

股票投资评级

买入 | 上调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.27
总股本/流通股本(亿股)	13.97 / 12.40
总市值/流通市值(亿元)	171 / 152
52周内最高/最低价	13.28 / 6.77
资产负债率(%)	49.9%
市盈率	35.06
第一大股东	中国五矿股份有限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 魏欣  
SAC 登记编号: S1340123020001  
Email: weixin@cnpsec.com

中钨高新(000657)

需求低迷影响盈利，矿山注入有序推进

● 投资要点

**事件：**公司发布 2023 年度报告和 2024 年度一季报，2023 年公司实现营业收入 127.36 亿元，同比-2.63%，实现归母净利润 4.85 亿元，同比-9.36%，实现扣非归母净利润 3.34 亿元，同比-30.13%。2023 年 Q4 实现营业收入 31.88 亿元，同/环比+2.54%/6.20%；实现归母净利润/扣非归母净利润 1.69/0.97 亿元，同比+24.26%/-4.90%，环比+131.51%/+86.54%。2024 年 Q1 实现营业收入 29.67 亿元，同/环比-2.94%/-6.93%；实现归母净利润/扣非归母净利润 0.64/0.46 亿元，同比-36.00%/-48.89%，环比-62.13%/-52.58%。

**原材料价格上涨叠加需求低迷，公司盈利承压。**公司 2023 年和 2024 年 Q1 业绩下滑主要由于市场需求低迷，行业竞争加剧，原辅材料价格上涨所致，2023 年和 2024 年 Q1 白钨精矿（65%）价格同比上涨 4.26%/4.80%，导致公司盈利受到双重挤压。

**整体毛利率略有下滑。**2023 年公司实现毛利 21.48 亿元，同比下降 6.32%，整体毛利率为 16.87%，下滑 0.66pct。分业务看，公司其他硬质合金/刀片及刀具/粉末制品/难熔金属/硬质合金分别贡献毛利 4.84/10.27/1.80/2.26/2.31 亿元，同比 -3.77%/-10.25%/-11.85%/+0.42%/+6.77%。毛利率分别为 14.11%/33.58%/7.10%/10.43%/15.00%，较 2022 年 -0.16%/-0.90%/-1.58%/-2.40%/+4.83pct。

**数控刀片及微钻产品持续扩产。**产量上，公司 2023 年共生产数控刀片 1.4 亿片，约占国内总产量的 20%，生产硬质合金产品产量约 1.4 万吨，稳居世界第一。公司数控刀片采取小步快跑策略，技改项目持续推进，微钻业务持续扩产，2023 年旗下金洲公司提容扩产 2 亿支微钻技术改造项目正式启动，株硬公司启动超细碳化钨粉智能生产线技术改造项目建设，提高关键原料保障能力。

**柿竹园注入有序推进，原材料自给率大幅改善。**公司 1 月 10 日公告拟以发行股份及支付现金的方式购买五矿钨业集团有限公司、湖南沃溪矿业投资有限公司合计持有的湖南柿竹园有色金属有限责任公司 100% 股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。目前相关工作持续进行中，注入完成后公司将形成从上游矿山开采到下游加工为一体的完整产业链，原材料自给率大幅改善。

**投资建议：**2024 年以来钨精矿价格持续上涨，国内外制造业成复苏态势，预计公司硬质合金等产品有望顺利传导价格压力，高端刀片稳步增长，我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 136.54/153.28/161.02 亿元，分别同比增长 7.21%/12.26%/5.05%；归母净利润分别为 5.84/7.24/8.36 亿元，分别同比增长 20.60%/23.96%/15.42%，对应 EPS 分别为 0.42/0.52/0.60 元。

以 2024 年 5 月 10 日收盘价为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 29.34/23.67/20.51 倍。上调公司评级至“买入”。

● **风险提示：**

金属价格下跌风险，项目进度不及预期，政策变动风险，产销量不及预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12736	13654	15328	16102
增长率(%)	-2.63	7.21	12.26	5.05
EBITDA（百万元）	1146.81	1331.95	1530.52	1699.15
归属母公司净利润（百万元）	484.57	584.41	724.46	836.15
增长率(%)	-9.36	20.60	23.96	15.42
EPS(元/股)	0.35	0.42	0.52	0.60
市盈率(P/E)	35.38	29.34	23.67	20.51
市净率(P/B)	2.97	2.69	2.42	2.16
EV/EBITDA	12.36	13.47	11.35	9.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	12736	13654	15328	16102	营业收入	-2.6%	7.2%	12.3%	5.0%
营业成本	10588	11288	12578	13110	营业利润	-10.0%	25.9%	24.0%	15.4%
税金及附加	79	86	97	102	归属于母公司净利润	-9.4%	20.6%	24.0%	15.4%
销售费用	408	398	447	470	<b>获利能力</b>				
管理费用	593	656	736	773	毛利率	16.9%	17.3%	17.9%	18.6%
研发费用	517	423	475	499	净利率	3.8%	4.3%	4.7%	5.2%
财务费用	49	0	0	0	ROE	8.4%	9.2%	10.2%	10.5%
资产减值损失	-52	0	0	0	ROIC	5.8%	6.8%	7.8%	8.3%
<b>营业利润</b>	<b>637</b>	<b>803</b>	<b>995</b>	<b>1148</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	22	0	0	0	资产负债率	49.9%	47.0%	44.8%	42.2%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	1.75	1.92	2.12	2.36
<b>利润总额</b>	<b>657</b>	<b>803</b>	<b>995</b>	<b>1148</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	71	80	99	115	应收账款周转率	7.92	8.34	10.02	9.70
<b>净利润</b>	<b>587</b>	<b>722</b>	<b>895</b>	<b>1033</b>	存货周转率	4.07	4.27	4.74	4.62
<b>归母净利润</b>	<b>485</b>	<b>584</b>	<b>724</b>	<b>836</b>	总资产周转率	1.03	1.03	1.08	1.05
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.42</b>	<b>0.52</b>	<b>0.60</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.35	0.42	0.52	0.60
货币资金	867	2540	3103	4125	每股净资产	4.13	4.56	5.07	5.67
交易性金融资产	1	1	1	1	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	3398	2981	3347	3516	PE	35.38	29.34	23.67	20.51
预付款项	91	89	99	103	PB	2.97	2.69	2.42	2.16
存货	3334	3061	3411	3555	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>8152</b>	<b>8847</b>	<b>10144</b>	<b>11486</b>	净利润	587	722	895	1033
固定资产	3642	3618	3387	3142	折旧和摊销	522	529	536	551
在建工程	223	218	213	208	营运资本变动	-1043	777	-547	-243
无形资产	476	496	516	536	其他	86	1	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>4823</b>	<b>4800</b>	<b>4584</b>	<b>4353</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>152</b>	<b>2029</b>	<b>884</b>	<b>1342</b>
<b>资产总计</b>	<b>12975</b>	<b>13647</b>	<b>14728</b>	<b>15839</b>	资本开支	-303	-520	-320	-320
短期借款	987	987	987	987	其他	4	18	0	0
应付票据及应付账款	1348	952	1061	1106	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-299</b>	<b>-502</b>	<b>-320</b>	<b>-320</b>
其他流动负债	2318	2658	2735	2768	股权融资	0	4	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>4653</b>	<b>4597</b>	<b>4782</b>	<b>4860</b>	债务融资	668	148	0	0
其他	1821	1816	1816	1816	其他	-388	-5	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>1821</b>	<b>1816</b>	<b>1816</b>	<b>1816</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>280</b>	<b>146</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>6474</b>	<b>6413</b>	<b>6599</b>	<b>6677</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>106</b>	<b>1673</b>	<b>564</b>	<b>1022</b>
股本	1397	1397	1397	1397					
资本公积金	3245	3249	3249	3249					
未分配利润	1090	1586	2202	2913					
少数股东权益	730	868	1038	1236					
其他	40	134	243	368					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6501</b>	<b>7234</b>	<b>8129</b>	<b>9163</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>12975</b>	<b>13647</b>	<b>14728</b>	<b>15839</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048