

创新赋能+产能释放，助推业绩增长

2022 年 05 月 02 日

推荐

首次评级

当前价格：

9.86 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：刘小华

执业证号：S0100121120055

电话：021-80508866

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

► **公司公布 2021 年年报。**公司 2021 年度实现营收 120.94 亿元，同比增长 21.92%，归母净利润 5.28 亿元，同比增长 138.60%，扣非归母净利润 4.90 亿元，同比增加 244.34%。单季度看，Q4 实现营收 24.04 亿元，同比降低 27.09%，归母净利润 1.30 亿元，同比增长 87.77%。

► **公司公布 2022 年一季报。**公司 2022 年 Q1 实现营收 30.27 亿元，同比/环比增长 12.77%/25.92%；归母净利润 1.08 亿元，同比增长 37.82%，环比降低 17.12%；扣非归母净利润 1.04 亿元，同比增加 32.59%，环比降低 11.35%。

► **点评：2021 年产品量价齐升，驱动业绩增长**

1) **产量：**公司 2021 年实现硬质合金产量 1.3 万吨，同比增长 24.60%。数控刀片产量 1.03 亿片，同比增长 37.40%。**价格：**2021 年度相关产品市场价格上涨，其中钨精矿价格达到 101,612 元/吨，同比增长 22.96%；APT 价格达到 153,944 元/吨，同比增长 21.25%；钨粉价格达到 237.92 元/千克，同比增长 18.18%；碳化钨粉价格为 235.85 元/千克，同比增长 19.01%。

2) **竞争优势：**公司硬质合金产品门类规格齐全，切削刀具、IT 工具、硬质合金轧辊、精密零件、硬面材料及球齿、钼丝等多品种规模位居中国第一。公司 2021 年硬质合金产量占全国总产量的 27.00%，居全球第一。数控刀片产量占全国产量 25%，国内第一；PCB 微钻全球市场占有率 21%，全球第一。

► **未来核心看点：**公司不断进行产品研发，提升核心竞争力，同时产能持续扩张：2022-2023 年，公司将新增数控刀片产能 2000 万片/年，整体刀具 200 万支/年，光伏钨丝 100 亿米/年。1) 2021 年共有 5 个主要研发项目，其中微型钻头精磨及开槽磨削关键技术研究项目已完成，将提升公司在微钻加工方面的技术领先优势。未来随着其余三项研发项目的完成，公司将在 PCB 自动化水平，浅孔钻、模块式刀具刀杆，注射成型工艺，飞机起落架涂层研究等方面取得重大突破，为公司的创新发展提供动力。2) 产能方面，新增的 2000 万数控刀片预计将于 2022 年四季度投产，届时公司的数控刀片产能将提升至 1.2 亿片。整体刀具项目预计将于 2022-2023 年达产，新增产能 200 万支/年。自硬公司新增年产 100 亿米光伏切割用细钨丝项目开启，预计 2022 年底投产。

► **投资建议：**公司不断提升硬质合金制品、刀具及刀片等产能，加大产品创新，优化产品结构，向高附加值、具有明显竞争优势的产品倾斜。随着下游制造业复苏，需求增长，公司业绩将增厚，我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 6.61/8.22/9.45 亿元，同比分别增加 25.4%/24.3%/15.0%，EPS 分别为 0.62/0.77/0.88 元/股。以 2022 年 4 月 29 日收盘价计算，公司 2022/2023/2024 年的 PE 为 16/13/11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**项目不及预期；技术研发风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,094	13,593	14,707	15,833
增长率 (%)	21.9	12.4	8.2	7.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	528	661	822	945
增长率 (%)	138.6	25.4	24.3	15.0
每股收益 (元)	0.49	0.62	0.77	0.88
PE	20	16	13	11
PB	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价)

目录

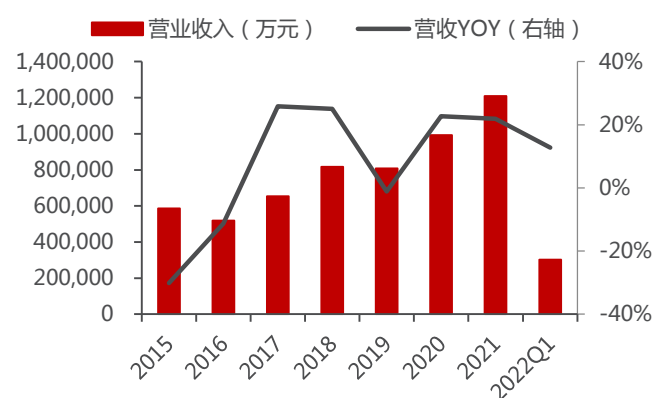
1 事件	3
2 点评：	4
2.1 2021 年产品量价齐升，驱动业绩增长	4
2.2 分季度来看：2021Q4/2022Q1 净利率同比增长 3.89/0.90pct 至 6.49%/4.60%	7
2.3 公司不断进行产品创新、产能扩张	10
3 盈利预测与投资建议	13
3.1 盈利预测假设与业绩拆分	13
3.2 估值分析	14
3.3 投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 事件

公司发布 2021 年报。公司 2021 年度实现营收 120.94 亿元 ,同比增长 21.92% ,归母净利润 5.28 亿元 ,同比增长 138.60% ,扣非归母净利润 4.90 亿元 ,同比增加 244.34%。单季度看 ,Q4 实现营收 24.04 亿元 ,同比降低 27.09% ,归母净利润 1.30 亿元 ,同比增长 87.77%。

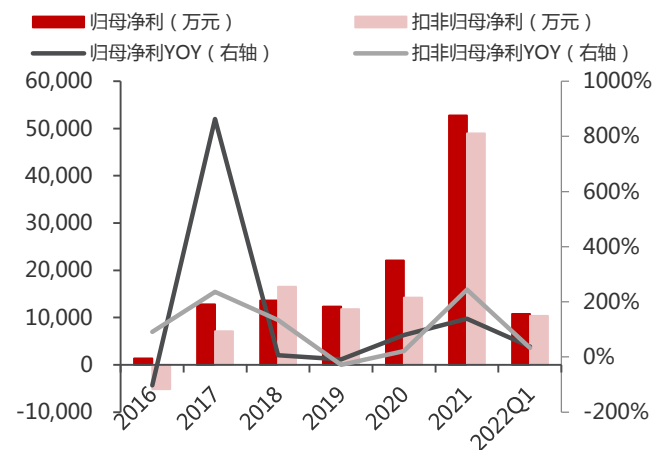
公司发布 2022Q1 季报。公司 2022 年 Q1 实现营收 30.27 亿元 ,同比/环比增长 12.77%/25.92% ;归母净利润 1.08 亿元 ,同比增长 37.82% ,环比降低 17.12% ;扣非归母净利润 1.04 亿元 ,同比增加 32.59% ,环比降低 11.35%。

图 1 : 2021 年 , 公司营收同比增加 21.92%



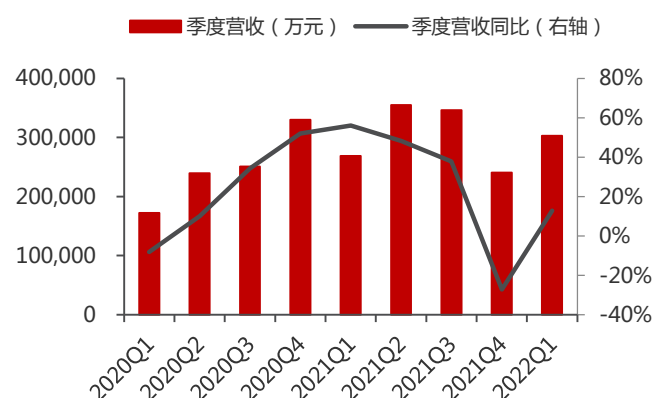
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2 : 2021 年 , 公司归母净利润同比增加 138.60%



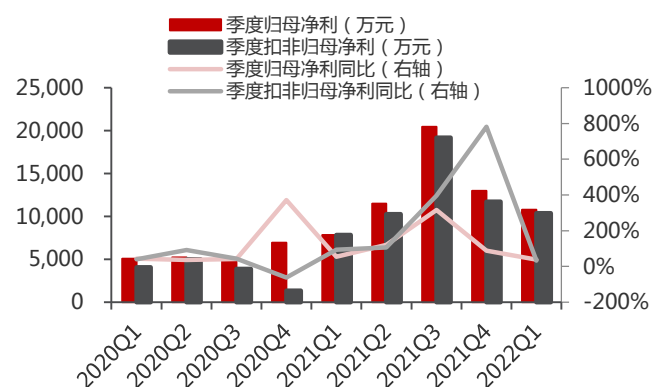
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3 : 公司分季度营收情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4 : 公司分季度归母净利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：

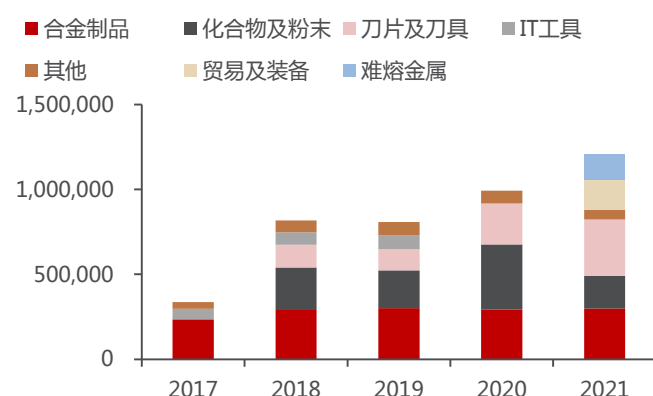
2.1 2021 年产品量价齐升，驱动业绩增长

2021 年，公司营收同比增长 21.92%至 120.94 亿元，其中主营硬质合金行业收入为 118.98 亿元，占比达 98.39%，销售收入占比较去年提升 24.91%。硬质合金行业产品销售看：刀片及刀具收入最大为 33.09 亿元，同比增长 15.04%，营收占比 27.36%；其次为合金制品 29.86 亿元，同比增长 27.83%，营收占比 24.69%；粉末制品 19.36 亿元，同比增长 4.95%，营收占比 16.01%。

产能产量方面：公司 2021 年实现硬质合金产量 1.3 万吨，同比增长 24.60%，占国内硬质合金产量 27%，数控刀片产量 1.09 亿片，同比增长 37.40%，占国内产量的 25%；PCB 微钻产量有所增长，全球市场占有率达到 21%，位居全球第一。2021 年，公司不断提升产能：株硬公司 2000 吨/年高端硬质合金棒型材项目提前 5 个月达产，株钻公司精密工具产业园项目实现全面达标达产，株钻公司数控刀片产能突破 1 亿片，金洲公司微钻扩产至 3.5 亿支技术改造项目提前一年完成产能及效益目标，自硬公司 1000 万片数控刀片项目成功投产。

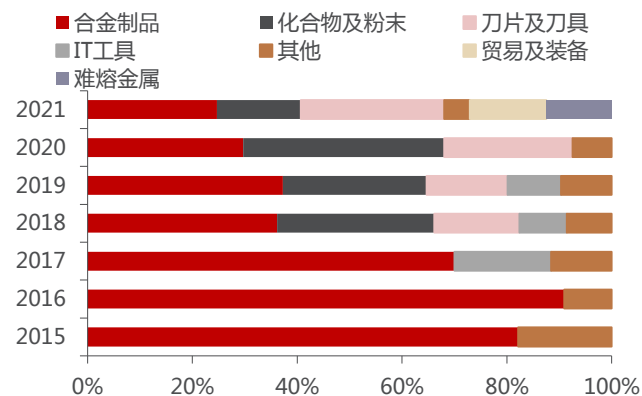
价格方面：2021 年度相关产品市场价格上涨，带动相关业务板块的业绩增长。其中钨精矿价格达到 101,612 元/吨，同比增长 22.96%；APT 价格达到 153,944 元/吨，同比增长 21.25%；钨粉价格达到 237.92 元/千克，同比增长 18.18%；碳化钨粉价格为 235.85 元/千克，同比增长 19.01%。公司是五矿集团旗下钨产业的运营管理平台，受托管理范围内的钨资源储量、钨冶炼年产能均居行业前列，使得公司能够很好应对原材料价格的大幅上涨，同时将涨价传导至下游，实现盈利。

图 5：2021 年公司分产品营收情况（单位：万元）



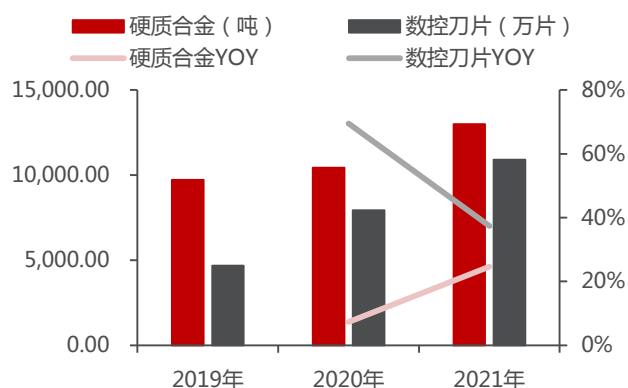
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年公司分产品营收占比



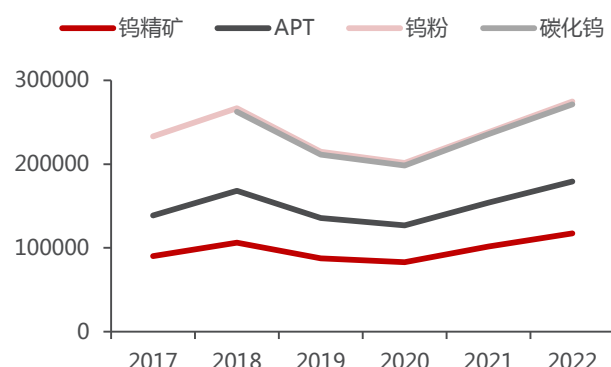
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年公司主要产品产量



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：相关产品市场价格情况（单位：元/吨）

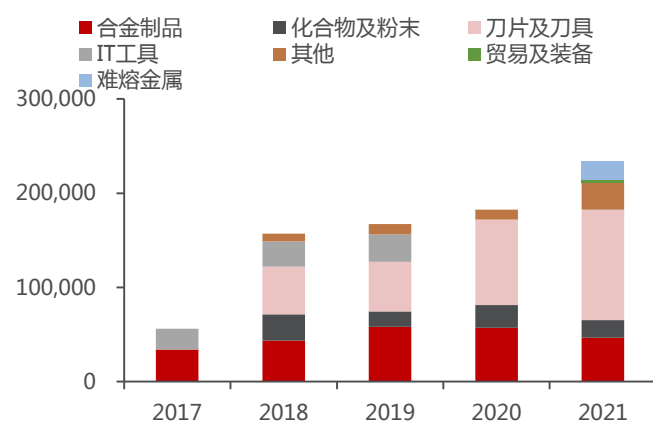


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

2021 年，公司实现毛利 23.43 亿元，同比增长 187.88%，其中刀片及刀具贡献毛利 11.70 亿元，同比增长 28.88%，占总毛利的比例为 49.94%；合金制品毛利为 4.66 亿元，同比降低 18.62%，占比为 19.90%；粉末制品毛利为 1.88 亿元，同比降低 22.14%，占比为 8.01%；难熔金属制品毛利为 1.95 亿元，占比为 8.34%。

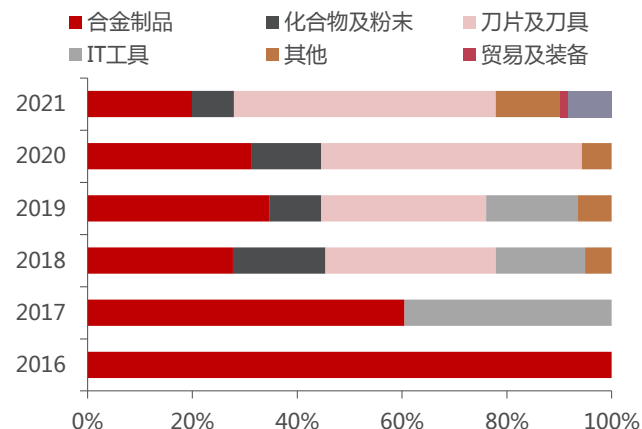
2021 年，公司前端产品碳化钨粉、APT 等价格的上涨，同时公司积极做好做好中间制品的降成本、提高劳动生产率等，粉末产品毛利率实现增长。公司综合毛利率为 19.38%，同比提升 0.97pct，其中粉末制品毛利率实现增长，同比提升 3.36pct 至 9.69%，刀片及刀具、合金制品毛利率分别为 35.37%、15.62%，同比降低 2.04、3.84pct。难熔金属制品毛利率为 12.97%，为新分类产品。

图 9：2021 年公司分产品毛利情况（单位：万元）



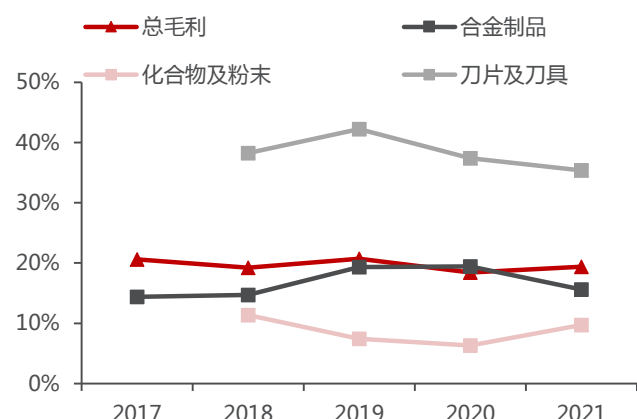
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年公司分产品毛利占比



资料来源：wind，民生证券研究院

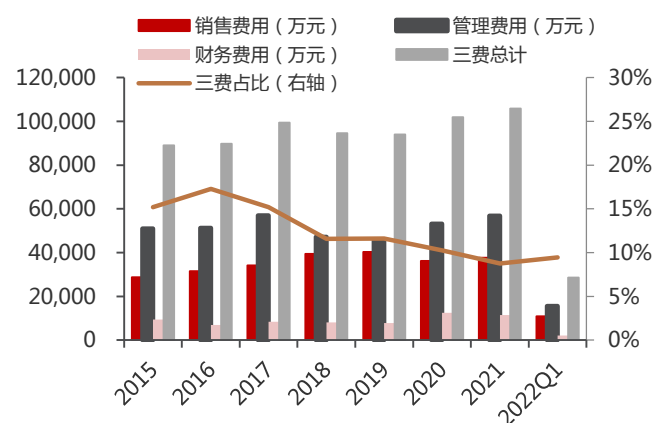
图 11：2021 年公司分产品毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

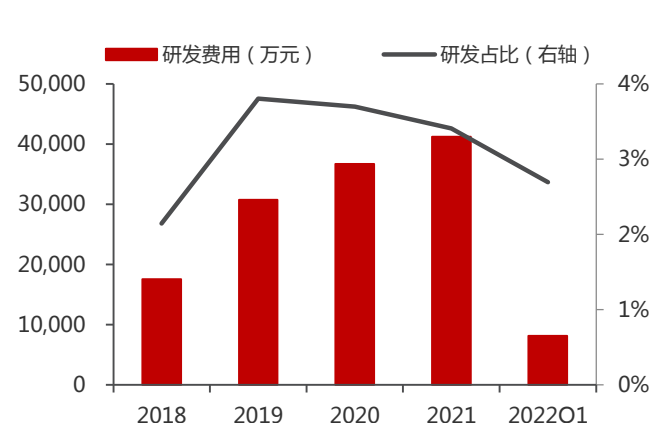
2021 年公司的期间费用率下降 1.81pct 至 12.16%，投资收益及减值损失均同比降低，净利率同比增 2.29pct 至 5.28%。期间费用：期间费用同比增长 6.14%至 14.71 亿元，期间费用率下降 1.81pct 至 12.16%。其中销售费用同比增长 3.79%至 3.76 亿元，主要是佣金及劳务费用、职工薪酬的增加所致。管理费用同比增 6.99%至 5.69 亿元，主要是股权激励政策实施所致。财务费用为 1.14 亿元，同比降低 8.83%，主要是汇兑净收益降低，利息收入降低，贴现利息支出降低所致。研发费用同比增长 12.34%至 4.12 亿元，主要由于公司加大研发投入。**投资净收益及减值损失**：公司投资净收益亏损 378.54 万元，同比降低 441.83%，主要是因为其他项目亏损，同时 2021 年末获得债务重组收益。减值损失共计-1.14 亿元，其中资产减值为-1.09 亿元，同比增亏 18.92%，主要来自存货跌价损失及合同履约成本减值损失增加、以及固定资产减值损失增加；信用减值为-508 万元，同比减亏 84.58%，主要来自应收款坏账损失。**净利率**：虽然期间费用较去年增长，但是期间费用占比下降 1.81pct 至 12.16%，同时公司综合毛利率同比提升 0.97pct 至 19.38%，因此公司净利率同比提升 2.29pct 至 5.28%。

图 12：2021 年公司三费情况



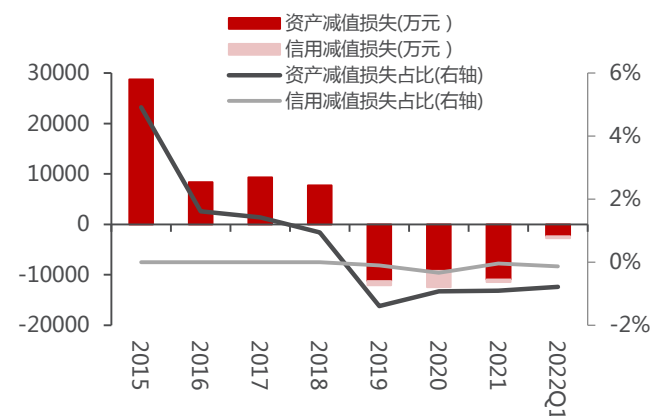
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年公司研发费用情况



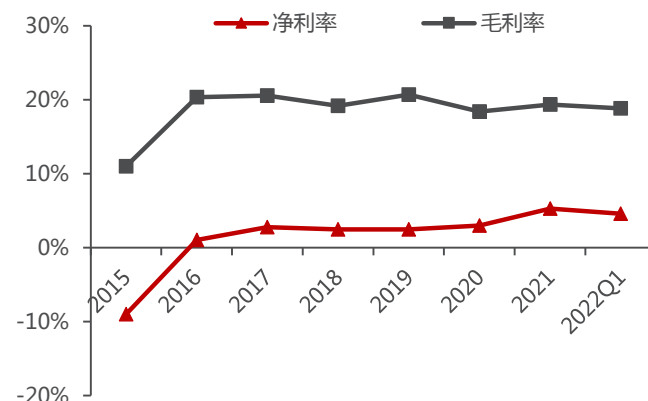
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年公司减值情况



资料来源：wind，民生证券研究院

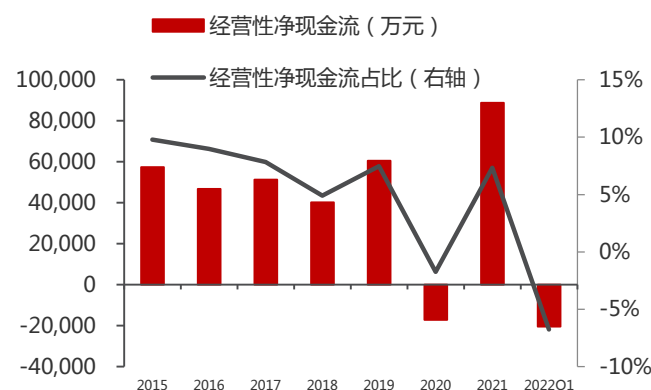
图 15：2021 年公司毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年，公司的经营性净现金流为 8.88 亿元，同比增长 616.55%，公司净资产收益率（摊薄）为 10.74%，大幅提升 5.60pct。经营性净现金流的增长主要来自销售商品收到的现金增长。ROE 的大幅增长来自于公司净利润的增幅（138.6%）大于净资产的增幅（14.19%）。

图 16：2021 年公司经营净现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021 年公司 ROE 情况



资料来源：wind，民生证券研究院

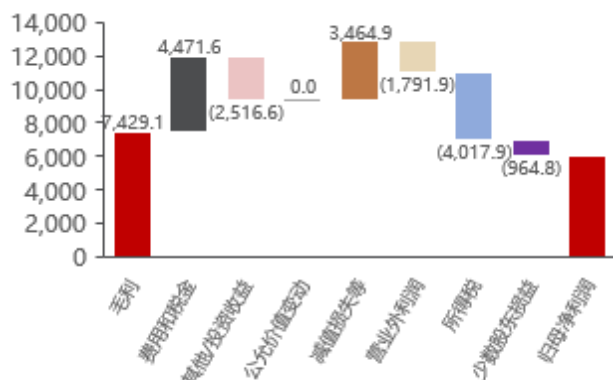
2.2 分季度来看：2021Q4/2022Q1 净利率同比增长 3.89/0.90pct 至 6.49%/4.60%

2021Q4 公司归母净利润同比增长 6074 万元至 1.30 亿元，环比降低 7446 万元。归母净利润的同比增长主要来自毛利润增厚 7429 万元，此外同比增利点在

于费用和税金 (+4472 万元), 减值损失 (+3465 万元), 同比减利点主要在于其他/投资收益 (-2517 万元), 营业外利润 (-1792 万元), 所得税 (-4018 万元) 和少数股东损益 (965 万元)。环比减利点主要在于费用和税金 (-3745 万元), 减值损失 (-1988 万元), 营业外利润 (-290 万元), 所得税 (-2259 万元)。

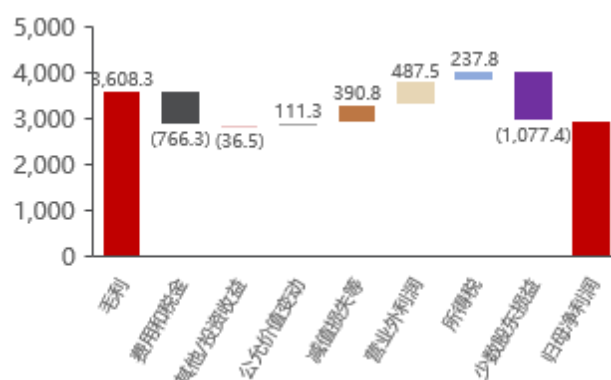
2022Q1 公司归母净利润同比增长 2955 万元至 1.07 亿元, 环比降 2225 万元。归母净利润的同比增长主要来自毛利润增厚 3608 万元, 此外同比增利点主要在于减值损失 (+398 万元), 营业外利润 (+486 万元), 所得税 (+238 万元), 同比减利点主要在于费用和税金 (-766 万元), 其他/投资收益 (-37 万元), 和少数股东损益 (-1077 万元)。归母净利环比减少主要因毛利润降低 4442 万元, 此外减利点还在于其他/投资收益 (-1480 万元), 少数股东损益 (-530 万元)。

图 18 : 2021Q4 公司归母净利润同比增加 6074 万元 (单位: 万元)



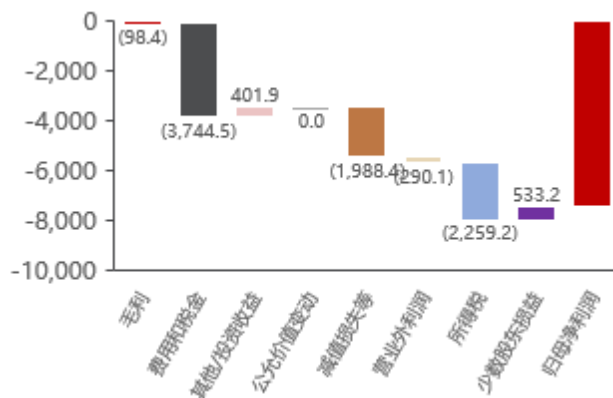
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19 : 2022Q1 公司归母净利润同比增加 2955 万元 (单位: 万元)



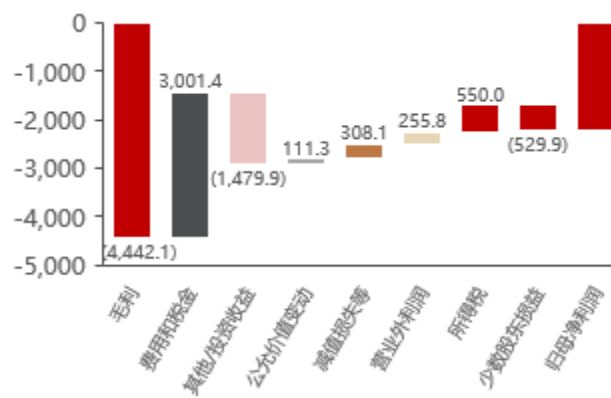
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18 : 2021Q4 公司归母净利润环比降低 7446 万元 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19 : 2022Q1 公司归母净利润环比降低 2225 万元 (单位: 万元)

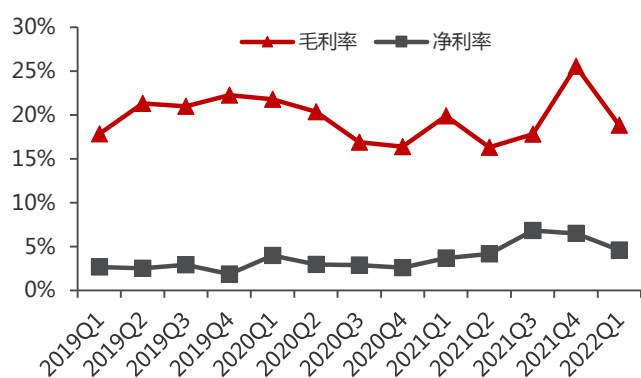


资料来源: wind, 民生证券研究院

2021 年 Q4 公司净利率为 6.49%，同比增 3.89pct，环比减少 0.33pct。期间费用：三费合计 2.39 亿元，同比减少 23.93%、环比减少 9.95%，研发费用为 15314 万元，同比增 23.37%、环比增加 63.34%。期间费用率为 16.3%，同比增加 3pct，环比增加 5.9pct。净利率：虽然公司 2021Q4 期间费用率上升，但综合毛利率为 25.6%，同比增加 9.2pct，环比增加 7.8pct，因此公司净利率同比增加 3.89pct 至 6.49%。

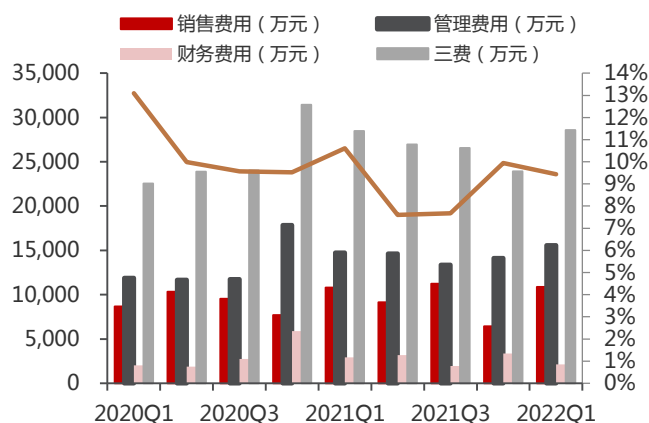
2022 年 Q1 公司净利率为 4.60%，同比增 0.90pct，环比减少 1.90pct。期间费用：三费合计 2.86 亿元，同比增长 0.39%、环比增长 19.53%，研发费用为 8153.97 万元，同比增 5.65%、环比减少 46.75%。期间费用率为 12.1%，同比降低 1.3pct，环比降低 4.2pct。净利率：2022Q1 公司综合毛利率为 18.84%，同比降低 1.06pct，环比降低 6.73pct，因此公司净利率环比降低 1.9pct 至 4.60%，同时因为毛利率同比降幅较小，且期间费用率同比降低，使得净利率同比略提升 0.92pct。

图 18：公司分季度毛利率及净利率



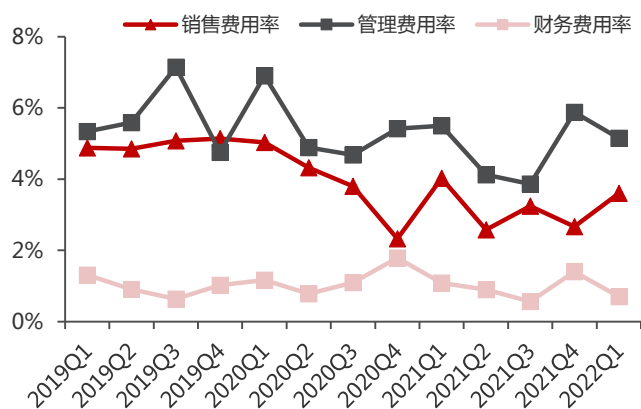
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：公司分季度三费情况



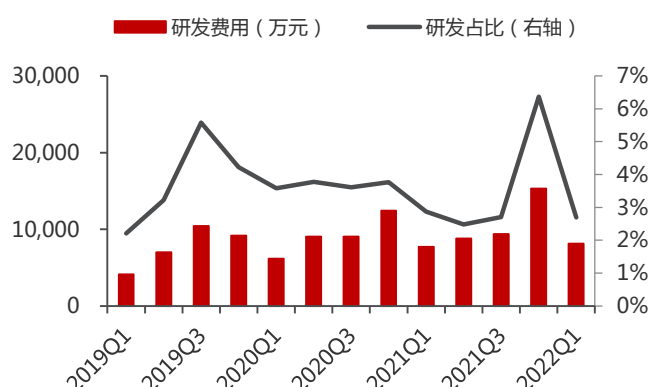
资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：公司分季度三费率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：公司分季度研发费用情况



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 公司不断进行产品创新、产能扩张

公司不断进行产品研发，提升核心竞争力，2021 年共有 5 个主要研发项目，其中有一个项目已完成，三个项目进展顺利。其中微型钻头精磨及开槽磨削关键技术研究项目已完成，将提升公司在微钻加工方面的技术领先优势。未来随着其余三项研发项目的完成，公司将在 PCB 自动化水平，浅孔钻、模块式刀具刀杆，注射成型工艺，飞机起落架涂层研究等方面取得重大突破，为公司的创新发展提供动力。

表 1：公司研发项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
微型钻头精磨及开槽磨削关键技术研究	1.突破 0.01mm 极小径钻头精磨及开槽加工技术，实现 0.01mm 极小径钻头精磨及开槽加工生产；2.突破 30 倍以上超大长径比钻头精磨及开槽加工技术，实现 30 倍以上超大长径比钻头批量稳定生产。	项目已完成	1.通过对全流程分析优化，以及关键加工技术的突破，实现了 0.01mm 极小径钻头的精磨和开槽加工；2.在原有长径比基础上，实现了更大长径比钻头加工技术的突破，进一步满足客户需求，提升公司核心竞争力。	提升了金洲公司在磨削方面的关键核心技术，扩大公司在微钻加工方面的技术领先优势。
PCB 钻房自动化系统开发	解决行业内钻孔配针房主要作业流程依靠人工、钻针取用登记效率低、刀具用量统计和钻磨针回收分类费工费时、不同磨次钻针易混料、配针等待时间长且配针差错率高等问题。	项目在研，进展顺利；报告期内完成了一代机的研发和试用。	1.设计、开发钻针智能管理软件平台；2.设计、开发硬件设备，在硬件上满足刀具智能管理软件平台的功能需求。	提升金洲公司在 PCB 客户端的自动化、数字化水平，与 PCB 客户形成更为紧密的合作共赢关系，为提高 PCB 行业的自动化水平贡献金洲方案和金洲力量。
数字化高精度浅孔钻及模块式刀具研究	打破国外高精度浅孔钻和模块式刀具在国内的垄断地位，解决高端制造领域卡脖子技术难题，替代国外先进刀具，提高国产道具在先进装备制造中的应用能力和市场占有率	项目在研，进展顺利。	1.可换式涂层铣刀刀头与刀体的接口精度、可换式涂层钻头刀头与刀体的接口精度、接口专机制造精度分别达到相关精度指标要求；2.模块式铣刀质量合格率、模块式钻头质量合格率分别达到公司内部质量控制标准。	形成一定规模的浅孔钻、模块式刀具刀杆稳定生产能力。
典型产品注射成型工艺产业化	攻关注射成型工艺，提升复杂产品成型能力，为产品的创新设计提供工艺支撑。	项目在研，进展顺利。	1.以产品扩展带动生产量的提升，实现一定规模的注射成型高端产品生产能力；2.解决成型口加热及自动化上下料问题，实现注射成型模具工艺的自动化生产。	注射成型工艺将全面提升株钻公司复杂结构产品的成型能力，缩小与国外刀具生产商间的技术差距，提高株钻公司高端产品的竞争力。
飞机起落架涂层材料及涂层制备关键核心技术研究	研究飞机起落架用喷涂材料到涂层制备技术、涂层应用、涂层材料及涂层批准等关键核心技术，实现起落架涂层材料及涂产业链供应链自主可控能力，解决“卡脖子”的关键核心技术。	完成项目立项，技术方案的制定及小批试验。	通过飞机起落架用喷涂材料、喷涂材料评估、喷涂艺、涂层加工的研究，建立从飞机起落架用喷涂材料制备、喷涂材料评估、喷涂工艺、涂层评估、涂层制备工艺技术体系。建立飞机起落架用喷涂材料、涂层、喷涂材料和涂层评估标准体系。	通过该项目的实施，深化技术沉淀，增强技术能力，首先实现喷涂粉材料向高端升级，未来还将发展航空关键零部件制造和服务，在该领域真正进入世界一流行列。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年公司完成 2000 吨/年高端硬质合金棒型材项目以及株钻公司精密产业园项目 2 个重大投资项目，同时金洲微钻扩产至 3.5 亿支，自硬公司 1000 万片数控刀片项目投产。1) 株硬公司 2000 吨/年高端硬质合金棒型材项目提前 5 个月达产，全年产量超出年度任务的 27%。该项目的完成将提升株硬公司 PCB 用棒材和工具棒材等主导系列产品的技术含量和附加值，有望使相关产品的力学性能和切削性能达到国际先进水平。2) 株钻公司精密工具产业园项目 2021 年全面达产，其传统刀片、数控刀具厂房荣获“国家优质工程奖”。株钻公司数控刀片新增 2,000 万片，年产达到 8,000 万片；整体硬质合金刀具新增 200 万支，年产达到 800 万支；数控刀具新增 40 万件，年产达到 60 万件。3) 金洲公司微钻扩产至 3.5 亿支技术改造项目通过优化设计、精细组织，提前一年完成产能及效益目标。4) 自硬公司 1000 万片数控刀片项目成功投产。

表 2：2021 年完成的重大项目情况

项目名称	投资方式	是否为固定资产投资	投资项目涉及行业	本报告期投入金额(亿元)	截至报告期末累计实际投入金额(亿元)	资金来源	项目进度	预计收益(亿元)	截止 2021 年底累计实现的收益(亿元)
精密工具产业园建设项目	自建	是	硬质合金	0.80	7.83	企业自筹	100%	2.34	2.79
2000 吨/年高端硬质合金棒型材生产线技术改造项目	自建	是	硬质合金	0.40	2.66	企业自筹	100%	0.70	0.71
合计	--	--	--	1.20	10.49	--	--	3.04	3.50

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022-2023 年，公司将新增数控刀片产能 2000 万片/年，整体刀具 200 万支/年，光伏钨丝 100 亿米/年，以及随着棒材、碳化钨粉扩能项目完成，也将贡献增量。新增的数控刀片中 1000 万片来自株钻公司，1000 万片来自自硬公司，预计将于 2022 年四季度投产，届时公司的数控刀片产能将提升至 1.2 亿片。整体刀具项目预计将于 2022-2023 年达产，新增产能 200 万支/年。此外公司大力开拓新产品光伏用细钨丝-自硬公司新增年产 100 亿米光伏切割用细钨丝项目开启，预计 2022 年底投产。细钨丝应用于光伏发电行业的硅片切割，可以大幅提高切割效率，减少原料损耗，降低成本。钨丝替代钢丝作为金刚线的母线应该是未来发展的大趋势。其他在建工程还包括 1000 吨棒材扩能改造项目，3000 吨高质量细 WC 扩能项目。项目的建成将为公司贡献更多产能增量，增厚业绩。

表 3：重要在建项目

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
大异分厂 1000 吨棒材扩能改造项目	7,373.20	4.92%	4.92%	其他

粉末事业部 3000 吨高质量细 WC 扩能项目	3,127.00	49.68%	49.68%	其他
株钻公司新增 1000 万片数控刀片技术改造 项目	7,760.00	-	预计 2022 年 4 季度投产	自筹
株钻公司新增整体刀具 200 万支/年	7,480.00	-	计划于 2022 年 3 月启动, 建设期 13 个月	自筹
自硬公司数控刀片生产线扩能改造项目	9,316.00	-	预计 2022 年 4 季度投产	自筹
自硬公司新增年产 100 亿米细钨丝扩能改造 项目	9,792.00	-	2022 年 3 月项目已启动, 项目建设期为 9 个月	自筹

资料来源:公司公告, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业绩拆分

假设公司 2022-2024 年，硬质合金、刀片刀具等产品销量逐年提升，年均复合增速分别为 4%、7%。价格方面，假设公司 2022-2024 年，硬质合金、刀片刀具的价格上涨，年均复合增速分别为 5.45%、5.36%。公司降本增效，综合毛利率水平略有提升。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 6.61/8.22/9.45 亿元，EPS 分别为 0.62/0.77/0.88 元/股。

表 4：分产品业务主营收入、成本与毛利

	2021A	2022E	2023E	2024E
硬质合金营收（万元）	298,557.65	341,262.06	362,817.52	389,024.33
硬质合金成本（万元）	251,927.15	287,615.66	305,419.79	327,091.66
硬质合金毛利（万元）	46,630.50	53,646.40	57,397.73	61,932.67
刀片及刀具营收（万元）	330,915.41	388,869.14	431,534.61	476,112.95
刀片及刀具成本（万元）	213,883.46	250,937.26	278,037.75	306,283.46
刀片及刀具毛利（万元）	117,031.95	137,931.88	153,496.86	169,829.49
粉末营收（万元）	193,588.38	203,267.80	213,431.19	224,102.75
粉末成本（万元）	174,823.18	181,816.11	189,088.75	196,652.30
粉末毛利（万元）	18,765.20	21,451.69	24,342.44	27,450.45
难熔金属营收（万元）	150,644.35	180,773.22	207,889.20	228,678.12
难熔金属成本（万元）	131,110.93	156,022.01	177,865.09	193,872.95
粉末毛利（万元）	19,533.42	24,751.21	30,024.12	34,805.18

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

表 5：2022-2024 年盈利预测结果

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	12,093.58	13,592.63	14,706.50	15,832.54
同比	67.96%	12.40%	8.19%	7.66%
营业成本（百万元）	9,750.17	10,882.89	11,713.38	12,542.78
同比	66.43%	11.62%	7.63%	7.08%
毛利率	19.38%	19.94%	20.35%	20.78%
净利润（百万元）	638.58	826.74	1,027.28	1,181.73
同比	77.22%	29.47%	24.26%	15.03%
净利率	5.28%	6.08%	6.99%	7.46%
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	527.58	661.39	821.83	945.39
同比	92.24%	25.36%	24.26%	15.03%
每股收益（元）	0.49	0.62	0.77	0.88
市盈率	20	16	13	11

资料来源：民生证券研究院测算

3.2 估值分析

目前公司主营业务为硬质合金制品,刀具刀片产品等生产与销售,我们选择 3 家部分业务相同的 A 股企业:厦门钨业、欧科亿、华锐精密作为可比公司。以 2022 年 4 月 29 日收盘价计算,同行业 3 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 22/16/12 倍,中钨高新的 PE 为 16/13/11 倍,低于同行业平均水平。

表 6：同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价	EPS				PE			
		2022/4/29	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000657.SZ	中钨高新	9.86	0.49	0.62	0.77	0.88	33	16	13	11
	均值						34	22	16	12
600549.SH	厦门钨业	15.76	0.83	1.28	1.52	1.69	27	19	12	10
688308.SH	欧科亿	48.00	2.22	2.86	3.82	4.90	32	22	17	13
688059.SH	华锐精密	97.00	3.69	4.95	6.83	9.18	43	26	20	14

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

注：厦门钨业为已覆盖公司，其他可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 29 日

3.3 投资建议

公司不断提升硬质合金制品、刀具及刀片等产能,加大产品创新,优化产品结构,向高附加值、具有明显竞争优势的产品倾斜。随着下游制造业复苏,需求增长,公司业绩将增厚,我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 6.61/8.22/9.45 亿元,同比分别增加 25.4%/24.3%/15.0%,EPS 分别为 0.62/0.77/0.88 元/股。以 2022 年 4 月 29 日收盘价计算,公司 2022/2023/2024 的 PE 为 16/13/11 倍,首次覆盖,给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目不及预期风险。公司在建项目如果不能如期完成，或将影响产品产能释放，进而对业绩造成一定影响。

2) 技术研发风险。高端硬质合金技术研发投入成本高，能否取得理想的技术成果以及取得相应技术成果的时间都存在较大的不确定性；同时，同行业公司普遍重视研发投入，产品科研与技术水平的竞争更加激烈。

3) 下游需求不及预期风险。国内外疫情等因素可能导致全球经济复苏节奏缓慢，导致下游制造业需求领域放量不及预期，影响公司产品销量，从而影响业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,094	13,593	14,707	15,833
营业成本	9,750	10,883	11,713	12,543
营业税金及附加	76	93	97	105
销售费用	376	482	503	540
管理费用	569	685	706	770
研发费用	412	485	520	558
EBIT	866	964	1,167	1,317
财务费用	114	68	53	29
资产减值损失	-109	-20	-19	-17
投资收益	-4	-2	-2	-3
营业利润	732	957	1,179	1,357
营业外收支	-7	-3	-3	-3
利润总额	725	954	1,176	1,354
所得税	86	127	149	173
净利润	639	827	1,027	1,182
归属于母公司净利润	528	661	822	945
EBITDA	1,349	1,531	1,781	1,935

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	969	1,159	1,668	2,381
应收账款及票据	1,229	1,370	1,483	1,596
预付款项	133	149	160	172
存货	2,810	3,131	3,370	3,608
其他流动资产	537	584	622	662
流动资产合计	5,677	6,393	7,303	8,420
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,116	3,276	3,420	3,507
无形资产	506	496	487	476
非流动资产合计	4,141	4,316	4,481	4,588
资产合计	9,818	10,710	11,784	13,007
短期借款	456	500	500	500
应付账款及票据	589	639	688	737
其他流动负债	1,790	1,821	1,869	1,918
流动负债合计	2,835	2,960	3,057	3,155
长期借款	973	873	783	687
其他长期负债	376	416	456	496
非流动负债合计	1,349	1,289	1,239	1,183
负债合计	4,184	4,249	4,296	4,338
股本	1,074	1,074	1,074	1,074
少数股东权益	721	887	1,092	1,328
股东权益合计	5,634	6,461	7,488	8,670
负债和股东权益合计	9,818	10,710	11,784	13,007

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.92	12.40	8.19	7.66
EBIT 增长率	87.45	11.35	21.05	12.79
净利润增长率	138.60	25.36	24.26	15.03
盈利能力 (%)				
毛利率	19.38	19.94	20.35	20.78
净利润率	5.28	6.08	6.99	7.46
总资产收益率 ROA	5.37	6.18	6.97	7.27
净资产收益率 ROE	10.74	11.87	12.85	12.88
偿债能力				
流动比率	2.00	2.16	2.39	2.67
速动比率	0.96	1.05	1.23	1.47
现金比率	0.34	0.39	0.55	0.75
资产负债率 (%)	42.61	39.67	36.46	33.35
经营效率				
应收账款周转天数	34.22	34.00	34.00	34.00
存货周转天数	105.19	105.00	105.00	105.00
总资产周转率	1.23	1.27	1.25	1.22
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.62	0.77	0.88
每股净资产	5.25	6.02	6.97	8.07
每股经营现金流	0.83	1.00	1.36	1.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	20	16	13	11
PB	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.08	7.87	6.45	5.54
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	639	827	1,027	1,182
折旧和摊销	483	566	613	618
营运资金变动	-483	-446	-303	-306
经营活动现金流	888	1,073	1,458	1,608
资本开支	-506	-763	-799	-744
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-506	-767	-803	-749
股权募资	69	0	0	0
债务募资	-218	-16	-50	-56
筹资活动现金流	-300	-116	-145	-146
现金净流量	49	190	509	713

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 21.92%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 138.60%	3
图 3：公司分季度营收情况	3
图 4：公司分季度归母净利润情况	3
图 5：2021 年公司分产品营收情况（单位：万元）	4
图 6：2021 年公司分产品营收占比	4
图 8：2021 年公司主要产品产量	5
图 7：相关产品市场价格情况（单位：元/吨）	5
图 9：2021 年公司分产品毛利情况（单位：万元）	5
图 10：2021 年公司分产品毛利占比	5
图 11：2021 年公司分产品毛利率	6
图 12：2021 年公司三费情况	6
图 13：2021 年公司研发费用情况	6
图 14：2021 年公司减值情况	7
图 15：2021 年公司毛利率情况	7
图 16：2021 年公司经营净现金流	7
图 17：2021 年公司 ROE 情况	7
图 18：2021Q4 公司归母净利润同比增加 6074 万元（单位：万元）	8
图 19：2022Q1 公司归母净利润同比增加 2955 万元（单位：万元）	8
图 18：2021Q4 公司归母净利润环比降低 7446 万元（单位：万元）	8
图 19：2022Q1 公司归母净利润环比降低 2225 万元（单位：万元）	8
图 18：公司分季度毛利率及净利率	9
图 19：公司分季度三费情况	9
图 20：公司分季度三费率情况	9
图 21：公司分季度研发费用情况	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司研发项目情况	10
表 2：2021 年完成的重大项目情况	11
表 3：重要在建项目	11
表 4：分产品业务主营收入、成本与毛利	13
表 5：2022-2024 年盈利预测结果	13
表 6：同行业上市公司估值对比	14
公司财务报表数据预测汇总	16

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001