仅供内部参考，请勿外传！



# 中钨高新（000657.SZ）

## 隶属五矿集团，钨产业链领军者

优于大市

## 核心观点

**隶属五矿集团，钨产业链龙头。**公司的产业根基可追溯至1954年“一五”计划重点工程株硬及1964年三线建设的自硬。2009年，中国五矿集团入主成为实际控制人，推动公司由地方国企升格为央企控股平台，并于2013年通过定增注入了株硬和自硬两大核心资产。2024年以来，公司完成对全球钨资源龙头柿竹园100%股权以及远景钨业99.97%股权的收购，彻底打通“矿山—冶炼—合金”全产业链，确立了全球钨产业链龙头地位。2026H1钨均价68.6万元/吨，同比增长353%，公司盈利大幅上涨，公司实现营收164亿元，同比+108.8%；实现归母净利20.8亿元，同比+306.8%。

**子公司盈利拆解。**上游端，公司的2家矿业子公司贡献较大。柿竹园（100%权益）、远景钨业（99.97%权益）均负责钨矿生产和销售，2025年分别实现净利润9.9亿元、1.6亿元，实现净利率44.1%和36.4%。**考虑权益比例计算，2025年上游子公司对净利贡献为11.5亿元。**下游端，子公司包括株硬（100%权益）、自硬（89.1%权益）、金洲精工（75%权益）和株钻（82.8%权益）等，2025年分别实现净利润5.1亿元、0.4亿元、3.6亿元和1.0亿元，分别实现净利率6.9%、0.9%、25.4%和5.0%。**考虑权益比例计算，2025年下游主要子公司对净利贡献为9.0亿元。**

**矿山生产方面，柿竹园和远景钨业的注入有效保障资源供给，现有矿山增量来自柿竹园技改工程（8000吨提升到1万吨）；三家托管矿山若全部实现注入（2029年底前），公司钨精矿权益产量有望从1万吨到2万吨量级。**

- **在产自有矿山**包含**①柿竹园钨矿，权益比例100%，**位于湖南郴州，是全球在产最大单体钨矿山，钨精矿年产能/产量约7800—8000标吨，正在推万吨级采选技改，远期钨精矿可到1万标吨/年。**②衡阳远景钨业，权益比例99.9733%，**主体在衡阳（衡南）川口大皂工区，地下开采，钨精矿年产量约2600吨。**上述两个在产矿山年产钨精矿总量以及权益量约在1.1万标吨。2025年公司钨精矿产量实现1.11万标吨，占全国钨精矿产量8.5%。**

- **托管矿山包含新田岭、瑶岗仙、香炉山，预期在2029年底前逐步注入。**三家托管矿山按承诺将在2029年底前优先以注入方向推进。**①新田岭钨业**，五矿股份持有100%股权，以白钨为主的大型钨矿，配套钼、铋、萤石等，年采选约150万吨，钨精矿约3000标吨/年。②**瑶岗仙钨业**，中国五矿控制的湖南有色资产经营管理有限公司持有50.02%股权，钨精矿年产量曾达到7000吨以上。**③香炉山钨业**，五矿钨业持股51%，国内主要单体白钨矿之一，2026年新增钨资源配套选矿厂技术改造项目，竣工投产后钨精矿年产能达4600标吨。**上述三个托管矿山年产钨精矿总量约在1.5万标吨，属于五矿体系的权益产量约为1万吨。**




**风险提示：**集团资产注入进展不及预期的风险；钨库存超规模释放导致钨价下跌；下游需求萎缩风险。

**投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。**预计公司2026-2028年

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

**证券分析师：刘孟峦**
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

**证券分析师：谷瑜**
021-61761033
guyu@guosen.com.cn
S0980524110001

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 投资评级 | 优于大市（首次） |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 60.26元 |
| 总市值/流通市值 | 137308/87585百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 113.99/16.30元 |
| 近3个月日均成交额 | 5638.70百万元 |

### 市场走势




资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

仅供内部参考，请勿外传！



的营收分别为 320/342/367 亿元，同比增速 81%/7%/8%；归母净利润分别为 41.9/46.4/52.2 亿元，同比增速 227%/11%/13%；EPS 分别为 1.84/2.04/2.29 元，当前股价对应 PE 分别为 32.7x/29.6x/26.3x。公司稳健经营，柿竹园技改项目预计 2027 年底前完成，金洲精工持续扩产，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 14,743 | 17,639 | 31,968 | 34,152 | 36,739 |
| (+/-%) | 15.8% | 19.6% | 81.2% | 6.8% | 7.6% |
| 归母净利润(百万元) | 939 | 1281 | 4194 | 4641 | 5223 |
| (+/-%) | 93.9% | 36.3% | 227.4% | 10.7% | 12.5% |
| 每股收益（元） | 0.67 | 0.56 | 1.84 | 2.04 | 2.29 |
| EBIT Margin | 7.8% | 10.3% | 17.6% | 17.9% | 18.4% |
| 净资产收益率（ROE） | 12.4% | 13.2% | 34.3% | 30.9% | 28.8% |
| 市盈率（PE） | 89.6 | 107.2 | 32.7 | 29.6 | 26.3 |
| EV/EBITDA | 50.3 | 57.2 | 23.9 | 22.4 | 20.5 |
| 市净率（PB） | 11.15 | 14.12 | 11.22 | 9.14 | 7.56 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

仅供内部参考，请勿外传！



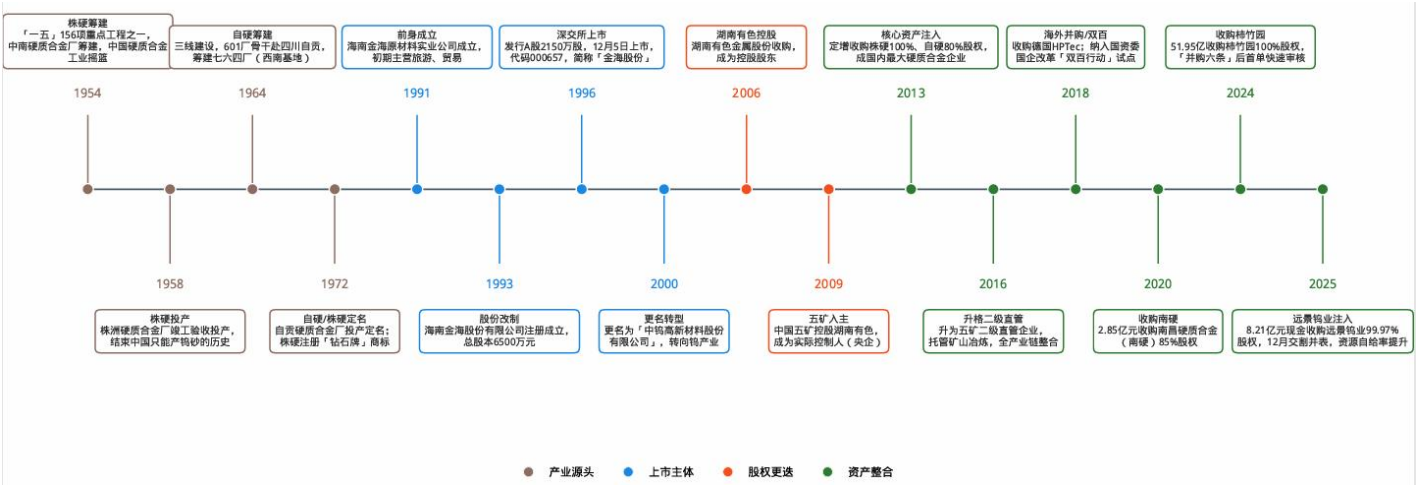
# 公司：隶属五矿集团，钨产业链领军者

## 隶属五矿集团，钨产业链龙头

**公司是中国五矿旗下钨产业的运营管理平台，管理及运营着集矿山、冶炼、加工与贸易于一体的完整钨产业链。**公司从事的主要业务包括钨精矿、仲钨酸铵、钨粉及碳化钨粉、硬质合金和钨、钼、钽、铌等有色金属及其深加工产品和装备的研制、开发、生产、销售及贸易业务等。公司产品既广泛应用于汽车制造、轨道交通、船舶、海洋工程装备、军工、矿山开采、掘进、机械加工、钢铁冶金等传统工业领域，也在航空航天、新能源、人工智能、半导体与电子信息等新兴高端领域有广阔的应用前景。

公司的产业根基可追溯至 1954 年“一五”计划重点工程株洲硬质合金厂及 1964 年三线建设的自贡硬质合金厂，奠定了中国硬质合金工业的基石。其上市主体前身为 1991 年成立的海南金海，1996 年在深交所挂牌（股票代码 000657），2000 年更名为“中钨高新”正式转型钨产业。2009 年，中国五矿集团入主成为实际控制人，推动公司由地方国企升格为央企控股平台，并于 2013 年通过定增注入了株硬和自硬两大核心资产。此后，公司历经 2016 年升格为五矿二级直管单位、2018 年收购德国 HPTec 及 2020 年整合南昌硬质合金等外延并购，持续完善产业链布局。**2024 年以来，公司完成对全球钨资源龙头柿竹园 100%股权以及远景钨业 99.97%股权的收购，彻底打通“矿山—冶炼—合金”全产业链，确立了全球钨产业链龙头地位。**

图1：公司历史沿革




资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

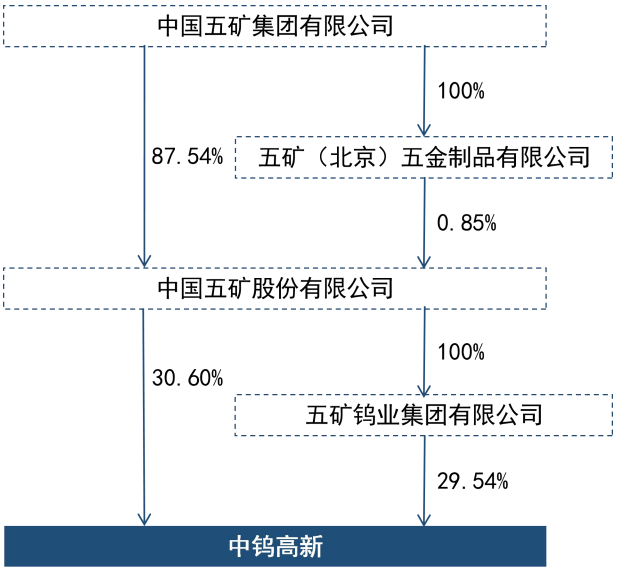
## 实际控制人为五矿集团

五矿股份与五矿钨业属于一致行动人，公司控股股东为中国五矿股份有限公司，实际控制人为五矿集团。截至 2025 年报，中国五矿股份有限公司直接持有中钨高新 30.60%股权，通过五矿钨业持股 29.54%，公司其余 39.86%股权由其他股东持有。

仅供内部参考，请勿外传！



图2：公司股权结构（截至 2025 年报）




资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 公司产品以刀具、硬质合金等为主

公司业务覆盖钨全产业链，钨产业链包括采选、冶炼加工、精深加工三个环节，其中精深加工以硬质合金为主。**上游采选：**钨主要经济可采矿石类型包括黑钨矿与白钨矿，经破碎、磨矿、分级、选矿产出钨精矿。**冶炼加工：**钨精矿经分解、离子交换/萃取、蒸发结晶先行制得仲钨酸铵中间品，仲钨酸铵经还原气氛下煅烧产出氧化钨（WO3），氧化钨进一步在氢气气氛中加热还原为钨粉。钨粉主要用于生产钨丝、钨棒、钨管等钨材及钨合金，也可经配碳产出碳化钨粉，用于硬质合金生产。此外，钨精矿也可直接生产钨铁及钨酸钠，分别用于钨特钢与催化剂。**硬质合金精深加工：**钨粉或碳化钨粉通过与其他金属粉末混合经过压制、烧结等工艺制成硬质合金。

公司主要产品和业务包含：

**（1）切削刀具及工具。**包括：整体刀具、数控刀具、切削刀片（数控刀片，传统刀片）、PCB 刀具。

**（2）其他硬质合金。**包括：棒材、矿用合金、轧辊（含顶锤）、异型、精密零件、传统合金、钻掘工具、成品工具。

**（3）难熔金属。**包括：钨钼制品、钽铌制品、硬面材料（铸造碳化钨，热喷涂产品等）、钨丝。

**（4）精矿及粉末产品。**包括：钨精矿、萤石精矿、钼精矿、铋精矿、碳化钨粉、蓝钨、黄钨、仲钨酸铵、混合料、钴粉等。

**（5）贸易及装备业务**

2026H1 钨均价 68.6 万元/吨，同比增长 353%，公司盈利大幅上涨。公司 2026H1 实现营收 164 亿元，同比+108.8%；实现归母净利 20.8 亿元，同比+306.8%。

仅供内部参考，请勿外传！

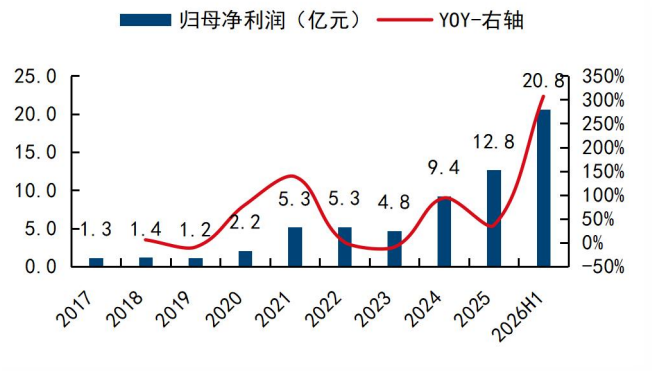


图3：公司营收及增速




资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

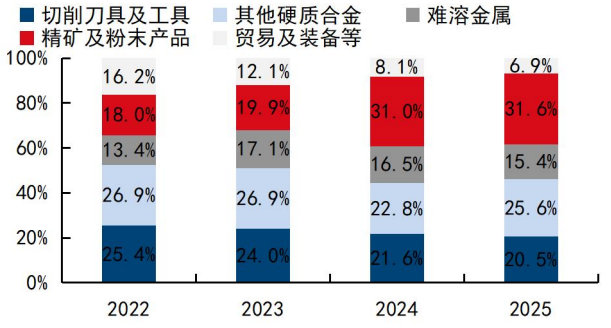
图4：公司归母净利及增速




资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

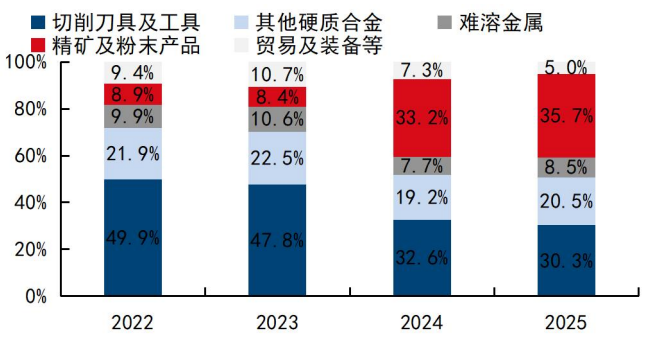
**公司的毛利 50%左右来自硬质合金和刀具，30%以上来自精矿和粉末制品，其余来自难溶金属和贸易及装备。**2025 年切削刀具和工具产品营收占比 20.5%，其他硬质合金营收占比 25.6%，难溶金属占比 15.4%，精矿及粉末产品占比 31.6%，贸易及装备占比 6.9%。毛利方面，切削刀具和工具产品占比 30.3%，其他硬质合金占比 20.5%，难溶金属占比 8.5%，精矿及粉末产品占比 35.7%，贸易及装备占比 5.0%。

图5：公司收入结构




资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利结构




资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

**矿山生产方面，柿竹园和远景钨业的注入有效保障资源供给。**公司 2024 年 12 月以“股份+现金”约 51.95 亿元收购柿竹园公司 100%股权并完成并表，补齐“矿山”短板；2025 年 10 月公告、2025 年 12 月交割，以 8.21 亿元现金收购五矿钨业持有的衡阳远景钨业 99.9733%股权，把湖南川口系钨矿正式装进上市公司。

**公司在产自有矿山**包含**①柿竹园钨矿，权益比例 100%。**隶属于湖南柿竹园有色金属有限责任公司，柿竹园位于湖南郴州，是全球在产最大单体钨矿山，超大型钨钼铋多金属矿，伴生萤石、钼、铋资源丰富；保有钨资源约 67.87 万吨（$WO_3$口径），钨精矿年产能/产量约 7800—8000 标吨，还产钼精矿、铋精矿、萤石精矿，并配套 APT 冶炼，正在推万吨级采选技改，远期钨精矿可到 1 万标吨/年。**②衡阳远景钨业，权益比例 99.9733%。**远景钨业脱胎于原湖南川口钨矿，主体在衡阳（衡南）川口大皂工区，地下开采，生产规模约 75.9 万吨/年；截至 2025 年 5 月末保有钨金属量约 15.45 万吨、平均品位约 0.38%，钨精矿年产量约 2600 吨。**上述两个在产矿山年产钨精矿总量以及权益量约在 1.1 万标吨。2025 年公司钨精矿产量实现 1.11 万标吨，占全国钨精矿产量 8.5%。**

仅供内部参考，请勿外传！



**公司托管矿山包含新田岭、瑶岗仙、香炉山，预期在 2029 年底前逐步注入。**根据五矿集团在 2024 年 12 月收购柿竹园时重新出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，自柿竹园交易完成之日（2024 年 12 月 27 日）起五年内，五矿将采取注入公司、关停、注销或对外转让股权等方式，解决旗下香炉山、新田岭、瑶岗仙及远景钨业（已解决）四家钨矿山企业与中钨高新之间的同业竞争问题。随着 2025 年 12 月远景钨业 99.97%股权交割并表，同业竞争在该矿上已率先消除，剩余三家托管矿山（新田岭、瑶岗仙、香炉山）的历史遗留障碍正逐步清零，按承诺将在 2029 年底前优先以注入方向推进。**①新田岭钨业**，五矿股份持有 100%股权，以白钨为主的大型钨矿，配套钼、铋、萤石等，年采选约 150 万吨，钨精矿约 3000 标吨/年。**②瑶岗仙钨业**，中国五矿控制的湖南有色资产经营管理有限公司持有 50.02%股权，资兴和谐共进投资 30%，湖南有色金属投资 19.98%。黑钨+白钨同矿田，黑钨产区在宜章，白钨矿区在资兴，采矿权面积 23.2318km²，年采掘能力 138.6 万吨，钨精矿年产量曾达到 7000 吨以上。**③香炉山钨业**，五矿钨业持股 51%，修水县神鼎矿业持股 44%，修水县矿业总公司持股 5%（后两家为江西修水地方国资），国内主要单体白钨矿之一，副产铜、硫，也做 APT，2026 年新增钨资源配套选矿厂技术改造项目，竣工投产后将形成 2000 吨/天原矿处理能力，钨精矿年产能达 4600 标吨。**上述三个托管矿山年产钨精矿总量约在 1.5 万标吨，属于五矿体系的权益产量约为 1 万吨。**

**综上，公司现有矿山增量来自柿竹园技改工程（8000 吨提升到 2028 年的 1 万吨）；集团资产注入增量来自三家托管矿山。若全部实现（2029 年底前），公司钨精矿总产量可高达 2.8 万吨，粗算权益量在 2 万吨以上。**

表1：公司自有和托管矿山

| 类别 | 矿山 | 权益比例 | 位置 | 资源量 | 产能/产量 | 生产规模/其他 | 年钨精矿权益量 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 在产自有矿山 | 柿竹园钨矿 | 100% | 湖南郴州 | 保有钨资源约 67.87 万吨（$WO_3$ 口径） | 7800—8000 标吨/年 | 全球在产最大单体钨矿山；万吨级采选技改推进中，远期可达 1 万标吨/年 | 7800—8000 标吨 |
| | 衡阳远景钨业 | 99.97% | 湖南衡阳（衡南）川口大皂工区 | 保有钨金属量约 15.45 万吨，平均品位约 0.38% | 约 2600 吨/年 | 生产规模约 75.9 万吨/年 | 约 2600 吨 |
| | **小计** | **两矿合计年产钨精矿约 1.1 万标吨** | | | | | **约 1.1 万标吨** |
| 托管矿山 | 新田岭钨业 | 五矿股份 100% | 湖南郴州北湖 | — | 约 3000 标吨/年 | 年采选约 150 万吨 | 3000 标吨 |
| | 瑶岗仙钨业 | 湖南有色资产经营 50.02%<br>资兴和谐共进 30%<br>湖南有色金属投资 19.98% | 湖南宜章/资兴/汝城交界 | 采矿权面积 23.2318km² | 2022 年产量达 7000 吨以上 | 年采掘能力 138.6 万吨 | 约 3500 标吨（按 50.02%计） |
| | 香炉山钨业 | 五矿钨业 51%<br>修水神鼎矿业 44%<br>修水矿业总公司 5% | 江西九江修水 | | 技改后 4600 标吨/年 | 2026 年新增选厂，投产后形成 2000 吨/天原矿处理能力 | 约 2346 标吨（按 51%计） |
| | **小计** | **三矿合计年产钨精矿约 1.5 万标吨，五矿体系权益约 1 万吨** | | | | | **约 0.88 万标吨** |
| **合计** | **五座矿山** | **柿竹园技改完成后，五座矿山产量可高达 2.8 万吨，托管矿山注入后，公司权益产量约 2 万吨** | | | | | |

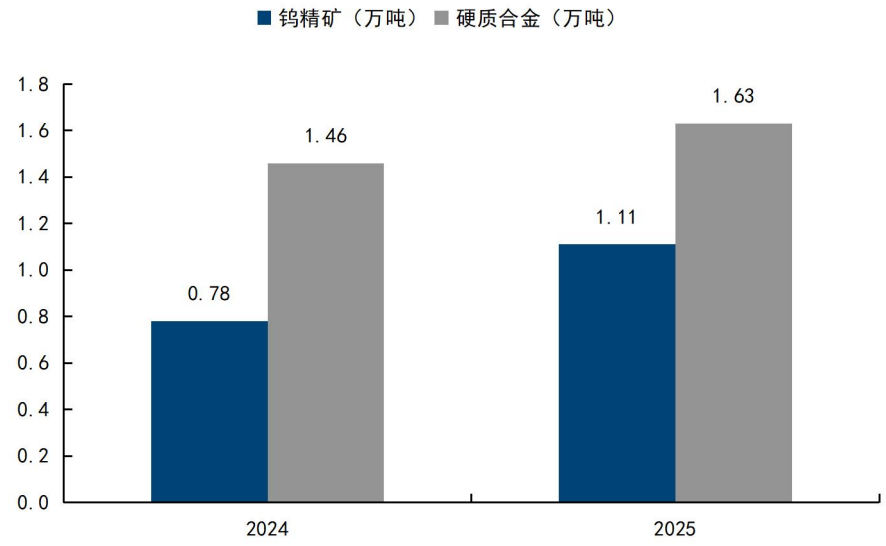
资料来源：WIND，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2025 年公司生产硬质合金 1.63 万吨，全球第一，占全国硬质合金产量 25.5%；生产仲钨酸铵 1.66 万吨，占全国仲钨酸铵产量 12.2%。

仅供内部参考，请勿外传！



图7：公司产品产量

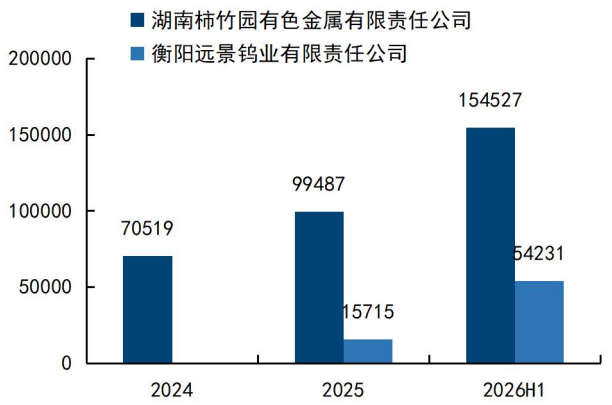



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 子公司利润拆分

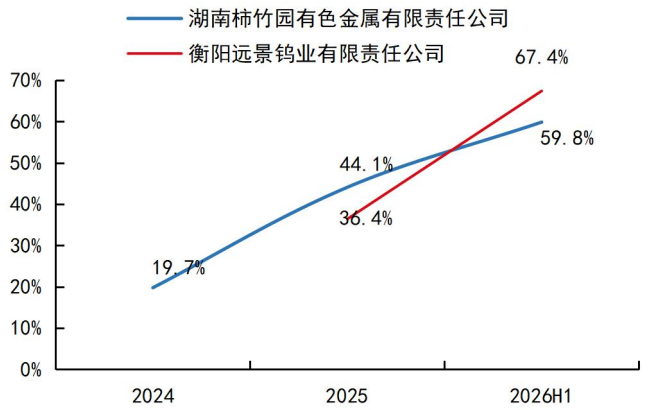
**上游端**，公司的 2 家矿业子公司贡献较大。柿竹园（100%权益）、远景钨业（99.97%权益）均负责钨矿生产和销售，2025 年分别实现净利润 9.9 亿元、1.6 亿元，实现净利率 44.1%和 36.4%。**考虑权益比例计算，2025 年上游子公司对净利贡献为 11.5 亿元。**

图8：矿业子公司净利润（万元）




资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：矿业子公司净利润率




资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

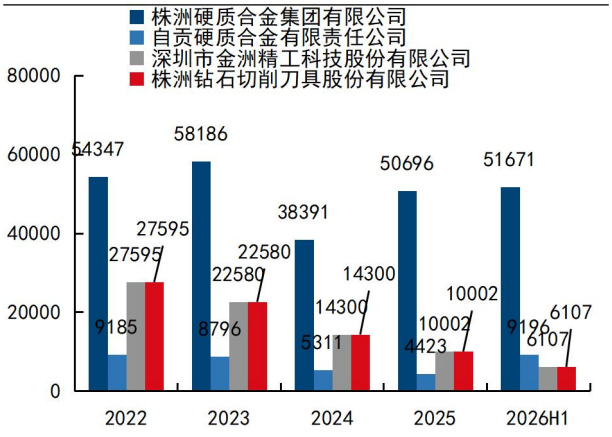
**下游端**，子公司包括株硬（100%权益）、自硬（89.1%权益）、金洲精工（75%权益）和株钻（82.8%权益）等，2025 年分别实现净利润 5.1 亿元、0.4 亿元、3.6 亿元和 1.0 亿元，分别实现净利率 6.9%、0.9%、25.4%和 5.0%。**考虑权益比例计算，2025 年下游主要子公司对净利贡献为 9.0 亿元。**公司旗下拥有国家“一五”重点工程，株洲硬质合金集团有限公司（株硬）被誉为“中国硬质合金工业摇篮”，株洲钻石切削刀具股份有限公司（株钻）是国内领先的硬质合金切削刀具综合供

仅供内部参考，请勿外传！



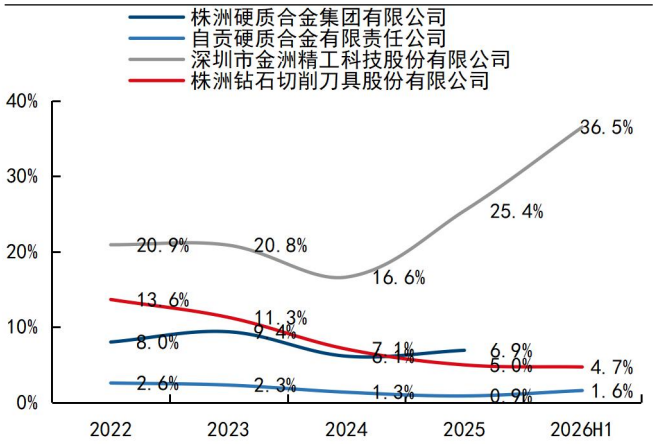
应商，深圳市金洲精工科技股份有限公司（金洲）是全球领先的 AI PCB 用精密微型钻头及刀具综合供应商，自贡硬质合金有限责任公司（自硬公司）是中国钨基硬面材料领域的领导者。

图10：钨下游部分子公司净利润（万元）




资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：钨下游部分子公司净利润率



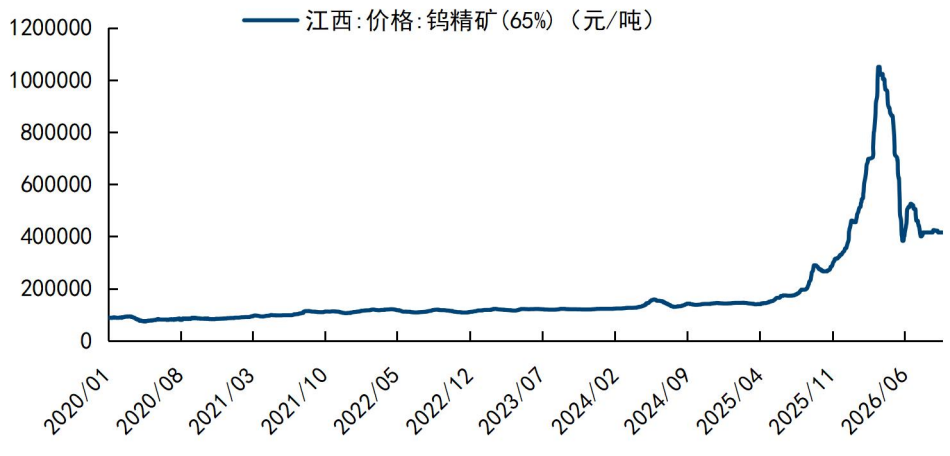

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

# 行业：国内指标呈收缩趋势，支撑钨价格高位

## 钨精矿价格中枢上涨

钨产业链从钨矿的勘探采选、冶炼，延伸到钨的深加工，最终应用于泛工业领域。钨行业上游以黑白钨矿勘探采选为主，中游主要是"钨精矿-仲钨酸铵（APT）-钨粉"冶炼，下游包括钨材、钨丝、硬质合金等材料加工，而更下级的需求主体包括机械制造、汽车制造、电子信息等行业。截至 9 月 17 日，65%黑钨精矿报价 41.5 万元/标吨，年初至今均价为 60.0 万元/标吨。钨精矿价格中枢抬升因素或为供给端刚性收缩、需求端高端制造、军工需求共振。

图12：钨精矿价格



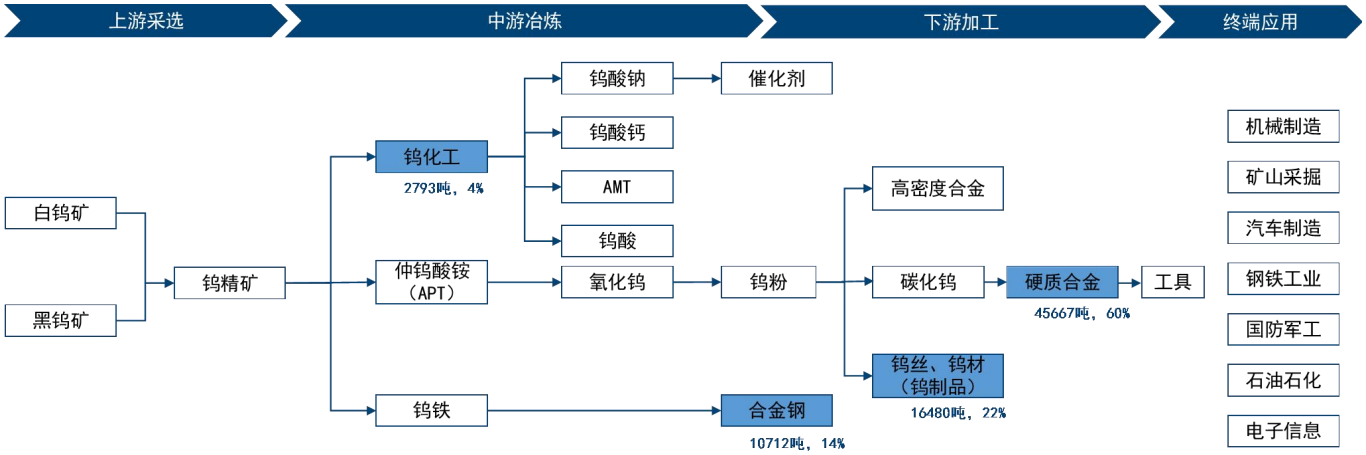

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！



根据安泰科数据，2025 年中国钨的消费量为 75652 吨，较 2024 年全年增长 5%。其中硬质合金消费钨 45667 吨（60%），钨特钢消费钨 10712 吨（14%），钨材消费钨 16480 吨（22%），钨化工消费钨 2793 吨（4%）。供应方面，来自废钨供给 12000 吨，原钨消费 63652 吨。

图13：钨产业链



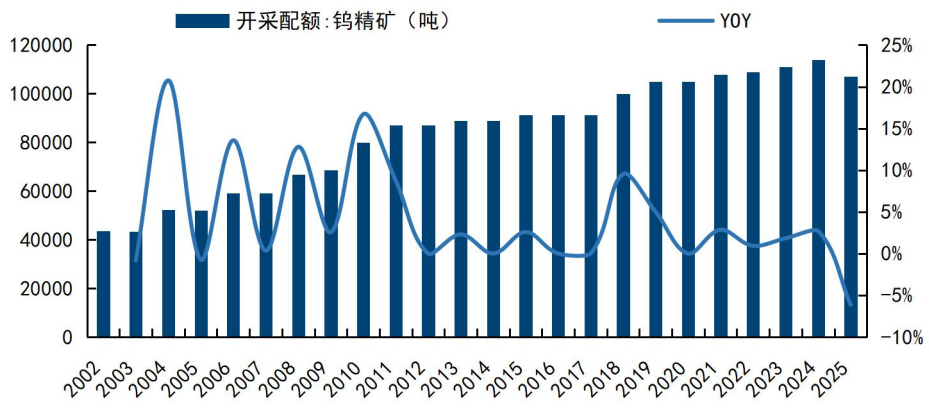

资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

## 国内指标收缩，全球范围内增量有限

**我国钨生产存在配额约束。**中国钨资源开采存在配额约束。2002 年我国正式开始对钨开采总量进行控制，但存在着超产的问题，钨作为其他矿产的副产物也未完全受到限制。2018 年自然资源部印发《关于进一步规范稀土矿钨矿矿业权审批管理的通知》，明确申请新设钨矿采矿权，应符合国家产业政策和开采总量控制要求。《中国钨工业发展规划（2021-2025 年）》指出，十四五期间严格按照开采总量控制约束性指标，合理有序开发钨资源，到 2025 年，钨矿开采总量控制指标限定在 13 万吨（65%WO3）以内。

2024 年我国钨矿开采指标为 114000 吨，同比增速 2.7%。根据 SMM 调研数据，2025 年我国钨矿开采指标为 107000 吨，同比减少 6.1%。收缩趋势明显。

图14：钨精矿开采指标



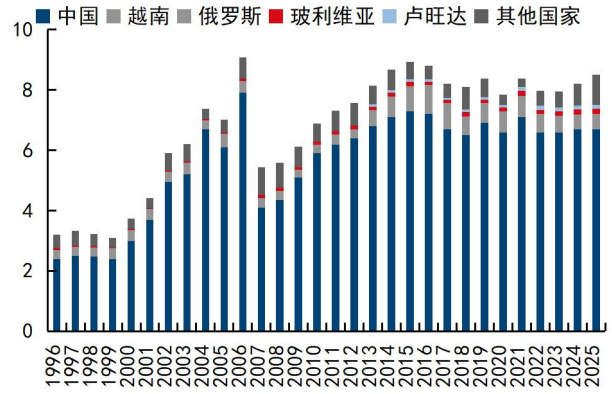
仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：Wind，自然资源部，SMM，国信证券经济研究所整理

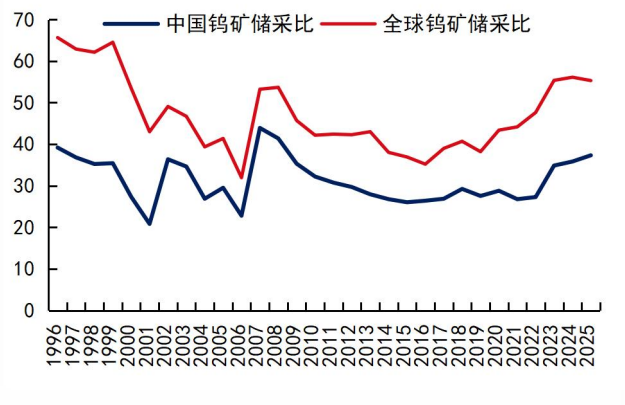
**我国作为主产国指标收缩，海外增量有限，供给约束强。**我国的钨资源丰富，钨储量及矿山钨产量世界第一。2006 年全球钨矿生产达到峰值 9.1 万吨，其中中国产 7.9 万吨，占比 87%。此后总量控制政策逐步落实，中国钨矿产量中枢下移。近十年全球钨矿产量较为稳定，在 8 万吨附近波动，2025 年中国钨矿产量为 6.7 万吨，占全球钨矿产量 78.8%。其他主要生产国还包括越南、俄罗斯、玻利维亚、卢旺达等。2025 年全球钨矿储采比 55.3 年，中国钨矿储采比 37.3 年。

图15：全球钨矿产量（万吨）




资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

图16：中国和全球钨矿储采比




资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

后续增量判断，2030 年前海内外较为确定的供给增量较为有限。**①国内柿竹园钨矿**：2024 年 1 月公告注入中钨高新，该矿山年产钨精矿超 7000 吨，目前 1 万 t/d（330 万 t/a）技改项目已获批准，投产后矿石采选规模由 220 万吨扩至 350 万吨。技改项目预计 2027 年底前完成，项目完成后公司钨精矿年产量预计上升至 1 万标吨，钼、铋、萤石等伴生金属产量相应增加。预计技改期间不会对公司业绩造成影响，实现平稳过渡。**②油麻坡钨钼矿**：位于广西博白县，是南天山带北部壮阔山地区的大型钨钼矿床，厦门钨业在建项目，预计在 2026 年建设完成，达产后将实现年采选钨矿石 66 万吨（2000t/d），预计平均年产钨精矿 3200 标吨。**③巴库塔钨矿**：2025 年全年产 65%白钨精矿 5008 吨，销售 65%白钨精矿 4879 吨。预计 2026 年产量能增长至 9000 吨左右，2027 年有望随着二期抛废项目的投运，设计年处理能力达到 495 万吨/年，完全达产后年产量稳定在 1.3 万吨以上。

# 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- **价格：**2026 年至今钨精矿均价为 60.0 万元/吨，现货价格为 41.5 万元/吨；往后看国内指标收缩，全球范围内增量有限，需求端受益于 3C、通用机械、航空航天及军工、汽车等领域等增长，虽然目前面临回调压力，我们仍预期钨价中枢有所提升。假设 2026-2028 年钨均价为 50/50/50 万元/吨。
- **产量：**2025 年公司自产钨精矿产量约为 1.1 万吨，随着柿竹园技改完成以及爬产，假设公司 2026-2028 年钨精矿产量分别为 1.1 万吨、1.2 万吨和 1.4

仅供内部参考，请勿外传！



万吨。

**投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。**预计公司 2026-2028 年的营收分别为 320/342/367 亿元，同比增速 81%/7%/8%；归母净利润分别为 41.9/46.4/52.2 亿元，同比增速 227%/11%/13%；EPS 分别为 1.84/2.04/2.29 元，当前股价对应 PE 分别为 32.7x/29.6x/26.3x。公司稳健经营，柿竹园技改项目预计 2027 年底前完成，金洲精工持续扩产，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

# 风险提示

集团资产注入进展不及预期的风险；

钨库存超规模释放导致钨价下跌；

下游需求萎缩风险。

仅供内部参考，请勿外传！



# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 1517 | 2034 | 3918 | 7377 | 11252 |
| 应收款项 | 4335 | 5016 | 5255 | 5614 | 6039 |
| 存货净额 | 3747 | 4891 | 6201 | 6606 | 7062 |
| 其他流动资产 | 648 | 1320 | 3197 | 3415 | 3674 |
| **流动资产合计** | **10249** | **13263** | **18572** | **23014** | **28029** |
| 固定资产 | 5516 | 6143 | 5963 | 5863 | 5738 |
| 无形资产及其他 | 922 | 1305 | 1253 | 1201 | 1149 |
| 投资性房地产 | 641 | 646 | 646 | 646 | 646 |
| 长期股权投资 | 88 | 87 | 187 | 287 | 337 |
| **资产总计** | **17416** | **21444** | **26621** | **31010** | **35898** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2380 | 3030 | 2000 | 2000 | 2000 |
| 应付款项 | 1779 | 2429 | 4341 | 5285 | 6356 |
| 其他流动负债 | 2547 | 3368 | 4878 | 5198 | 5560 |
| **流动负债合计** | **6707** | **8826** | **11219** | **12483** | **13916** |
| 长期借款及应付债券 | 1335 | 902 | 902 | 902 | 902 |
| 其他长期负债 | 1084 | 1160 | 1210 | 1310 | 1360 |
| **长期负债合计** | **2420** | **2062** | **2112** | **2212** | **2262** |
| **负债合计** | **9126** | **10888** | **13331** | **14695** | **16178** |
| 少数股东权益 | 743 | 834 | 1052 | 1293 | 1564 |
| 股东权益 | 7547 | 9722 | 12238 | 15022 | 18156 |
| **负债和股东权益总计** | **17416** | **21444** | **26621** | **31010** | **35898** |

| 关键财务与估值指标 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | 0.67 | 0.56 | 1.84 | 2.04 | 2.29 |
| 每股红利 | 0.25 | 0.21 | 0.74 | 0.81 | 0.92 |
| 每股净资产 | 5.40 | 4.27 | 5.37 | 6.59 | 7.97 |
| ROIC | 9.3% | 11.8% | 33.5% | 38.0% | 44.3% |
| ROE | 12.4% | 13.2% | 34.3% | 30.9% | 28.8% |
| 毛利率 | 22% | 24% | 29% | 29% | 30% |
| EBIT Margin | 8% | 10% | 18% | 18% | 18% |
| EBITDA Margin | 13% | 15% | 20% | 20% | 20% |
| 收入增长 | 16% | 20% | 81% | 7% | 8% |
| 净利润增长率 | 94% | 36% | 227% | 11% | 13% |
| 资产负债率 | 57% | 55% | 54% | 52% | 49% |
| 股息率 | 0.3% | 0.3% | 1.2% | 1.4% | 1.5% |
| P/E | 89.6 | 107.2 | 32.7 | 29.6 | 26.3 |
| P/B | 11.2 | 14.1 | 11.2 | 9.1 | 7.6 |
| EV/EBITDA | 50.3 | 57.2 | 23.9 | 22.4 | 20.5 |

| 利润表（百万元） | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **14743** | **17639** | **31968** | **34152** | **36739** |
| 营业成本 | 11489 | 13463 | 22760 | 24222 | 25872 |
| 营业税金及附加 | 215 | 291 | 480 | 512 | 551 |
| 销售费用 | 442 | 509 | 799 | 854 | 918 |
| 管理费用 | 757 | 795 | 1011 | 1077 | 1154 |
| 研发费用 | 694 | 765 | 1279 | 1366 | 1470 |
| 财务费用 | 85 | 86 | 111 | 23 | (64) |
| 投资收益 | (1) | (16) | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | (76) | (185) | (200) | (200) | (200) |
| 其他收入 | (539) | (671) | (1279) | (1366) | (1470) |
| 营业利润 | 1139 | 1622 | 5329 | 5898 | 6637 |
| 营业外净收支 | 37 | 6 | 2 | 2 | 2 |
| **利润总额** | **1176** | **1628** | **5331** | **5900** | **6639** |
| 所得税费用 | 143 | 236 | 774 | 857 | 964 |
| 少数股东损益 | 94 | 111 | 363 | 402 | 452 |
| **归属于母公司净利润** | **939** | **1281** | **4194** | **4641** | **5223** |

| 现金流量表（百万元） | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **净利润** | 939 | 1281 | 4194 | 4641 | 5223 |
| 资产减值准备 | 30 | 166 | (26) | (22) | (20) |
| 折旧摊销 | 710 | 778 | 658 | 674 | 697 |
| 公允价值变动损失 | 76 | 185 | 200 | 200 | 200 |
| 财务费用 | 85 | 86 | 111 | 23 | (64) |
| 营运资本变动 | 494 | (786) | 22 | 359 | 323 |
| 其它 | 29 | (97) | 244 | 263 | 291 |
| **经营活动现金流** | **2278** | **1527** | **5291** | **6116** | **6714** |
| 资本开支 | (2226) | (1297) | (600) | (700) | (700) |
| 其它投资现金流 | 1 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **(2313)** | **(1297)** | **(700)** | **(800)** | **(750)** |
| 权益性融资 | 9 | 1785 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (50) | (433) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (348) | (478) | (1677) | (1857) | (2089) |
| 其它融资现金流 | 1475 | 323 | (1030) | 0 | 0 |
| **融资活动现金流** | **686** | **287** | **(2708)** | **(1857)** | **(2089)** |
| **现金净变动** | **651** | **517** | **1883** | **3459** | **3875** |
| 货币资金的期初余额 | 867 | 1517 | 2034 | 3918 | 7377 |
| 货币资金的期末余额 | 1517 | 2034 | 3918 | 7377 | 11252 |
| 企业自由现金流 | (17) | 246 | 4900 | 5565 | 6110 |
| 权益自由现金流 | 1325 | 62 | 3775 | 5546 | 6164 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
| --- | --- | --- | --- |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传！



# 国信证券经济研究所

**深圳**
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

**上海**
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

**北京**
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032