬质合金整体刀具生产商，2019 年公司增资并收购其 20% 股权，布局整硬刀具领域；2022 年初，公司以 1.1 亿元取得株洲韦凯 66% 股权，株洲韦凯是一家硬质合金数控刀片生产商，公司借此布局数控刀片领域。

株洲韦凯总经理株洲钻石出身，数控刀片定位中高端。株洲韦凯总经理刘昌斌先后任职于株洲钻石、厦门钨业、江钨集团，2018 年创立株洲韦凯公司。株洲韦凯掌握数控刀片基体材料、槽型结构、精加工、表面涂层等生产工序核心技术，下游应用领域包括高铁零部件、汽车零部件、机床、模具、航空航天等行业。株洲韦凯拥有近 20 个牌号，800 余个型号的刀片产品，包括车削、铣削、钻削系列，2021 年产能约为 800 万片，产品均价约为 7 元/片。2020 年，株洲韦凯实现收入 3670.9 万元，净利润 775.6 万元，净利率约为 21.1%；2021 年 1-7 月实现营收 2819.2 万元，净利润为 608.3 万元，净利率为 21.6%。公司收购株洲韦凯后，将大力支持其提升技术、扩充规模，并提供市场协同帮助，将充分受益于数控刀片国产替代浪潮。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司牙轮钻头竞争力强，随着新产能逐步释放，加大国内外市场开拓力度，牙轮钻头产品在国内外市场市占率将稳步提升；

假设 2：公司硬质合金产能逐步释放，产品定位中高端，符合国内市场国产替代趋势，预计 2022-2024 年产能利用率在 94% 以上；

假设 3：数控刀具行业高景气度，随着公司收购株洲韦凯，该业务将实现高速发展，毛利率预计超过 40%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
硬质合金工具	收入	336.84	418.11	538.47	741.25
	增速	10.74%	24.13%	28.79%	37.66%
	毛利率	46.97%	46.02%	46.86%	48.05%
合金制品	收入	307.55	431.00	592.44	739.02
	增速	29.18%	40.14%	37.46%	24.74%
	毛利率	30.15%	29.62%	30.29%	30.94%
配套产品	收入	224.54	269.45	323.34	388.01
	增速	30.03%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.50%	33.00%	33.00%	33.00%
数控刀具	收入		70	140	210
	增速			100.00%	50.00%
	毛利率		40.00%	42.00%	44.00%
其他业务	收入	25.48	28.03	30.83	33.92
	增速	71.95%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.81%	11.00%	11.00%	11.00%
合计	收入	894.41	1216.59	1625.09	2112.19
	增速	22.56%	36.02%	33.58%	29.97%
	毛利率	36.77%	36.17%	36.96%	38.30%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

目前，在 A 股上市公司中，与新锐股份业务相似的公司主要有中钨高新、华锐精密、欧科亿等。中钨高新是国内硬质合金及数控刀具龙头，华锐精密专注于数控刀具领域，欧科亿以数控刀具和硬质合金制品为双主业。3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 19、13、10 倍。新锐股份是矿用硬质合金及工具的龙头企业，布局高景气硬质合金数控刀具领域，成长动能充沛。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.8、2.5、3.5 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 36.7%。考虑到公司在矿用硬质合金工具领域竞争力强，并布局高景气数控刀片业务，中长期成长能力强，给予公司 2022 年 25 倍 PE，目标价 49.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值（截至 2022 年 5 月 12 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000657	中钨高新	10.29	0.49	0.65	0.85	1.04	33	16	12	10
688059	华锐精密	112.88	3.69	5.21	7.73	10.17	43	22	15	11
688308	欧科亿	53.24	2.22	2.88	4.11	5.34	32	18	13	10
可比公司平均值							36	19	13	10

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) 下游行业周期性波动风险。公司下游应用领域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，均为周期性行业，当上述行业陷入周期性低谷时，将影响公司订单及货款回收速度等。

2) 国际贸易摩擦及汇率波动风险。近年来公司境外收入占比约 50%，对公司经营业绩有重要影响。公司的境外收入主要来源于澳洲和南美洲，然而我国与美国和澳大利亚等国家均存在一定贸易摩擦，关税税率及进出口限制均可能对公司经营业绩造成较大不利影响。此外，公司境外收入主要以澳元、美元和日币等外币结算，汇率波动将直接影响公司出口产品毛利。

