

有色金属

2024 年 05 月 06 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据： 2024 年 04 月 30 日

收盘价（元）	10.8
一年内最高/最低（元）	13.77/6.7
市净率	2.6
息率（分红/股价）	1.11
流通 A 股市值（百万元）	13390
上证指数/深证成指	3104.83/9587.13

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	4.18
资产负债率%	50.13
总股本/流通 A 股（百万）	1397/1240
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

研究支持

苏萌 A0230122080001
sumeng@swsresearch.com

联系人

苏萌
(8621)23297818x
sumeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中钨高新（000657）

——矿山注入工作启动，推动产业链资源整合

事件 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营业收入 127.36 亿元，同降 2.63%，实现归母净利润 4.85 亿元，同降 9.36%，业绩符合预期。2023Q4 单季度，公司实现营业收入 31.88 亿元，同增 2.55%；实现归母净利润 1.69 亿元，同增 24.33%。2024Q1 实现收入 29.67 亿元，同降 2.95%；实现归母净利润 6385.33 万元，同降 35.97%。

点评：

- **全产业链生产协同，产品&技术优势持续。**根据公司年报，2023 年，公司硬质合金产品产量约 1.4 万吨，稳居世界第一，规模优势持续。分产品类别来看，公司 2023 年 1) 切削刀具及工具：营收 30.57 亿元，同比-7.85%，毛利率 33.58%，同比-0.90pct。2023 年公司数控刀片产量约 1.4 亿片，约占国内总产量 20%，其中新推出的盘古系列，采用高硬度基体搭配先进涂层技术，寿命更长、加工精度更高、加工范围更广、加工效率更高，达到国际一流水平；2) 其他硬质合金：营收 34.31 亿元，同比-2.64%，毛利率 14.11%，同比-0.17pct；3) 难熔金属：营收 21.72 亿元，同比+23.49%，毛利率 10.43%，同比-2.39pct；4) 粉末制品：收 25.37 亿元，同比+7.80%，毛利率 7.10%，同比-1.58pct。
- **原材料涨价叠加下游需求较弱，公司利润短期承压。**根据公司年报及一季报，**利润端**：2023 年公司毛利率 16.87%，同比-0.66pct；净利率 4.61%，同比-0.44pct。2024Q1 公司毛利率 14.16%，同比-3.07pct，净利率 2.71%，同比-1.25pct。2023 年以来，终端市场需求持续低迷，行业竞争加剧导致公司产品价格承压，同时钨精矿等原辅材料价格持续上升，双重挤压下公司盈利空间收窄。**费用端**：2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.20%/4.66%/4.06%/0.39%，同比分别+0.28/-0.15/+0.89/+0.13pct，公司研发投入力度不断加大，为可持续、高质量发展蓄力。2024Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.96%/3.89%/3.74%/0.73%，同比分别-0.52/-0.62/+0.59/+0.23pct。
- **积极推动矿山优质资产注入，整合钨产业链资源。**2023 年 12 月 25 日，公司公告拟通过发行股份及支付现金方式收购五矿钨业和沃溪矿业持有的柿竹园公司 100%股权，五矿集团承诺的矿山资产注入正式开启。柿竹园公司矿产资源丰富，钨资源储量占全国超 30%，本次注入有助于整合钨产业链资源，提升公司盈利能力。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级。**考虑到当前公司产品下游需求仍处于缓慢复苏阶段，我们下调公司 24-25 年收入预期至 140.6、156.1 亿元，同时由于原材料价格仍较高，影响公司难熔金属、粉末制品等业务利润水平，我们调整 24-25 年毛利率水平至 16.9%、17.3%，下调 24-25 年并新增 26 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别 5.20/6.21/7.31 亿元（原 24/25 年为 8.18/10.19 亿元），目前股价（2024/4/30）对应 2024/25/26 年 PE 分别 29、25、21X。可比公司章源钨业 wind 一致预期 PE 分别 37、30、25X，考虑到公司业务围绕钨产业链协作布局，未来随着柿竹园公司的注入将进一步发挥协同效应，增厚公司利润，维持“买入”评级。

- **风险提示：**市场需求不及预期风险；原材料持续涨价风险；钨矿注入进度不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12,736	2,967	14,056	15,605	17,354
同比增长率（%）	-2.6	-2.9	10.4	11.0	11.2
归母净利润（百万元）	485	64	520	621	731
同比增长率（%）	-9.4	-36.0	7.3	19.4	17.7
每股收益（元/股）	0.35	0.05	0.37	0.44	0.52
毛利率（%）	16.9	14.2	16.9	17.3	17.7
ROE（%）	8.4	1.1	8.5	9.5	10.4
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,080	12,736	14,056	15,605	17,354
其中：营业收入	13,080	12,736	14,056	15,605	17,354
减：营业成本	10,787	10,588	11,683	12,907	14,290
减：税金及附加	82	79	87	97	108
主营业务利润	2,211	2,069	2,286	2,601	2,956
减：销售费用	381	408	422	468	521
减：管理费用	628	593	661	733	816
减：研发费用	415	517	520	577	642
减：财务费用	34	49	50	58	60
经营性利润	752	502	633	765	917
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-21	-9	-14	-4	-5
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-67	-52	0	0	0
加：投资收益及其他	44	196	80	75	70
营业利润	709	637	700	835	983
加：营业外净收入	25	20	0	0	0
利润总额	733	657	700	835	983
减：所得税	72	71	70	83	98
净利润	661	587	630	752	885
少数股东损益	126	102	110	131	154
归属于母公司所有者的净利润	535	485	520	621	731
全面摊薄总股本	1,076	1,397	1,397	1,397	1,397
每股收益（元）	0.38	0.35	0.37	0.44	0.52

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。