

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 行业走出阴霾, 公司业绩有望触底回升

### 报告摘要:

下游需求不振和泛亚库存压制三季度钨价, 导致公司业绩大幅下滑。三季度钨精矿价格最低跌至 7.3 万/吨, 跌破大部分主流矿山成本线。需求不振和泛亚库存释放担忧两个因素相互叠加导致三季度钨价大幅下滑。受价格影响, 主要产品毛利水平出现下滑。公司发布三季度业绩预告, 第三季度归母净利润预计为-3,852.08 万元至 614.88 万元, 同比去年大幅下滑。

泛亚库存宣告落地, 明年需求或有边际改善。泛亚 2.83 万吨 APT 库存以 11.53 万元/吨的价格拍卖。泛亚库存落地之后, 原料价格一路上行, 回至年初水平。受到今年钨价大幅下滑影响, 部分矿山关停, 预计今明两年总体开采量有所减少。需求部分, 今年以来硬质合金产量有所下滑, 主要是在棒材产品部分。2019 年上半年 51 家统计企业硬质合金总产量 15776 吨, 同比下降 8.11%。其中棒材统计产量 3901 吨, 同比下降 28%。主要下滑点在于棒材部分。下半年手机出货量和汽车销量下滑幅度开始收窄, 硬质合金下游需求未来有望止跌企稳。未来硬质合金下游需求有望止跌, 叠加 5G 基站放量对 PCB 刀具的需求, 明年边际上会改善整体的下游需求情况。

公司全产业链布局, 未来有望逐步走出阴霾。公司向上下游产业链延伸: 1、收购江西翔鹭 100% 股权, 向矿端布局, 并且江西翔鹭正在进行厂区重建, 在原来产能基础上进行适当重建扩产, 未来有望再建一个潮州翔鹭; 2、碳化钨粉仍为公司目前主要赢利点, 碳化钨粉产能仍在扩产中; 3、两次募投项目均向下游发展, 未来硬质合金及下游刀具产品将成为公司重要发力点

盈利预测及投资建议: 三季度钨价大幅下滑, 公司盈利同比大幅减少, 因故调低今年业绩预期。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.6、1.18、1.41 亿元; EPS 分别为 0.22、0.43、0.51 元, 以 2019 年 10 月 25 日股价对应 P/E 为 61.03、30.93、25.73X, 给予买入评级。

风险提示: 江西翔鹭生产状况不及预期; 募投项目不及预期。

### 股票数据 2019/10/25

6 个月目标价 (元)	15.00
收盘价 (元)	13.22
12 个月股价区间 (元)	12.83 ~ 25.33
总市值 (百万元)	3,630
总股本 (百万股)	275
A 股 (百万股)	275
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-20%	-6%	39%
相对收益	-21%	-7%	17%

### 相关报告

- 《翔鹭钨业: 利空有望逐步消除, 公司业绩重回正轨》-20190831
- 《翔鹭钨业 (002842): 矿山有序投产, 硬质合金工具利润可期》-20190507
- 《业绩同比大幅增加, 未来有望继续放量》-20181101
- 《翔鹭钨业: 利空有望逐步消除, 公司业绩重回正轨》-20190831

证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

研究助理: 胡英豪

执业证书编号: S05501118080063

13122682883 huyec@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	976	1,675	1,451	1,670	1,750
(+/-)%	36.53%	71.67%	-13.39%	15.08%	4.81%
归属母公司净利润	69	107	60	118	141
(+/-)%	20.61%	54.63%	-44.05%	97.32%	20.21%
每股收益 (元)	0.25	0.39	0.22	0.43	0.51
市盈率	175.06	39.03	61.03	30.93	25.73
市净率	15.61	4.88	3.58	3.21	2.85
净资产收益率 (%)	8.92%	12.51%	5.87%	10.37%	11.09%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	100	170	275	275	275

## 目 录

<b>1. 行业寒冬已过，公司业绩走出阴霾.....</b>	<b>4</b>
1.1. 三季度行业经历短暂寒冬.....	4
1.2. 公司业绩受价格影响出现下滑.....	4
1.3. 泛亚库存落地，行业重回正轨.....	5
<b>2. 明年需求端或企稳，钨价有望维持.....</b>	<b>6</b>
2.1. 供给端未来呈现平衡态势.....	6
2.1.1. 近年来国内钨精矿开采数量有所下滑.....	7
2.1.2. 国外矿山无大项目投产.....	11
2.2. 需求端边际变化为主要关注点.....	12
2.3. 供需平衡情况.....	16
<b>3. 全产业链布局，上下游扩张增强盈利能力.....</b>	<b>17</b>
3.1. 收购江西翔鹭 100% 股权，向矿端布局.....	18
3.2. 碳化钨粉为目前主要赢利点，公司产品质量受业内认可.....	20
3.3. 两次募投项目均向下游发展，未来成为公司重要发力点.....	23
<b>4. 盈利预测及风险提示.....</b>	<b>25</b>
4.1. 盈利预测.....	25
4.2. 风险提示.....	25

## 表格目录

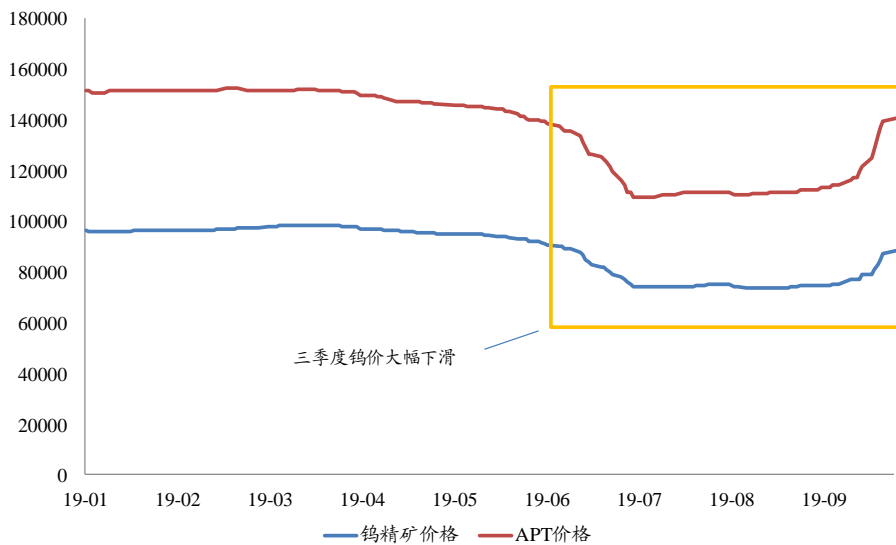
表 1: 2017 年钨精矿产量前 10 名 (WO <sub>3</sub> ,65%, 标吨)	8
表 2: 国内钨精矿开采指标和实际开采情况	9
表 3: 钨产业相关政策与规划	9
表 4: 国内钨精矿开采配额及产量 (折 65%WO <sub>3</sub> , 万吨)	11
表 5: 海外排名前 15 的优先钨矿项目	12
表 6: 2019 年上半年全国硬质合金行业统计数据汇总	15
表 7: 2019 年上半年全国硬质合金行业统计数据汇总	16
表 8: 2016-2019 年供需平衡情况	17
表 9: 隆鑫泰原股东情况	20
表 10: 公司 2018 年产能情况	20
表 11: 公司碳化钨粉产品	22
表 12: 公司产品获优质顾客认可	22
表 13: 2017 年度刀具行业可比公司相关产品毛利率情况	23
表 14: 扩产后公司的硬质合金产能情况	24
表 15: 扩产后公司的硬质合金刀具产能情况	25

## 1. 行业寒冬已过，公司业绩走出阴霾

### 1.1. 三季度行业经历短暂寒冬

下游需求不振和泛亚库存压制三季度钨价。三季度钨精矿价格最低跌至 7.3 万/吨，跌破大部分主流矿山成本线。根据安泰科统计，2019 上半年，硬质合金分会统计 51 家硬质合金产量 15776 吨，同比减少 8.11%。此外，昆明泛亚金属交易所 2.83 万吨 APT 进行拍卖，预计影响 3-4 个月市场供应量。需求不振和库存释放担忧两个因素相互叠加导致三季度钨价大幅下滑。

图 1: 今年前三季度钨原料价格走势

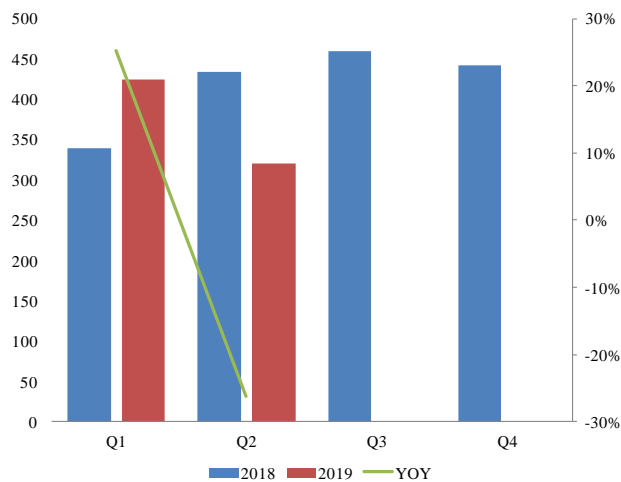


数据来源： 亚洲金属网，东北证券

### 1.2. 公司业绩受价格影响出现下滑

上市以来公司营收首次出现同比下滑。二季度后半季度市场钨价即出现下跌，公司业绩受此影响较大，公司营收自上市以来首次出现同比下滑。公司二季度营收为 3.2 亿，同比下滑 26.2%。预计三季度数据同比下滑幅度更为严重。

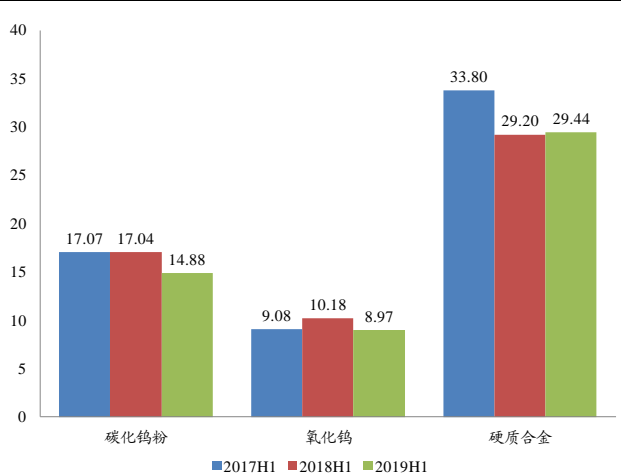
图 2: 公司 2018 年以来单季度营收情况



数据来源: Wind, 东北证券

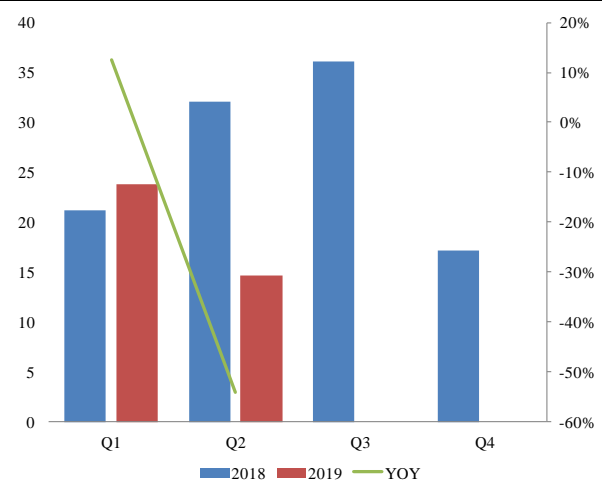
受价格影响, 主要产品毛利水平出现下滑。公司主要产品碳化钨粉、氧化钨粉、硬质合金等产品毛利率不同程度上均出现下滑。其中作为公司主要盈利贡献产品的碳化钨粉毛利水平从 17 个点下滑至 14.88 个点, 对公司盈利水平影响较大。我们可以看到, 公司二季度的归母净利润仅为 1469 万, 同比下滑 54.2%。公司发布三季度业绩预告, 第三季度归母净利润预计为-3,852.08 万元至 614.88 万元, 同比去年大幅下滑。

图 3: 公司主要产品毛利水平



数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 公司 2018 年以来单季度归母净利润情况



数据来源: Wind, 东北证券

### 1.3. 泛亚库存落地, 行业重回正轨

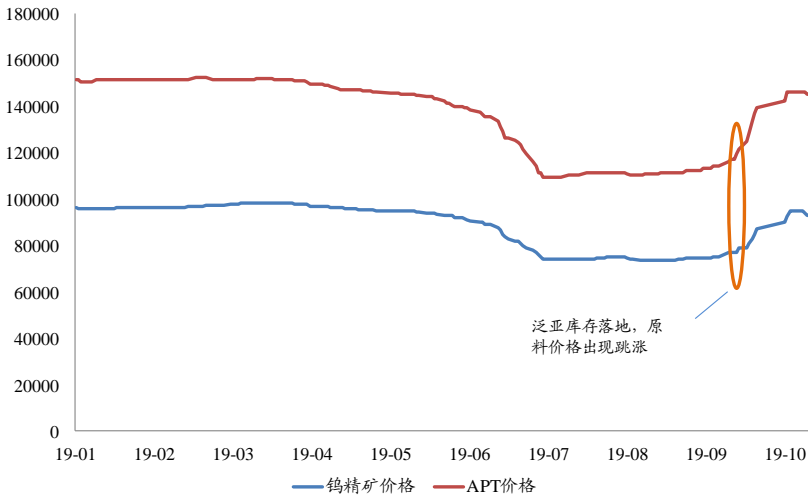
泛亚库存宣告落地, 成交价格接近市场价。2019 年 9 月 17 日, 云南省昆明市中级人民法院关于泛亚 2.83 万吨 APT 的拍卖宣告落地。洛阳栾川钼业集团销售有限公司拍得所有标的物, 最终成交价为 32.68 亿元 (约合 11.53 万元/吨), 相比起拍价 24.48 亿元 (约合 8.64 万元/吨) 提高 33.5%。泛亚库存落地之后, 成交价格接近市场价, 为 APT 价格提供一个强支撑。

泛亚库存拍卖价格基本可以认为是市场底。洛钼拍到泛亚库存的价格折合市场价 11.53 万元/吨, 根据市场上一般的计算公式,  $APT \text{ 价格} = \text{钨精矿价格} * 1.43 + 1.5$ ,

往回倒算，钨精矿价格在 7 万附近，基本上也是到了主流矿山成本线的下限。

**原料价格一路上行，回至年初水平。**泛亚库存落地以后，受洛钼拍下库存的高价影响，市场情绪比较振奋，加上洛钼并未将库存在市场上抛售，供给短缺带来价格跳涨，短短一个月内，原料端价格恢复到年初水平。目前价格有所企稳，预计未来将在现在的价位上进行盘整。

图 5: 年初以来钨原料价格走势



数据来源：亚洲金属网，东北证券

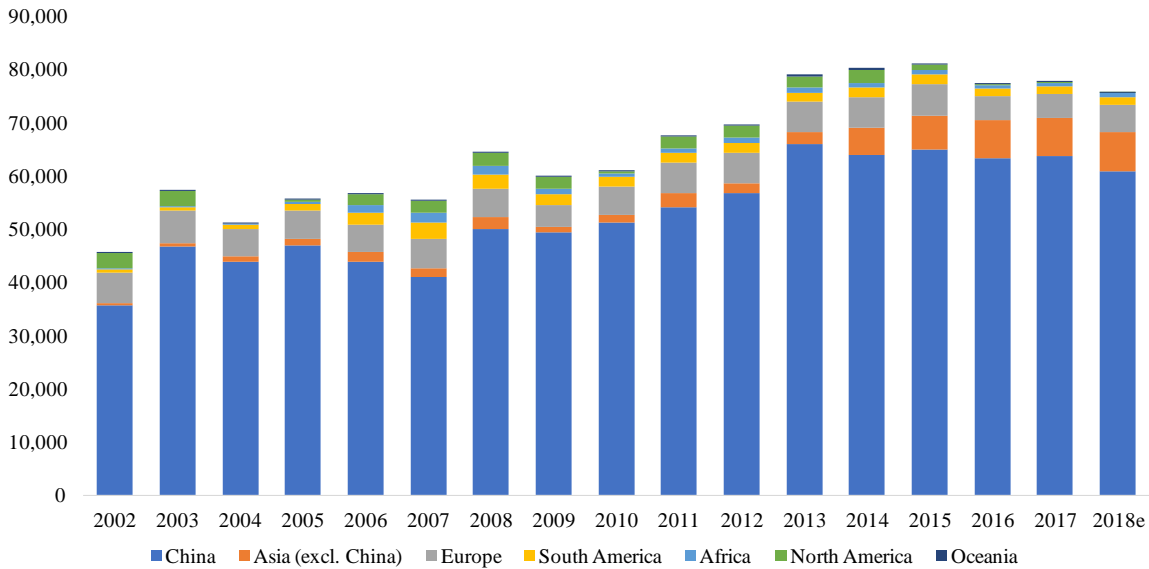
**下游需求有所下滑，未来关注点应落在硬质合金棒材下游需求是否能够回暖。**根据安泰科统计，2019 上半年，硬质合金分会统计 51 家硬质合金产量 15776 吨，同比减少 8.11%。其中硬质合金下游中，硬质合金棒材产量上半年实际下降 28%，切削刀片产量下降 2.5%，矿用合金产量增长 5%，耐磨零件产量增长 0.8%。未来应重点关注硬质合金棒材下游需求是否能够回暖。

## 2. 明年需求端或企稳，钨价有望维持

### 2.1. 供给端未来呈现平衡态势

**近三年全球钨精矿供给保持平稳。**全球钨精矿供给自 2013 年突破 80000 吨(钨金属)，一直维持在 80000 吨(钨金属)以上，2015 年达到最高值，而后略有下滑，近三年呈持平态势，大数维持在 84000 吨(钨金属)附近。

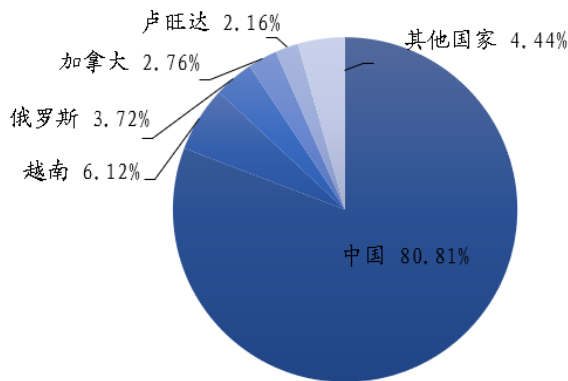
图 6: 2002-2018 年全球钨精矿产量 (金属吨)



数据来源: Roskill, 东北证券

中国为全球钨精矿的主要生产国, 生产占比超过 80%。中国钨精矿产量对世界钨精矿总产量影响最大。2017 年世界钨精矿产量 83396 吨 (钨金属), 中国产量为 67396 吨, 占世界产量的 80.81%。中国以外地区对全球钨矿贡献量仅占 20%, 主要来自越南, 俄罗斯及欧洲。

图 7: 2017 年世界各国 (地区) 钨精矿产量占比



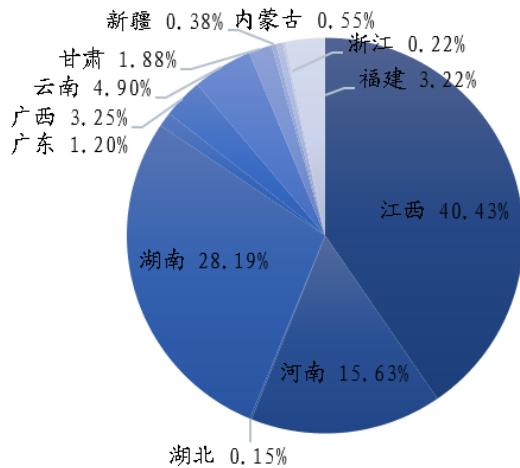
数据来源: 中国钨协, 东北证券

### 2.1.1. 近年来国内钨精矿开采数量有所下滑

2018 年钨精矿数量开始有所下降。2017 年中国钨精矿产量 13.09 万吨 (WO<sub>3</sub>, 65%, 标吨) 比 2005 年增长 31.60%, 复合增速为 2.31%。国内钨精矿产量主要集中在江西、湖南和河南三省。2017 年, 江西、湖南和河南钨精矿产量分别占全国总产量的 40.43%、28.19% 和 15.63%, 3 省合计占总产量的 84.24%。国内产量前十大矿山中有 8 家在江西、湖南和河南三省, 其中洛阳钼业和洛阳豫鹭为综合开

采企业。2018 年钨精矿数量开始有所下降。2018 年全国钨精矿产量 12.60 万吨（折  $WO_3$ ，65%，标吨），同比下降 3.73%。主要是因安全环保和钨资源等原因，部分钨矿山停产。

图 8: 2017 年国内钨精矿产量占比



数据来源：中国钨协，东北证券

表 1: 2017 年钨精矿产量前 10 名（ $WO_3$ ,65%，标吨）

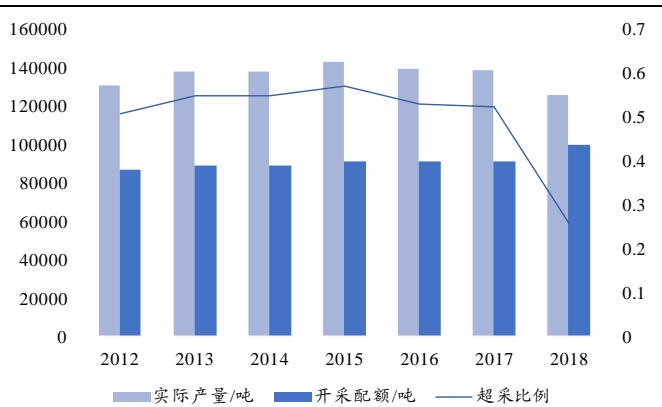
排序	企业名称	产量
1	洛阳栾川钼业集团股份有限公司*	10810
2	湖南柿竹园有色金属有限责任公司	7700
3	洛阳豫鹭矿业有限责任公司*	5520
4	江西省修水香炉山钨业有限责任公司	3457.38
5	湖南有色新田岭钨业有限公司	3161.47
6	宁化行洛坑钨业有限公司	3158
7	崇义章源钨业股份有限公司	3139.9
8	江西大吉山钨业有限公司	3130
9	江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司	2951.12
10	甘肃新洲矿业有限公司	2458.95

数据来源：中国钨协，东北证券

**国内钨精矿超采现象严重，2018 年有所好转。**国内钨精矿资源丰富，江西湖南等地资源占了国内资源一半以上储量，当地居民违规超采现象严重，导致国内钨矿一直处于过度开采状态。以江西大余县为例，根据《大余县资源枯竭城市转型发展规划 2013-2020》，新中国成立以来，大余县先后有西华山、下垄、漂塘和荡坪等 4 个机械化中央直属企业，共开采钨精矿 37.6 万吨，而截止 2013 年钨矿可开采利用仅剩 6.16 万吨，开采年限不足 10 年。2012-2017 年整体钨精矿超采比例都在 40% 以上，2018 年开始有所好转，下降到 26%。根据安泰科对各个省的统计，截止到 2018 年 11 月份，湖南、江西、河南三个大省中，超采比较严重的是河南地区。

图 9: 国内钨精矿超采比例





数据来源: Wind, 安泰科, 东北证券

表 2: 国内钨精矿开采指标和实际开采情况

地区名称	2018 年度控制指标	1-11 月累计开采	同比 (%)	截止 11 月份年完成进度
河南	9300	15293	-3.71	164%
湖北	300			
湖南	24600	27988	-0.28	114%
江西	39450	40991	1	104%
甘肃	1910	2073	-6.73	109%
福建	3300	5218	25.99	158%
广西	3400	4035	19.34	119%
云南	6600	6057	10.79	92%
浙江	650	192	-34.46	30%
广东	4360	535	-50.54	12%
新疆	800			
内蒙	2000	201	-9.14	10%
黑龙江	1500	979		65%
安徽	900			
陕西	600			
海南	190			
青海	140			
<b>全国总计</b>	<b>100000</b>	<b>104986</b>	<b>2.76</b>	

数据来源: Wind, 国土资源部, 安泰科, 东北证券

**国家出台系列政策打压滥采乱挖现象。**钨合金作为国家重要的战略金属, 政府当局出台了一系列政策来提高准入门槛, 阻止技术落后、规模小的企业进入, 打击滥采乱挖的现象。根据《全国矿产资源规划(2016-2020年)》规定的钨矿开采总量约束性指标, 到2020年, 钨矿开采总量控制在12万吨以内。

表 3: 钨产业相关政策与规划

时间	发布部门	文件名称	核心内容
1991/1/15	工信部	关于将钨、锡、锑、离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采特定矿种的通知	从开采、选冶、加工到市场销售、出口等各个环节, 实行有计划的统一管理

2005/7	国务院	关于加强钨锡铋行业管理的意见	加强对行业的监督管理，规范开采、冶炼、加工及国内外贸易等方面的秩序；完善行业准入制度
2006/12/1	国家发改委	钨锡铋准入条件	提高准入门槛，阻止了技术落后、规模小的企业进入。
2007/1/1	国家发改委	钨行业准入条件	文件对钨产品生产企业的设立和布局、生产规模、资源回收利用以及能耗、环境保护、产品质量、安全生产和职业病防治、劳动保险等七个方面作了规定。
2007/8/1	财政部、国家税务总局	《财政部国家税务总局关于调整铅锌矿石等税目资源税适用税额标准的通知》	钨矿石资源税适用税额标准进行调整，大大增加了钨矿的开采成本，打击了滥采乱挖的现象。
2010/10/8	工信部	关于印发钨锡铋冶炼企业准入公告管理暂行办法的通知	提高准入门槛，阻止了技术落后、规模小的企业进入。
2013/5/29	国家发改委、商务部	中西部地区外商投资优势产业目录（2013年修订）	国家新增 8 条优惠政策支持江西，鼓励外商投资。禁止外商对钨的开采。
2014/12/31	国土资源部	锰、铬、铝土矿、钨、钼、硫铁矿、石墨和石棉等矿产资源合理开发利用“三率”最低指标要求（试行）	对钨矿开采回采率，选矿回收率，综合利用率进行了规定
2014/5/1	国务院常务会议	稀土、钨、钼资源税改革	从 2015 年 5 月 1 日起，将稀土、钨、钼资源税由从量计征改为从价计征，并按照不增加企业税负的原则合理确定税率。
2016/1/5	工信部	钨行业规范条件	对企业提出矿山开采、仲钨酸铵及钨铁生产产能、废钨处理和二次冶炼要求，严格钨行业准入，规范生产经营秩序。
2016/11	国土资源部	全国矿产资源规划（2016-2020 年）	提出钨矿开采总量控制政策措施，规范钨矿开采，促进钨原料市场平稳运行。
2016/11	工信部	有色金属工业发展规划（2016—2020 年）	加强供给侧结构性改革和扩大市场需求，加快产业转型升级，扩展行业发展新空间。
2017/02	中国钨业协会	中国钨工业发展规划（2016-2020 年）	对钨行业上中下游产业链提出开采总量和节能环保要求，有利于促进结构调整和产业升级。
2018/01	环保部	环境保护税正式开征	有色金属冶炼等高污染企业的生产成本提高
2018/02	环保部	关于强化建设项目环境影响评价事中事后监管的实施意见	每年抽查石油加工、化工、有色金属冶炼、水泥、造纸、平板玻璃、钢铁等重点行业建设项目数量的比例不低于 10%。
2018/06	国家发改委、商务部	外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）	2018 年 7 月 28 日起，22 个领域大幅放宽外商投资市场准入。资源领域，取消石墨开采、稀土冶炼分离、钨冶炼外资限制。
2018/11	工信部	产业转移指导目录（2018 年本）	总结推广区域产业合作经验，引导促进产业转移各方合作对接，推动产业有序转移和区域协调发展。为落实该文件，赣州市于 2019 年开展电子信息、稀土钨原材料、纺织服装产业专题对接活动。
2018/11	工信部	2018 年有色金属行业运行情况及 2019 年展望	2019 将加快钨等传统产业绿色发展。

数据来源：公开资料，东北证券

表 4: 国内钨精矿开采配额及产量 (折 65% WO<sub>3</sub>, 万吨)

年份		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
钨精矿	主采指标	6.94	7.10	7.10	7.33	7.32	7.335	7.615
	综合利用指标	1.76	1.8	1.8	1.8	1.81	1.795	2.385
开采配额	合计	8.70	8.90	8.90	9.13	9.13	9.13	10.00
钨精矿产量 (折三氧化钨)/万吨		13.11	13.80	13.79	14.35	13.97	13.92	12.60

数据来源: 智研咨询, 中国钨协

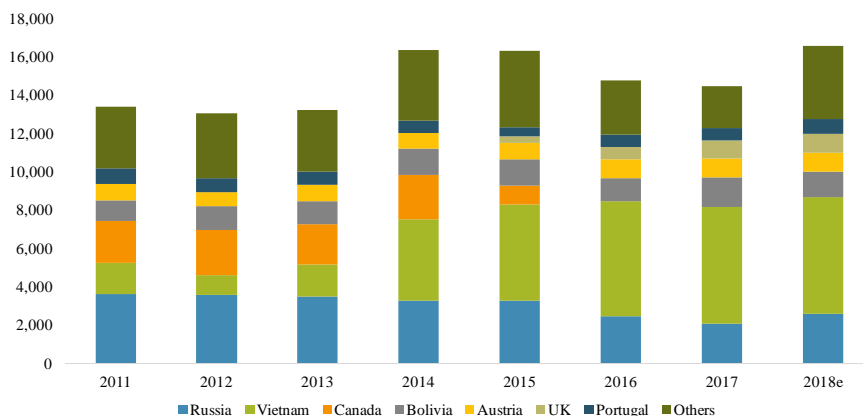
受到今年钨价大幅下滑影响, 部分矿山关停, 预计今明两年总体开采量有所减少。上半年钨价最低曾跌到 7 万附近, 对很多矿山企业而言, 已经跌破成本线, 尤其是一些开采量比较小的矿山, 导致部分矿山企业关停矿山。尽管钨价有所回暖, 但仍存在部分矿企退出市场, 整体来看, 产量有减无增。

### 2.1.2. 国外矿山无大项目投产

国外钨精矿产量供应较为紧张。自 2011-2018 年间, 中国以外地区对全球钨矿贡献量仅占 20%。由于钨市场多年持续低迷, 国外停产、减产和停建的钨矿山依然较多, 导致全球钨精矿产量下降, 库存储量也较低。国外钨矿山采选成本 100-300 美元/吨度 (65% WO<sub>3</sub>), 与国内开采成本相当。钨市场仍未回升到理想价格, 导致部分国外钨矿山仍然难以启动, 目前国外在开采的钨矿山只有 20 余家, 合计停产的产量超 1 万吨左右。

其中, 2018 年越南矿山贡献量 >35%, 但是基本都供应其国内马山钨业自产自销。俄罗斯钨精矿产量从 1990 年的 2 万吨 (WO<sub>3</sub>) 下降到 2016 年的 3300 吨 (WO<sub>3</sub>), 产量趋于稳定; 加拿大坎通 (Cantung Mine) 钨矿因环境、交通和成本问题, 从 2015 年 12 月停产至今, 难以恢复生产, 麦克通 (Mactung Mine) 钨矿尚未开发, 西班牙、葡萄牙、玻利维亚、奥地利和韩国的钨矿由于在建或停产, 目前在生产的矿山不多, 产量不大且保持稳定; 英国赫墨尔顿 (Hermerdon) 钨矿 2015 年投产后, 由于选矿工艺和成本、资金等问题, 目前仅能实现产能的一半; 2018 年 Drakelands (英国) 项目暂停; 卢旺达、澳大利亚和巴西等钨精矿产量均较低或已停产。此外, 美国和俄罗斯钨战略储备处于历史低位, 俄罗斯本国的钨供应已满足不了其正常的国内需求。

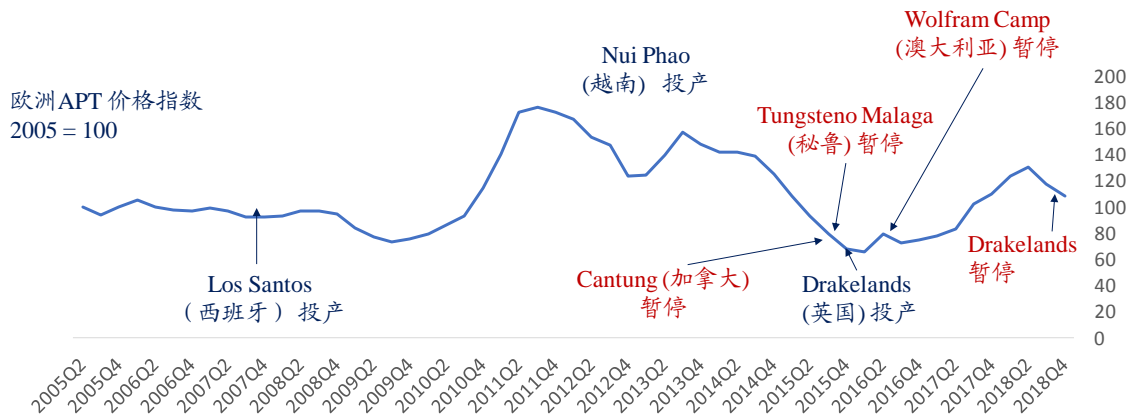
图 10: 2011-2018 年中国以外地区钨精矿供应 (金属吨)



数据来源: Roskill, 东北证券

目前钨价下, 海外矿山暂时没有动力去投入新项目。海外矿山投产项目主要还是追随钨价的节奏, 当前价格下海外矿山没有新增产能的计划。2015-2016 年钨价相对低迷, 海外部分矿山暂停。较大的矿山中, 2019 年仅西班牙的 Barruecopardo、La Parrilla 和俄罗斯的 Zabytoe 项目计划投产。

图 11: 中国以外地区矿山的启动与关闭与钨价的关系



数据来源: Roskill, 东北证券

表 5: 海外排名前 15 的优先钨矿项目

	储量 (kt WO <sub>3</sub> )	预期投产
Barruecopardo	26.9	H1 2019
La Parrilla T2	27.7	H1 2019
Zabytoe	11.5	2019
Abenojar	N/A	2020
Sisson (APT)	220.7	2020
Sangdong	35.5	2020
Mulgine Hill	N/A	2020
Sautbay	19.9	2020
Dolphin	22.9	2020
Molyhil	10.2	2020
Abenojar	N/A	TBC
Mt Carbine (tailings)	N/A	TBC
Watershed	32.0	TBC
Santa Comba	N/A	TBC
Valtreixal	N/A	TBC
Total	<b>407.2</b>	

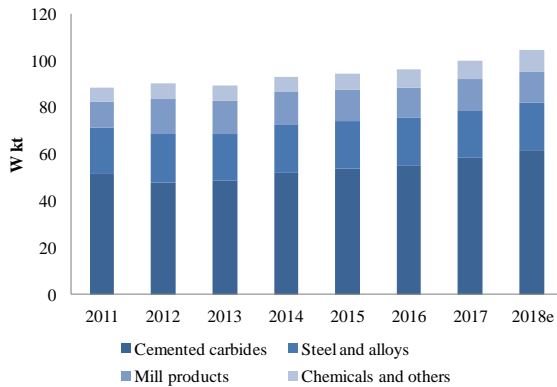
数据来源: Roskill, 东北证券

## 2.2. 需求端边际变化为主要关注点

全球来看, 硬质合金领域仍然是原生钨的主要消费领域。2018 年全球钨业消费

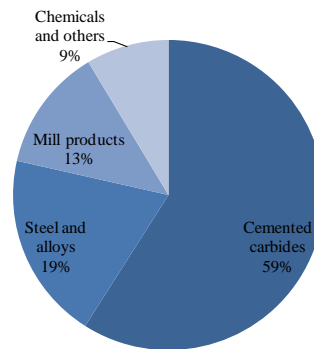
超过 10.4 万金属吨(纯钨)，年同比增长 5%。原生钨的消费主要集中在硬质合金领域，59%的应用是在硬质合金，2018 年的用量超过 6 万金属吨。除此以外化工产品 & 其他增幅迅猛，2011 至 2018 年均增 6%。

图 12: 原生钨消费 2011-2018 (金属吨)



数据来源: Roskill, 东北证券

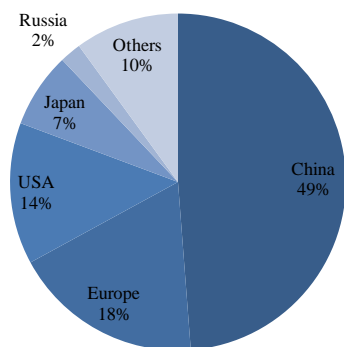
图 13: 2018 年原生钨消费占比



数据来源: Roskill, 东北证券

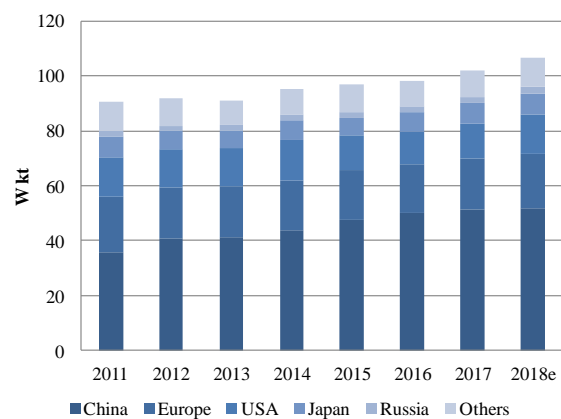
中国消费占全球消费的 49%，消费量相比产量，呈净输出状态。目前来看，钨消费的 49% 来自中国，欧洲，美国及日本。中国自 2009 年中国超越欧洲成为全世界第一大硬质合金生产国并保持强势增长至今。但和 80% 的产量占比相比，仍呈现净输出状态。

图 14: 2018 年原生钨消费分国别占比



数据来源: Roskill, 东北证券

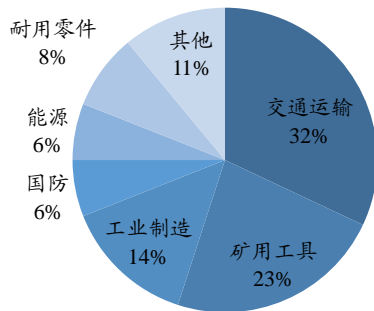
图 15: 原生钨消费 2011-2018 各国情况 (金属吨)



数据来源: Roskill, 东北证券

全球来看，钨的终极终端应用产品主要集中在交通运输、矿用工具领域。全球领域的钨终极终端产品主要还是集中在交通运输、矿用、还有工业制造领域。其中交通运输、矿用工具领域合计超过 50%。

图 16: 2017 年全球钨终端产品结构

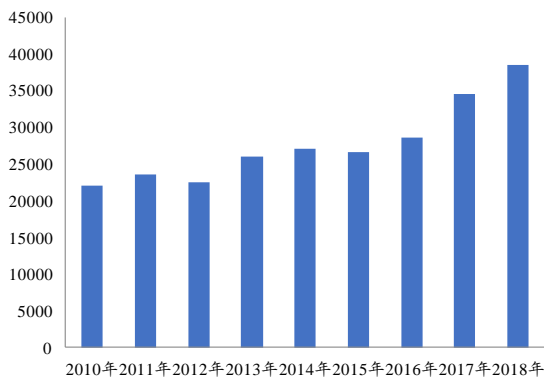


数据来源: ITIA, Wind, 东北证券

国外下游市场而言, 日本市场主要依赖汽车业需求驱动, 欧洲市场则主要依靠汽车和飞机航天制造业, 美国消费市场也与上述市场紧密相连, 同时还有石油&天然气钻采。

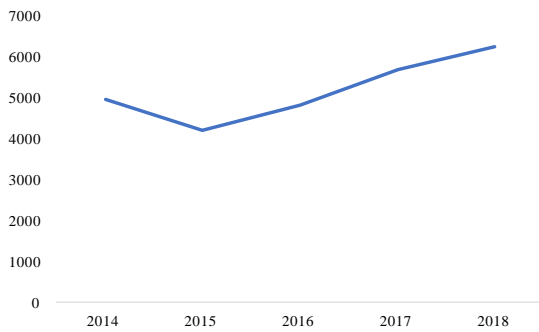
国内下游以棒材、耐磨零件、矿用合金、切削刀片为主, 2018 年同比有较大增长。2018 年全国硬质合金总产量 38500 吨, 比上年增长 11.59%。其中, 2018 年全国切削刀片统计产量 6231 吨, 比上年增长 4.8%; 矿用合金统计产量 7437 吨, 比上年增长 23%; 耐磨零件统计产量 8275 吨, 比上年增长 23%; 硬质合金棒材统计产量 11080 吨, 比上年增长 22%。

图 17: 全国硬质合金总产量 (金属吨)



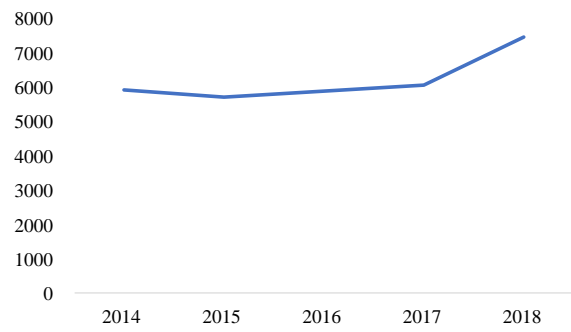
数据来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 东北证券

图 18: 国内切削刀片统计产量 (金属吨)



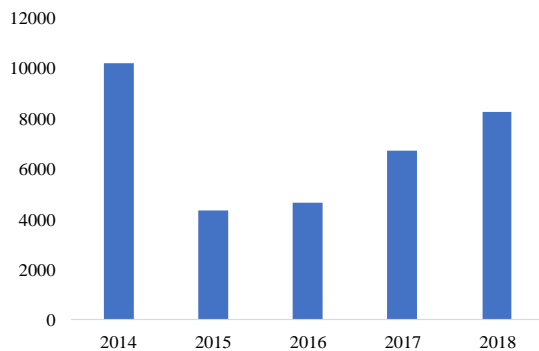
数据来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 东北证券

图 19: 国内矿用合金统计产量 (金属吨)



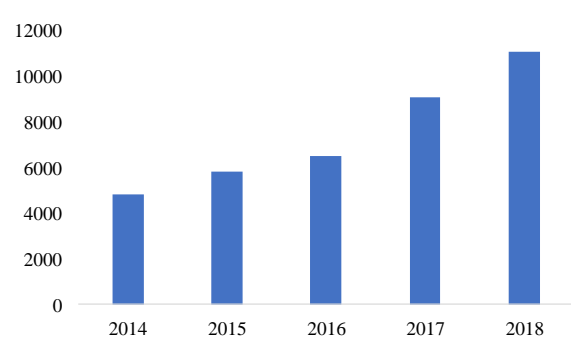
数据来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 东北证券

图 20: 国内耐磨零件统计产量 (金属吨)



数据来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 东北证券

图 21: 国内硬质合金棒材统计产量 (金属吨)



数据来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 东北证券

今年以来硬质合金产量有所下滑, 主要是在棒材产品部分。2019 年上半年 51 家统计企业硬质合金总产量 15776 吨, 同比下降 8.11%。其中耐磨零部件统计产量 4260 吨, 同比增长 0.78%; 矿用合金统计产量 4032 吨, 同比增长 4.95%; 切削刀片统计产量 3004 吨, 同比下滑 2.5%; 棒材统计产量 3901 吨, 同比下降 28%。主要下滑点在于棒材部分, 未来硬质合金下游需求能否回暖, 应着重关注棒材部分的下游需求情况。

表 6: 2019 年上半年全国硬质合金行业统计数据汇总

项目名称	单位	全国	与上年同期相比 (%)
硬质合金总产量	吨	18000	-5.26
统计企业硬质合金产量	吨	15776	-8.11
其中: 切削刀片	吨	3004	-2.5
数控刀片	万片	10154	6.76
矿用合金	吨	4032	4.95
耐磨零件	吨	4260	0.78
棒材	吨	3901	-28
硬面材料	吨	861	-2.76
深加工量	吨	3937	1.34
硬质合金出口量	吨	4128	-5.72

数据来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 东北证券

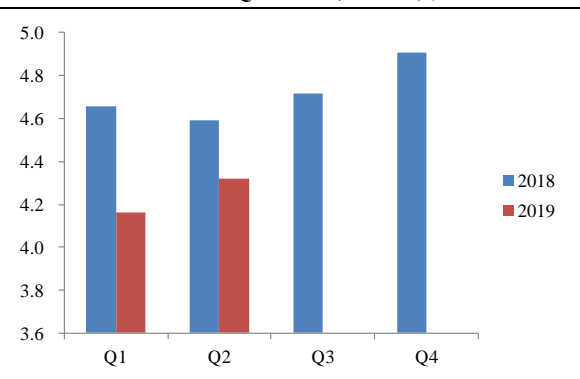
表 7: 2019 年上半年全国硬质合金行业统计数据汇总

棒材的下游应用	应用领域
PCB 棒	PCB 微钻: 集成电路板钻孔工艺对微钻的需求量大, 其中以智能手机、平板电脑、笔记本电脑、路由器的消耗量最大。同时, PCB 微钻也广泛的应用到了制药技术, 汽车零部件的生产, 还有电子电器类的加工制造等方面
	PCB 微铣: 现代的微电子产品, 如:手机、数码相机、GPS 导航系统、MP4 等广泛采用高密度 PCB 板, 而微铣刀是这类高密度 PCB 板不可或缺的切削工具。同时也用于电子, 医疗, 航空航天, 微型机器人制作, 模具, 钢尺模及雕刻。
整体实心工具棒	用来制作各种类型的铣刀, 以用于汽车等机械加工和制造业。 主要用于整体立铣刀、整体铰刀、汽车专用刀具等, 同时也可以制作硬质合金冲头、芯棒、顶尖及穿孔工具等。
孔棒	分为单双直孔棒和单双螺旋孔棒, 主要用来制作高附加值的非标刀具。

数据来源: 中国知网, 东北证券

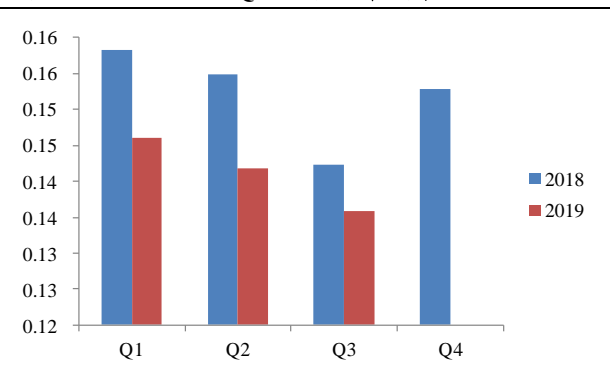
手机出货量和汽车销量下滑幅度开始收窄, 硬质合金下游需求未来有望止跌企稳。今年一季度手机出货量下滑到 4.16 亿, 同比下降 10.61%。二季度手机出货量为 4.32 亿台, 同比下滑 5.9%, 下滑幅度较一季度有所收窄。汽车销量全球来看, 今年一季度为 1461 万辆, 同比下滑 7.73%; 二季度为 1419 万辆, 同比下滑 8.4%; 三季度为 1359 万辆, 同比下滑 4.4%, 三季度下滑幅度开始收窄。未来硬质合金下游需求有望止跌, 叠加 5G 基站放量对 PCB 刀具的需求, 明年边际上会改善整体的下游需求情况。

图 22: 2018-2019Q1 全球手机出货量 (亿台)



数据来源: BLOOMBERG, 东北证券

图 23: 2018-2019Q2 全球汽车销售量 (亿辆)



数据来源: BLOOMBERG, 东北证券

### 2.3. 供需平衡情况

我们假设: 1、硬质合金需求量延续二季度趋势, 今年下滑 8%; 钨特钢和钨材分别下滑 10%、20%; 钨化工增加 10%;

2、钨精矿产量在去年基础上减少 5%;

预计 2019 年仍有 1527 吨供给缺口, 钨价在目前情况下有望企稳。叠加明年边际上需求或有望改善, 钨价整体呈现稳中向上格局。



表 8: 2016-2019 年供需平衡情况

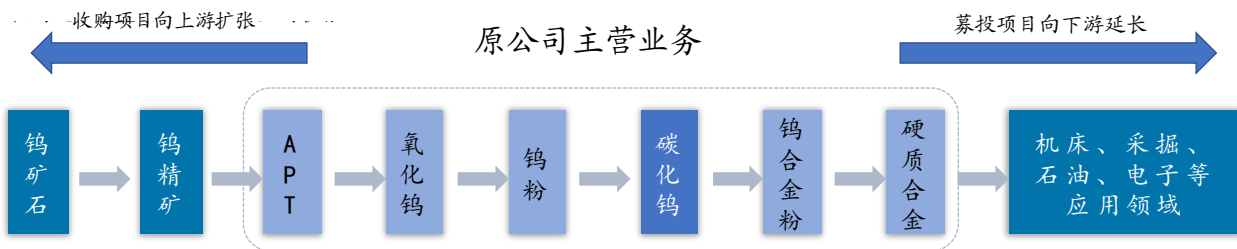
领域	2016	2017	2018 年	2019E
硬质合金	24225	29325	31625	29095
钨特钢	10300	10600	10918	9826
钨材	10028	11200	11648	9318
钨化工	3000	2600	2678	3214
消费合计	47553	53725	56869	51453
废钨	7252	7977	8,775	7898
原钨消费	40301	45748	48,094	43556
出口	21,539	28,247	30950	29403
钨精矿产量	71,926	71,675	72,000	68400
进口	2,998	2,843	4330	3031
供需平衡	13,085	523	-2,714	-1527

数据来源：安泰科，东北证券

### 3. 全产业链布局，上下游扩张增强盈利能力

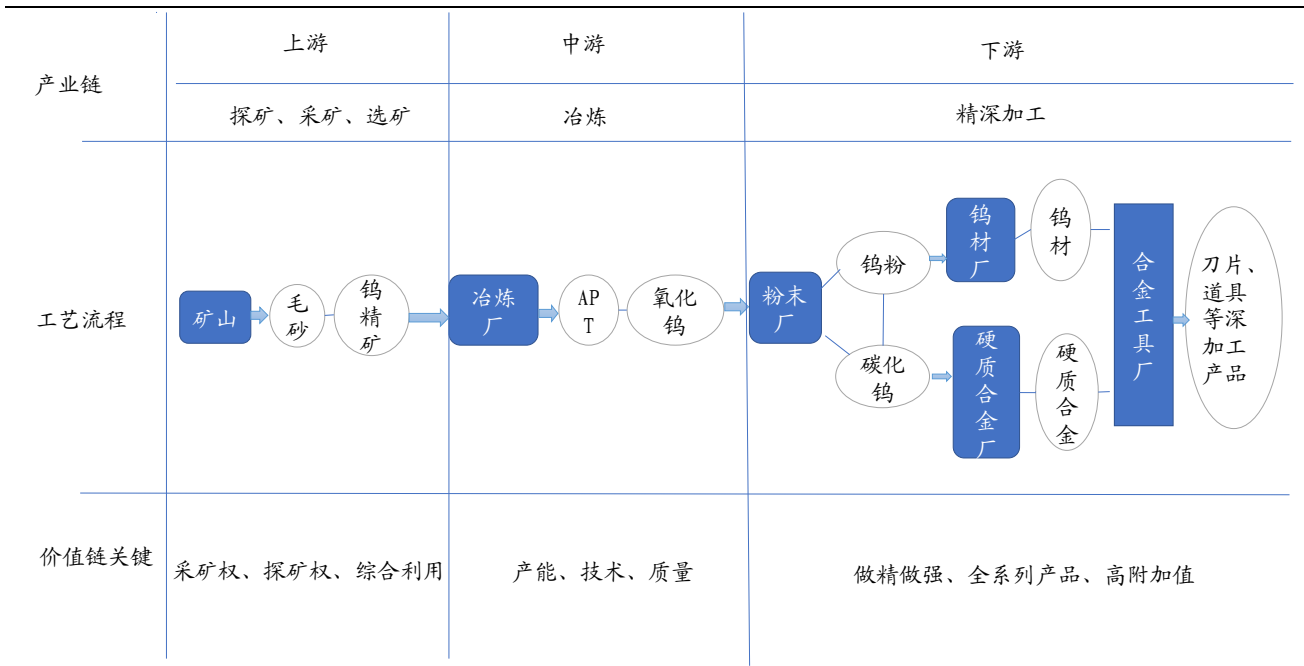
公司向上下游产业链延伸，完善整体布局。公司原主营业务主要集中在 APT、碳化钨粉、硬质合金生产等中间部分的环节，但钨行业毛利率水平整体呈现“两头大，中间小”格局，即采矿和硬质合金工具的毛利水平较高。公司通过收购和募投项目开始向上下游产业链延伸，完善全产业链布局，增强自身抗风险能力。

图 24: 公司向上下游产业链环节延伸



数据来源：公司资料，东北证券

图 25: 钨产业链各环节



数据来源：中国钨业协会，东北证券

### 3.1. 收购江西翔鹭 100% 股权，向矿端布局

公司经多次增资收购完成对江西翔鹭的 100% 控股。公司于 2017 年 9 月 30 日收购隆鑫泰钨业 51% 股权，后来经过多次增资收购，完成对江西翔鹭的全资收购：

- 2017 年 7 月 20 日，江西翔鹭股权投资人变更为王爱军（出资额：24750 万人民币，占 90%）与赣州华夏投资有限公司（出资额：2750 万人民币，占 10%）。
- 2017 年 9 月 28 日，公司以自有资金人民币 14025 万元收购王爱军持有的江西翔鹭 51% 股权。此次收购完成后，江西翔鹭将成为公司的控股子公司。
- 2017 年 11 月 8 日，赣州华夏投资有限公司退出投资人。江西翔鹭股权投资人变更为王爱军（出资额：13475 万人民币，占 49%）与广东翔鹭钨业股份有限公司（出资额：14025 万人民币，占 51%）。
- 2018 年 12 月，公司以自有资金人民币 2750 万元收购王爱军持有的江西翔鹭 10% 股权并以自有资金向江西翔鹭增资人民币 12500 万元。此次增资后，公司持有江西翔鹭的股权增至 73.19%，江西翔鹭的注册资本变为 40000 万元。
- 2019 年 3 月 26 日，公司以自有资金人民币 10725 万元收购王爱军持有的江西翔鹭 26.81% 股权，成为 100% 控股。

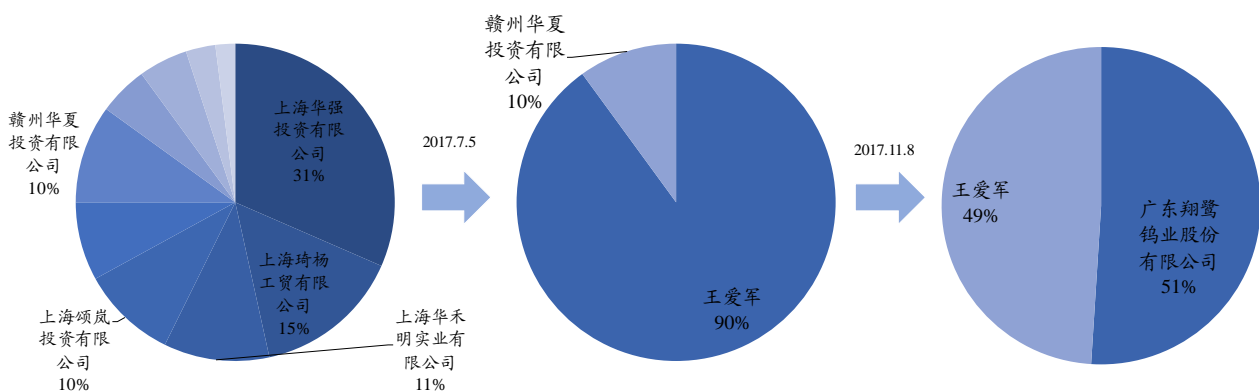
图 26: 江西翔鹭股权收购进程情况



数据来源: Wind, 东北证券

江西翔鹭原名隆鑫泰，大余隆鑫泰成立于 2007 年 4 月，注册资金 2.75 亿元，是以矿山开采、钨粉末生产为主的民营企业，占地 200 亩，有较为完整的产业链。该公司 2016 年度、2017 年 1 月至 7 月营业收入分别为 1.62 亿元、0.91 亿元，对应净利润为 -1491 万元、-945 万元。公司盈利情况不如人意的主要原因是钨制品的毛利空间受大余隆鑫泰生产技术、生产管理、质量控制、销售途径等影响，远低于同行企业。2016 年及 2017 年 1 至 7 月，毛利率分别为 1.51% 和 0.40%。而同期同行业上市公司厦门钨业钨钼制品的毛利率分别为 25.31% 和 29.2%，章源钨业钨钼制品毛利率分别为 10.12%、11.66%，翔鹭钨业的毛利率分别为 16.22%、16.44%。公司管理人员并不是专业管理团队，在管理水平方面较为落后。隆鑫泰的最终实际控制人是上海大华集团，大华集团是一家以房地产开发为主的公司，与隆鑫泰主业不符，故在管理水平上存在较多缺陷。翔鹭钨业收购大余隆鑫泰将有助于公司本部疏通产能瓶颈，提高生产效率及满足公司产能扩大的需求。

图 27: 隆鑫泰股权情况历史沿革



数据来源: 公司公告, 东北证券

**表 9: 隆鑫泰原股东情况**

企业名称	隆鑫泰持股比例	法人代表
上海华强投资有限公司	31%	金惠明（大华集团法人）
上海琦杨工贸有限公司	15%	张池琦（大华集团董事）
上海华禾明实业有限公司	11%	金建明（大华集团副董事长）
上海颂岚投资有限公司	10%	潘文瑶（大华集团董事）

数据来源：wind，公司公告，东北证券

收购隆鑫泰主要有三个优势：1、区位优势，降低成本：江西翔鹭位于我国钨矿储量最丰富的江西省赣州市，区位优势有助于公司降低采购成本；2、矿山储备，提升竞争力：江西翔鹭拥有铁苍寨矿区钨矿采矿权，铁苍寨矿区资源储量核实工作正在进行，在该工作完成后，可望提交钨精矿（以 WO<sub>3</sub> 计）1.36 万吨，铜 2.26 万吨，锡 0.2 万吨的储量报告。3、资源整合，优化生产：公司收购江西翔鹭后，疏通产能瓶颈，提高生产效率，满足公司产能扩大的需求。江西翔鹭承诺 2018 年需实现 3000 万净利润、2019 年需实现 3500 万净利润、2020 年需实现 4000 万净利润。2018 年江西翔鹭实现净利润 3026 万，实现业绩承诺。

江西翔鹭主要分为两个部分，除了上述提到的铁苍寨矿区，公司还有金属冶炼部分。金属冶炼部分拥有年产 5000 吨 APT、3945 吨钨粉、1500 吨碳化钨的生产能力。收购完成后，公司总体进行统一规划管理，拥有相同的产品结构、营销网络、资金来源和质量管理体系。目前江西翔鹭正在进行厂区重建，在原来产能基础上进行适当重建扩产，未来有望再建一个潮州翔鹭。

**表 10: 公司 2018 年产能情况**

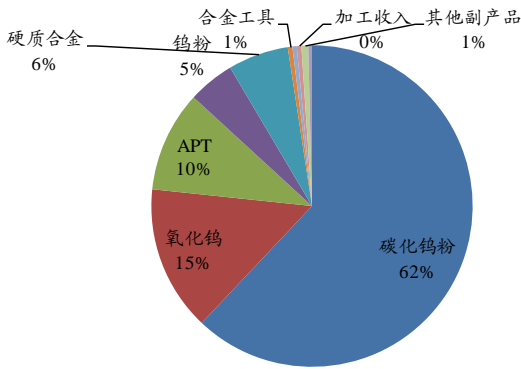
产品类别	整体产能（吨）	江西翔鹭产能（吨）
APT	9200	5000
氧化钨	9400	
钨粉	5560	3945
碳化钨粉	5200	1500
硬质合金	300	
其他副产品	1022	
精密工具	90	

数据来源：wind，公司公告，东北证券

### 3.2. 碳化钨粉为目前主要赢利点，公司产品质量受业内认可

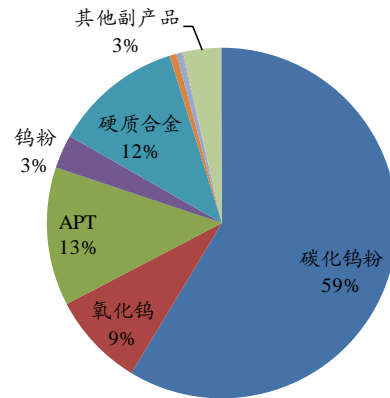
**碳化钨粉为公司目前主要赢利点。**公司主要从事钨制品生产和销售，属于加工型企业，在行业中处于中下游位置。主要产品包括各种规格的氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨合金粉及钨硬质合金等。2018 年公司实现收入 16.75 亿，其中 62% 来源于碳化钨粉，15% 来自于氧化钨；对应毛利 2.6 亿，其中碳化钨实现毛利 1.55 亿元，氧化钨实现毛利 0.23 亿元，占比分别为 59%、9%。从历史业绩上可以看出，碳化钨粉对公司业绩贡献一直占据首位。

图 28: 公司 2018 年营业收入结构



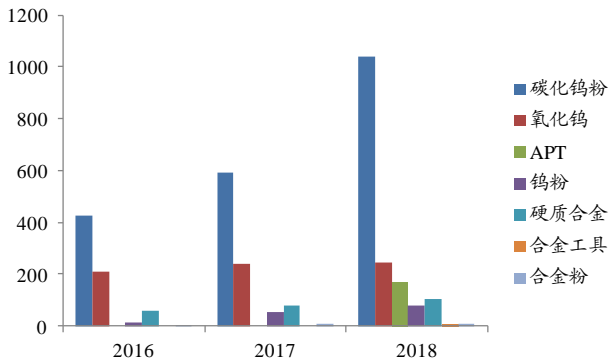
数据来源: Wind, 东北证券

图 29: 公司 2018 年毛利结构



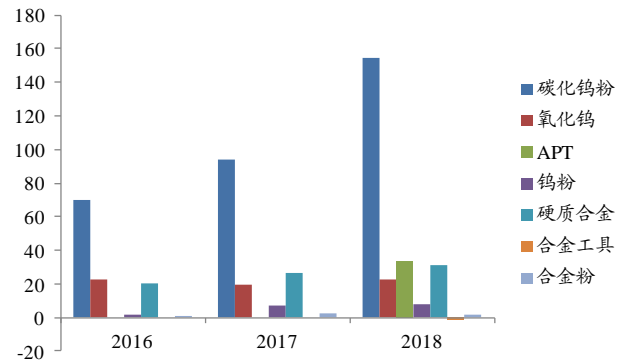
数据来源: Wind, 东北证券

图 30: 公司近 3 年分业务营业收入 (百万)



数据来源: Wind, 东北证券

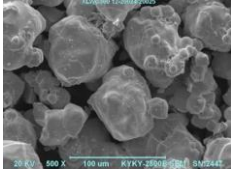
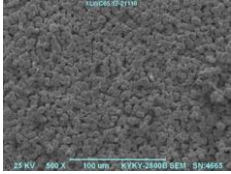
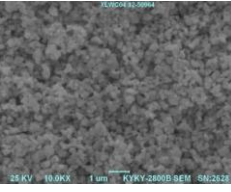
图 31: 公司近 3 年分业务毛利 (百万)



数据来源: Wind, 东北证券

**稳步增加研发投入, 产品质量获得客户认可。**公司对超细碳化钨粉和超粗碳化钨粉这两个方向进行了持续技术攻关, 在碳化钨粉的粒度分布、颗粒集中度、减少团聚和夹粗等方面都取得了一定的突破, 形成了白钨矿磷酸盐分解技术、高钠氧化钨生产制备技术、针状紫色氧化钨的制备技术、高压坯强度钨粉生产技术、超细晶粒硬质合金生产技术等相关核心技术集群。公司目前能够生产粒度在  $0.05\mu\text{m} \sim 60\mu\text{m}$  的碳化钨粉, 远高于  $3\mu\text{m} \sim 8\mu\text{m}$  的行业平均水平。由于较细的碳化钨粉制成的硬质合金硬度较高, 而较粗的碳化钨晶粒制成的硬质合金断裂韧性较高, 碳化钨粉粒度的大小是硬质合金性能的主要影响因素之一, 因而公司在技术上的领先提升了整体竞争实力, 有较好的发展前景。

表 11: 公司碳化钨粉产品

类型	图片	产品特点	备注
超粗碳化钨粉		产品分子式为 WC ， 比重重 15.7g/cm <sup>3</sup> ， 外观呈灰黑色金属粉末， 粒度分布均匀， 费氏粒度大于 30μm。	碳化钨晶粒越粗， 硬质合金的断裂韧性越高， 特别当碳化钨粉的晶粒度高于 6.0μm 时， 硬质合金将具有良好的断裂韧性、 抗热疲劳强度和耐冲击韧性。
常规碳化钨粉		产品分子式为 WC ， 比重重 15.7g/cm <sup>3</sup> ， 外观呈灰黑色金属粉末， 粒度分布均匀， 费氏粒度在 1.0-12μm。	
超细碳化钨粉		产品分子式为 WC ， 比重重 15.7g/cm <sup>3</sup> ， 外观呈灰黑色金属粉末， 粒度分布均匀， 分散度好、 费氏粒度在 0.2-0.6μm 范围， 比表面积大于 2.0m <sup>2</sup> /g。	碳化钨晶粒越细， 硬质合金的硬度就越高， 特别是当碳化钨粉晶粒度低于 0.5μm 时， 硬质合金的硬度与抗弯强度将得到极大提高

数据来源： 招股说明书， 东北证券

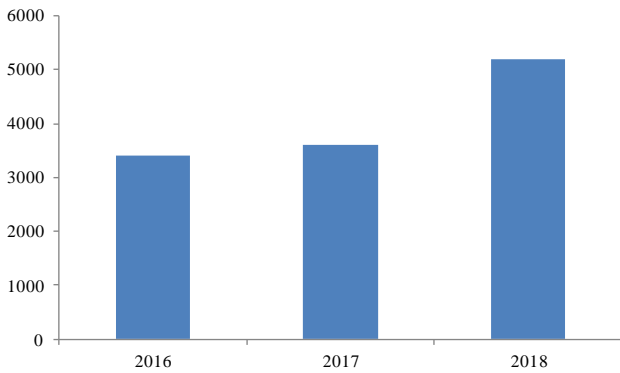
表 12: 公司产品获优质顾客认可

客户	合作情况
韩国 TAEGUTEC	2005 年开始合作
美国 ECOMETAL	2006 年开始合作
江西江钨硬质合金有限公司	2007 年开始合作
IMC 国际金属切削（大连）	2009 年开始合作
百利精密刀具（南昌）有限公司	2010 年开始合作

数据来源： Wind， 公司公告， 东北证券

**碳化钨粉产能仍在扩产中。**碳化钨粉作为公司主要营收和毛利贡献来源， 市场口碑较好， 产品处于供不应求状态， 上市以来， 公司持续进行产能扩张， 从 2016 年 3400 吨增长到 2018 年 5200 吨， 未来江西翔鹭建设完善后， 碳化钨粉产能将更上一个台阶。

图 32: 碳化钨粉产能情况 (吨)

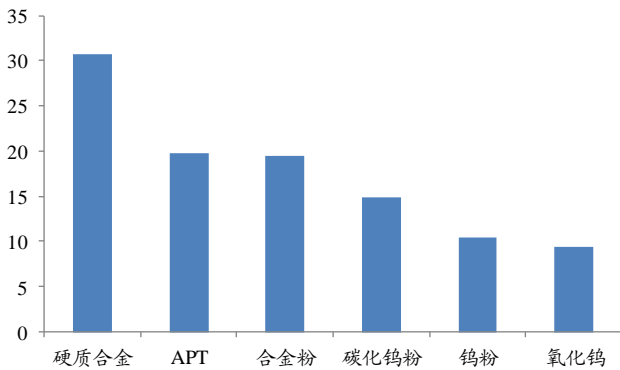


数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.3. 两次募投项目均向下游发展, 未来成为公司重要发力点

下游环节是产业链中毛利水平较高的环节。根据公司 2018 年产品的毛利情况, 我们可以看到, 硬质合金环节是公司毛利率最高的环节, 高达 30%, 而主营产品碳化钨粉仅为 14.87%, 硬质合金环节同比其他环节有一个较大的提升。根据可比公司刀具业务的毛利率情况, 毛利率均值在 48.58%, 相比硬质合金环节毛利水平更上一个台阶。在产业链中越处于下游的环节, 产品附加值越高。

图 33: 2018 年公司主要产品毛利率情况 (%)



数据来源: 公司公告, 东北证券

表 13: 2017 年度刀具行业可比公司相关产品毛利率情况

名称	毛利率
中钨高新-数控刀片类	45.84%
恒锋工具-精密工具总类产品	58.61%
森泰英格-超硬刀具类产品	62.49%
黄河旋风-超硬刀具类产品	27.36%
均值	48.58%

数据来源: Wind, 公司公告, 东北证券

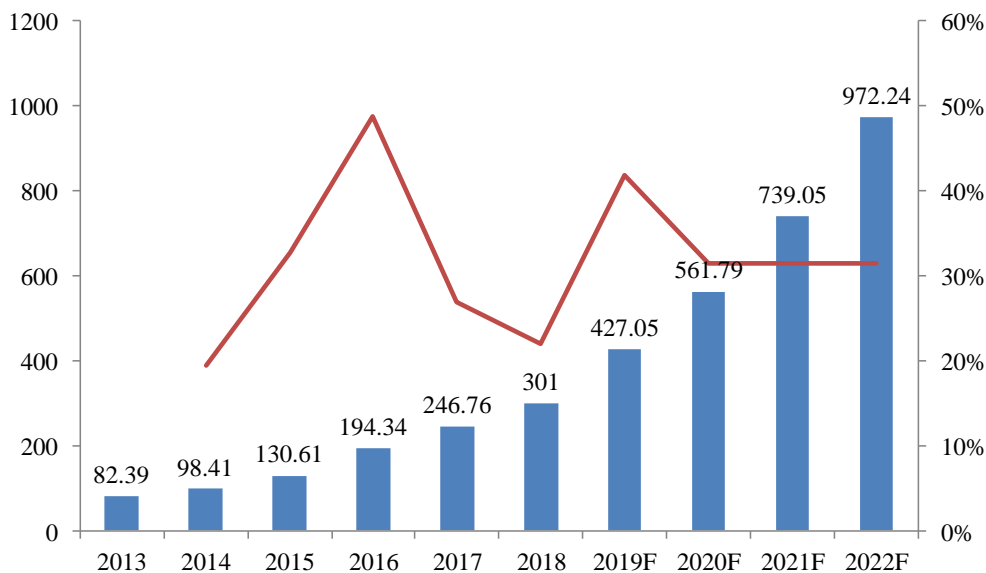
硬质合金产能重点发力，未来将扩产至 1300 吨。公司分别通过 IPO 募投项目和债券募投项目将硬质合金产能扩张至 1300 吨。通过各个环节产品结构的调整，公司重点发力高毛利环节，提升硬质合金产能，为下游刀具生产提供前端原料，保证刀具的原料品质和供给情况。根据公司的预测，2022 年公司硬质合金的销量能够达到 972 吨。

表 14: 扩产后公司的硬质合金产能情况

项目名称	产能 (吨)
公司自有的200吨硬质合金生产线	200
IPO募投项目“年产300吨特种硬质合金产业化项目”	300
可转债募投项目“年产800t特种超硬合金智能化生产项目”	800
合计	1300

数据来源: Wind, 公司公告, 东北证券

图 34: 2013-2022 年公司硬质合金销量预测情况 (吨)



数据来源: 公司公告, 东北证券

前期 IPO 募投项目 300 吨特种硬质合金目前已经投产，预计 2020 年达产。前期募投项目的 300 吨硬质合金项目已经陆续投产，部分工程正陆续达到可使用状态，部分已投入使用并产生效益，2018 年 1-9 月实现效益 598 万，预计达产以后能够实现净利润 2402 万。

切入硬质合金刀具领域，未来有望成为公司新的业绩增长点。公司 IPO 募投项目“特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目”主要是 600 万支非标件精密刀具，其产品主要基于 3C、航天行业等行业的大型企业客户，其加工对象主要为钛合金、镍基高温合金等。可转债募投项目“年产 600 万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目”主要类别为标准件，其主要加工对象的材料为普钢、调质钢、高硬度淬火钢等，更多的应用在传统的零部件加工和磨具行业，具有受众面广、通用性及流通性较强的特点。硬质合金刀具历来是钨行业中附加值最高的环节，公司通过两次募投项目切入刀具领域以后，刀具项目有望成为公司未来新的业绩增长



点。根据公司自己的预测,IPO募投项目的600万支刀具达产后预计贡献净利润6865万元,可转债募投项目达产后预计贡献净利润3661万元,两者合计贡献1.05亿元。2018年公司归母净利为1.07亿元,刀具项目完全达产后,净利能实现翻番。

**表 15: 扩产后公司的硬质合金刀具产能情况**

项目名称	产能(万支)
IPO募投项目“特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目”	600
可转债募投项目“年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目”	600
<b>合计</b>	<b>1200</b>

数据来源: Wind, 公司公告, 东北证券

## 4. 盈利预测及风险提示

### 4.1. 盈利预测

由于三季度钨价大幅下滑,公司三季度盈利同比大幅减少,因故调低今年业绩预期。预计公司2019-2021年归母净利分别为0.6、1.18、1.41亿元;EPS分别为0.22、0.43、0.51元,以2019年10月25日股价对应P/E为61.03、30.93、25.73X,给予买入评级。

### 4.2. 风险提示

**宏观经济层面:** 全球经济复苏不及预期;国家对钨行业调控政策影响。

**行业因素:** 钨价格下跌。

**公司层面:** 江西翔鹭生产状况不及预期;募投项目进度不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	288	353	356	398
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	258	190	216	227
存货	490	421	458	474
其他流动资产	160	153	156	160
<b>流动资产合计</b>	<b>1,196</b>	<b>1,117</b>	<b>1,186</b>	<b>1,260</b>
可供出售金融资产	14	14	14	14
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	366	366	366	366
无形资产	108	108	108	108
商誉	49	49	49	49
<b>非流动资产合计</b>	<b>806</b>	<b>898</b>	<b>994</b>	<b>1,088</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,002</b>	<b>2,015</b>	<b>2,179</b>	<b>2,348</b>
短期借款	378	378	378	378
应付款项	521	349	387	398
预收款项	17	22	23	25
一年内到期的非流动负债	20	20	20	20
<b>流动负债合计</b>	<b>968</b>	<b>812</b>	<b>850</b>	<b>867</b>
长期借款	59	59	59	59
其他长期负债	18	18	18	18
<b>长期负债合计</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>76</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,044</b>	<b>889</b>	<b>927</b>	<b>943</b>
归属于母公司股东权益合计	851	1,016	1,134	1,275
少数股东权益	107	110	119	130
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,002</b>	<b>2,015</b>	<b>2,179</b>	<b>2,348</b>

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,675</b>	<b>1,451</b>	<b>1,670</b>	<b>1,750</b>
营业成本	1,415	1,249	1,380	1,422
营业税金及附加	8	6	7	8
资产减值损失	4	0	0	0
销售费用	10	9	10	11
管理费用	39	36	41	43
财务费用	26	38	42	47
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>135</b>	<b>72</b>	<b>144</b>	<b>172</b>
营业外收支净额	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>134</b>	<b>72</b>	<b>144</b>	<b>172</b>
所得税	17	9	18	21
净利润	117	63	127	152
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>107</b>	<b>60</b>	<b>118</b>	<b>141</b>
少数股东损益	11	4	9	10

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>117</b>	<b>63</b>	<b>127</b>	<b>152</b>
资产减值准备	4	0	0	0
折旧及摊销	37	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	25	13	13	13
投资损失	-2	0	0	0
运营资本变动	53	-12	-28	-15
其他	-1	0	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>233</b>	<b>64</b>	<b>111</b>	<b>149</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-299</b>	<b>-92</b>	<b>-95</b>	<b>-94</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>27</b>	<b>92</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-212</b>	<b>17</b>	<b>96</b>	<b>114</b>

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.39	0.22	0.43	0.51
每股净资产 (元)	3.09	3.69	4.12	4.63
每股经营性现金流量 (元)	0.85	0.23	0.40	0.54
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	71.67%	-13.39%	15.08%	4.81%
净利润增长率	54.63%	-44.05%	97.32%	20.21%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	15.50%	13.88%	17.33%	18.76%
净利率	6.36%	4.11%	7.04%	8.08%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	45.78	47.92	47.21	47.45
存货周转率 (次)	117.08	122.97	121.01	121.66
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	52.16%	44.11%	42.51%	40.18%
流动比率	1.24	1.37	1.39	1.45
速动比率	0.67	0.78	0.78	0.83
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	0.59%	0.64%	0.63%	0.63%
管理费用率	2.33%	2.51%	2.45%	2.47%
财务费用率	1.52%	2.63%	2.52%	2.69%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	39.03	61.03	30.93	25.73
P/B (倍)	4.88	3.58	3.21	2.85
P/S (倍)	1.34	2.51	2.18	2.08
净资产收益率	12.51%	5.87%	10.37%	11.09%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**邱培宇**，上海交通大学新材料专业硕士、北京科技大学金属材料专业学士。新材料领域Nanoscale、JMC等国际顶尖SCI杂志撰稿人。拥有2年实业工作经验，现任东北证券有色新材料行业联系人。

**胡英燊**，复旦大学金融专业硕士、浙江大学数学专业学士。2017年进入东北证券，现任东北证券有色新材料行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn