

2024年04月07日

中钨高新 (000657.SZ)

——钨产业链龙头，钨矿资源注入打开成长空间

增持 (首次覆盖)

投资要点:

证券分析师

田源
S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com

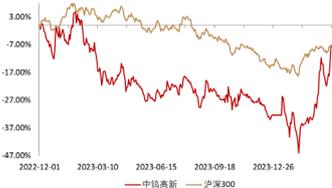
研究支持

田源
S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com

联系人

田源
S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **钨产业龙头，产业链布局完善。**中钨高新是五矿集团旗下专业发展钨产业的平台企业，管理运营集矿山、冶炼、加工、贸易于一体的完整钨产业链。公司的钨精矿、APT、硬质合金、数控刀片和 PCB 微钻产能产量均处于行业前列，数控刀片和 PCB 微钻技术壁垒相对较高，毛利率较高，长期维持 30% 以上，子公司株洲钻石（生产数控刀片）和金洲精工（生产 PCB 微钻）盈利能力强，对公司整体盈利贡献最大。
- **钨矿：公司托管钨矿注入预期增强，盈利贡献弹性大。**根据 2017 年 4 月 18 日公司第八届董事会 2017 年第二次临时会议审议通过的《关于公司实际控制人变更“产业链一体化”承诺的议案》，对于五矿集团控制的钨矿注入上市公司为五矿集团的承诺，满足连续两年扣非净利润为正且符合上市条件之日起一年内启动注入程序。供给趋紧下钨价在 12 万元/吨左右高位震荡，钨矿盈利支撑较强，钨矿注入预期增强。公司托管钨矿资源储量大，年产量维持在 2.5 万吨左右。2024 年 1 月启动柿竹园注入，根据测算我们预计 24 年柿竹园公司有望贡献 5.35 亿元。若考虑其他钨矿的后续注入，远期盈利贡献有望进一步提升。
- **切削工具：数控刀片和 PCB 微钻双轮驱动，夯实盈利基本盘。**数控刀片行业规模增长受益于机床数控化率提升和国产替代逻辑，公司作为国产数控刀片龙头，定位中高端，产能稳步扩张。PCB 微钻为加工 PCB 微孔关键工具，行业规模跟随 PCB 产值稳步增长，子公司金洲精工全球市占率第一，技术和产品优势突出，2022 年 PCB 微钻产量 5.75 亿支，全球市占率超过 20%。株钻和金洲精工二者营收合计占总营收比例 21%，但盈利贡献达 75%（已考虑股权比例）。
- **钨丝：光伏钨丝渗透率上行可期，有望兑现增量利润。**光伏钨丝细线化空间大，具备替代高碳钢丝可行性和经济性，有望加速渗透。公司新建 100 亿米光伏钨丝产能已逐步投产，有望成为业绩新增长点，根据测算我们预计达产有望带来盈利增量 0.59 亿元。
- **盈利预测与估值：**作为钨产业链龙头，数控刀片和 PCB 微钻双轮驱动基本盘稳步增长，光伏用钨丝打开利润新增量，不考虑 2024 年柿竹园注入，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.68/5.47/5.81 亿元，对应 2024 年 4 月 3 日收盘价 PE 估值为 35/30/28x。考虑到未来钨矿山的资产注入带来的盈利增厚以及下游深加工产品的产业升级带来的附加值不断提升，数控刀片和 PCB 微钻处于行业龙头地位带来的盈利有一定的护城河，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**需求波动风险；项目建设不及预期风险；新业务拓展不及预期风险；资产注入不及预期风险。

股票数据：2024年4月3日

收盘价(元) 11.65
一年内最高/最低(元) 11.87/6.70
总市值(亿元) 150.78

基础数据：2023年9月30日

总股本(亿股) 13.97
总资产(亿元) 129.70
净资产(亿元) 64.28
每股净资产(元) 4.11
市净率 PB 2.3

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12093.58	13079.97	11598.03	13544.09	14387.95
同比增长率(%)	21.92	8.16	-11.33	16.78	6.23
归母净利润(百万元)	527.58	534.55	467.98	546.50	580.55
同比增长率(%)	138.60	1.32	-12.45	16.78	6.23
每股收益(元/股)	0.38	0.38	0.33	0.39	0.42
毛利率(%)	19.38%	17.53%	16.93%	17.81%	17.95%
ROE(%)	10.74	9.92	7.45	8.01	7.84
市盈率	30.86	30.45	34.79	29.79	28.04

目录

1. 中钨高新：钨产业链龙头，钨矿资源注入打开成长空间	4
1.1 历史发展：五矿集团入主，资产重组成功，发展步入正轨	4
1.2 股权结构：五矿集团为实控人，托管企业和子公司实现钨产业链全布局.....	5
1.3 治理机制：施行股权激励，治理机制不断完善	5
1.4 产品矩阵：钨产业链全布局，各环节行业领先	6
1.5 财务表现：2017年后公司营收实现稳步增长，盈利能力大幅提升.....	7
2. 钨矿注入预期增强，盈利贡献弹性空间大	9
2.1 钨矿注入预期增强，柿竹园钨矿注入在即	9
2.2 托管钨矿资源储量大，年产量维持在 2.5 万吨左右	9
2.3 钨价高位下，托管钨矿已实现连续两年扣非净利为正，注入预期增强.....	10
2.4 钨矿注入盈利弹性测算：24 年柿竹园注入有望带来盈利增量超 5 亿元.....	11
3. 切削刀具：数控刀片和 PCB 微钻双轮驱动，夯实盈利基本盘	12
3.1 数控刀片：受益于机床数控化率提升和国产替代，行业规模稳健增长.....	12
3.1 数控刀片：刀具市场格局分为欧美、日韩和国产三大阵营	12
3.1 公司是国产数控刀片龙头，定位中高端，产能稳步扩张	13
3.2 PCB 微钻：金洲精工全球市占率第一，技术和产品优势突出	14
4. 钨丝：受益于金刚线细线化趋势，有望成为业绩新增长点	15
4.1 光伏钨丝细线化空间大，具备替代高碳钢丝可行性和经济性	15
4.2 公司 100 亿米产能已投产，有望成为业绩新增长点	15
5. 盈利预测与估值	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司早期治理结构欠佳，2009 年起五矿集团入主推动营收利润高速增长.....	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司 2021 年首批授予限制性股票名单和数量	6
图 4：公司限制性股票股权激励业绩条件	6
图 5：公司实现全产业链布局	6
图 6：公司产品矩阵图	6
图 7：2017 年后公司营收实现稳步增长	7
图 8：2017 年后公司盈利逐步企稳	7
图 9：公司期间费用保持相对稳定	7
图 10：公司期间费用率 2016 年后维持下降趋势	7
图 11：公司期间费用保持相对稳定	8
图 12：公司期间费用率 2016 年后维持下降趋势	8
图 13：公司期间费用保持相对稳定	8

图 14: 公司期间费用率 2016 年后维持下降趋势	8
图 15: 托管五座钨矿资源储量大	10
图 16: 托管五家钨矿公司近年钨精矿产量维持在 2.5 万吨左右	10
图 17: 2020 年以来钨精矿价格稳步上升, 2023 年在 12 万元/吨高位震荡	11
图 18: 钨精矿不含税价高于 9 万元/吨, 托管钨矿经测算可盈利	11
图 19: 柿竹园公司盈利预测	11
图 20: 其他钨矿注入盈利贡献敏感度测算	11
图 21: 中国金属切削机床数控化率逐步提升	12
图 22: 其他钨矿注入盈利贡献敏感度测算	12
图 23: 中国刀具市场格局分为欧美、日韩和国产三大阵营	13
图 24: 公司数控刀片量价均领先同行	14
图 25: 公司数控刀片产能稳步扩张	14
图 26: 中国刀具市场格局分为欧美、日韩和国产三大阵营	14
图 27: 金刚线母线直径呈细线化趋势	15
图 28: 光伏钨丝市场规模测算	15
图 29: 公司光伏钨丝盈利测算	15
图 30: 营收预测表	16
图 31: 可比公司估值表 (盈利预测采用 wind 一致预期, 截至 2024 年 4 月 3 日) ..	17
表 1: 财务摘要	18

1. 中钨高新：钨产业链龙头，钨矿资源注入打开成长空间

1.1 历史发展：五矿集团入主，资产重组成功，发展步入正轨

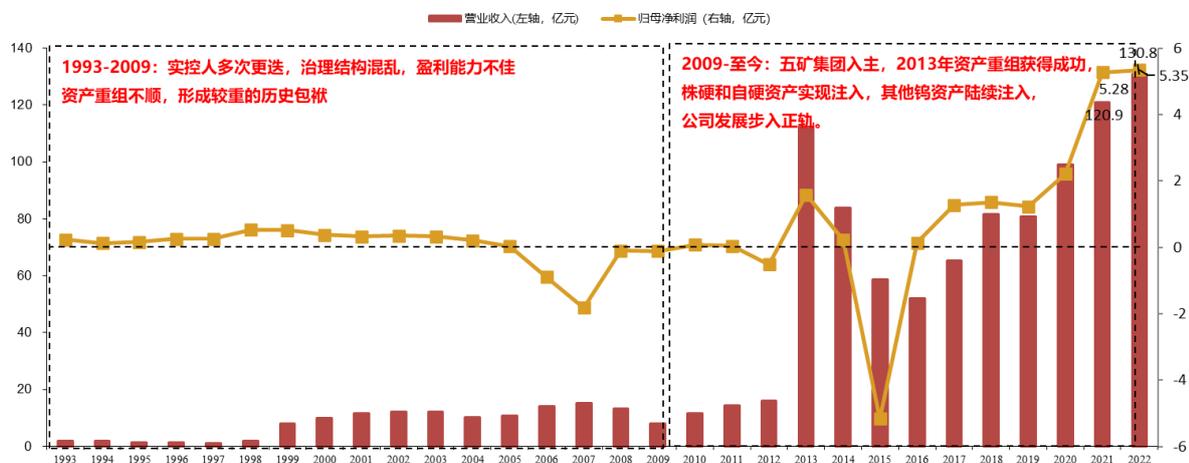
1993-2009 年：大股东更换频繁，治理结构欠佳，资产重组不顺，形成较重的历史包袱。

1993 年公司成立，前身为海南金海股份有限公司，1996 年于深交所挂牌上市，2000 年 6 月改名为中钨高新。1998-1999 年：与控股股东中钨集团进行资产重组，受原股份公司资产规模限制，仅置换 3/5 株硬厂和自硬公司经营性资产。2000 年：原控股股东被撤销，新控股股东没确定造成一年管理真空期。2000 年 6 月，国家有色金属工业体制改革，控股股东中钨集团被撤销，公司 36.64% 的股权按企业属地下放给湖南、四川、海南三省，湖南和四川省将分别将股权下放给株硬集团和自硬公司，公司原计划进行的第二步资产重组搁浅。2003 年 5 月，株硬集团将公司 18.52% 股份全部转让给广州中科信集团(房地产公司)，中科信持股 25.86% 成为公司第一大股东。2006 年 10 月，中科信将公司全部股份转让给湖南有色，湖南有色成为公司控股股东。2006-2009 四年连续亏损，期间被 ST，2010 年被深交所实施暂停上市，期间多次资产重组均以失败告终。

2009 年-至今：五矿集团入主，资产重组获得成功，株硬和自硬资产实现注入，其他钨资产陆续注入，公司发展步入正轨。

2009 年 12 月，五矿有色收购湖南有色 51% 股份，成为中钨高新控股股东。2012 年 12 月 27 日，五矿集团承诺在未来三年内通过并购重组等方式使中钨高新形成钨矿山、钨冶炼、钨粉末、硬质合金及深加工的完整钨产业链，将中钨高新打造成为五矿集团钨及硬质合金的强势企业。在该承诺下公司股票恢复上市申请获得通过。2013 年资产重组顺利完成，定增收购株硬集团 100% 股权和自贡硬质合金 80% 股权，实现资产注入，同年股票恢复上市。2018 年公司子公司株钻公司收购五矿国际持有的德国 Hptec GmbH 公司 100% 股权(全球 PCB 刀具领导企业,2008 年被五矿集团收购)。2020 年 10 月公司以非公开转让现金方式收购南硬公司 85% 股权。

图 1：公司早期治理结构欠佳，2009 年起五矿集团入主推动营收利润高速增长



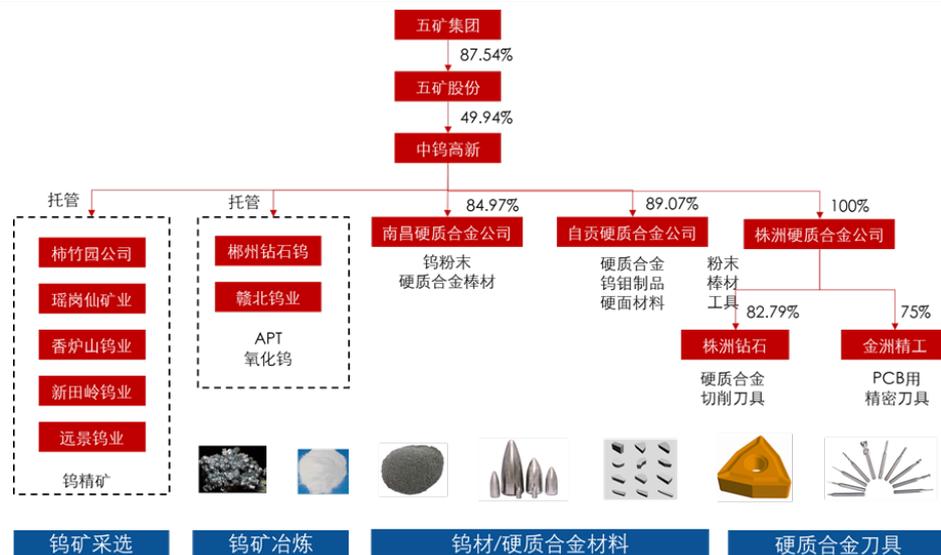
资料来源：公司公告，华源证券

1.2 股权结构：五矿集团为实控人，托管企业和子公司实现钨产业链全布局

五矿股份为公司控股股东，五矿集团为实控人。五矿股份持有中钨高新 49.94%股份，五矿集团持有五矿股份 87.54%，折合持有中钨高新股份 43.72%。

中钨高新为五矿集团旗下专业发展钨产业的平台企业，实现钨全产业链布局。1) 钨矿及钨冶炼：五矿集团旗下五座钨矿企业和两家钨冶炼企业当前交由中钨高新托管运营，实现连续两年盈利可注入公司，目前拟注入柿竹园 100%股权。2) 硬质合金：重要子公司包括株洲硬质合金公司、自贡硬质合金公司和南昌硬质合金公司，株硬主营粉末和棒材，南硬主营钨粉末和硬质合金棒材等，自硬主营硬质合金、钨钼制品和硬面材料等。3) 硬质合金刀具：刀具企业主要是全资子公司株硬的子公司株洲钻石和金洲精工，前者主营硬质合金切削刀具如数控刀片刀具等，后者主营 PCB 用精密工具微钻铣钻等。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，华源证券

1.3 治理机制：施行股权激励，治理机制不断完善

公司 2020 年 8 月发布限制性股权激励草案，2021 年 7 月实现首次授予。公司 2020 年 8 月发布限制性股权激励草案，2021 年 5 月获国资委同意批复，2021 年 7 月实现限制性股票首次授予，向 143 名激励对象授予共计 1963.44 万股限制性股票，占总股本比例 1.86%，其中高管授予 268.27 万股，占比 11%。

业绩条件完成难度不高，第一批已于 2023 年 7 月份解锁。公司限制性股票授予价格 3.56 元/股，限售期 2 年，分三批解锁，每批 1/3，2021 和 2022 年业绩条件均已达成，2023

年完成概率也较高，2021 年业绩条件对应的第一批 823 万股限制性股票已于 2023 年 7 月解锁。

图 3：公司 2021 年首批授予限制性股票名单和数量

姓名	岗位	个人授予数量 (万股)	个人激励总量占 授予总量比例	个人激励总量占总 股本比例
李仲泽	董事长	42.02	1.71%	0.04%
谢康德	董事、总经理	42.02	1.71%	0.04%
王辉平	副总经理	36.79	1.50%	0.03%
邓英杰	副总经理兼董事 会秘书	37.7	1.54%	0.04%
高勃	副总经理	36.8	1.50%	0.03%
宋国华	副总经理兼财务 总监	36.38	1.48%	0.03%
沈慧明	副总经理	36.56	1.49%	0.03%
高管合计		268.27	10.93%	0.25%
其他合计		1,695.17	69.07%	1.61%
首批授予合计		1,963.44	80.00%	1.86%
预留合计		490.86	20.00%	0.47%
本次计划合计		2,454.30	100%	2.33%

资料来源：公司公告，华源证券

图 4：公司限制性股票股权激励业绩条件

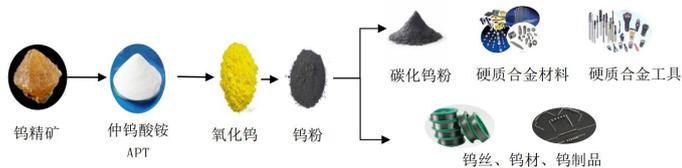
业绩指标	条件
归母扣非净资产收益率	2021-2023年度公司归母扣非净资产收益率分别不低于 3.7%/4%/4.3%，且不低于同行业平均值或对标公司75分位水平
利润总额增长率	以2019年为基数，2021-2023年度公司利润总额增长率不低于 56%/90%/104%，且不低于同行业平均值或对标公司75分位水平，即2021-2023年利润总额至少为3.90/4.75/5.26亿元
经济增加值（EVA）	2021-2023年度公司完成该年度集团下达目标，且△EVA为正

资料来源：公司公告，华源证券

1.4 产品矩阵：钨产业链全布局，各环节行业领先

公司产品矩阵丰富，实现钨产业链全布局，且各环节处于行业领先地位。确立“**矿山是保障、冶炼是基础、合金是方向**”的战略定位。（1）钨精矿：公司托管的五座钨矿山 2022 年产量 2.5 万吨，占全国产量 19.7%，行业第一；（2）仲钨酸铵：公司托管的两家钨冶炼企业 2022 年 APT 产量 2.3 万吨，APT 产能占全国 10%；（3）硬质合金：公司 2022 年硬质合金产量超过 1.4 万吨，全国产量占比 28%，稳居行业龙头；（4）数控刀片：2022 年公司子公司数控刀片产量超过 1.3 亿片，约占全国总产量 23%；（5）PCB 微钻：公司子公司金洲精工 2022 年 PCB 微型钻头产量 5.75 亿支，全球市占率 21%，名列第一。

图 5：公司实现全产业链布局



产品	主要子公司	2022年产能	产量			
			2020	2021	2022	2023. 1-3
钨精矿（万吨）	瑶岗仙、柿竹园、新田岭、远景、香炉山	2.5	2.43	2.52	2.5	0.68
仲钨酸铵（万吨）	郴州钻石钨、赣北钨业	2.3	1.9	2.1	2.3	0.5
硬质合金（万吨）	株硬、自硬、南硬	1.5	1	1.3	1.4	
数控刀片（万片）	株钻	11700	7703	10280	13116	1924
微型钻头（万支）	金洲	60000	48341	56612	57518	12593

图 6：公司产品矩阵图



资料来源：公司公告，华源证券

资料来源：公司公告，华源证券

1.5 财务表现：2017年后公司营收实现稳步增长，盈利能力大幅提升

2017年后公司营收实现稳步增长，盈利能力大幅提升。2013年中钨高新成功实行资产重组，核心资产株硬和自硬公司终于注入公司，公司资产、营收和盈利实现大幅跃升，2014-2016年硬质合金行业需求疲软、钨价低迷导致公司营收和净利润出现较大幅度下降。2017年开始，伴随硬质合金行业需求恢复，叠加南硬的钨资产注入，公司营收和净利润实现稳步增长，2017-2022年营收由65.4亿元增长至130.8亿元，CAGR达15%，净利润由1.28亿元增长至5.35亿元，CAGR达33%，净利率由2.0%提升至4.1%。

图 7：2017 年后公司营收实现稳步增长



资料来源：公司公告，华源证券

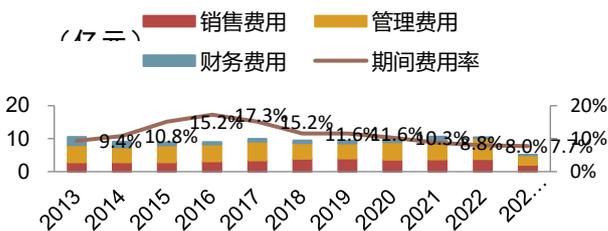
图 8：2017 年后公司盈利逐步企稳



资料来源：公司公告，华源证券

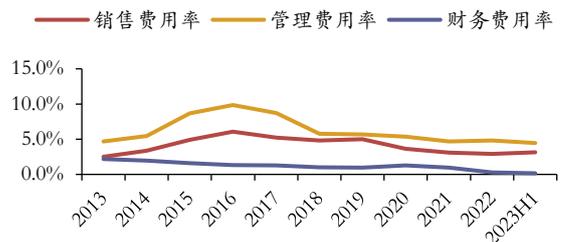
同时，随着公司治理机制不断完善，逐步清理历史包袱，努力推动降本增效，公司期间费用率维持下降趋势，期间费用率由2016年17.3%下降至2023H17.7%。

图 9：公司期间费用保持相对稳定



请务必仔细阅读正文之后的免责声明

图 10：公司期间费用率 2016 年后维持下降趋势

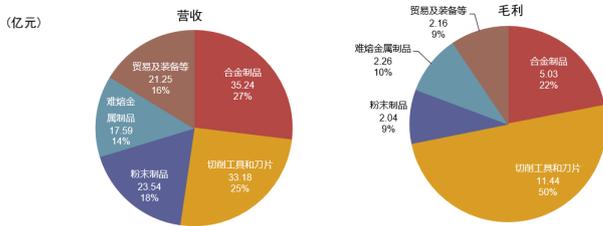


资料来源：公司公告，华源证券

资料来源：公司公告，华源证券

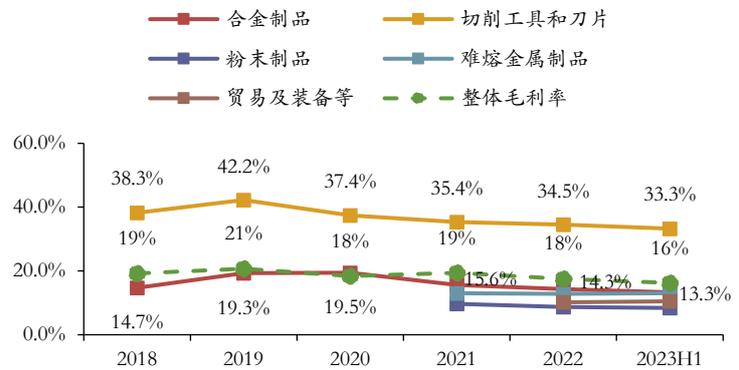
切削工具和刀片盈利能力最强，毛利率显著高于其他业务。2022 年公司切削工具和刀片营收 33.18 亿元，占总营收比例 25%，实现毛利 11.44 亿元，占总毛利 50%，毛利率 34.5%。切削工具和刀片属于深加工产品，具备一定技术壁垒，享有溢价，毛利率长期维持在 30% 以上，显著高于硬质合金材料和冶炼产品毛利率。

图 11：公司期间费用保持相对稳定



资料来源：公司公告，华源证券

图 12：公司期间费用率 2016 年后维持下降趋势



资料来源：公司公告，华源证券

株洲钻石和金洲精工盈利能力强，对公司整体盈利贡献大。公司重要子公司包括株硬、自硬、南硬公司，其中全资子公司株硬公司的非全资子公司株钻公司和金洲精工是公司盈利的主要贡献者，前者主要生产数控刀片，后者主要生产 PCB 微钻等，2022 年株钻营收 20.23 亿元，净利润 2.76 亿元，净利率 13.6%，金洲精工营收 11.02 亿元，净利润 2.30 亿元，净利率高达 20.9%，二者营收合计占总营收比例 21%，但盈利贡献达 75%（已考虑股权比例）。

图 13：公司期间费用保持相对稳定



请务必仔细阅读正文之后的免责声明

图 14：公司期间费用率 2016 年后维持下降趋势



资料来源：公司公告，华源证券

资料来源：公司公告，华源证券

2. 钨矿注入预期增强，盈利贡献弹性空间大

2.1 钨矿注入预期增强，柿竹园钨矿注入在即

五矿集团资产注入预期增强，打造完整钨产业链。经深圳证券交易所上市委员会 2012 年 12 月 26 日召开的第七届上市委员会第十七次工作会议审议，公司股票恢复上市申请事项在实际控制人中国五矿集团公司作出“在未来三年内通过并购重组等方式使中钨高新形成集钨矿山、钨冶炼、钨粉末、硬质合金及深加工的完整钨产业链，将中钨高新打造成为五矿集团钨及硬质合金的强势企业”的承诺下获得通过并于 2013 年 2 月 8 日恢复上市交易。

2016 年首次重组尝试，但由于标的资产整体未盈利，2017 年 9 月重组终止。2016 年 1 月 29 日，董事会通过资产重组预案，拟收购柿竹园公司 100% 股权、新田岭公司 100% 股权、瑶岗仙公司 50.02% 股权、南硬公司 71.22% 股权及 HPTec 公司 100% 股权，这 5 家标的 2014 年亏损 0.38 亿，2015 年亏 10.51 亿元，由于标的资产整体未盈利且瑶岗仙公司仍未复产，2017 年 9 月重组正式终止。

2017 年 5 月资产注入承诺变更，要求连续两年扣非净利润为且符合上市条件之日起一年内启动注入程序。2017 年 5 月五矿集团做出资产注入承诺变更，相关标的资产“在单个公司连续两年归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润为正（以经审计确定的数值为准）且满足上市条件时，在同等条件下优先将其注入上市公司，并在满足上述条件之日起一年之内启动注入程序。”

2017 年 9 月公司与湖南有色、五矿有色签署《股权托管协议》，由公司受托管理五大钨矿公司、南硬公司及 HPTec 公司：湖南有色金属有限公司所持柿竹园公司 97.36% 的股权、所持新田岭公司 100% 的股权、所持远景钨业 98.33% 的股权；五矿有色金属股份有限公司所持香炉山公司 51% 的股权、所持南硬公司 71.22% 的股权、所持 HPTec 公司 100% 的股权；湖南有色资产经营管理有限公司所持瑶岗仙公司 50.02% 的股权。

2018 年 HPTec 公司注入，2020 年南硬公司注入，当前未注入钨资产仅剩五大钨矿公司：柿竹园公司、新田岭公司、远景钨业、修水香炉山公司、瑶岗仙公司，冶炼公司郴州钻石钨和赣北钨业分别为柿竹园公司和修水香炉山公司的子公司。

柿竹园钨矿注入在即。2024 年 1 月 2 日，公司发布公告称正在筹划发行股份及支付现金购买湖南柿竹园有色金属有限公司 100% 股权。

2.2 托管钨矿资源储量大，年产量维持在 2.5 万吨左右

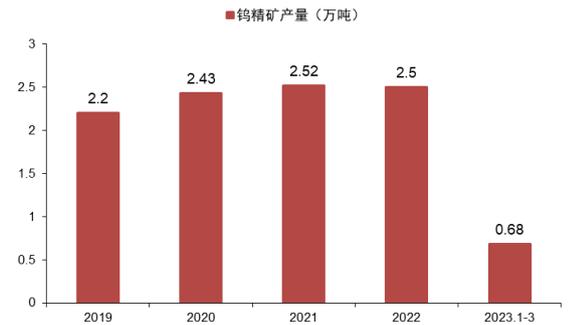
公司托管的五座钨矿山钨资源储量大,产量占比超过 20%。五座托管钨矿保有钨资源量 151 万吨,占全国查明钨资源量的 13.5%,产能约 2.62 万吨,2022 年产量 2.5 万吨钨精矿,占全国产量 11.5 万吨的 21.7%,处于行业第一。

图 15: 托管五座钨矿资源储量大

公司	五矿钨业集团持股	资源储量(万吨)	钨精矿产能(吨)	公司介绍
湖南柿竹园	97.4%	62	5800	公司拥有土地权面积15平方公里,采矿权面积35平方公里。区域内矿产资源丰富,其中柿竹园钨钼多金属矿床目前保有资源储量钨62万吨、钼10万吨、铋26万吨、萤石6600万吨,其中钨、铋资源储量为世界第一。
湖南新田岭	100.0%	23.7	6000	公司矿山生产规模达到年处理原矿150万吨以上,生产钨精矿6000吨以上,钨、铋等多金属300吨以上
湖南瑶岗仙	50.0%	17.39	7400	瑶岗仙矿山历史悠久,始采于1914年,瑶岗仙矿业年采掘能力40余万吨,年产一级黑钨精矿3000余吨。“天宝”牌黑钨精矿,具有高钨、低钼、低磷、低硫的特点,裕新项目采用露天开采、索道运矿、浮力选矿工艺,设计年处理矿石120万吨,年产白钨4400吨。
湖南衡阳远景钨业	98.3%	24	1300	公司前身川口钨矿,生产的“闪光牌”黑钨精矿、白钨精矿被湖南省认定为著名商标,公司现拥有一座白钨矿山,一个选矿厂,采矿权面积9平方公里,黑、白钨资源丰富,矿区深、边部成矿条件较好,有良好的探矿前景,拥有探明的金属储量达到24万吨
江西修水香炉山	51.0%	24	5700	公司拥有白钨、黑钨两个矿区、三个选矿厂,采矿权面积9余平方公里,黑、白钨资源丰富,矿区深、边部成矿条件较好,有良好的探矿前景,其中杨林坳白钨矿区拥有探明的金属储量达到24万吨。
合计		151	26200	

资料来源:公司公告,公司官网,2022 和 2023 年度中国五矿集团有限公司信用评级报告,华源证券(储量数据截止 2015 年 7 月)

图 16: 托管五家钨矿公司近年钨精矿产量维持在 2.5 万吨左右



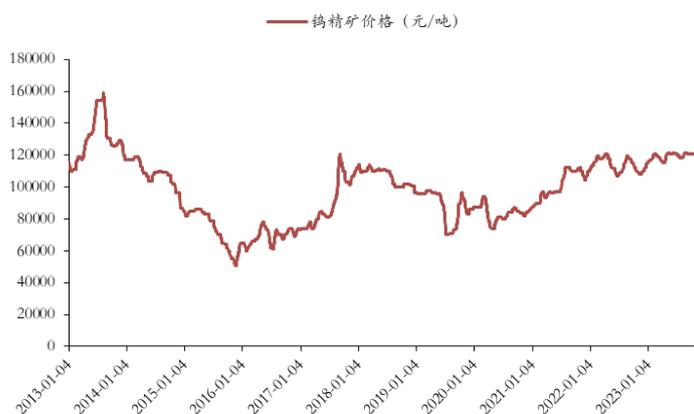
资料来源:公司公告,公司官网,2022 和 2023 年度中国五矿集团有限公司信用评级报告,华源证券

2.3 钨价高位下,托管钨矿已实现连续两年扣非净利润为正,注入预期增强

钨精矿扣税价高于 9 万元/吨,托管钨矿大概率可实现盈利,即 2021-2023 年托管钨矿均可盈利。根据新田岭和瑶岗仙 2014 和 2015 年财务报表可测算出二者平均单吨生产成本为 5.32 万元/吨和 6.78 万元/吨,平均单吨完全成本分别为 8.27/8.38 万元/吨,一般单吨毛利需要高于 2 万元/吨才能覆盖管理费用等固定费用开支实现盈利,在钨价下跌的年份容易产生较大资产减值损失影响盈利。2021-2023 年钨精矿不含税均价分别为 9.02/10.07/10.57 万元/吨,钨矿企业可实现盈利。

供给趋紧下钨价在 12 万元/吨左右(扣税价 10.6 万元/吨)高位震荡,钨矿盈利支撑较强。近年来在环保政策趋严及矿山品位下降趋势下,钨供给受限,产能释放不及预期,在 2022 和 2023 年下游需求疲软下,钨精矿价格仍能维持在 12 万元/吨高位,钨矿盈利安全空间较大。各钨矿企业在积极改革实施降本增效,钨企成本线有望下移,进一步释放盈利空间。

图 17: 2020 年以来钨精矿价格稳步上升, 2023 年在 12 万元/吨高位震荡



资料来源: Wind, 华源证券

图 18: 钨精矿不含税价高于 9 万元/吨, 托管钨矿经测算可盈利

单位: 万元, 吨	新田岭		瑶岗仙	
	2014	2015	2014	2015
营收	28963	15248	31509	24976
销量	3250	2446	3532	3985
销售均价	8.91	6.23	8.92	6.27
营业成本	17767	12664	26147	24552
单吨生产成本	5.47	5.18	7.40	6.16
毛利	11197	2584	5363	424
单吨毛利	3.44	1.06	1.52	0.11
毛利率	39%	17%	17%	2%
税金及附加	922	871	691	1299
销售费用	224	152	100	100
管理费用	5791	5152	5060	4589
财务费用	1970	1540	47	58
单吨完全成本	8.21	8.33	9.07	7.68
资产减值损失	251	30683	11	6157
营业利润	2039	-35815	-94	-11779
营业外收入	738	27	588	1148
营业外支出	17	7011	24	809
利润总额	2760	-42799	470	-11440
所得税费用	725	-8833	190	-2668
净利润	2035	-33966	281	-8772

资料来源: 公司公告, 华源证券研究 (注: 单吨生产成本=生产成本/销量 单吨完全成本=(生产成本+税金及附加+销售费用+管理费用+财务费用)/销量)

2.4 钨矿注入盈利弹性测算: 24 年柿竹园注入有望带来盈利增量超 5 亿元

柿竹园: 假设 24 年工作目标钨精矿产量 7750 吨, 钨精矿完全成本 6.5 万元/吨, 24 年钨精矿含税均价 12.5 万元/吨, 钨精矿净利润测算对应 2.71 亿元, 其他业务净利润测算 2.64 亿元, 合计净利润对应 5.35 亿元。

考虑 25 年其他钨矿注入: 假设 25 年钨精矿含税均价 12.5 万元/吨, 单吨完全成本 8 万元/吨的中性假设下, 其他钨矿注入或可贡献盈利 3.9 亿元。

图 19: 柿竹园公司盈利预测

柿竹园利润预测	单位	2023E	2024E	2025E
钨精矿产量	吨	7500	7750	7750
钨精矿均价 (不含税)	万/吨	10.62	11.06	11.50
钨精矿完全成本	万/吨	6.50	6.40	6.30
利润-钨精矿	亿元	2.32	2.71	3.03
利润-其他业务	亿元	2.68	2.64	2.67
利润-柿竹园	亿元	4.99	5.35	5.70
归母净利润合计	亿元	9.67	10.82	11.50

资料来源: 公司公告, Wind, 华源证券

图 20: 其他钨矿注入盈利贡献敏感度测算

单吨完全成本 (万元/吨)	钨精矿价格 (含税价, 万元/吨)				
	11.5	12	12.5	13	13.5
7	4.1	4.6	5.2	5.7	6.3
7.5	3.4	4.0	4.5	5.1	5.7
8	2.8	3.3	3.9	4.5	5.0
8.5	2.1	2.7	3.3	3.8	4.4
9	1.5	2.1	2.6	3.2	3.8

资料来源: 公司公告, 华源证券

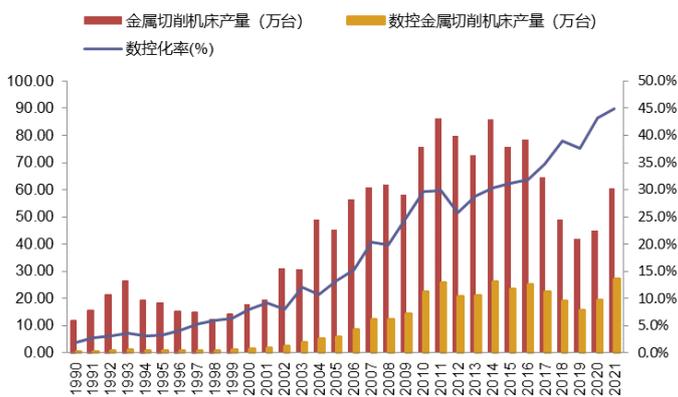
3. 切削刀具：数控刀片和 PCB 微钻双轮驱动，夯实盈利基本盘

3.1 数控刀片：受益于机床数控化率提升和国产替代，行业规模稳健增长

硬质合金刀具是切削机床的“牙齿”，性能均衡加工范围广，逐步取代高速钢刀具成为应用最广泛的切削刀具，数控刀片则是数控机床的“牙齿”。**机床数控化率提升将提升数控刀具的需求。**目前金属切削机床迎来替换周期，更新需求大，机床数控化率提升是大方向，2021 年金属切削机床数控化率为 44.9%，与发达国家相比仍有较大提升空间(德国 75%，日本 90%)。

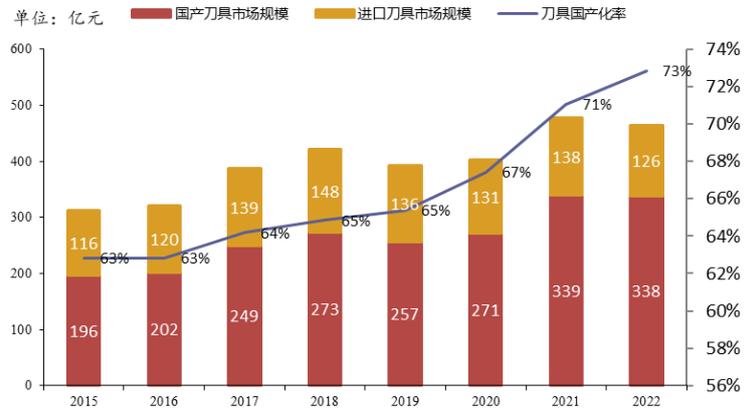
刀具进口替代空间广阔。2022 年中国刀具市场总消费规模约为 464 亿元，其中进口刀具规模为 126 亿元，进口占比 27%，国产化率由 2015 年的 63% 提升至 2022 年的 73%。根据我们的测算，预计 2023 年数控刀片规模 164 亿元，其中国产数控刀片规模 39 亿元，2026 年有望达 72 亿元，2023-2026 年 CAGR 为 22.12%。

图 21：中国金属切削机床数控化率逐步提升



资料来源：中国机床工具工业协会，Wind，华源证券

图 22：其他钨矿注入盈利贡献敏感度测算



资料来源：中国机床工具工业协会，Wind，华源证券

3.1 数控刀片：刀具市场格局分为欧美、日韩和国产三大阵营

欧美刀具企业：垄断了中国高端刀具市场，其产品以提供定制化的整体切削方案为主，单价在 100 元以上，主要应用于航空航天、汽车、燃气轮机等高端领域，可加工难加工材料如有色金属和高温合金等，代表型企业包括全球刀具龙头山特维克、伊斯卡和肯纳金属等。

日韩系刀具企业：产品主要面向中高端市场，特点是高端非定制，通用性强且性价比高，单价在 15 元以上，代表型企业包括日本的三菱材料、京瓷和韩国的特固克和克洛伊等。

国产刀具企业: 主要针对中低端市场, 加工相对易加工的材料如钢材和不锈钢等, 主要用于通用机械、模具行业, 国内刀具第一梯队企业包括株洲钻石、厦门钨业、华锐精密和欧科亿等。

图 23: 中国刀具市场格局分为欧美、日韩和国产三大阵营

竞争格局	简要介绍	主要参与者
欧美系	<ul style="list-style-type: none"> 产品: 以向客户提供定制化整体切削方案为主 单价: 100元以上 被加工材料: 不锈钢、铸铁、钢材、高温合金、有色金属 应用行业: 航空航天、燃气轮机、汽车、通用机械、能源 	<ul style="list-style-type: none"> 山特维克 肯纳金属 伊斯卡
日韩系	<ul style="list-style-type: none"> 产品: 高端非定制 (通用性强, 较高性价比) 单价: 15元以上 被加工材料: 不锈钢、铸铁、钢材、高温合金、有色金属 应用行业: 航空航天、汽车、通用机械、医疗、能源 	<ul style="list-style-type: none"> 三菱材料 京瓷 特固克 克洛伊
国产系	<ul style="list-style-type: none"> 产品: 非定制化刀具 (中低端占比高) 单价: 10元左右 被加工材料: 不锈钢、铸铁、钢材 应用行业: 模具、汽车、通用机械、医疗、能源 	<ul style="list-style-type: none"> 株洲钻石 厦门钨业 华锐精密 欧科亿

资料来源: 中国机床工具工业协会, Wind, 华源证券

3.1 公司是国产数控刀片龙头, 定位中高端, 产能稳步扩张

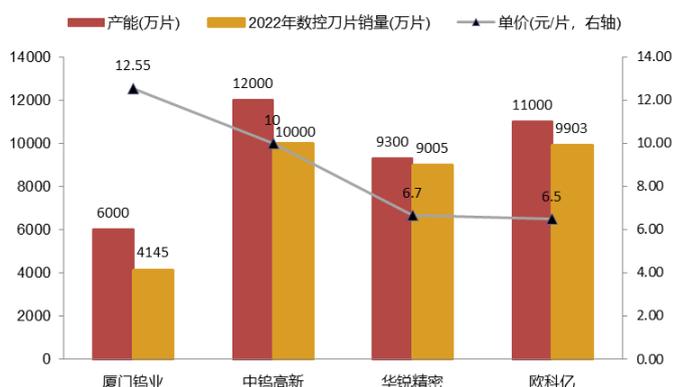
株钻是国内数控刀片龙头, 量价均领先同行。株钻公司作为中钨高新旗下最主要的刀具产销公司, 优势产品包括数控刀片、数控刀具、整体刀具及机夹焊接刀片等, 其中数控产品占比已超 85%。此外, 株钻可以为客户提供高端数控刀片及整体解决方案, 也是国内唯一一家能够实现刀具加工一体化的企业。中钨高新数控刀片均价 10 元/片, 高于同行华锐精密和欧科亿的 6.7 元/片和 6.5 元/片。

公司刀具定位中高端, 部分产品已实现高端领域突破。公司航空航天、医疗器械高端精密刀具项目和汽车关键零部件加工刀具项目 2022 年底投产, 两个项目年产值超过 1.6 亿元。

公司数控刀片产能稳步扩张, 规划明确。2022 年底公司数控刀片产能为 1.3 亿片 (株钻 1.1 亿片, 自硬公司 2000 万片), 公司规划至 2025 年数控刀片产能将达到 1.5-2 亿片, 以中值 1.75 测算, 产能仍有 35% 增长空间。

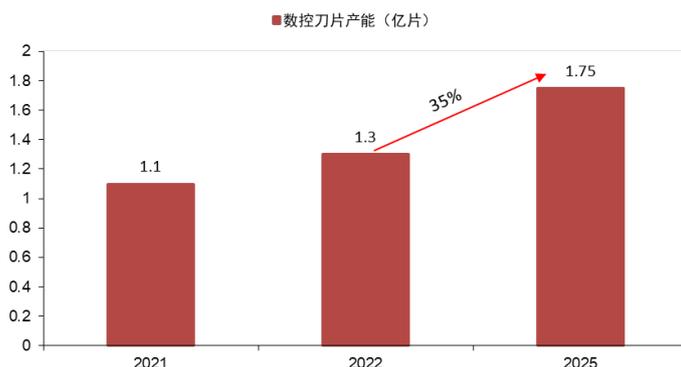
株钻对公司整体盈利贡献大。2022 年株钻营收 20.23 亿元, 净利润 2.76 亿元, 净利率 13.6%, 其归母净利润占中钨高新整体归母净利润 5.35 亿元的 43%。2013-2022 年营收 CAGR4%, 净利润 CAGR13%。

图 24：公司数控刀片量价均领先同行



资料来源：各公司公告，华源证券

图 25：公司数控刀片产能稳步扩张



资料来源：公司公告，华源证券

3.2 PCB 微钻：金洲精工全球市占率第一，技术和产品优势突出

金洲精工产品全面、应用领域广泛、技术领先，竞争优势突出。金洲公司主要产品包括 PCB 钻针、铣刀、精密数控刀具等，可广泛应用于 PCB、汽车、3C、金属饰品、医疗等领域。2021 年，金洲公司突破直径 0.01mm 超细微钻制备关键技术和直径 0.01mm 的极小径铣刀制备关键技术的突破，巩固了金洲在全球超细微钻领域的领先地位。金洲公司产品系列向医疗健康应用领域延伸，已开发出全套齿科 PCB 工具，当前正处于市场认可过程中，未来有望为金洲公司贡献新的利润增量。

金洲精工 PCB 微钻市占率全球第一，产能持续扩张。2022 年金洲精工微钻产量 5.75 亿支，全球市占率超过 20%，位列行业第一，并规划至 2025 年末产量达 7 亿支。

金洲精工盈利能力强，对公司盈利贡献大。金洲精工 2022 年营收 11.02 亿元，净利润 2.30 亿元，净利率高达 20.9%，归母净利润贡献达 32%。2013-2022 年营收 CAGR9%，净利润 CAGR18%。

图 26：中国刀具市场格局分为欧美、日韩和国产三大阵营

公司名称	主要产品及服务	主要应用领域	市场地位
金洲精工	PCB 钻针、铣刀、精密数控刀具等	PCB、汽车、3C、金属饰品、医疗等领域	中钨高新二级子公司，全球排名靠前的 PCB 刀具生产企业。根据 2020 年 CPCA 排行，金洲精工在 PCB 专用材料企业中营收排名第 6 位，其中在 PCB 刀具生产企业内排名第 1 位。2021 年，金洲精工在全球 PCB 微钻行业的市场占有率约为 21%，排名第 1 位。
鼎泰高科	PCB 钻针、铣刀、刷磨轮、精密数控刀具、自动化设备等	PCB、玻璃及金属精密件、汽车、3C、光电产业等领域	全球 PCB 刀具生产的龙头企业。根据 2020 年 CPCA 排行，公司在 PCB 专用材料企业中营收排名第 8 位，其中在 PCB 刀具生产企业内排名第 2 位。
日本佑能	PCB 钻针、铣刀、测量仪器等	PCB、3C 等领域	全球排名靠前的 PCB 刀具生产企业。根据 2020 年 CPCA 排行，日本佑能旗下公司“佑能工具（上海）有限公司”在 PCB 专用材料企业中营收排名第 18 位，其中在 PCB 刀具生产企业内排名第 3 位。
永鑫精工	PCB 铣刀、槽刀等	PCB	专注于 PCB 专用刀具的生产制造，积累了多家 PCB 行业百强企业客户。根据 2020 年 CPCA 排行，在 PCB 专用材料企业中排名第 21 位。
尖点科技	PCB 钻针、铣刀、槽刀等，PCB 钻孔加工业务	PCB、3C 等领域	台湾证券交易所上市公司，全球排名靠前的 PCB 刀具生产企业。
慧联电子	PCB 铣刀、槽刀等	PCB	专注于 PCB 专用刀具的生产制造，积累了一定技术储备与行业经验，和电子行业知名企业形成了良好合作关系，具有一定的市场竞争力。

资料来源：Prismark，华源证券

4. 钨丝：受益于金刚线细线化趋势，有望成为业绩新增长点

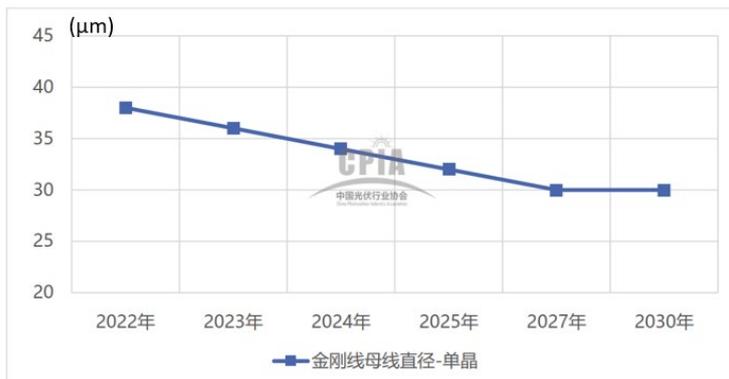
4.1 光伏钨丝细线化空间大，具备替代高碳钢丝可行性和经济性

金刚线是光伏硅片切割耗材，呈细线化趋势，传统金刚线母线高碳钢丝线径已逼近极限，钨丝物理性质更优越，细线化空间大，具备替代高碳钢丝母线可行性。

考虑到钨丝价格仍具备下降空间，以及未来钨丝技术细线化持续突破，钨丝替代高碳钢丝具备经济性，有望加速替代高碳钢丝。钨丝替代高碳钢丝是否具备经济效益，由硅料价格、钨丝价格以及钨丝细线化技术突破等多因素共同决定。钨丝替代高碳钢丝得经济效益与硅料价格成正比，与钨丝价格和钨丝线径成反比。

细线化趋势下，钨基金刚线有望加速替代碳基金刚线，根据我们的测算预计到 2025 年光伏钨丝市场规模达 36.5 亿元，2022-2025 年 CAGR 高达 111%。

图 27：金刚线母线直径呈细线化趋势



资料来源：CPIA，美畅股份公告，华源证券

图 28：光伏钨丝市场规模测算

	2022	2023E	2024E	2025E
全球新增光伏装机 (GW)	240	306	335	356
yoy		27.30%	9.50%	6.40%
容配比	1.3	1.4	1.5	1.6
新增硅片需求(GW)	312	428	502	570
yoy		37.10%	17.30%	13.50%
金刚线单耗(万公里/GW)	48	53	58	64
yoy		10.00%	10.00%	10.00%
金刚线需求(亿公里)	1.5	2.27	2.93	3.65
yoy		50.80%	29.00%	24.90%
钨丝渗透率	10%	20%	40%	50%
钨丝需求量(亿公里)	0.15	0.45	1.17	1.83
yoy		201.60%	158.10%	56.10%
钨丝单价(元/万公里)	260	240	220	200
yoy		-7.70%	-8.30%	-9.10%
光伏钨丝市场空间	3.91	10.88	25.74	36.53
yoy		178%	137%	42%

资料来源：CPIA，美畅股份公告，公司公告，华源证券

4.2 公司 100 亿米产能已投产，有望成为业绩新增长点

公司 100 亿米光伏钨丝已于去年投产，有望成为业绩新增长点。公司前期公告的新增 100 亿米线径 37 的光伏用高强度细钨丝项目产线去年已经拉通、投产。今年市场要求的线径 35 的细钨丝的直通率影响产能的实现，公司经过对钨条和细钨丝圈形的持续改进，已取得重大技术突破，实验强度和直通率均超过了目前市场需求的平均水平，现准备逐步放量生产。根据我们的测算，100 亿米光伏钨丝或可贡献净利 0.59 亿元。

图 29：公司光伏钨丝盈利测算

光伏钨丝盈利测算		
光伏钨丝营收	亿元	2.3
销量	万公里	1000
销售均价	元/公里	23
毛利率	%	40%
毛利	亿元	0.92
费用率	%	10%
利润总额	亿元	0.69
所得税	亿元	10%
光伏钨丝净利润	亿元	0.59

资料来源：CPIA，美畅股份公告，公司公告，华源证券

5. 盈利预测与估值

根据我们的测算，（1）不考虑钨矿注入情形下，公司盈利增长主要依靠切削工具和刀片和钨丝的扩产放量，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.68/5.47/5.81 亿元。（2）若考虑 2024 年柿竹园注入，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.68/10.82/11.5 亿元。

图 30：营收预测表

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
1- 切削刀具业务						
营业收入	亿元	33.1	33.2	31.0	32.7	35.8
成本	亿元	21.4	21.7	20.4	21.5	23.4
毛利	亿元	11.7	11.4	10.6	11.3	12.3
毛利率	%	35.4%	34.5%	34.1%	34.5%	34.5%
2- 合金制品						
营业收入	亿元	29.9	35.2	31.8	32.4	35.8
成本	亿元	25.2	30.2	28.0	27.9	30.6
毛利	亿元	4.7	5.0	3.8	4.5	5.2
毛利率	%	15.7%	14.3%	12.1%	14.0%	14.5%
3- 粉末制品						
营业收入	亿元	19.4	23.5	28.2	29.9	31.7
成本	亿元	17.5	21.5	25.6	27.1	28.7
毛利	亿元	1.9	2.0	2.6	2.8	3.0
毛利率	%	9.7%	8.7%	9.2%	9.5%	9.5%
4- 钨丝						
营业收入	亿元		0.2	0.7	2.5	2.3
成本	亿元		0.1	0.4	1.5	1.4
毛利	亿元		0.1	0.3	1.0	0.9
毛利率	%		65.0%	40.0%	40.0%	40.0%
5- 难熔金属						
营业收入	亿元	15.1	17.6	19.2	21.1	22.2
成本	亿元	13.1	15.3	16.7	18.4	19.3
毛利	亿元	2.0	2.3	2.5	2.7	2.9
毛利率	%	13.0%	13%	13.0%	13.0%	13.0%
6- 贸易与装备 & 其他业务						
营业收入	亿元	23.6	23.6	13.0	14.3	15.1
成本	亿元	21.4	20.8	11.6	12.7	13.4
毛利	亿元	2.2	2.4	1.4	1.6	1.7
毛利率	%	9.3%	10%	11.0%	11.0%	11.0%
合计						
营业收入	亿元	120.9	133.3	123.8	133.0	142.8
成本	亿元	97.50	110.1	102.9	109.3	117.1
毛利	亿元	22.0	23.2	21.0	23.7	25.6
毛利率	%	18.17%	17.37%	16.93%	17.81%	17.95%

资料来源：公司公告，华源证券

我们选取厦门钨业、欧科亿、华锐精密作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 21/14/11x。作为钨产业链龙头，数控刀片和 PCB 微钻双轮驱动基本盘稳步增长，光伏用钨丝打开利润新增量，不考虑 2024 年柿竹园注入，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.68/5.47/5.81 亿元，对应 2024 年 4 月 3 日收盘价 PE 估值为 35/30/28x。考虑到未来钨矿山的资产注入带来的盈利增厚以及下游深加工产品的产业升级带来的附加值不断提升，数控刀片和 PCB 微钻处于行业龙头地位带来的盈利有一定的护城河，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 31：可比公司估值表（盈利预测采用 wind 一致预期，截至 2024 年 4 月 3 日）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	利润（亿元）			估值PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600549.SH	厦门钨业	305.64	15.99	20.22	24.43	19.11	15.11	12.51
688308.SH	欧科亿	32.66	1.64	2.91	3.86	19.92	11.22	8.45
688059.SH	华锐精密	37.78	1.58	2.45	3.27	23.91	15.45	11.55
	平均值					20.98	13.93	10.84
000657.SZ	中钨高新	162.79	4.68	5.47	5.81	不考虑柿竹园注入		
000657.SZ	中钨高新	162.79	4.68	10.82	11.50	考虑柿竹园注入		

资料来源：公司公告，华源证券

6. 风险提示

需求波动风险：钨以及硬质合金需求受下游景气度和宏观等因素影响，存在市场销售的不确定性。

项目建设不及预期风险：钨丝项目处于建设达产过程中，存在项目建设不及预期的风险，可能会影响公司经营增长。

新业务拓展不及预期风险：钨丝作为新项目规划，客户拓展和市场销售若不及预期可能会影响钨丝投产进度，进而影响公司经营增长。

资产注入不及预期风险：柿竹园项目存在资产注入不及预期风险，进而影响公司远期经营增长。

表 32：财务摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	968.61	760.63	1610.30	0.00	3704.95	营业收入	12093.58	13079.97	11598.03	13544.09	14387.95
应收票据及应收账款	1228.50	2856.10	20.09	3774.08	25.23	营业成本	9750.17	10786.86	9634.60	11132.12	11805.14
预付账款	133.15	85.08	116.84	112.42	132.84	营业税金及附加	76.35	82.01	72.97	85.07	90.45
存货	2809.87	2925.41	2271.63	3690.21	2654.86	销售费用	375.75	381.43	363.24	424.19	450.62
其他	536.80	468.69	479.42	505.37	473.75	管理费用	568.65	628.26	530.69	643.43	683.51
流动资产合计	5676.93	7095.91	4498.28	8082.07	6991.64	研发费用	412.08	415.00	487.12	541.76	604.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	114.09	34.20	59.51	34.77	42.83
固定资产	3115.86	3402.45	2966.35	2530.25	2094.15	资产/信用减值损失	-114.33	-87.97	-21.00	-74.43	-47.72
在建工程	174.80	275.40	275.40	275.40	275.40	公允价值变动收益	0.00	-2.81	-0.94	-1.25	-1.66
无形资产	506.37	486.11	455.02	423.93	392.84	投资净收益	-3.79	-26.17	-5.00	-11.65	-14.27
其他	344.12	419.56	381.28	392.25	378.59	其他	182.19	160.60	-157.38	-80.98	-71.02
非流动资产合计	4141.15	4583.52	4078.06	3621.84	3141.00	营业利润	732.41	708.54	580.35	676.39	718.47
资产总计	9818.09	11679.43	8576.34	11703.91	10132.63	营业外收入	3.52	33.96	0.00	0.00	0.00
短期借款	455.92	790.23	0.00	1200.71	0.00	营业外支出	10.89	9.41	2.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	589.30	909.68	345.85	1152.97	410.94	利润总额	725.04	733.10	578.35	675.39	717.47
其他	1574.07	2039.90	1048.19	1517.33	1232.58	所得税	86.46	72.46	40.37	47.14	50.08
流动负债合计	2619.30	3739.80	1394.04	3871.01	1643.52	净利润	638.58	660.64	537.98	628.25	667.39
长期借款	972.86	1130.40	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	110.99	126.09	70.00	81.75	86.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	527.58	534.55	467.98	546.50	580.55
其他	376.07	465.47	420.77	443.12	431.94	每股收益 (元)	0.38	0.38	0.44	0.51	0.54
非流动负债合计	1348.93	1595.87	420.77	443.12	431.94						
负债合计	4183.96	5557.20	1814.81	4314.13	2075.46						
少数股东权益	721.34	735.05	805.05	886.79	973.63	现金流量表					
股本	1073.86	1075.53	1075.53	1075.53	1075.53	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	3456.49	3522.92	3522.92	3522.92	3522.92	净利润	638.58	660.64	467.98	546.50	580.55
留存收益	495.32	890.05	1358.04	1904.54	2485.09	折旧摊销	464.94	455.35	467.19	467.19	467.19
其他	-112.89	-101.31	0.00	0.00	0.00	财务费用	115.66	35.57	59.51	34.77	42.83
股东权益合计	5634.12	6122.24	6761.53	7389.78	8057.17	投资损失	3.79	23.14	5.00	11.65	14.27
负债和股东权益总计	9818.09	11679.43	8576.34	11703.91	10132.63	营运资金变动	-327.40	556.50	2276.92	-3906.45	3771.08
						其它	-7.30	-965.13	69.06	80.50	85.17
						经营活动现金流	888.26	766.07	3345.66	-2765.84	4961.10
						资本支出	588.55	727.00	44.70	-22.35	11.18
						长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他	-1094.77	-1328.35	-51.57	11.95	-23.79
						投资活动现金流	-506.22	-601.35	-6.87	-10.41	-12.61
						债权融资	-319.17	-90.68	-2590.43	1165.94	-1243.54
						股权融资	82.86	-60.14	101.31	0.00	0.00
						其他	-63.32	-300.65	0.00	0.00	0.00
						筹资活动现金流	-299.63	-451.47	-2489.12	1165.94	-1243.54
						汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						现金净增加额	82.41	-286.75	849.67	-1610.30	3704.95

资料来源：公司公告，华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数