3) 原材料价格波动风险。公司主要产品为硬质合金及硬质合金工具，主要原材料为碳化钨粉、钴粉及合金钢。受全球宏观经济形势等因素影响，2021 年以来碳化钨及钴粉等原材料价格上涨，公司成本端承压。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	894.41	1216.59	1625.09	2112.19	净利润	150.08	206.11	284.86	393.63
营业成本	565.50	776.52	1024.38	1303.16	折旧与摊销	16.77	21.96	21.96	21.96
营业税金及附加	4.25	6.08	8.13	10.56	财务费用	4.82	7.33	10.43	16.26
销售费用	34.71	40.15	50.38	61.25	资产减值损失	-2.10	3.00	4.00	5.00
管理费用	77.92	158.16	206.39	261.91	经营营运资本变动	-561.93	-357.29	-379.06	-468.05
财务费用	4.82	7.33	10.43	16.26	其他	465.98	-26.39	-25.39	-24.57
资产减值损失	-2.10	3.00	4.00	5.00	经营活动现金流净额	73.61	-145.29	-83.21	-55.77
投资收益	6.22	20.00	20.00	20.00	资本支出	-208.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.58	0.50	0.50	0.50	其他	-825.35	20.50	20.50	20.50
其他经营损益	0.00	5.00	5.00	5.00	投资活动现金流净额	-1033.67	20.50	20.50	20.50
营业利润	176.76	250.85	346.89	479.54	短期借款	20.42	-80.10	41.10	150.95
其他非经营损益	0.44	0.50	0.50	0.50	长期借款	-3.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	177.20	251.35	347.39	480.04	股权融资	1351.52	0.00	0.00	0.00
所得税	27.12	45.24	62.53	86.41	支付股利	0.00	-27.25	-36.89	-50.70
净利润	150.08	206.11	284.86	393.63	其他	-17.82	-0.42	-10.43	-16.26
少数股东损益	13.83	21.64	31.33	45.27	筹资活动现金流净额	1350.61	-107.77	-6.23	83.98
归属母公司股东净利润	136.24	184.47	253.52	348.37	现金流量净额	386.43	-232.56	-68.94	48.71
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	464.01	231.45	162.51	211.22	成长能力				
应收和预付款项	438.35	601.40	803.12	1041.08	销售收入增长率	22.56%	36.02%	33.58%	29.97%
存货	311.95	433.41	573.56	729.27	营业利润增长率	15.19%	41.92%	38.28%	38.24%
其他流动资产	944.62	1128.60	1368.35	1654.24	净利润增长率	20.21%	37.34%	38.21%	38.19%
长期股权投资	39.18	39.18	39.18	39.18	EBITDA 增长率	12.55%	41.24%	35.39%	36.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	284.36	266.42	248.48	230.54	毛利率	36.77%	36.17%	36.96%	38.30%
无形资产和开发支出	84.94	80.93	76.92	72.91	三费率	13.13%	16.90%	16.44%	16.07%
其他非流动资产	77.04	77.04	77.03	77.02	净利率	16.78%	16.94%	17.53%	18.64%
资产总计	2644.44	2858.42	3349.15	4055.46	ROE	7.39%	9.28%	11.54%	14.00%
短期借款	80.10	0.00	41.10	192.05	ROA	5.68%	7.21%	8.51%	9.71%
应付和预收款项	385.30	470.54	641.82	820.08	ROIC	17.51%	14.84%	16.18%	18.01%
长期借款	31.07	31.07	31.07	31.07	EBITDA/销售收入	22.18%	23.03%	23.34%	24.51%
其他负债	116.32	135.43	165.82	199.99	营运能力				
负债合计	612.79	637.04	879.81	1243.19	总资产周转率	0.49	0.44	0.52	0.57
股本	92.80	92.80	92.80	92.80	固定资产周转率	5.23	4.62	6.62	9.28
资本公积	1449.03	1449.03	1449.03	1449.03	应收账款周转率	3.91	4.16	4.07	4.04
留存收益	459.52	616.74	833.36	1131.03	存货周转率	2.22	2.06	2.02	1.99
归属母公司股东权益	1990.48	2158.57	2375.20	2672.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.83%	—	—	—
少数股东权益	41.17	62.81	94.14	139.41	资本结构				
股东权益合计	2031.65	2221.38	2469.34	2812.27	资产负债率	23.17%	22.29%	26.27%	30.65%
负债和股东权益合计	2644.44	2858.42	3349.15	4055.46	带息债务/总负债	18.14%	4.88%	8.20%	17.95%
					流动比率	3.99	4.23	3.60	3.10
					速动比率	3.41	3.47	2.89	2.48
					股利支付率	0.00%	14.77%	14.55%	14.55%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	198.34	280.14	379.27	517.76	每股收益	1.47	1.99	2.73	3.75
PE	25.17	18.59	13.53	9.85	每股净资产	21.45	23.26	25.59	28.80
PB	1.72	1.59	1.44	1.28	每股经营现金	0.79	-1.57	-0.90	-0.60
PS	3.83	2.82	2.11	1.62	每股股利	0.00	0.29	0.40	0.55
EV/EBITDA	13.06	9.77	7.51	5.70					
股息率	0.00%	0.79%	1.08%	1.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn