

中钨高新（000657.SZ）三季度报点评

收入稳定增长，净利润下滑

- **收入同比上升，毛利率有所下滑。**2024 前三季度公司实现营业收入 102.29 亿元，同增 7.13%；其中 Q3 营业收入 34.22 亿元，同增 13.99%，环减 10.89%。虽然市场需求下降以及硬质合金市场萎缩，但公司通过加大市场推广，有效实现营收增长。前三季度公司整体毛利率为 14.86%，同降 1.31pct；Q3 毛利率 14.75%，同降 1.24 pct，环降 0.74 pct。主因行业需求疲软，叠加原材料成本上升，公司盈利被压缩。
- **柿竹园收购持续推进，在建项目投资大幅增加。**柿竹园收购计划持续推进，9 月审议通过重组相关的 24 项议案，重组事项取得进展，此次重组有助于公司整合资源，促进产业转型升级，进一步完善钨产业链，增强公司的盈利能力和市场竞争力。前三季度加大在建工程投入，较期初上升 43.09%，聚焦于超细碳化钨和微钻技术改造项目，以扩大生产规模和提升技术水平。
- **期间费用率上升，净利润大幅下滑。**前三季度公司期间费用率为 11.92%，同比上升 0.25 pct。其中销售费用率为 3.11%，同比持平；管理费用率为 4.12%，同比下降 0.41 pct，主因股权激励费用减少；研发费用率为 4.03%，同比上升 0.40 pct，主因公司加大研发力度；财务费用率为 0.66%，同比上升 0.26 pct，主因汇兑收益减少。公司两项减值损失共计 0.48 亿元，同比减少 0.07 亿元。综上，2024 前三季度公司实现归母净利润 2.06 亿元，同比下降 34.66%；Q3 归母净利润 0.59 亿元，同比下降 19.35%，环比下降 28.78%。
- **现金流有所改善，资产负债率上升。**公司前三季度收现比为 0.6857，同升 0.39 pct，付现比为 0.6621，同比下降 0.83 pct。综合起来，经营净现金流出 3.80 亿元，同比少流出 0.54 亿元；投资活动净现金流出 2.79 亿元，同比多流出 0.39 亿元。公司资产负债率为 54.05%，较去年底上升 4.15 pct，主因短期借款以及应付账款、应付票据增加。
- **投资建议：**前三季度需求不济、原材料价格上升，公司业绩承压。若柿竹园成功注入，有望显著增强公司盈利能力。考虑到需求下滑，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 3.14、3.96、5.36 亿元，对应市盈率 42.4、33.6、24.8 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**钨价波动风险、下游需求不及预期、重组进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	13080	12736	13681	15105	16567
同比增长	8%	-3%	7%	10%	10%
营业利润(百万元)	709	637	403	511	692
同比增长	-3%	-10%	-37%	27%	35%
归母净利润(百万元)	535	485	314	396	536
同比增长	1%	-9%	-35%	26%	35%
每股收益(元)	0.38	0.35	0.22	0.28	0.38
PE	24.9	27.5	42.4	33.6	24.8
PB	2.5	2.3	2.3	2.2	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

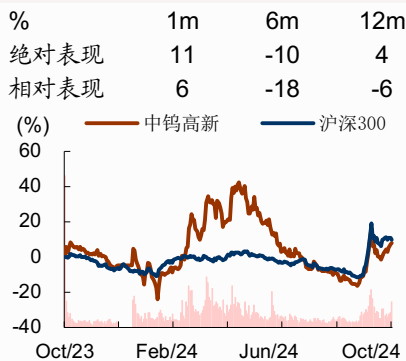
周期/金属及材料

当前股价：9.52 元

基础数据

总股本（百万股）	1397
已上市流通股（百万股）	1248
总市值（十亿元）	13.3
流通市值（十亿元）	11.9
每股净资产（MRQ）	4.2
ROE（TTM）	6.4
资产负债率	54.1%
主要股东	中国五矿股份有限公司
主要股东持股比例	49.89%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中钨高新（000657）一刀片销量高增，收入稳定增长》2024-08-26
- 2、《中钨高新（000657）一交易对价基本符合预期，钨价上涨推动业绩大增》2024-06-18
- 3、《中钨高新（000657）一净利润同比下降，等待矿山注入增厚业绩》2024-04-26

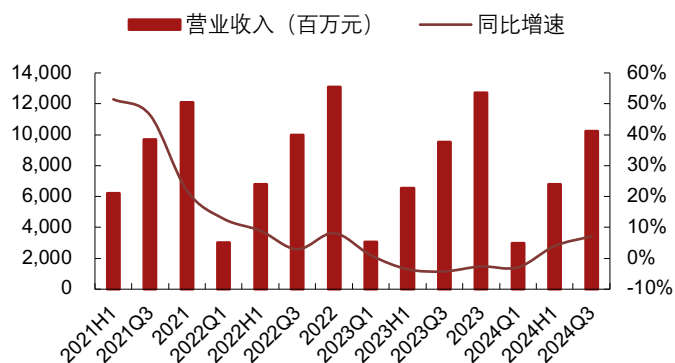
刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

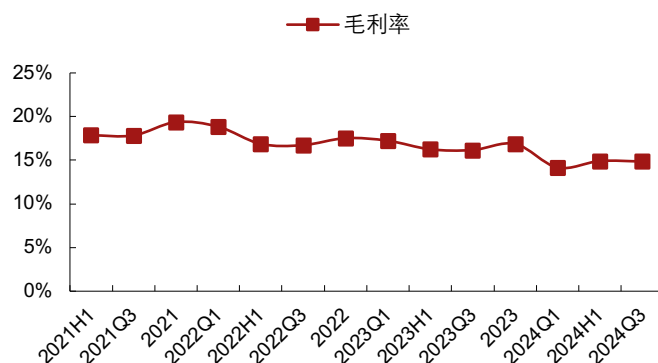
jiahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司营业收入及增速



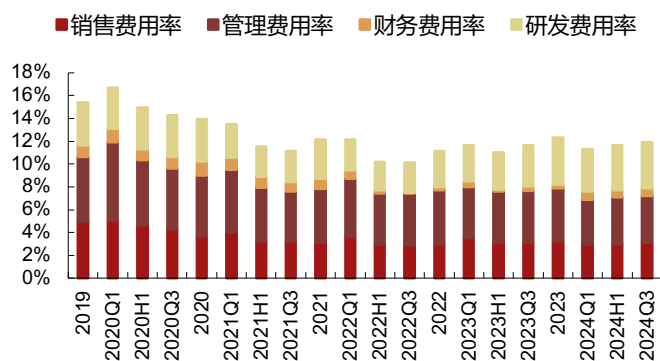
资料来源：iFind，招商证券

图 2 公司总体毛利率



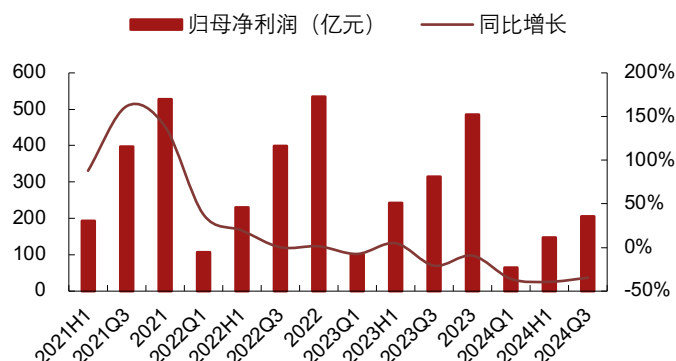
资料来源：iFind，招商证券

图 3 公司期间费用率



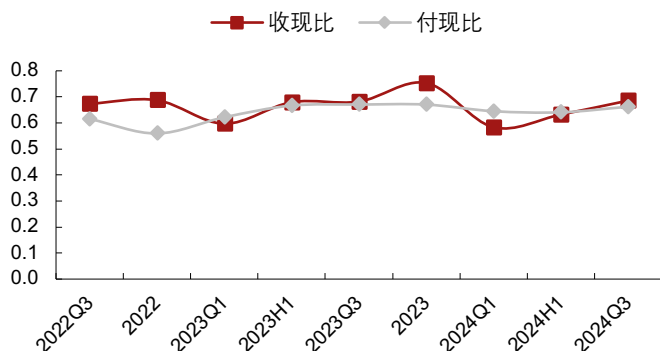
资料来源：iFind，招商证券

图 4 公司归母净利润及增速



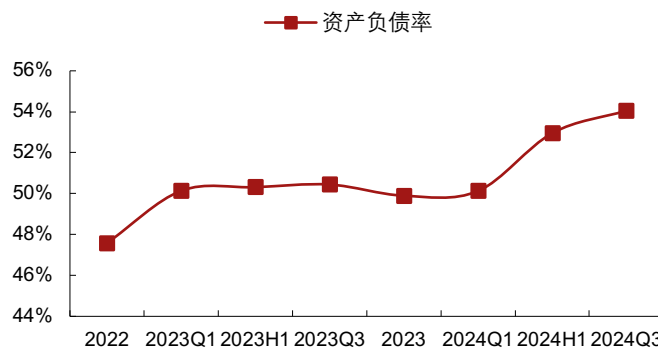
资料来源：iFind，招商证券

图 5 公司收现比与付现比



资料来源：iFind，招商证券

图 6 公司资产负债率



资料来源：iFind，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7096	8152	9119	10167	11081
现金	761	867	1217	1460	1556
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	1475	1565	1681	1856	2036
应收款项	1381	1833	1969	2174	2385
其它应收款	56	67	72	79	87
存货	2925	3334	3655	4018	4383
其他	498	486	524	578	633
非流动资产	4584	4823	4979	5113	5228
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3402	3642	3848	4028	4183
无形资产商誉	486	476	428	385	347
其他	695	705	702	700	698
资产总计	11679	12975	14098	15280	16309
流动负债	3961	4653	5745	6542	7040
短期借款	790	987	2594	3108	3323
应付账款	910	1348	1478	1624	1772
预收账款	222	146	160	175	191
其他	2040	2173	1514	1634	1754
长期负债	1596	1821	1821	1821	1821
长期借款	1130	1386	1386	1386	1386
其他	465	435	435	435	435
负债合计	5557	6474	7567	8363	8861
股本	1076	1397	1397	1397	1397
资本公积金	3523	3245	3245	3245	3245
留存收益	789	1130	1094	1396	1813
少数股东权益	735	730	796	879	992
归属于母公司所有者权益	5387	5772	5736	6038	6455
负债及权益合计	11679	12975	14098	15280	16309

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	766	152	552	536	680
净利润	661	587	380	479	649
折旧摊销	455	491	536	558	577
财务费用	36	95	56	70	76
投资收益	23	50	(54)	(50)	(90)
营运资金变动	(418)	(1066)	(369)	(525)	(537)
其它	10	(4)	3	4	4
投资活动现金流	(601)	(299)	(639)	(643)	(603)
资本支出	(582)	(362)	(693)	(693)	(693)
其他投资	(20)	63	54	50	90
筹资活动现金流	(451)	280	437	350	20
借款变动	(414)	633	842	514	214
普通股增加	2	322	0	0	0
资本公积增加	66	(278)	0	0	0
股利分配	(140)	(308)	(349)	(94)	(119)
其他	34	(89)	(56)	(70)	(76)
现金净增加额	(287)	133	350	243	96

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13080	12736	13681	15105	16567
营业成本	10787	10588	11609	12761	13921
营业税金及附加	82	79	85	94	103
营业费用	381	408	424	453	497
管理费用	628	593	575	619	679
研发费用	415	517	547	604	663
财务费用	34	49	56	70	76
资产减值损失	(88)	53	(35)	(42)	(25)
公允价值变动收益	(3)	2	3	1	2
其他收益	74	130	82	75	64
投资收益	(26)	(50)	(31)	(26)	24
营业利润	709	637	403	511	692
营业外收入	34	22	24	26	29
营业外支出	9	2	2	2	3
利润总额	733	657	425	535	719
所得税	72	71	45	56	69
少数股东损益	126	102	66	83	113
归属于母公司净利润	535	485	314	396	536

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	8%	-3%	7%	10%	10%
营业利润	-3%	-10%	-37%	27%	35%
归母净利润	1%	-9%	-35%	26%	35%
获利能力					
毛利率	17.5%	16.9%	15.1%	15.5%	16.0%
净利率	4.1%	3.8%	2.3%	2.6%	3.2%
ROE	10.4%	8.7%	5.4%	6.7%	8.6%
ROIC	8.0%	6.8%	4.1%	4.8%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	49.9%	53.7%	54.7%	54.3%
净负债比率	21.7%	24.2%	28.2%	29.4%	28.9%
流动比率	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.8	3.4	3.3	3.3	3.3
应收账款周转率	6.4	4.1	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	14.4	9.4	8.2	8.2	8.2
每股资料(元)					
EPS	0.38	0.35	0.22	0.28	0.38
每股经营净现金	0.55	0.11	0.40	0.38	0.49
每股净资产	3.86	4.13	4.10	4.32	4.62
每股股利	0.10	0.25	0.07	0.08	0.12
估值比率					
PE	24.9	27.5	42.4	33.6	24.8
PB	2.5	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	17.5	17.8	20.4	17.9	15.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。