天工国际（00826.HK）

工模具钢行业龙头，全球份额提升与产品升级驱动未来成长

工模具钢行业龙头。公司在工模具钢行业具备全球领先的行业地位，根据钢铁与金属市场研究（SMR）数据，2018 年公司工模具钢综合实力位居世界第二，高速钢市场连续多年位居世界第一。公司产品遍布北美、欧洲、东亚等全球主要市场，海外出口收入占比超过 40%。近年来公司市场份额持续提升，产品结构高端化升级及直销比例提升等助力公司业绩快速增长；2016-2019 年，公司营收/归母净利润复合增速分别为 11.9%/52.7%。

我国制造业转型升级为工模具钢带来广阔空间，进口替代趋势加速。随着我国制造业逐步向高端化转型，工模具钢的重要性持续提升。根据 MySteel 统计，全国特钢类模具钢全年总产量约 60 万吨，特钢类模具钢生产企业中市场份额较大的是宝武特冶、抚顺特钢、天工国际、大连特钢以大冶特钢等，行业供给相对集中。行业下游模具客户分散，议价能力相对较优，门槛相对较高。受疫情影响，欧美、日本等国复工速度明显慢于国内，国内头部模具钢厂商迎来较好的替代机会，加速国内模具钢进口替代趋势。

技术研发能力领先，废钢回收与严格管控构筑成本优势。公司在工模具钢生产领域积累丰厚，具备行业领先的研发能力及优异产品力。通过回收高速钢、模具钢加工过程以及产出切削工具的加工过程产生的较多废钢材料，公司部分实现原材料的稳定供应，也节省约 5%的成本优势。公司在国内及海外市场均具备较为完善的渠道布局，在北美、欧洲、亚洲等均设有国际销售分公司。近年来，公司也在加大直营比例，进一步提升节省供应链的成本、降低过往对经销商的依赖，直销比例的持续提升也拓宽公司的潜在盈利空间。

国内外市占率提升+产品结构升级+直销占比提升驱动盈利快速增长。根据 MySteel 估测，我国每年进口模具钢约 12 万吨，若以进口模具钢 5-6 万元/吨单价计算，我国模具钢的进口替代的市场空间将达到 60-72 亿元。受疫情影响，欧美、日本等国复工速度较慢，公司有望持续提升市场份额。公司在粉末冶金领域实现技术突破，打破粉末冶金原材料长期依赖于进口的国际垄断局面，未来有望享受行业增长及市占率提升。公司近年来持续调整低端低毛利的产品，并持续加大直销比例，未来利润率水平也有望持续提升。

投资建议：考虑到全资子公司引入战投的少数股东损益影响，我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 5.10/6.30/7.93 亿元，同比增长 29.0%/23.5%/26.0%，对应 EPS 分别为 0.20/0.24/0.31 元，2019-2022 年 CAGR 为 26.1%。当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 14.0/11.3/9.0 倍，较 A 股可比的特钢及新材料企业明显偏低。考虑到公司作为工模具钢细分领域龙头，市场份额有望持续提升，给予目标价 5.8 港元（对应 2021 年 20 倍 PE），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动风险，国际政治环境变化风险，粉末冶金业务进展不及预期风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,022	5,370	5,338	6,045	6,803
增长率 yoy（%）	28.8	6.9	-0.6	13.2	12.5
归母净利润（百万元）	259	395	510	630	793
增长率 yoy（%）	53.1	52.7	29.0	23.5	26.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.10	0.15	0.20	0.24	0.31
净资产收益率（%）	5.5	7.8	7.9	10.1	11.7
P/E（倍）	27.5	18.0	14.0	11.3	9.0
P/B（倍）	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

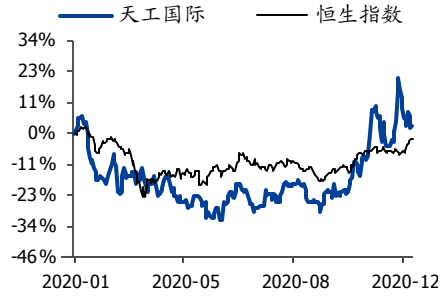
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所，港元兑人民币汇率取 1:0.8333

买入（首次）

股票信息

行业	钢铁
最新收盘价(港元)	3.29
总市值(百万港元)	8,537.55
总股本(百万股)	2,595.00
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	337.85

股价走势



作者

分析师 夏天
执业证书编号：S0680518010001
邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 程坚
邮箱：chengjian@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6113	5954	6334	7419	7760
现金	1301	898	919	1527	1634
应收票据及应收账款	2352	2709	2910	3135	3193
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1994	1735	1891	2143	2320
其他流动资产	466	613	613	613	613
非流动资产	3924	4262	4438	4718	5003
长期投资	86	81	86	91	96
固定资产	3597	3867	4022	4285	4555
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	241	314	330	342	351
资产总计	10036	10216	10772	12137	12763
流动负债	4201	4248	4573	4027	4091
短期借款	2285	2613	2613	1813	1713
应付票据及应付账款	1911	1601	1735	1977	2129
其他流动负债	5	35	225	237	249
非流动负债	1012	765	601	441	270
长期借款	899	639	475	315	144
其他非流动负债	113	126	126	126	126
负债合计	5213	5013	5174	4468	4361
少数股东权益	151	167	1180	1274	1403
股本	45	46	46	46	46
资本公积	4626	4991	4991	5491	5491
留存收益	0	0	366	873	1518
归属母公司股东权益	4672	5036	4418	6395	6999
负债和股东权益	10036	10216	10772	12137	12763

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	811	399	658	828	1179
净利润	267	404	523	724	922
折旧摊销	228	242	228	253	283
财务费用	135	130	135	88	58
投资损失	-13	7	-4	-3	-2
营运资金变动	-24	-524	-224	-235	-83
其他经营现金流	219	139	0	0	0
投资活动现金流	-779	-451	-400	-530	-566
资本支出	94	277	171	275	280
长期投资	-10	5	-5	0	-5
其他投资现金流	-695	-170	-234	-256	-291
筹资活动现金流	335	-131	-237	311	-506
短期借款	114	328	0	-800	-100
长期借款	76	-260	-164	-160	-171
普通股增加	5	1	0	0	0
资本公积增加	507	364	0	500	0
其他筹资现金流	-368	-564	-74	771	-235
现金净增加额	367	-184	21	608	107

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5022	5370	5338	6045	6803
营业成本	4361	4350	4170	4640	5132
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	105	98	96	109	122
管理费用	155	129	128	145	163
研发费用	0	259	267	302	340
财务费用	135	130	135	88	58
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	-7	4	3	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	279	396	546	763	988
营业外收入	42	56	52	58	55
营业外支出	41	2	14	14	15
利润总额	281	450	583	807	1028
所得税	14	46	60	83	106
净利润	267	404	523	724	922
少数股东损益	8	9	13	94	129
归属母公司净利润	259	395	510	630	793
EBITDA	654	846	947	1169	1389
EPS（元/股）	0.10	0.15	0.20	0.24	0.31

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入（%）	28.8	6.9	-0.6	13.2	12.5
营业利润（%）	79.1	42.2	37.6	39.9	29.5
归属母公司净利润（%）	53.1	52.7	29.0	23.5	26.0
获利能力					
毛利率（%）	13.2	19.0	21.9	23.2	24.6
净利率（%）	5.2	7.4	9.6	10.4	11.7
ROE（%）	5.5	7.8	7.9	10.1	11.7
ROIC（%）	5.1	6.5	7.4	9.9	11.5
偿债能力					
资产负债率（%）	51.9	49.1	48.0	36.8	34.2
净负债比率（%）	40.1	46.2	36.5	11.9	6.2
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.8	1.9
速动比率	0.9	0.8	0.8	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.3	2.1	1.9	2.0	2.2
应付账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.10	0.15	0.20	0.24	0.31
每股经营现金流（最新摊薄）	0.31	0.15	0.25	0.32	0.45
每股净资产（最新摊薄）	1.80	1.94	2.09	2.27	2.50
估值比率					
P/E	27.5	18.0	14.0	11.3	9.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.1	11.4	11.3	7.9	6.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况：工模具钢行业龙头，盈利能力稳步提升.....5
1.1 工模具钢行业龙头.....5
1.2 业绩快速增长，盈利能力持续提升.....6
2. 工模具钢行业：行业供给集中格局较优，进口替代趋势加速.....9
2.1 制造业高端化转型的重要支撑，具备一定耗材属性.....9
2.2 行业供给相对集中，进口替代趋势加速.....9
3. 竞争优势分析：产业链协同降低成本，渠道布局相对完善.....11
3.1 产品力优异，技术研发能力国内领先.....11
3.2 产业链协同布局，废钢回收及严格管控带来成本优势.....12
3.3 渠道布局完善，终端把控力持续提升.....13
4. 未来驱动力：市场份额有望持续提升，利润率将受益于产品结构升级.....14
4.1 国内进口替代加速，公司市场份额有望持续提升.....14
4.2 粉末冶金领域实现技术突破，未来有望快速增长.....15
4.3 产品结构升级与直销占比提升驱动利润率上行.....16
5. 盈利预测与投资建议.....16
5.1. 盈利预测.....16
5.2. 估值与投资建议.....18
6. 风险提示.....19

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....5
图表 2：2018 年世界工模具钢生产商排名.....5
图表 3：公司主营业务类型.....6
图表 4：公司股权结构.....6
图表 5：公司历年营收及增速.....7
图表 6：公司历年归母净利润及增速.....7
图表 7：公司历年分业务收入占比.....7
图表 8：公司历年分业务毛利占比.....7
图表 9：公司历年毛利率及净利率.....8
图表 10：公司历年分业务毛利率.....8
图表 11：模具钢下游行业应用.....9
图表 12：全国历年模具钢产能及增速.....10
图表 13：模具钢下游终端行业消费结构.....10
图表 14：我国历年模具行业企业数量及增速.....11
图表 15：我国历年模具行业收入规模及增速.....11
图表 16：进口模具钢在国内销售量所占份额比.....11
图表 17：公司"高品质压铸模具钢关键技术开发与应用"项目荣获 2019 年"冶金科学技术奖"一等奖.....12
图表 18：公司产业链布局示意图.....12
图表 19：2019H1 公司成本结构明细.....13
图表 20：2020H1 公司成本结构明细.....13
图表 21：2020H1 公司营业收入渠道分布占比.....14

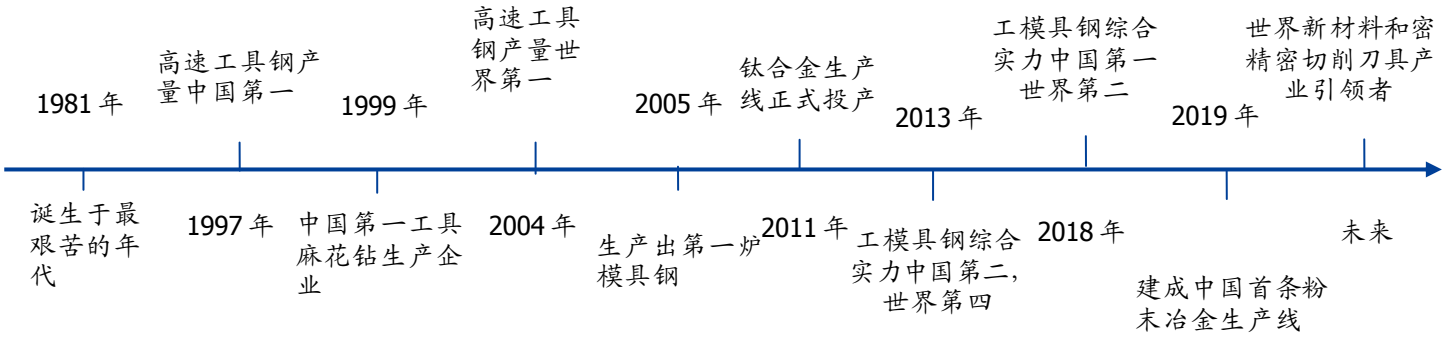
图表 22：进口模具钢在国内销售量所占份额比.....14
图表 23：公司历年模具钢内销收入及增速.....15
图表 24：公司历年模具钢吨毛利.....15
图表 25：公司粉末冶金产线概况.....15
图表 26：公司历年毛利率及净利率.....16
图表 27：公司历年分业务毛利率.....16
图表 28：公司细分产品销售、单价及吨毛利分拆预测.....17
图表 29：公司营业收入分拆预测.....18
图表 30：公司毛利率分拆预测.....18
图表 31：可比 A 股特钢及新材料上市公司估值表.....19

1. 公司概况：工模具钢行业龙头，盈利能力稳步提升

1.1 工模具钢行业龙头

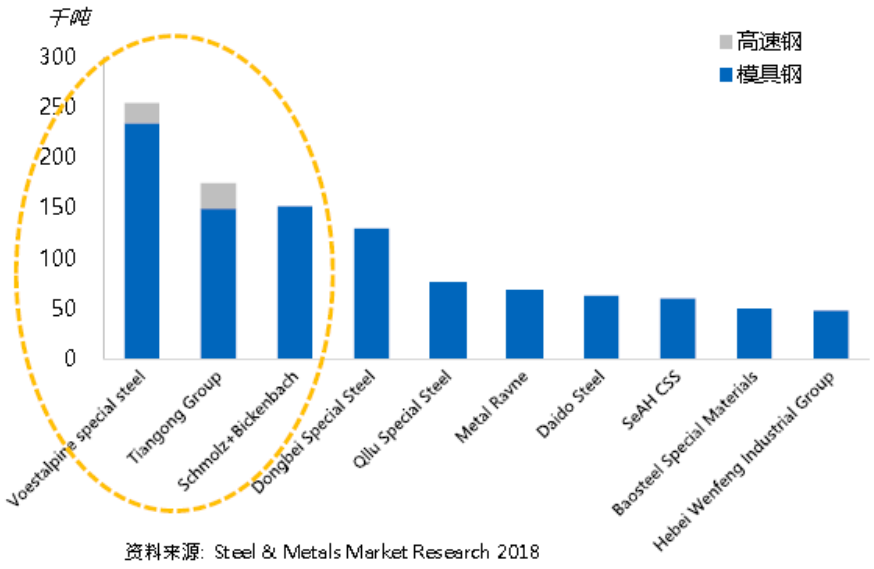
公司历史可追溯至 1981 年，初期从事电视天线生产业务；1997 年高速工具钢产量做到全国第一并于 2004 年实现全球第一；2007 年，公司在香港联交所上市；2019 年，公司建成国内首条规模化模具钢粉末冶金生产线；2020 年正式被纳入恒生综合指数成分股以及进入港股通。公司是国内著名的模具钢、切削刀具、钛合金生产制造商，是中国钢研战略所认定的国内重点特殊钢生产企业；中国民营企业、中国民营企业制造业 500 强；根据世界钢铁与金属产品市场研究中心（SMR）数据，公司 2018 年工模具钢综合实力位居世界第二，仅次于老牌知名企业奥地利奥钢联集团。

图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 2：2018 年世界工模具钢生产商排名



资料来源：SMR 钢铁，国盛证券研究所

公司的四大主营产品高速钢、模具钢、切削工具、钛合金被广泛应用于航空、汽车、消费电子、建筑建材、高速列车、石油化工等多个不同领域。截至目前，公司高速钢产品在全球市场排名第一，高速钢切削工具在国内市场排名第一，模具钢位居全球第二，钛合金产品位居全国第三，具备领先的行业地位。此外，公司还开展商品贸易业务，主要买卖公司生产范围以外的普钢产品。

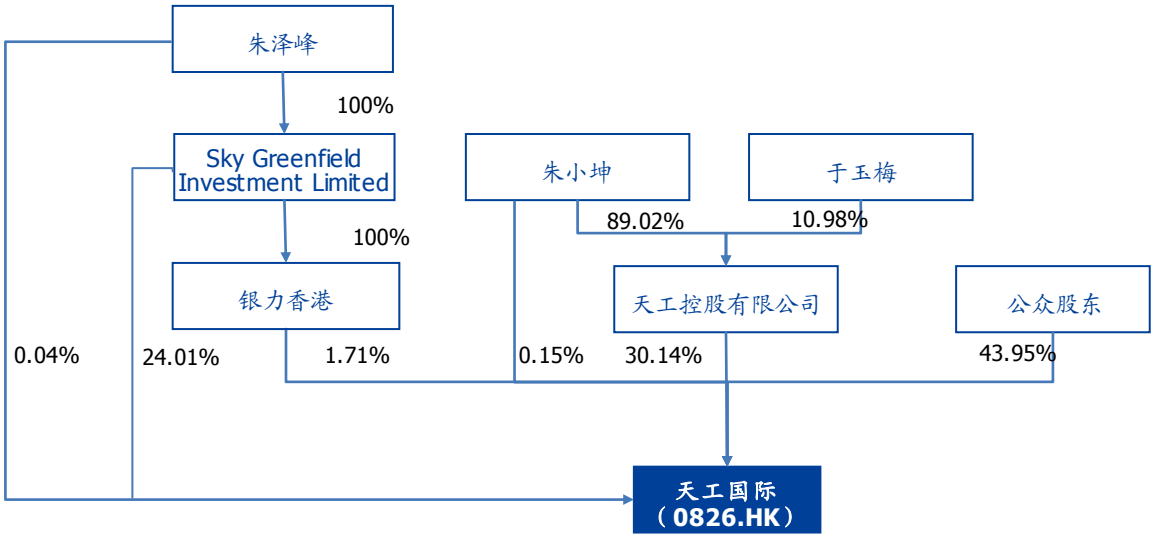
图表 3：公司主营业务类型

业务类型		市场地位	具体介绍
四大业务板块	高速钢	全球第一	使用钨、钼、铬、钒等稀有金属制造，特点为硬度较高且耐热耐用，因而适用于切削工具及制造高温轴承、高温弹簧、内燃机引擎和滚轮，广泛用于汽车、机械制造、航空及电子行业。
	模具钢	全球第二	使用钼、铬及钒等稀有金属制造，为一种高合金特殊钢，主要应用于模具、压铸模及机械加工，涉及汽车、高速铁路建设、航空及塑料产品制造等行业。
	切削工具	全国第一	包括高速钢及硬质合金切削工具，产品广泛应用于合金钢、模具钢、铜、铝以及不锈钢、高温合金、钛合金、高强度钢、碳纤维等材料的加工，以及航空航天、汽车、高速列车、石油化工、机械加工、医疗器械、军工等不同领域。
	钛合金	全国第三	广泛应用于航空、化工管道设备、核工业、海洋工业。
商品贸易			买卖本集团生产范围以外的普钢产品。

资料来源：公司公告、公司官网，国盛证券研究所

朱小坤为公司实际控制人。公司主要股东为天工控股有限公司、Sky Greenfield Investment Limited 和银力香港，分别持股 30.14%、24.01%和 1.71%。天工控股有限公司由朱小坤及其配偶于玉梅全资持有。朱小坤为公司的实际控制人，其家族直接或间接持有公司 56.05%的股份，剩余 43.95%的股份由公众股东持有。

图表 4：公司股权结构

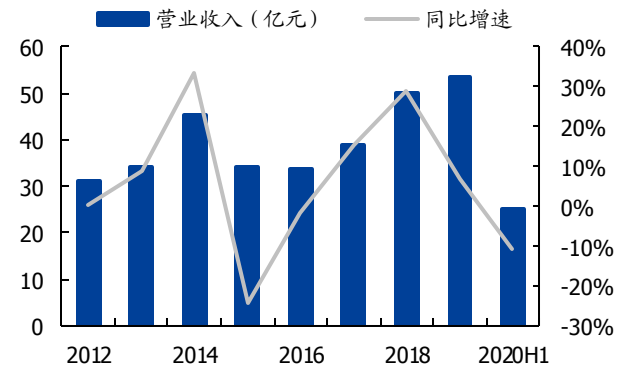


资料来源：公司公告、Wind，国盛证券研究所

1.2 业绩快速增长，盈利能力持续提升

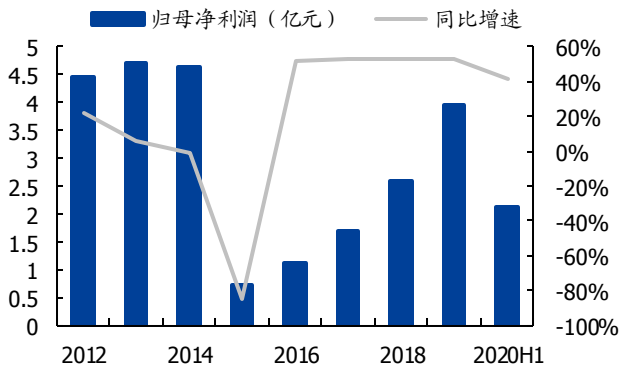
近年来营收稳步扩张，业绩高速增长。2015 年受累于国内市场需求下降，全球钢产品平均售价下跌，渠道经销商在产品价格下跌时减少备货，使得高速钢及模具钢产品的销量、毛利率均受到较大影响。2016 年以来，一方面公司改善渠道布局，直销比例持续提升，另一方面，受益于公司优异产品力市场份额持续增长，公司营收规模稳步扩张，业绩实现快速增长；2016-2019 年，公司营收/归母净利润复合增速分别为 11.9%/52.7%。2020 年上半年，受疫情影响公司实现营收 25.1 亿元，同比回落 10.6%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 41.2%。预计随着公司市场份额稳步提升、产品结构持续升级以及持续的精细化管理等，未来业绩仍有望实现较快增长。

图表 5：公司历年营收及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

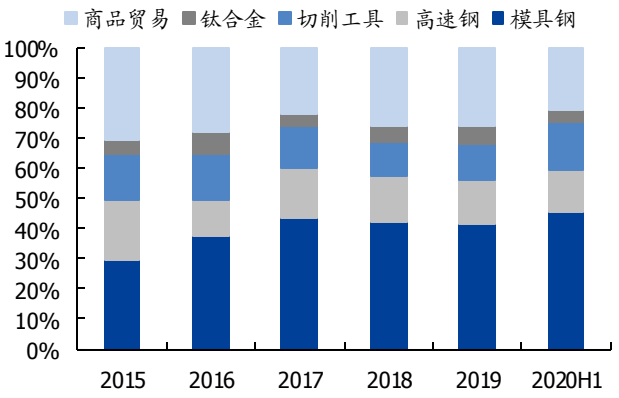
图表 6：公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

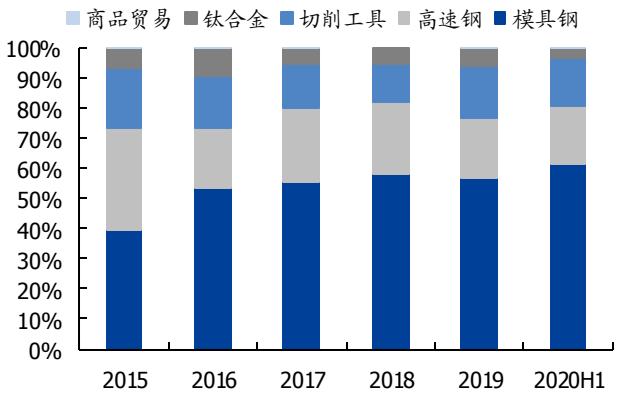
工模具钢贡献主要收入及毛利，盈利能力持续提升。模具钢、高速钢及切削工具是公司主要产品，2020H1 模具钢/高速钢/切削工具实现收入占比分别为 45.3%/14.3%/15.8%，贡献毛利占比分别为 56.9%/18.5%/14.8%。钛合金业务近年来收入毛利贡献相对较小，商品贸易业务收入占比逐步下滑至 2020H1 的 21.0%，该业务并未给公司带来盈利贡献。依靠近年来市场份额的持续提升、公司良好的管控措施及产品结构的持续升级，公司各项产品的毛利率均呈现上升趋势，2020H1 综合毛利率/归母净利率分别为 21.6%/8.4%，均为 2015 年以来的最高水平。

图表 7：公司历年分业务收入占比



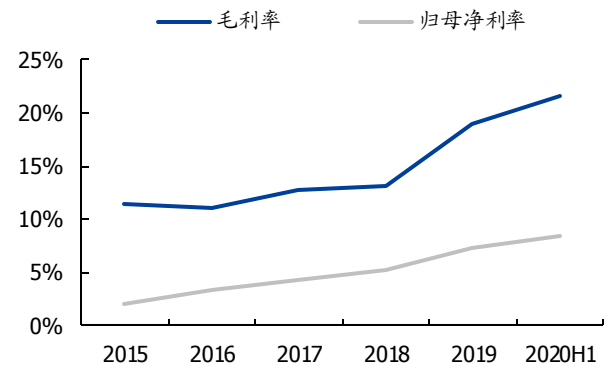
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 8：公司历年分业务毛利占比



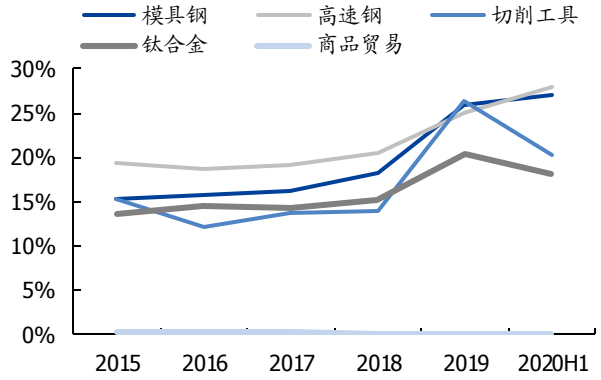
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 9：公司历年毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 10：公司历年分业务毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 全资子公司天工工具引入战投，助力上市分拆及业务发展

2020 年 12 月 28 日，公司公告全资子公司天工工具引入战略投资者及员工持股平台投资。其中战略投资者共认购天工工具 16.65%的股权，投资金额 14.15 亿元，参与认购的战略投资者包括中金系基金、中信证券旗下金石投资及国家制造业转型升级基金以及各地方政府等投资平台；员工持股平台认购约 1%天工工具股权，投资金额 8500 万元。天工工具是由公司重组成立的全资子公司，将仅从事高速钢及模具钢的生产销售业务。本次募集资金主要用于偿还天工工具日常经营过程中的贷款，补充营运资本及促进高速钢、模具钢业务持续性发展。此外，公司在公告中披露若天工工具在 2023 年末未能实现上市或其他事项发生，则会以 4%的利息成本回购本次认购股份。本次引入战投一方面助力业务持续扩张，另一方面也将加速子公司分拆上市。

图表 11：天工工具战略投资者认购明细

战略投资者	已认购注册资本（万元）	股权占比	属性
佳泰	4603	1.8%	中金系投资公司
启鹭	5063	1.9%	中金系投资公司
启辰	3069	1.2%	中金系投资公司
金石新材料基金	9206	3.5%	中信证券全资子公司金石投资，国家制造业转型升级基金
中国石化资本	6138	2.4%	中石化旗下
镇江乾元	4603	1.8%	镇江市国资委
丹阳天鑫	4603	1.8%	丹阳市国资委
誉华融投	1534	0.6%	中航系投资公司
航投誉华	1534	0.6%	中航系投资公司
华资盛通	921	0.4%	青岛市国资委
华资汇志	921	0.4%	青岛市国资委
乐通华资	921	0.4%	青岛市国资委和胶州市国资委
源禾正鑫	307	0.1%	烟台市国资委、烟台市财政局和山东省财政厅
合计	**43423**	**16.6%**	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 工模具钢行业：行业供给集中格局较优，进口替代趋势加速

2.1 制造业高端化转型的重要支撑，具备一定耗材属性

工模具钢是现代工业基础，是我国制造业高端化转型的重要支撑。工模具钢是用来制造冷冲模、热锻模、压铸模等模具的钢种，是“现代工业之母”，在现代工业中的重要性不可言喻。工模具钢品种、规格、质量对工模具的性能、使用寿命和制造周期起着决定性的作用。模具钢的下游终端应用十分广泛，主要集中于汽车、家电、电子通讯、建材等行业。在我国制造业发展的初期阶段，产品对模具的要求相对较低；随着我国制造业逐步向高端化转型，模具及模具钢性能的重要性持续提升，对中高端模具钢的需求将会持续增长。近年来，模具钢在政策层面也得到一定支持，2015 年，模具钢被列为中国制造 2025 重点领域新材料，2018 年被纳入《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》。

图表 12：模具钢下游行业应用

下游行业	消费的典型模具产品
汽车行业	大中型冲压模具、中小型冷冲模具、压铸模具和塑料模具
家用电器行业	大型塑料模具和冷冲模具
电子通讯行业	精密冲压模具和精密塑料模具
建材行业	塑料和铝合金型材挤压模
其他	精密复杂长寿命模具、高精密和抗高温的级进模具、高精度高寿命冷冲模及高性能塑料模具

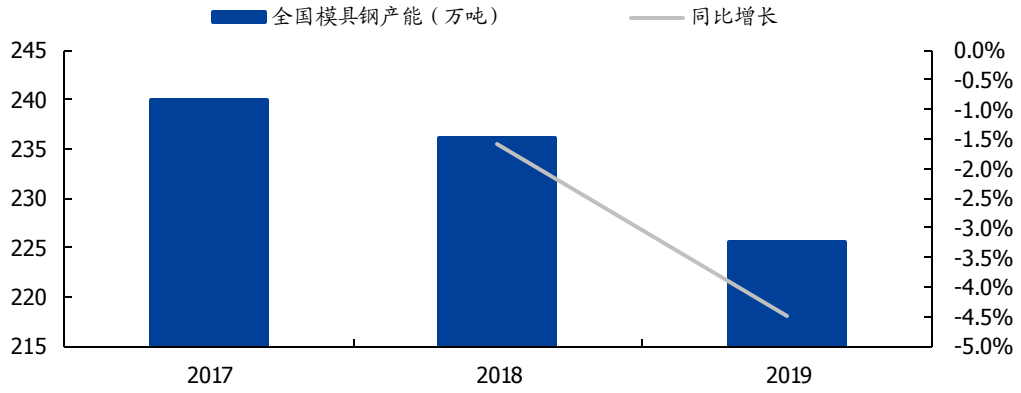
资料来源：MySteel，国盛证券研究所

工模具钢具备一定耗材属性，需求具有持续性。模具钢的下游应用主要是汽车、家电、电子、建材等行业的生产模具，在生产过程中会出现磨损时需要更换；另外新产品推出时也需要更新模具。高速钢下游应用主要是工业锯齿、刀具等，工业用品对精度都有较高要求，对高速钢刀具需求较大；切削工具属于明显的耗材。整体来看，工模具钢产品使用寿命较短，具备一定耗材属性，需求端更具备持续性。

2.2 行业供给相对集中，进口替代趋势加速

行业总产能有所回落，供给相对集中。根据 MySteel 跟踪的工模具钢生产企业调研样本库的 61 家工模具钢生产企业及 85 条生产线数据，2019 年全国工模具钢产能约为 225.6 万吨，较 2018 年下降 4.5%。根据 MySteel《浅析国内外模具钢发展现状及展望》统计，全国特钢类模具钢生产企业 31 家（不含黄石地区），模具钢生产企业共 55 条产线，全年模具钢总产量约为 60 万吨左右；若考虑黄石地区，国内模具钢市场总产量在 110 万吨左右。特钢类模具钢生产企业中，市场份额较大的是宝武特冶、抚顺特钢、长城特钢、天工国际、大连特钢以及大冶特钢等，行业供给相对集中。

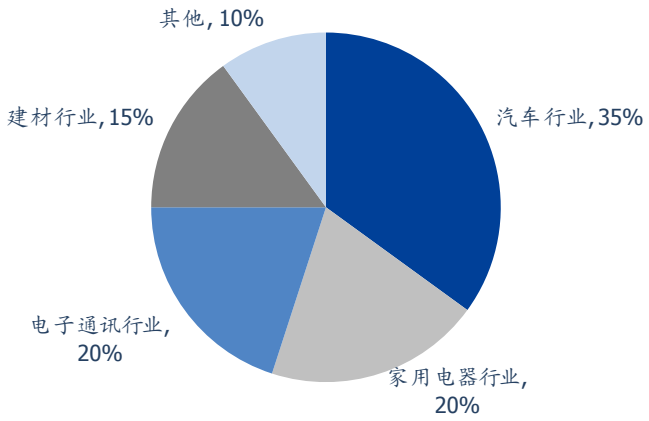
图表 13：全国历年模具钢产能及增速



资料来源：MySteel，国盛证券研究所，注：MySteel 跟踪的工模具钢生产企业调研样本库口径

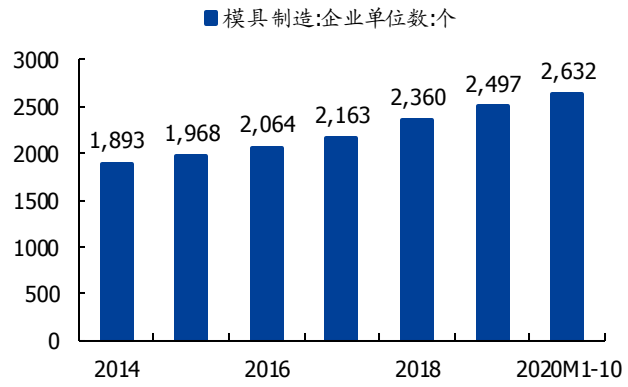
下游客户分散粘性强，议价能力相对较优，行业门槛相对较高。模具钢的直接下游是模具行业，终端则是汽车、家电、电子、建材等行业。根据国家统计局数据，截至 2020 年 10 月末，我国模具行业企业数量为 2632 家，1-10 月模具行业实现收入 2133 亿元，同比回落 1.7%。根据 MySteel 数据，终端中汽车/家电/电子通讯/建材行业消费模具钢分别占市场总量的 35%/20%/20%/15%，电机、仪器、仪表等机电行业以及国防军工行业也占据一定市场份额。模具钢是高端特钢品种之一，模具钢的品质性能决定了模具寿命，对下游终端客户的生产效率和成本具备较大影响，客户对模具钢的品质、性能要求高于其对价格的敏感性，一旦与下游客户绑定，需求具备较强韧性。总体来看，模具行业相对分散，公司作为模具钢龙头具备一定议价能力。模具钢作为相对小众的特钢市场，普钢企业进入成本偏高，但收益小，未来进入市场的可能性不大，行业竞争格局有望稳定。

图表 14：模具钢下游终端行业消费结构



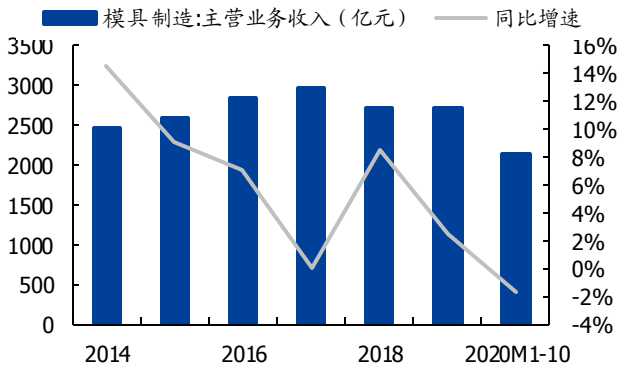
资料来源：MySteel，国盛证券研究所

图表 15：我国历年模具行业企业数量及增速



资料来源：Wind、国家统计局，国盛证券研究所

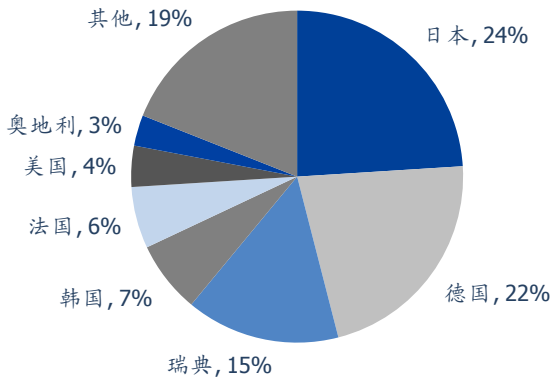
图表 16：我国历年模具行业收入规模及增速



资料来源：Wind、国家统计局，国盛证券研究所

疫情背景下，进口替代趋势加速。根据 MySteel 估测，我国每年进口模具钢的年消费量约 12 万吨，2019 年国内进口模具钢最多的国家依次为日本、德国、瑞典、韩国、法国等，占比分别为 24%/22%/15%/7%/6%。高端产品对进口模具钢的依赖仍然较大，每年进口的精品模具钢占据国内模具钢高端市场份额的 60%，而进口模具钢价格要比国内产品高出 3-6 倍。若以进口模具钢 5-6 万元/吨单价计算，我国模具钢的进口替代的市场空间将达到 60-72 亿元。今年以来，受疫情影响，欧美、日本等国复工速度明显慢于国内，国内头部模具钢厂商迎来较好的替代机会，加速国内模具钢进口替代趋势。

图表 17：进口模具钢在国内销售量所占份额比



资料来源：MySteel，国盛证券研究所

3. 竞争优势分析：技术研发能力领先，废钢回收与严格管控构筑成本优势

3.1 产品力优异，技术研发能力国内领先

公司产品力优异，技术研发国内领先。公司在工模具钢生产领域积累丰厚，具备行业领先的技术研发能力，在众多技术领域引领行业，是中国钢研战略所认定的国内重点特殊钢生产企业。模具钢是高端特钢品种之一，模具钢的品质性能决定了模具寿命，对下游终端客户的生产效率和成本具备较大影响，客户对模具钢的品质、性能要求高于其对价

格的敏感性。在工模具钢生产方面，公司近年来针对模具钢的纯净度、组织的均匀性进行关键技术开发，兼顾高韧性与很好的热强度，具备优异的抗热裂纹及抗整体开裂能力，主要应用于压铸模、挤压及锻造等领域；公司的“高品质压铸模具钢关键技术开发与应用”项目荣获 2019 年“冶金科学技术奖”一等奖证书。2019 年 11 月，公司工模具钢粉末冶金生产线开始试运行，该产线是国内新材料产业中唯一可进行规模化生产，并进入国际新材料高端领域的产线，填补国内空白。

图表 18：公司“高品质压铸模具钢关键技术开发与应用”项目荣获 2019 年“冶金科学技术奖”一等奖

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.2 废钢回收及严格流程管控带来成本优势

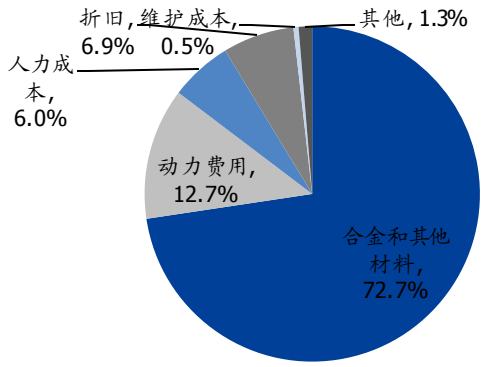
产业链协同布局，近年来业务逐步向下游延伸。公司深耕工模具钢产业数十载，具备深厚的产业积累，目前主要产品包括模具钢、高速钢、切削工具及钛合金。从材料的使用过程来看，模具钢及高速钢产出后，公司将部分供应给公司的切削工具业务，切削工具无需再去向外部采购；高速钢、模具钢加工过程以及产出切削工具的加工过程将产生较多废钢材料，公司将其回收后循环使用，加入合金后可锻炼成模具钢及高速钢。近年来，公司逐步向产业链下游延伸，业务涉及零切及热处理业务，逐步由制造业企业向生产技术服务型企业转变。

图表 19：公司产业链布局示意图

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

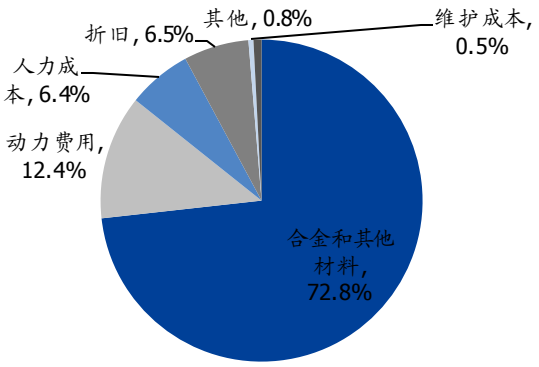
废钢回收及流程管控持续提效降本。公司的成本结构中占比最高是合金和其他材料成本，近年来占比均超过 70%。2020H1，合金和其他材料、动力费用及人力成本占成本比例分别为 72.8%/12.4%/6.4%。通过回收高速钢、模具钢加工过程以及产出切削工具的加工过程产生的较多废钢材料，公司也部分实现原材料的稳定供应，根据公司公告，废钢材料回收节省约 5%的成本优势。在废钢回收的采购流程以及炼钢环节，公司的流程管控严格，控制废钢采购成本及生产过程中的电耗，持续提升生产效益。

图表 20：2019H1 公司成本结构明细



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 21：2020H1 公司成本结构明细

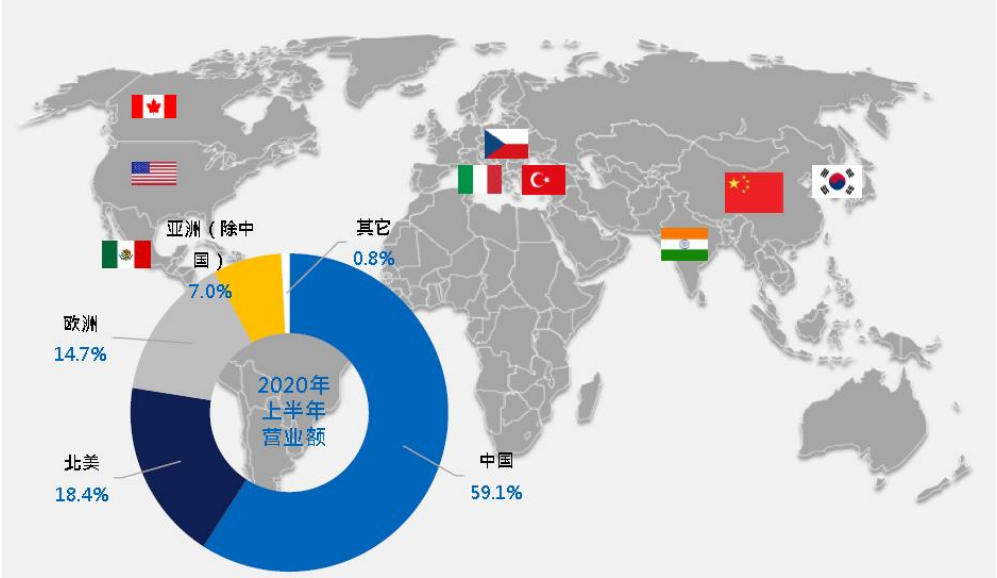


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3 渠道布局完善，终端把控力持续提升

公司在国内及海外市场均具备较为完善的渠道布局，在美国、印度、韩国、捷克、土耳其、加拿大、俄罗斯、意大利、墨西哥、新加坡、中国台湾等国家和地区设有国际销售分公司。2020 年上半年，公司国内/海外营收占比分别为 59.1%/40.9%，其中北美/欧洲/亚洲的收入占比分别为 18.4%/14.7%/7.0%。近年来，公司也在积极拓展在线的销售渠道，目前集团产品于全球多个大型电商平台销售，包括阿里巴巴、亚马逊、eBay、京东及天猫等。2020 年上半年，电商销售的成效在疫情期间实现较快增长，海外网络销售同比增长超过 50%。另一方面，公司也在加大直营比例，提升对销售终端的把控力，并节省供应链的成本、减低过往对分销商的依赖。

图表 22：2020H1 公司营业收入渠道分布占比



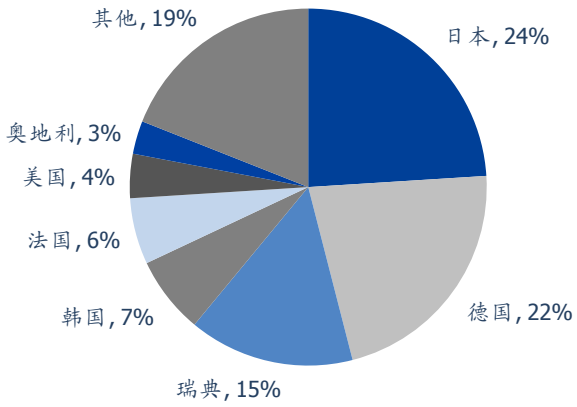
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 未来驱动力：市场份额有望持续提升，利润率将受益于产品结构升级

4.1 国内进口替代加速，公司市场份额有望持续提升

疫情背景下，进口替代趋势加速。根据 MySteel 估测，我国每年进口模具钢的年消费量约 12 万吨，2019 年国内进口模具钢最多的国家依次为日本、德国、瑞典、韩国、法国等，占比分别为 24%/22%/15%/7%/6%。高端产品对进口模具钢的依赖仍然较大，MySteel 估算进口模具钢价格要比国内产品高出 3-6 倍。若以进口模具钢 5-6 万元/吨单价计算，我国模具钢的进口替代的市场空间将达到 60-72 亿元。今年以来，受疫情影响，欧美、日本等国复工速度明显慢于我国，国内头部模具钢厂商迎来较好的替代机会，加速国内模具钢进口替代趋势。

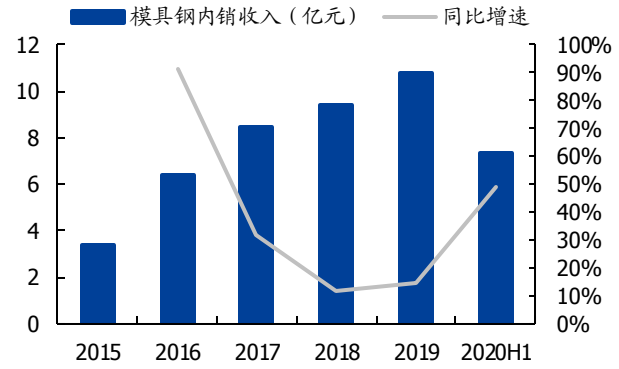
图表 23：进口模具钢在国内销售量所占份额比



资料来源：MySteel，国盛证券研究所

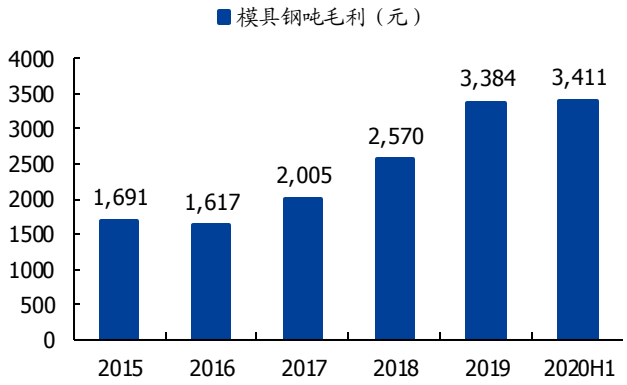
2020H1 模具钢内销增长提速，吨毛利稳步提升。受疫情影响，模具钢客户的进口替代趋势加速，2020 年上半年公司的模具钢内销业务实现收入 7.38 亿元，同比大幅增长 48.6%，增速较 2019 年全年增速提升 34.3 个 pct。公司近年来模具钢销售均价较为稳定，依靠持续提升的盈利能力，吨毛利稳步提升，2020H1 模具钢吨毛利达到 3411 元/吨，同比增长 14.0%。预计随着进口替代逐步渗透，公司模具钢的内销业务仍有望稳步增长。

图表 24：公司历年模具钢内销收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 25：公司历年模具钢吨毛利



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 粉末冶金领域实现技术突破，未来有望快速增长

粉末冶金领域实现技术突破，未来将享受行业增长及市占率提升。相较于其他金属成型技术，如锻造、铸造等，粉末冶金在材料利用率、形状复杂度和近净形尺寸控制等方面均具有优势。公司自 2018 年开始筹备建设粉末冶金生产线，2019 年 11 月工模具钢粉末冶金生产线开始试运行，并于 2020 年一期正式投产。该条粉末冶金产线是国内新材料产业中唯一一条可进行规模化生产，并进入国际新材料高端领域的生产线，成功打破粉末冶金原材料长期依赖于进口的国际垄断局面，填补国内供应短板。其中一期产线投资约 3.2 亿元，产能 2000 吨；二期产线投资约 2.5 亿元，规划产能 3000 吨。根据 Global Industry Analysts，2020 年全球粉末冶金市场约为 28 亿美元，预计 2027 年将达 40 亿美元，复合年增长率为 5.1%，公司未来将持续受益于行业规模增长及市占率提升。

图表 26：公司粉末冶金产线概况

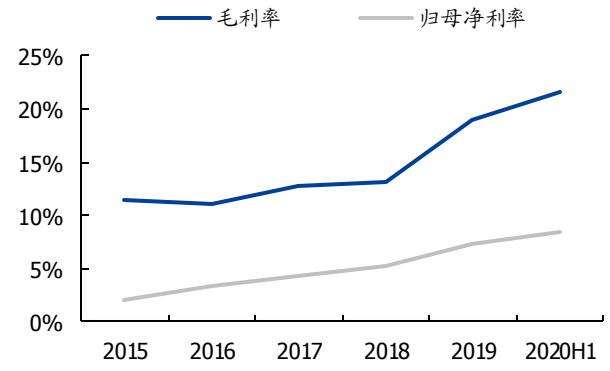
资料来源：腾讯新闻，国盛证券研究所

4.3 产品结构升级与直销占比提升驱动利润率上行

公司近年来持续调整产品结构，低端低毛利的产品逐步被淘汰，产品结构持续高端化。在工模具钢方面，粉末冶金相比传统产品具备更高的售价及毛利率，随着粉末冶金产线正式投产，未来将持续贡献盈利；切削工具业务，公司逐步避免与国内小型企业价格战，产品结构逐步转型至国内及海外中高端产品，近年来切削工具单价及单件毛利呈上升趋势。

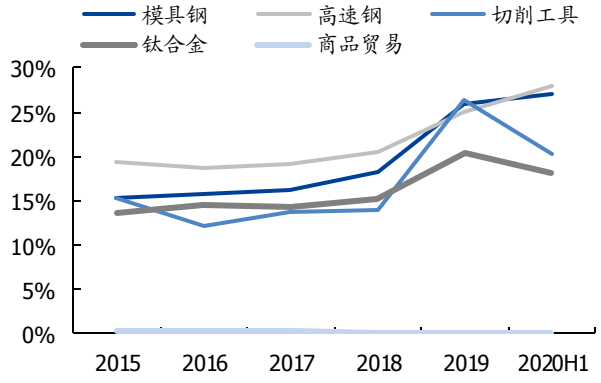
在渠道销售端，公司过往在开拓市场时往往会和当地经销商合作获取市场份额，但该渠道毛利率偏低；近年来公司也在加大直营比例，提升对销售终端的把控力，并节省供应链的成本、减低过往对分销商的依赖，未来盈利能力也有望受益于直销占比提升。

图表 27：公司历年毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 28：公司历年分业务毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

产品销量预测：公司的工模具钢产品将持续受益于进口替代趋势及市场份额扩张，我们预计 2020-2022 年模具钢销量分别为 18.7/20.5/22.2 万吨，同比增长 10.0%/10.0%/8.0%；预计 2020-2022 年高速钢产品销量分别为 2.56/2.66/2.71 万吨，延续稳健增长。切削工具 2020-2022 年销量预计分别为 2.87/3.10/3.35 亿件，将受益于海外疫情带来的家用切削工具需求增长。钛合金产品预计 2020 年受疫情影响销量回落，未来两年将恢复增长。

产品单价及收入预测：公司的产品单价一方面受上游原材料价格波动影响，另一方面随着未来产品结构持续升级高端化，带来一定的单价提升。受原材料价格下降影响，我们预计公司工模具钢产品单价今年将小幅回落，未来两年将稳步提升；切削工具产品单价将持续提升，主要系公司逐步将产品重心转移至海外出口及中高端产品；钛合金产品单价延续近年来的上升趋势。根据以上假设，我们预计公司 2020-2022 年营业收入同比增长-0.6%/13.3%/12.5%，其中模具钢业务分别增长 6.7%/12.2%/11.2%，高速钢业务收入同比增长-4.5%/6.1%/4.0%，切削工具收入同比增长 29.8%/13.4%/13.4%，钛合金收入同比增长-31.0%/26.0%/26.0%，粉末冶金业务也将陆续贡献一定收入。

图表 29：公司细分产品销售、单价及吨毛利分拆预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
模具钢								
吨单价（元）	11,124	10,300	12,300	14,122	13,064	12,672	12,926	13,313
增速	*-17.5%*	*-7.4%*	*19.4%*	*14.8%*	*-7.5%*	*-3.0%*	*2.0%*	*3.0%*
销量（千吨）	91.5	122.7	137.3	148.6	169.6	186.6	205.2	221.6
增速	*-25.7%*	*34.1%*	*11.9%*	*8.2%*	*14.1%*	*10.0%*	*10.0%*	*8.0%*
吨毛利（元）	1,691	1,617	2,005	2,570	3,384	3,421	3,555	3,728
增速	*-60.2%*	*-4.4%*	*24.0%*	*28.2%*	*31.6%*	*1.1%*	*3.9%*	*4.9%*
高速钢								
吨单价（元)	38,521	23,500	27,900	31,746	32,114	29,545	30,136	30,738
增速	*29.4%*	*-39.0%*	*18.7%*	*13.8%*	*1.2%*	*-8.0%*	*2.0%*	*2.0%*
销量（千吨）	22.8	16.8	23.5	24.6	24.6	25.6	26.6	27.1
增速	*-18.7%*	*-26.3%*	*39.9%*	*4.7%*	*0.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*2.0%*
吨毛利（元）	7,473	4,371	5,329	6,540	8,029	8,243	8,438	8,760
增速	*-10.7%*	*-41.5%*	*21.9%*	*22.7%*	*22.8%*	*2.7%*	*2.4%*	*3.8%*
切削工具								
件单价（元）	1.93	1.76	1.93	2.10	2.75	2.97	3.12	3.27
增速	*-12.3%*	*-8.8%*	*9.7%*	*8.8%*	*31.0%*	*8.0%*	*5.0%*	*5.0%*
销量（千件）	267,414	299,800	274,800	276,365	239,222	287,066	310,032	334,834
增速	*6.9%*	*12.1%*	*-8.3%*	*0.6%*	*-13.4%*	*20.0%*	*8.0%*	*8.0%*
件毛利（元）	0.30	0.21	0.27	0.29	0.45	0.59	0.62	0.65
增速	*21.7%*	*-27.8%*	*24.0%*	*9.6%*	*53.6%*	*32.5%*	*5.0%*	*5.0%*
钛合金								
吨单价（元）	51,944	51,100	64,200	67,912	76,709	88,215	92,626	97,257
增速	*-3.4%*	*-1.6%*	*25.6%*	*5.8%*	*13.0%*	*15.0%*	*5.0%*	*5.0%*
销量（千吨）	3.3	4.6	2.6	3.6	4.2	2.5	3.0	3.6
增速	*35.2%*	*37.8%*	*-43.1%*	*37.8%*	*16.2%*	*-40.0%*	*20.0%*	*20.0%*
吨毛利（元）	7,064	7,461	9,245	10,323	15,572	15,879	17,136	18,479
增速	*1.8%*	*5.6%*	*23.9%*	*11.7%*	*50.9%*	*2.0%*	*7.9%*	*7.8%*

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 30：公司营业收入分拆预测

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,429	3,376	3,898	5,022	5,370	5,338	6,045	6,803
增速	*-24.4%*	*-1.6%*	*15.5%*	*28.8%*	*6.9%*	*-0.6%*	*13.2%*	*12.5%*
模具钢	1,018	1,262	1,686	2,098	2,215	2,364	2,653	2,951
增速	*-38.7%*	*24.0%*	*33.6%*	*24.4%*	5.6%	6.7%	12.2%	11.2%
高速钢	679	395	654	782	791	756	802	834
增速	*-37.2%*	*-41.8%*	*65.6%*	*19.5%*	1.2%	-4.5%	6.1%	4.0%
切削工具	515	528	530	581	657	853	967	1,096
增速	*-6.5%*	*2.5%*	*0.5%*	*9.6%*	*13.1%*	*29.8%*	*13.4%*	*13.4%*
钛合金	173	234	168	245	322	222	280	352
增速	*30.6%*	*35.1%*	*-28.2%*	*45.8%*	*31.2%*	*-31.0%*	*26.0%*	*26.0%*
商品贸易	1,045	956	859	1,315	1,385	1,108	1,163	1,221
增速	*-6.0%*	*-8.4%*	*-10.2%*	*53.1%*	*5.3%*	*-20.0%*	*5.0%*	*5.0%*
粉末冶金						36	181	348
增速							*409.2%*	*92.4%*

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

毛利率：我们预测 2020-2022 年三年综合毛利率分别为 21.9%/23.2%/24.6%，维持稳中有升态势，其中工模具钢产品毛利率将稳步提升，主要受益于公司直销比例提升、市场份额扩大带来的产能利用率提升以及淘汰部分低端模具钢产品等，切削工具及钛合金产品未来毛利率将保持稳定，新增粉末冶金业务毛利率相对较高。

图表 31：公司毛利率分拆预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合毛利率	***11.4%***	***11.0%***	***12.8%***	***17.2%***	***19.0%***	***21.9%***	***23.2%***	***24.6%***
模具钢	*15.2%*	*15.7%*	*16.3%*	*24.5%*	*25.9%*	*27.0%*	*27.5%*	*28.0%*
高速钢	*19.4%*	*18.6%*	*19.1%*	*21.4%*	*25.0%*	*27.9%*	*28.0%*	*28.5%*
切削工具	*15.4%*	*12.2%*	*13.8%*	*13.9%*	*16.3%*	*20.0%*	*21.0%*	*22.0%*
钛合金	*13.6%*	*14.6%*	*14.4%*	*20.6%*	*20.3%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*
商品贸易	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
粉末冶金						*52.7%*	*56.6%*	*57.3%*

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2. 估值与投资建议

根据以上假设，考虑到全资子公司引入战投的少数股东损益影响，我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 5.10/6.30/7.93 亿元，同比增长 29.0%/23.5%/26.0%，对应 EPS 分别为 0.20/0.24/0.31 元，2019-2022 年 CAGR 为 26.1%。当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 14.0/11.3/9.0 倍，A 股可比的特钢及新材料企业对应 2020-2022 年平均 PE 分别为 24.8/22.5/20.6 倍。考虑到公司作为工模具钢细分领域龙头，市场份额有望持续提升，给予目标价 5.8 港元（对应 2021 年 20 倍 PE），首次覆盖，给予“买入”

评级。

图表 32：可比 A 股特钢及新材料上市公司估值表

代码	股票简称	最新股价（元）	EPS（元）			PE			PB(MRQ)	总市值（亿港/元）
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
000708.SZ	中信特钢	24.06	1.22	1.34	1.47	19.7	17.9	16.4	4.6	1,214.3
600399.SH	ST 抚钢	16.78	0.29	0.40	0.51	13.7	12.5	11.4	6.8	330.9
002756.SZ	永兴材料	62.41	0.94	1.17	1.35	51.1	46.4	42.5	6.2	246.4
002318.SZ	久立特材	11.58	1.24	1.61	2.10	9.5	8.6	7.9	2.3	111.7
688186.SH	广大特材	37.75	0.97	1.51	2.19	30.9	28.1	25.7	3.6	62.2
	平均值					**24.8**	**22.5**	**20.6**	**5.1**	
0826.HK	天工国际	3.29	0.20	0.24	0.31	14.0	11.3	9.0	1.4	71.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所，截至 2021 年 1 月 6 日收盘价，港元兑人民币汇率为 1:0.8333，中信特钢、ST 抚钢、永兴材料、久立特材、广大特材 EPS 为 Wind 一致预期

6. 风险提示

原材料价格大幅波动风险。公司的成本主要为合金及其他原材料，2019/2020H1 合金及其他材料成本占比分别为 74.7%/72.8%。在原材料价格相对稳定阶段，公司产品售价跟随产品成本变动。如若原材料价格出现短期大幅波动，公司盈利能力存在下滑风险。

国际政治环境变化风险。公司业务出口占比相对较高，2020 年上半年，剔除商品贸易业务，公司出口营收占比达到 41%。若主要出口国关税及政策出现变化，则将对公司出口形成不利影响。

粉末冶金业务进展不及预期风险。2019 年 11 月公司工模具钢粉末冶金生产线开始试运行，并于 2020 年正式投产。我们在盈利预测中预计粉末冶金业务未来将对公司盈利有较大贡献，若如公司粉末冶金业务进展不及预期，公司业绩存在不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com