

深度报告

有色金属

有色金属冶炼

章源钨业

合理价位: 15.19~16.00 元

2010年03月12日

股票数据

 总股本/流通 A 股(百万股) 428/43
 流通 B 股/H 股(百万股)
 上证综指/深圳成指
 发行价格(元)
 发行股本(百万股)

财务数据

 净资产值(百万元)
 每股净资产(元)
 资产负债率

相关研究报告:

分析师: 彭波

电话: 0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

新股分析

“世界钨都”第一股

●看好正在形成“上游绝对垄断”的国内钨行业

中国拥有全球钨矿产资源储量的近 70%，同时每年供应全球钨年产量的超过 80%。从大局来看，目前中国五矿集团已经控制了国内 51%以上、全球近 35% 的钨资源。我们预期，钨业巨头五矿集团在 2010 年将对我国钨行业展开新一波的调控，从源头对钨的全球供应形成绝对垄断。而钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，未来需求仍将呈现持续增长的态势。——这样的供需状况下，我们没有理由不看好钨行业的未来。

●产业链一体化助力公司持续稳健发展

公司建立了从钨上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系，是国内钨粉及碳化钨粉前二名供应商、硬质合金前四名供应商。凭借完整的钨行业产业链、强大的钨资源保障能力和雄厚的技术和研发实力，公司必将在国内钨业整合的发展机遇中抢占先机，步入持续稳健的良性发展轨道。

●募投项目将进一步提升公司的核心竞争力

本次募投项目的高性能、高精度涂层刀片将充分利用其高性价比优势替代国外进口产品，并应用于传统刀片的更新换代，产品甚至还可以出口到国际市场，前景良好，将进一步提高公司的核心竞争能力。

●公司合理估值区间 15.19~16.00 元

预计公司 2010 年~2012 年的每股收益分别为 0.43 元、0.51 元和 0.65 元。我们选择用“两部法”对公司的上游矿山资源和下游精深加工部分进行分部估值。估值结果显示，公司矿山资源部分每股价值为 10.39 元。参照国外钨行业代表企业的估值水平，我们认为公司下游加工部分可以给予 30~35 倍的 PE，则下游加工部分的合理估值区间是 4.80~5.44 元。加总公司的上游矿山资源估值和下游加工部分的 PE 估值，我们认为公司的合理估值区间是：15.19~16.00 元。

●风险提示:

钨价波动给公司业绩带来的风险。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,072	1,567	1,697	1,713
(+/-%)	21.9%	46.2%	8.3%	0.9%
净利润(百万元)	120	182	218	280
(+/-%)	34.7%	51.7%	19.5%	28.6%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.51	0.65
EBIT Margin	14.0%	16.1%	17.9%	22.3%
净资产收益率(ROE)	18.6%	23.6%	23.7%	25.2%
市盈率(PE)	43.5	31.9	26.7	20.7
EV/EBITDA	28.9	22.1	18.2	14.6
市净率(PB)	8.08	7.53	6.32	5.23

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

章源钨业——“世界钨都”第一股	4
具备资源、产业链完整的钨业生产商	4
有较高的行业地位	5
钨——正在形成“上游绝对垄断”的稀缺资源	6
不可替代的战略金属	6
现状：中国“四个第一”之下的隐患	7
未来：我们看好正在形成“上游绝对垄断”下的中国钨行业	9
产业链一体化优势助力公司持续稳健发展	12
上游：强大的钨资源保障能力	12
中游：规模优势+技术优势=成本优势	14
下游：募集项目之一“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）”将进一步提高公司的核心竞争力	15
业绩分析：将保持持续稳健增长	18
主营业务现状：下游精深加工品主导产品结构	18
三年盈利预测：业绩稳定增长	20
估值：公司合理估值区间 15.19~16.00 元	20
上游矿山资源部分估值	21
下游加工部分的PE估值	21
风险提示：	22
附表 1：财务预测与估值	23
国信证券投资评级	24
免责声明	24

图表目录

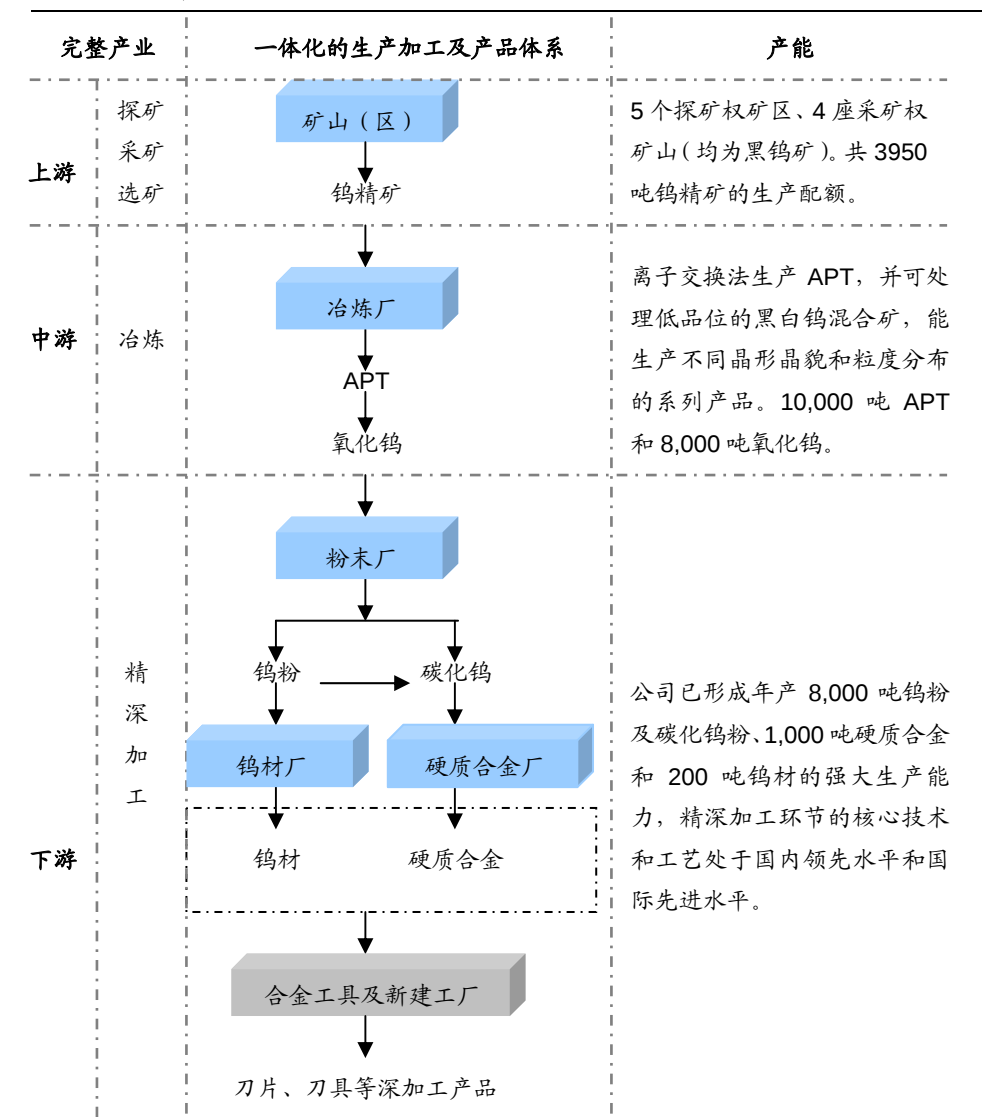
图 1: 公司产业链示意图	4
表 1: 国内外主要钨业生产商概况	5
表 2: 钨的应用领域	6
表 3 最终用户消费所占比例 单位: %	7
表 4: 世界钨产量及储量分布	7
表 5: 2004-2009 年中国钨供需平衡表 (单位: 吨, 元/吨)	8
图 2: 国内历年钨精矿配额、实际产量及出口配额 单位: 万吨	9
表 6: 中国主要钨矿山及其储量	10
图 3: 国内钨精矿价格走势 单位: 元/吨	11
图 4: 国内APT价格走势 单位: 元/吨	11
表 7: 公司现有矿山具体情况	12
表 8: 公司自产、外购钨精矿情况 单位: 吨, 万元, 万元/吨	13
表 9: 公司探矿权进展情况	14
表 10: 公司冶炼技术与国内一般水平的比较	15
表 11: 公司精深技术与国内一般水平、国际先进水平的比较	16
图 5: 国内钨主要硬质合金刀片生产商份额 单位: 吨	17
表 12: 普通硬质合金刀片鱼数控涂层刀片对比	17
表 13: 公司各生产环节产品的产能利用率、产销率	18
图 6: 2007-2009 年公司主营业务收入构成	18
表 14: 公司各生产环节产品毛利率情况	19
图 7: 2009 年公司主营业务利润构成	19
表 15: 关键的盈利预测假设 单位: 万吨, 元/吨	20
表 16: 公司矿山资源部分估值	21
表 17: 公司矿山资源部分估值	22

章源钨业——“世界钨都”第一股

具备资源、产业链完整的钨业生产商

公司位于我国“世界钨都”的江西赣州。作为国内钨行业的生产商，公司拥有 5 个探矿权矿区、4 座采矿权矿山、5 个钨冶炼及精深加工厂，建立了从钨上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系，产业链核心环节技术处于国内领先水平。依托完整产业链优势，公司具备经营钨精矿、APT、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨材、硬质合金及其工具等全系列钨产品的能力，是国内钨粉及碳化钨粉前二名供应商、硬质合金前四名供应商。

图 1：公司产业链示意图



资料来源：国信证券经济研究所

有较高的行业地位

公司设立以来，一直专注于钨行业，产业链条不断向上、下游延伸，公司于2002年进入钨粉及碳化钨粉市场、2004年进入硬质合金市场，经过几年快速发展，公司主要产品已具备一定的行业地位。

根据《中国钨工业年鉴统计》（2008年）数据，2007年，公司钨粉及碳化钨粉销售1,610吨，占16.06%、保持国内市场钨粉及碳化钨粉销售量前二名，第一名为厦门金鹭特种合金有限公司。2007年，公司硬质合金销售1,277吨，占6.87%。销售量行业排名第四，前三名分别为株洲硬质合金集团有限公司、自贡硬质合金有限责任公司、厦门金鹭特种合金有限公司。

表1：国内外主要钨业生产商概况

	上游	中游	下游
湖南有色金属公司	湖南柿竹园矿山钨金属储量达到74.7万吨。	株洲硬质合金集团有限公司产品涵盖APT、钨粉、碳化钨粉、各类硬质合金及其工具、钨钼制品、钽铌制品。2008年销售钨粉及碳化钨粉1,722吨、各类硬质合金5,186吨，是目前国内规模最大、品种最全、档次最高、竞争力最强的钨企业。	1、株洲钻石切削刀具股份有限公司是国内目前唯一能够批量生产高质量涂层刀片和高档次刀具的企业。2、自贡硬质合金有限责任公司拥有年产4,000吨硬质合金的生产能力，产品涵盖钨粉、碳化钨粉、各类硬质合金、钨钼制品等。3、株洲长江硬质合金工具有限公司年产硬质合金1,000吨，主要生产各类硬质合金和工具。
章源钨业	5个探矿权矿区、4座采矿权矿山（均为黑钨矿）。共3900吨钨精矿的生产配额。	10,000吨APT和8,000吨氧化钨。	公司已形成年产8,000吨钨粉及碳化钨粉、1,000吨硬质合金和200吨钨材的生产能力。
厦门钨业	1、宁化行洛坑钨矿有限公司产各类品级钨精矿4,000吨、钼精矿200吨。 2、持股60%的豫鹭矿业主要是白钨矿，对洛阳钼业二选厂的尾矿进行再次提取钨金属。		厦门金鹭特种合金有限公司拥有硬质合金生产能力1,500吨/年，产品涵盖钨粉、碳化钨粉、各类硬质合金等。
浙江天石粉末冶金有限公司			是一家新兴的民营企业，专业生产各类硬质合金特别是小型硬质合金产品，2007年销售硬质合金739吨。
江西耀升工贸发展有限公司	年产3,000吨钨精矿	年产9,000吨APT，4,000吨蓝色氧化钨。	3,000吨金属钨粉，1,500吨碳化钨粉的生产能力。
Sandvik	世界第一大刀具品牌。产品遍布全世界130多个国家和地区。员工超过40,000人，年销售收入超过100亿美元。其产品包括车销、铣销、钻销、刀柄等系列。		
Kennametal	是世界上首屈一指的提供刀具解决方案、工程配件及服务的消费材料的跨国公司。创建于1938年，总部设在美国宾夕法尼亚州西部。公司的业务机构遍布60多个国家和地区，在全球拥有14,000多名员工，年销售额超过20亿美元，销售额中有大约一半来自美国本土之外。		
ISCAR	是世界上最大的金属切削刀具生产企业之一，总部设在以色列，是伊斯卡金属切削集团（IMC）的领军企业。伊斯卡公司除了向用户提供一部分标准刀具外，主要面向汽车工业、航空航天工业生产专用切削刀具。2006年伊斯卡的全球销售额为14亿美元，全部为切削刀具。		

资料来源：国信证券经济研究所

除公司外，国内乃至全球钨行业具备完整产业链的公司有湖南有色金属股份有限公司和厦门钨业股份有限公司。目前，国外大部分钨矿山已关闭或停产，只有 10 家左右具有一定规模的矿山处于开工或半开工状态，其产能很低。由于国外生产钨精矿数量较少等原因，国外以 APT 为代表的冶炼企业大部分关闭或处于停产、半停产状态，所需冶炼产品相当一部分从我国进口。

世界钨行业的代表企业，如瑞典的山特维克（Sandvik）集团公司、美国的肯纳金属（Kennametal）公司和以色列的伊斯卡（ISCAR）公司等则是以仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、碳化钨为原料生产门类齐全的硬质合金、钨丝及钨材等产品，在钨品深加工方面具有相当大的优势。总的来说，经过几年来的持续稳健发展，公司已具备了较高的行业地位。

钨——正在形成“上游绝对垄断”的稀缺资源

不可替代的战略金属

钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，如果一个国家没有钨，在现有技术条件下，其金属加工能力将会出现极大缺失，机械行业将可能瘫痪。

硬质合金消费钨的平均比例约为 54.5%，是最大的钨消费领域。用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”，广泛应用于军工、航空航天、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯、建筑等领域。在上述应用领域，目前尚未发现钨的直接替代品。

表 2: 钨的应用领域

应用领域	相关需求
机械制造	高性能、高精度硬质合金等。
钢铁工业	硬质合金轧辊、模具、刀具及特殊钢生产所需的钨等。
汽车	高质量、高档次和高精度的切削刀具、孔加工刀具用硬质合金；耐震钨丝、钨触头材料等。
国防	钨基合金、硬质合金等。
航空航天	高档次、高精度硬质合金等。
信息产业	高性能钨材、钨触头材料等。
矿山采掘、冶炼	矿用硬质合金、钨制品等。
石油、化工	矿用硬质合金、含钨催化剂等。
电力能源	钨基复合材料、钨触头和高性能钨合金等。

资料来源：国信证券经济研究所

表 3 最终用户消费所占比例 单位: %

项目	西欧	日本	美国	中国
硬质合金	62	51	60	50
钢/超合金	24	21	21	26.56
轧制量	6	8	15	18.87
其它	8	20	4	4.57

资料来源: 国信证券经济研究所

钨的消费与经济增长及工业化进程密切相关, 战争对其也有显著影响。钨从应用以来至今, 其消费伴随一战、二战、二战后重建、日韩工业化和中国工业化出现五次大的增长。钨的消费刚性较强, 如果短期不出现新的应用领域, 作为小金属品种, 钨的消费是相对稳定的, 但长期来看, 全球钨的消费增长趋势明显。

现状: 中国“四个第一”之下的隐患

1、储量第一, 但在加快耗尽

中国钨资源储量丰富, 在全球经探明的钨矿产资源储量中占比近 70%, 居全球首位; 同时, 目前全球钨年产量超过 80% 的部份来自中国。中国钨已探明储量相对集中, 各省区储量依次为: 湖南 35.8%、江西 18.8%、河南 10.0%、广东 6.5%、广西 5.7%、福建 5.3%。上述 6 省区合计储量占全国总保有资源储量的 82.1%。在总储量中, 白钨占 70%, 矿石品位小于 0.4% 或矿石组份复杂、或外部条件差不易开发利用的占 85%。

中国又属赣州钨矿资源最为丰富, 其素有“世界钨都”之称, 钨矿保有储量居全国第二位, 约占全国的 39%、世界的 26%; 其中高品质黑钨矿保有储量约占全国同类矿的 70%、世界的 60%; 钨矿产量约占全国的 20~30% 左右, 是我国乃至全球钨的主产区。

表 4: 世界钨产量及储量分布

国家	2009 年产量		探明储量		储量基础	
	吨	占比	吨	占比	吨	占比
美国	\	0.00%	140,000	5.00%	200,000	3.17%
澳大利亚	1,000	1.72%	10,000	0.36%	15,000	0.24%
加拿大	2,000	3.45%	111,000	3.96%	490,000	7.78%
中国	47,000	81.03%	1,800,000	64.29%	4,200,000	66.67%
俄罗斯	3,700	6.38%	250,000	8.93%	420,000	6.67%
其他	4,300	7.41%	489,000	17.46%	975,000	15.48%
全球总计	58,000	100.00%	2,800,000	100.00%	6,300,000	100.00%

资料来源: 国信证券经济研究所

我国从发现钨开始,主要是开采黑钨矿,钨的冶炼工艺也基本以黑钨矿为原料。但经过近百年的开采,目前我国的黑钨资源已近枯竭。而非法采矿的屡禁不止更是使得资源浪费严重,常常缩短了矿山的正常开采年限。随着黑钨矿逐渐枯竭和品位下降,我国钨矿开采将不得不面对如何合理利用资源,以及开采成本较高的白钨矿和黑、白钨混合矿等难题。

2、产量世界第一,但在加大消耗

我国长期以来形成了采矿、冶炼、材料、工具分治的体系,加上地方保护、观念陈旧,钨产业一直处于低水平重复投资、低水平分散经营的状况,没有建立起跨行业、跨地区、上规模、上水平集约经营的集团公司。生产量大的主要是钨精矿和APT,氧化钨,钨粉,碳化钨等初级冶炼产品以及低端硬质合金和钨材等加工产品。初级冶炼产品竞相出口,低端加工产品使用效率低下,加快了资源消耗,造成恶性循环。

3、消费世界第一,但效率低下

国际钨协统计数据表明,全球钨的消耗呈逐年稳步增长的趋势,2002年~2005年世界钨年消费量分别为4.5万吨、5.5万吨、6万吨和7万吨,其中钨消耗量最大的国家和地区主要是中国、欧洲、北美和日本等。2005年,中国的消耗量约为25000吨,欧洲为20000吨,北美为12000吨,日本为8000吨,其它地区约为5000吨。美国、西欧、日本三大钨市场1995~2005年10年间平均年增长率为3.2%。中国“十五”期间中国钨金属需求量年平均增长率则达到12%,2009年中国钨消费量为2.18万吨,占世界钨消费量的35.7%。

数据一方面说明我国经济高速发展,增加了对钨的需求;但从消费结构来看,并不合理,其中硬质合金耗钨占51%,特钢占30%,钨材占13%,钨化工占6%,真正用于国防军工和高科技领域的钨微乎其微,没有体现钨是一种战略资源的特点。

表 5: 2004-2009 年中国钨供需平衡表 (单位: 吨, 元/吨)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
中国钨产量	43970	37803	41130	41426	43500	49000
中国钨进口量	2355	4600	7209	5468	5918	5033
中国钨出口量	27678	31150	28369	26111	23790	12573
中国钨消费量	18573	18589	20547	22694	22874	21834
供需差额	74	-7336	-577	-1911	2754	19626
国内钨精矿年均价	35042	86691	105875	96608	81367	63300

资料来源: 国信证券经济研究所

4、出口世界第一,但效益差涩

中国供应了全球钨需求量的81%,但均以初级冶炼产品为主,以低廉的价格为世界钨工业的先进深加工企业提供原料,而这些企业又以高昂的价格将高精产品出口到我国,他们从进口到出口两头大赚其钱。

我国硬质合金的产能和产量虽均已占到全球的约1/3,但经济效益却远不及瑞典Sandvik或美国Kennametal一家企业。高技术含量与附加值的产品,如高性能合金、研磨涂层合金、特异型制品、精密工具等产品所占份额少,质量与国外同行

的差距大，这些产品的价格往往是中低档合金的几倍甚至几十倍。钨精矿成本占中国硬质合金生产成本的 40%，而国外只有 3.4%。

一个简单的数据就能说明问题：2007 年全国钨行业销售收入 356 亿元，同比增长 5.56%，2008 年 1-3 季度，钨行业延续 2007 年的发展趋势，保持良好增长势头，2008 年第四季度，受金融危机影响，钨精矿价格及下游需求下降，行业景气度整体下滑；2008 年 12 月以后，受国际刺激经济计划影响，行业又开始回暖，2009 年，行业持续回暖。而 Sandvik2009 年的一年销售收入就超过 100 亿美元。

综上所述，“四个全球第一”的中国钨产业存在着较大隐患，行业寻求质变迫在眉睫。

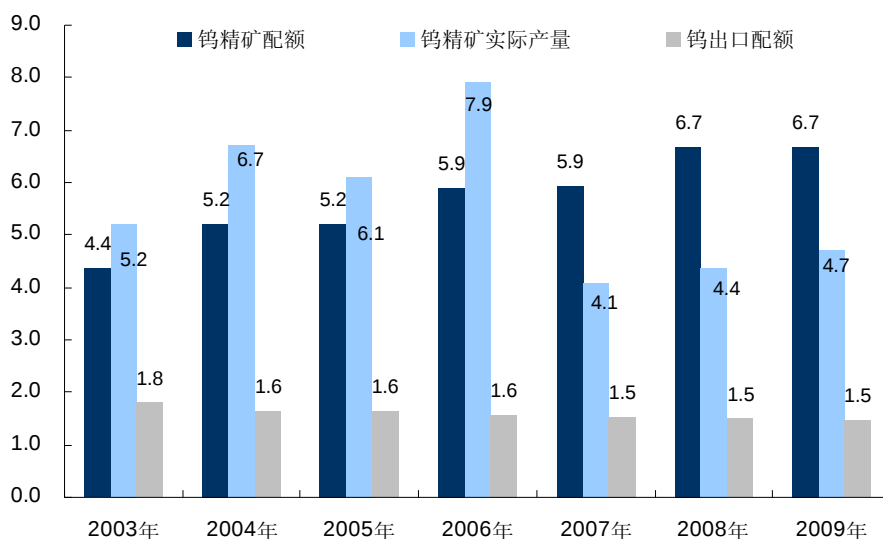
未来：我们看好正在形成“上游绝对垄断”下的中国钨行业

政府对钨行业的整顿和规范从未停止

事实上，中国政府并未无视国内钨行业存在的隐患，国家也一直在致力于对行业进行整顿和规范。1991 年 1 月 15 日国务院就发布了“国务院关于将钨、锡、锑、离子型稀土矿产列入国家实行保护性开采特定矿种的通知”，国家开始从行业准入、生产总量控制、出口配额、税收等各方面制定了完善的产业政策，旨在促进钨行业的产业结构调整：

- 开采管制。主要是长时间停发钨矿采矿许可证，取缔和关闭非法、污染环境、浪费资源的矿山，并在此基础上，制订行业准入条件，统一管理钨矿新设探钨矿权等。此外，从 2002 起持续对全国钨矿开采企业下达年度钨矿开采配额。从 2007 年开始，钨精矿实际产量高于钨精矿开采配额的现象得到了根本性的遏制。

图 2：国内历年钨精矿配额、实际产量及出口配额 单位：万吨



资料来源：国信证券经济研究所

- 出口管制。出口管制的主要内容包括实施出口配额和出口税收调整。其中出口配额方面已由 1998 年的 3.7 万吨一直下降到 2008 年的 1.49 万吨。

出口税收方面，自 2004 年 1 月 1 日起，国家取消钨精矿及钨废料 13% 的出口退税政策。2005 年 1 月 1 日起，取消钨铁出口退税政策。2005 年 5 月 1 日起，氧化钨、仲钨酸铵、未锻轧钨、碳化钨、钨制品的出口退税率由 13% 下调为 8%，2006 年 1 月 1 日起下调至 5%，2006 年 9 月 15 日起取消。2006 年 11 月 22 日起，国家将 APT 等 9 类钨品列为加工贸易禁止类商品；2007 年 1 月 1 日起，国家将初级钨产品的暂定关税税率提高 5%-15%，并将钨铁和硬质合金混合料纳入出口许可证管理。2007 年 7 月 1 日起，硬质合金混合料出口退税取消，硬质合金和高比重合金等钨材仍保留出口退税，税率 5%。2008 年 11 月 1 日起，硬质合金刀片和凿岩用硬质合金出口退税率由 5% 提高到 11%；2008 年 12 月 1 日再提高到 14%；2009 年 6 月 1 日再次提高到 15%。

但总的来说，钨行业“上有政策，下有对策”的局面一直存在，上游滥挖乱采，中游初级冶炼严重过剩，下游精深加工品依赖进口的现象依然存在。

中国五矿整合湖南有色必将带来上游的“绝对垄断”效应

2009 年 12 月 24 日，湖南省国资委及湖南有色集团与五矿有色控股（五矿集团 100% 控股公司）及五矿集团签署了《关于湖南有色金属控股集团有限公司增资协议》。协议约定五矿有色控股向湖南有色集团单方增资 55.95 亿元，增资完成后五矿有色控股取得湖南有色集团 49% 的股权。2009 年 12 月 28 日，五矿有色控股又以行政无偿划转的方式获得湖南有色集团 2% 的股权。股权划转完成后，五矿有色控股直接持有湖南有色集团 51% 股权，成为了湖南有色集团的实际控制人。

目前，湖南有色集团拥有全球最多的钨矿资源，占全球总量的 15%。拥有包括柿竹园钨矿、新田岭钨矿、川口钨矿和瑶岗仙钨矿在内的主要钨矿资源。五矿集团入主湖南有色意味着五矿集团控制了湖南省境内 90% 以上的钨矿资源，同时控制了我国目前国内规模最大、品种最全、档次最高、竞争力最强株洲硬质合金厂。而在江西，中国五矿已先后控股了修水香炉山钨矿、江西钨业集团、南昌硬质合金厂。而五矿集团也持有厦门钨业 20.58% 的股份。

表 6：中国主要钨矿山及其储量

钨矿名称	储量（万吨）	钨矿类型
湖南柿竹园钨矿	74.70	世界第一大白钨精矿
湖南新田岭钨矿	50	世界第二大白钨精矿
湖南川口钨矿	32.5	世界第三大白钨精矿
湖南瑶岗仙钨矿	25.96	黑钨枯竭后成为世界第四大白钨精矿
江西香炉山钨矿	21.43	白钨精矿
江西漂塘钨矿	8	黑钨精矿
福建行洛坑钨矿	30.43	黑白混合
河南三道庄钨钼矿	50.24	白钨精矿
吉林杨金沟钨矿	10.9	白钨精矿

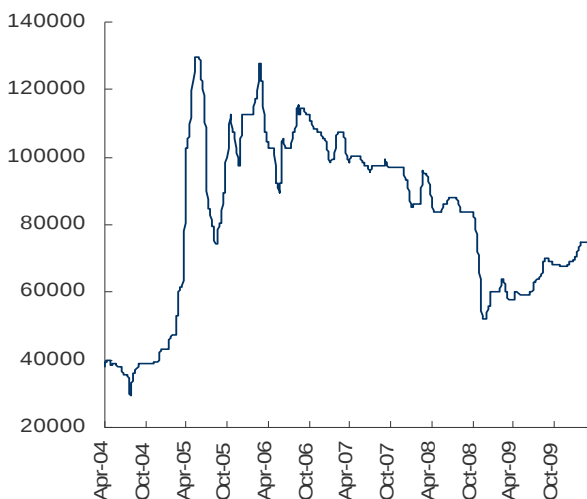
资料来源：国信证券经济研究所

所以，从大局来看，五矿集团已经控制了国内 51% 以上、全球近 35% 的钨资源，同时形成了国内最为完整的钨产业链，在世界钨行业拥有了绝对话语权。这是迄今为止，我们国家真正形成的能在世界矿业市场某个领域称雄的矿业巨头。

如果说这几年政府对钨行业的整顿和规范收效甚微的话，我们预期，同时也坚信，钨业巨头五矿集团在 2010 年将对我国钨行业展开新一波的调控，从源头对钨的供应形成绝对垄断。而一旦中国对钨精矿的供应具备绝对话语权，我们相信钨精矿价格回到 2005 年历史高位完全值得期待，更重要的是，全球钨行业也将因此发生重大变革，中国作为钨资源大国却享受不到钨行业的高额利润的现状有望得到根治。

图 3：国内钨精矿价格走势

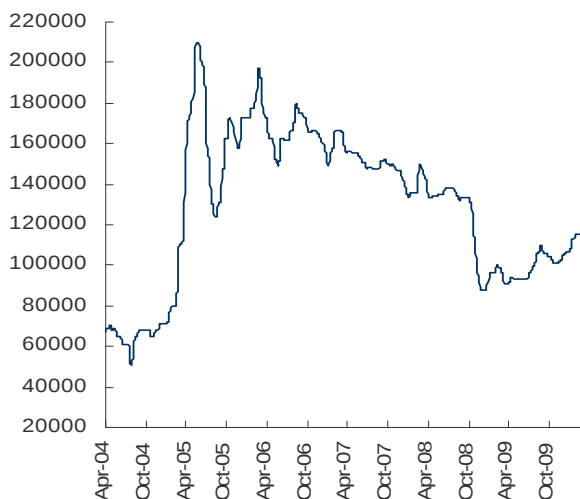
单位：元/吨



资料来源：国信证券经济研究所

图 4：国内 APT 价格走势

单位：元/吨



资料来源：国信证券经济研究所

钨需求将为我国钨消费的持续增长所支撑

世界钨市场依赖中国钨业的稳定发展。未来硬质合金仍是我国主要的钨消费领域。据不完全统计，我国每年约消耗各种高级刀具 200 多吨；轧钢行业每年需要优质硬质合金轧辊 100 多吨，地质矿山每年将需要消耗各种高档次的矿用合金柱齿 1000 多吨以取代传统的一字钎片；模具行业每年也需要各类高档次的合金上百吨；电子行业每年要各种微型钻具和切割刀具 100 多吨。这些高档次合金制品，目前大多数是靠进口解决。

另外，信息产业、电子产业的发展对钨材、钨合金的需求 5~10 年内可达到 2000 吨的水平。钨催化剂、添加剂，预计 2010 年将达到 10000 吨，原钨消耗量达到 1000 吨以上。我国钨合金钢产量居世界首位，2000 年突破 5 万吨，其中 40% 出口。尽管其产量不会有大幅度增加，但模具钢的深加工配套却是前景很好，当今模具的世界市场容量为 660 亿美元。我国家电、汽车等行业的模具基本依赖进口，进口替代，呼声很高。钨和钨合金在国防、军工、航天、航空领域的应也用将会进一步扩大。我国在基本实现出口从钨精矿向钨化合物、初级钨材转变的基础上，再用 10 年左右的时间实现出口向高档钨品和配套产品的转变是完全可能的。

供应将受制于中国五矿的“绝对垄断”，而下游的需求未来仍将呈现持续增长的态势——这种供需状况下，我们没有理由不看好钨行业的未来。

产业链一体化优势助力公司持续稳健发展

公司建立了从钨上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系。完备的钨产品组合系列确保公司能满足不同客户的多层次需求，建立稳定的客户基础。完整的产业链也为公司持续盈利和减少盈利波动创造良好的条件，受益于产业链的规模经营，公司在金属回收率、单位生产原材料消耗及综合成本等方面处于国内领先水平。

上游：强大的钨资源保障能力

现在：资源自给率达到 50%

在矿产资源紧缺，钨精矿价格持续上涨的背景下，拥有丰富的钨资源储备意味着稳定的原料供应保障，同时能有效缓解上游钨精矿上涨带来的成本压力，保障公司盈利能力。

公司拥有四座大储量、高品位采矿权矿山，保有钨储量 9.60 万吨，占全国总量的 5.33%，按照静态计算，公司钨储量能确保在现有条件下约 30 年的开采能力；公司四矿山钨品位平均为 2.104%，其中淘锡坑钨矿钨品位高达 2.60%，是国内少见的大储量、高品位钨矿山。同时，公司钨矿矿体均属黑钨矿，所产黑钨精矿含 $WO_3 \geq 70-73\%$ （一般标准为 $WO_3 65\%$ ），质量非常优良。

公司每年在配额范围内进行钨精矿生产，能满足公司约 50%左右的钨精矿需求量。此外，公司从市场采购的钨精矿主要来源于赣州市的钨矿，赣州是中国钨矿最密集的成矿区，其矿体属黑钨矿。优质的黑钨精矿从源头上确保公司后续产品质量的稳定。

表 7：公司现有矿山具体情况

矿区	矿石量 (千吨)	金属量 (吨)		2009 年 (原矿, 吨/年)		2009 年 (钨精矿, 吨/年)	
		WO ₃	Sn	设计能力	实际产量	生产配额	实际产量
淘锡坑钨矿	3,541.10	76,843.10	1,689.20	480,000	390,230	2,500	2,492.32
新安子钨锡矿	251.6	4,425.10	1,232.00	300,000	197,826	600	587.16
大余石雷钨矿	1,127.20	14,630.80	6,675.70	450,000	206,129	800	498.69
天井窝钨矿	22.26	147.79	148	45,000	—	50	—
合计	4,942.16	96,046.79	9,744.90	1,275,000	794,185	3,950	3,578.17

资料来源：国信证券经济研究所

2009 年下半年国家鼓励钨行业龙头企业收储钨精矿，五矿及公司等大型钨行业企业积极响应国家政策，公司较准确的判断了钨精矿市场价格走势，在价格低位购入了较大规模的钨精矿。2009 年末，公司存货中钨精矿存量 2373 吨，价值为 12,391.98 万元，比 2008 年末增加 5,817.83 万元。2010 年钨精矿一旦持续上涨，公司将由此受益。

表 8: 公司自产、外购钨精矿情况 单位: 吨, 万元, 万元/吨

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
购入钨精矿数量	7,453.73	3,379.36	5,016.15
购入单价	5.66	7.75	8.46
购入总金额	42,196.25	26,192.21	42,436.61
自产钨精矿数量	3,578.18	3,308.95	3,622.47
生产单位成本	2.52	2.65	2.29
自产钨精矿总成本	9,014.03	8,763.21	8,295.46
平均单价	4.64	5.23	5.87

资料来源: 国信证券经济研究所

筹备: 募投项目之一“淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造”提高公司选矿能力

公司下属各矿山中, 除钨外, 还伴生具有工业回收价值的锡、铜、钼、铅、锌等多种金属元素。目前, 公司只有一个钨锡分离精选厂, 工艺简单, 设备也较为陈旧, 精选生产能力较低, 不能很好地对多金属重选中矿进行矿物品种的有效分离, 约 60%的中矿(主要为摇床中矿)靠外厂代加工处理。此外, 公司各矿山的服务年限平均在 30 年以上, 精选加工生产成本较大, 受代加工精选厂自身工艺技术的影响, 加工后附产品回收率低, 附产金属产品收益较低, 影响公司的效益。

从 2008 年起, 公司矿山每年将产出含多金属成分中矿产品约 13,800 吨, 精选加工量较大; 随着选矿工艺技术的不断进步, 各矿除钨、锡外其它金属产品的可回收价值愈加体现, 建设与公司矿山产品生产能力相适应的、可满足自身矿产品精加工需要的精选厂已显非常必要。

根据公司各矿山的分布、各矿产品产量, 综合考虑运输、生产用水、用电、精选废弃物排放等多方因素, 公司计划在淘锡坑钨矿扩建一精选厂, 将各矿中矿产品进行集中精选。本项目将采用目前先进的工艺、技术和设备, 大幅提高选矿回收率及矿产品质量, 降低精矿产品成本, 提高产品的综合效益。精选厂建成后, 年处理钨锡毛砂能力将达到 6,000 吨, 公司钨锡毛砂总能力将达到 10,000 吨。

未来: 资源扩张有着较强的保障

除了现有的四座矿山外, 公司还拥有东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑五个探矿权矿区, 五矿区均位于崇义县境内, 均为黑钨矿, 合计可勘探面积为 143.54 平方公里。目前探矿投入已经取得阶段性成果, 五个探矿权所属区域估算资源量(333+3341)钨金属量已达 2.2 万吨, 预计资源储量达到 8 万吨, 进一步的勘探活动已在实施中。

表 9：公司探矿权进展情况

矿区名称	勘探进 度	已投入资金 合计	预计资源总量
东峰矿区	56%	1,683.32	WO ₃ 金属量 4 万吨；Cu 金属量 2,000 吨
石圳矿区	54%	1,566.89	WO ₃ 金属量 1 万吨；Sn 金属量 5,000 吨
白溪矿区	26%	896.23	WO ₃ 金属量 5,000 吨；Sn 金属量 5,000 吨
碧坑矿区	22%	610.54	WO ₃ 金属量 5,000 吨；Sn 金属量 2,000 吨；Cu 金属量 8,000 吨
长流坑矿区	48%	1,295.81	WO ₃ 金属量 2 万吨；Sn 金属量 3,000 吨；Cu 金属量 1 万吨

资料来源：国信证券经济研究所

此外，公司地处我国钨矿资源量最为丰富的赣州地区，随着近几年地质部门和有关企业对地质勘探工作的大量投入，探明的储量正在逐年增长，据地质部门提供的信息，赣州正在勘探的钨远景储量在 100 万吨以上，而且矿产比较集中。

根据赣州市的规划，将在 2012 年把赣州钨产业培植成为年产值超 200 亿元的产业，把赣州建设成全国重要的钨矿探采、加工、科研、销售中心。为此，未来将对有做大做强前景、对产业起到带动领跑作用的龙头企业进行重点培育和帮扶；实施产业龙头企业工程，力争形成 10 户超 10 亿元销售收入的钨业企业，其中，培育集采选冶加一体化、具有较强竞争力、30~50 亿元销售收入的龙头企业和上市公司 2-3 户。围绕几条大的产业链，积极吸引国内外大企业、大集团与该市龙头骨干企业开展战略合作，在全市形成 5-6 个采选冶、深加工和科研一体化的大企业、大集团。而章源钨业正是赣州市民营钨业企业的龙头企业，属于赣州市重点培育对象。我们认为，作为“世界钨都第一股”，赣州市对其在矿山资源储备上的扶持是值得期待的，公司未来的矿山资源储备有着较强的保障。

中游：规模优势+技术优势=成本优势

冶炼是公司产业链的中游环节，公司拥有年产 10,000 吨 APT 和 8,000 吨氧化钨的强大生产能力，冶炼厂装备国内一流的先进生产设备。是国内目前最大的 APT 生产商。

当然，2009 年，公司 APT 的产能利用率仅为 61.39%。产能利用率低的原因一方面因为 APT 生产环节不能脱离上下游而独立，公司上游钨精矿的只有 3900 吨的配额导致原料供应有限；此外，公司下游的钨粉和碳化钨粉产能有限而所致；另一方面，我国钨冶炼企业众多，导致目前全国 APT 产能达到近 25 万吨，产能严重过剩，所以整个行业的产能利用率也只有不到 50%。所以公司 APT 的产能利用率实际是超过行业平均水平的；再者，如果公司的上游原料供应能够增加从而促使公司 APT 产能利用率提高，以公司的原料优势带来的成本优势，必将对国内绝大部分的 APT 冶炼商造成威胁。

APT 是钨的加工核心环节之一，APT 的质量直接或间接影响下游产品的品质，目前仲钨酸铵的生产有经典法、离子交换法和萃取法，国内大部分企业使用的是离子交换法，国外使用萃取法。公司采用离子交换法生产仲钨酸铵，金属回收率高达 97.5%以上，并可处理低品位的黑白钨混合矿，生产流程实现闭路循环，生产成本低，能生产不同晶形晶貌和粒度分布的系列产品。公司的离子交换法经过多年的工

艺改进，现已形成五大工艺技术，部分核心技术和工艺达到国际先进水平。其中氨回收技术（含结晶氨尾气回收、结晶母液脱氨转化等技术）能从源头削减污染，实现资源综合利用。强大的技术优势下，公司目前生产的单晶、复晶仲钨酸铵、紫色氧化钨只有少数厂商能生产。

表 10: 公司冶炼技术与国内一般水平的比较

产品	核心技术	关键环节	公司技术指标	国内一般水平
APT	黑白钨精矿分解	碱分解	钨渣含 $WO_3 < 0.8\%$ ，碱单耗 $< 0.5T$	钨渣含 $WO_3 > 1.2\%$ ，碱单耗 $> 0.6T$
	离子交换新工艺	离子交换	生产用水节约 50%，产品液 $WO_3 > 280mg/l$	生产用水 100T/TAPT 产品液 $WO_3 < 250mg/l$
	单晶、球形、超细 APT 生产及粒度控制	蒸发结晶	生产不同晶形和粒度及粒度分布的 APT	只能生产复晶仲钨酸铵，且粒度不可调
	氨回收及脱氨转化	蒸发结晶	环保达标	部分冶炼厂生产废水中氨氮超标
	选择性沉淀法除钼	离子交换	可处理钼、锡含量较高的钨矿，国内专利改进	国内专利未改进，只可处理钼、锡含量较低的钨矿
氧化钨	紫钨生产	氧化钨	$WO_{2.72} > 99\%$	$WO_{2.72} < 90\%$
	超细氧化钨生产	氧化钨	粒度 $< 200nm$	粒度控制在 12~180 μm

资料来源：国信证券经济研究所

规模优势和技术优势造就了公司冶炼环节的成本优势。可比的同行业上市公司为辰州矿业的 APT 产品。2008 年，辰州矿业在 100% 自产钨精矿加工为 APT 对外销售的毛利率是 26.82%，而章源钨业是在 50% 自产钨精矿加工为 APT 对外销售，其毛利率是 21.5%，在少了 50% 的资源自给率的情况下，毛利率仅少不到 6 个百分点，显示了公司冶炼环节较为明显的成本优势。

下游：募集项目之一“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）”将进一步提高公司的核心竞争力

精深加工是公司产业链的下游，是钨加工企业竞争的核心环节，设备先进程度和技术工艺要求更高。公司确立做大做强完整产业链战略，不断加大精深加工环节的投入。目前，公司已形成年产 8,000 吨钨粉及碳化钨粉、1,000 吨硬质合金和 200 吨钨材的强大生产能力，精深加工环节的核心技术和工艺处于国内领先水平和国际先进水平。

两类产品国际具备国际先进水平

公司的“超细晶粒带螺旋孔硬质合金挤压棒材”生产是以超细纳米级碳化钨粉为原料，经配料、混合、挤压、干燥、低压烧结加工得到超细晶粒硬质合金挤压棒材。该产品主要应用于加工成微型钻，微型钻工作时高速运行产生大量热量，须通过螺旋孔通冷却液。超细晶粒带螺旋孔硬质合金棒材挤压技术关键在于模具制造和挤压技术的控制，公司现已能工业化生产带多个螺旋孔（3 个及以上）的超细晶粒硬质合金挤压棒材，是国内此产品的唯一生产厂商，而国外生产商也只能生产带 2 个螺旋孔的硬质合金挤压棒材。

公司拥有的热喷涂技术包括热喷涂用超细碳化钨及合金粉末制备技术与热喷涂制备高性能涂层技术，主要应用于钢铁、海洋、生物医学、机械加工等行业耐磨损表面的增强处理和修复，采用以钨的氧化物和碳黑为原料，通过固-固反应，低温碳化制取超细纳米碳化钨粉，通过先进的高速氧焰喷涂和等离子喷涂设备及工艺进行热喷涂涂层。这是公司买断的国外专利，目前国内无企业可以生产。

表 11：公司精深技术与国内一般水平、国际先进水平的比较

产品	核心技术	公司技术指标	国内一般水平	国际先进水平
钨粉	超细、纳米钨粉生产	BET > 7m ² /g	BET < 2m ² /g	BET > 4m ² /g
	高纯钨粉	纯度 > 99.995%	纯度 < 99.99%	纯度 > 99.995%
碳化钨粉	超细、纳米碳化钨粉生产	< 100nm	> 200nm	< 200nm
	超细、纳米晶粒硬质合金	晶粒度 < 400nm	晶粒度 < 400nm	晶粒度 < 300nm
	超细、纳米晶粒喷涂硬质合金复合粉	晶粒度 < 400nm	晶粒度 < 400nm	晶粒度 < 300nm
硬质合金	热喷涂技术	引进国外专利	无	国外专利
	硬质合金数控刀片、刀具	-	-	-
	超细晶粒带螺旋孔硬质合金挤压棒材	晶粒度 < 400nm, 带多孔	晶粒度 < 400nm, 不带孔	晶粒度 < 300nm, 带三孔

资料来源：国信证券经济研究所

行业内唯一一家向军方供应产品的企业

公司也是行业内唯一一家向军方供应钨加工产品的企业。公司有参股西安华山精密机械有限公司 48% 的股权，华山精密另外 52% 的股权由西安北方华山机电有限公司持有。西安华山精密机械有限公司和西安北方华山机电有限公司又均为中国兵器工业集团公司控制的军工企业。目前公司每年向华山精密机械和北方华山机电供应 400~500 吨的钨粉，超过 1 亿的销售收入。而公司在国内独有的热喷涂技术未来在核电和军工上的应用非常广泛，发展前景广阔。

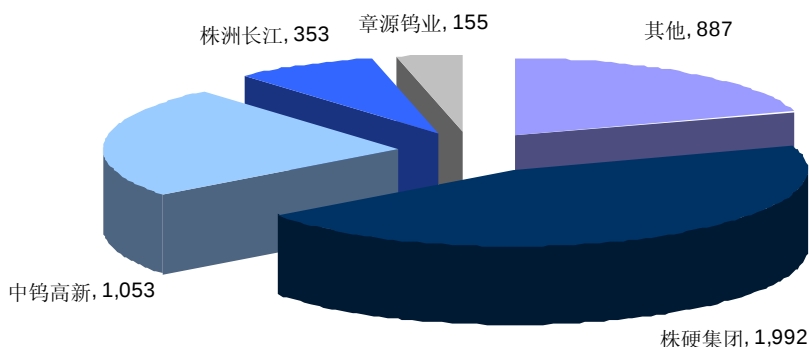
“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）” 进一步提高公司的核心竞争力

美国切削刀具协会预测，切削刀片需求在全世界范围内随着经济的发展而增长。欧洲、北美特别是东欧稳定增长；亚洲市场增长快且市场潜力大，拉美国家尤其是墨西哥市场明显增长。预计未来几年，世界切削刀具市场规模约为 150 亿美元，其中硬质合金刀具约占 70%。

我国年生产高速钢、硬质合金都占世界总量的 40% 左右，但刀具销售额还不到全球刀具销售额的 6%，且刀具产品的技术含量不高，附加值低。以色列伊斯卡公司年产硬质合金切削刀片 300 吨，年销售收入达 14 亿美元，其价格为我国相应产品的 100 余倍。我国高档刀具中，80% - 85% 依赖进口，模具制造使用的刀具 90% 以上依靠进口。目前，国产刀具远远不能满足机床主机和制造业发展的需要，只能用“洋刀”来充饥。

目前国内硬质合金刀片生产商的主要特点有：（1）主要厂家刀片产量占其硬质合金总产量 40%左右，高于全国平均值；（2）产品中除株洲钻石切削刀具股份有限公司约 200 吨数控涂层刀片外，其余均为中低档的焊接和机夹刀片，技术含量和附加值不高；（3）研发能力不能满足市场发展需要。

图 5：国内钨主要硬质合金刀片生产商份额 单位：吨



资料来源：国信证券经济研究所

表 12：普通硬质合金刀片与数控涂层刀片对比

科目	现有刀片（普通硬质合金焊接刀片）	募投项目刀片（硬质合金数控涂层刀片）
技术特点	1、尺寸精度不高；2、无断屑槽；3、无涂层；4、刀片材质易受到高温损害；5、加工效率较低。	1、尺寸精度高；2、有断屑槽 3、刀片表面具有不同用途的涂层，产品使用寿命长；4、不需要焊接即可使用；5、加工效率高。
用途	用于中低档机床的配套刀具，加工精度要求不高的工件。	用于高精度、高速度数控加工中心和数控机床的配套刀具，加工精度要求高的工件。
产能	200 吨/年（约 2,000 万片/年）	100 吨/年（约 1,000 万片/年）
价格	售价一般 3-5 元/片，附加值较低。	国外厂商同类产品价格为 50-100 元/片，国内厂商同类产品价格在 30-50 元/片，附加值高，项目产品单价按 24.5 元/片测算。
固定资产投资	现有刀片产能 200 吨/年，固定资产原值为 3,143 万元。	募投项目刀片产能 1,000 万片/年（约 100 吨/年），需要固定资产投资 28,800 万元。

资料来源：国信证券经济研究所

从市场容量来看，高性能、高精度涂层刀片市场前景广阔，主要应用于航空航天工业、汽车工业、以及其他高精度精密机械加工工业等，需求呈稳步增长态势。随着国内装备制造业技术升级，国内市场对高性能、高精度涂层刀片的需求增长量将更大；从竞争对手来看，在国内市场，国际优势厂商产品并不具备“性价比”优势，而国内优势厂商产品远不能满足国内市场需求；在国际市场，特别是发展中国家，公司募投产品将具备较强竞争优势。总体来看，公司本次募投项目的高性能、高精度涂层刀片将充分利用其高性价比优势替代国外进口产品，并应用于传统刀片的更新换代，公司产品还可以出口到国际市场，前景良好，将进一步提高公司的核心竞争能力。

综上所述，我们相信，公司凭借完整的钨行业产业链、强大的钨资源保障能力和雄厚的技术和研发实力，必将在国内钨业整合的发展机遇中抢占先机，步入持续稳健的良性发展轨道。

业绩分析：将保持持续稳健增长

主营业务现状：下游精深加工品主导产品结构

从2009年公司的各类产品的产能利用率情况来看，越往下游产能利用率越高。至于公司APT、氧化钨和钨粉的产销率相对较低的，主要是因为这三类产品同时也是公司下一个加工环节的原料，所以对外销售量并不大所致。

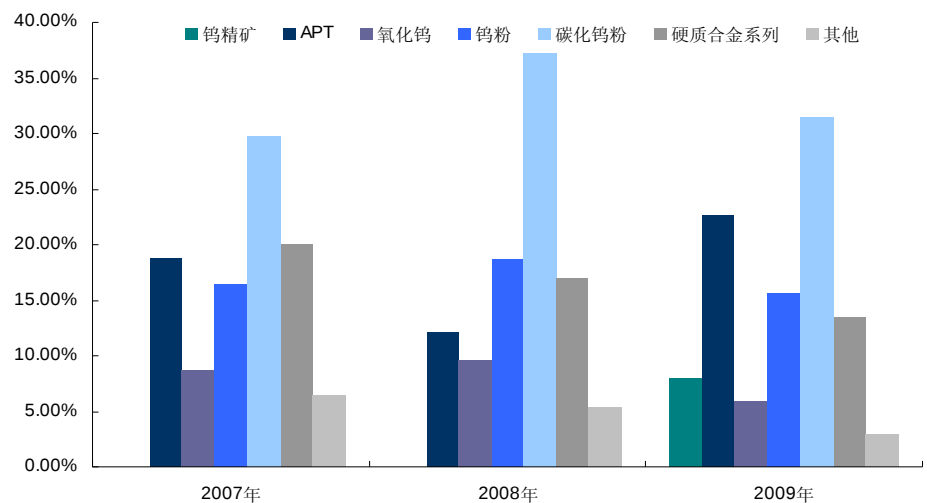
表 13: 公司各生产环节产品的产能利用率、产销率

期间	指标名称	APT	氧化钨	钨粉	碳化钨粉	硬质合金系列
2009 年	产能	10,000	8,000	5,000	4,000	1,000
	产量	6,139.45	5,486.43	3,849.68	3,124.76	758.36
	产能利用率	61.39%	68.58%	76.99%	78.12%	75.84%
	销量	2,744.41	610	1,160.36	2,355.69	676.49
	产销率	44.70%	11.12%	30.14%	75.39%	89.20%

资料来源：国信证券经济研究所

从主营业务占比情况来看：下游精深加工产品（钨粉、碳化钨粉、硬质合金系列及其他）为公司主导产品，2007 年~2009 年分别占全部销售收入的比重为 72.59%、78.17%和 63.50%。APT 占全部销售收入的比重为 20%左右。

图 6: 2007~2009 年公司主营业务收入构成



资料来源：国信证券经济研究所

从各生产环节产品毛利率情况来看，钨粉和碳化钨粉的毛利率最高，其次是 APT 和氧化钨，硬质合金系列产品毛利率相对较低，这主要是因为目前公司大部分的硬质合金系列产品技术含量及附加值并不高所致，仍处在市场开拓阶段，但我们相信，随着“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）”项目的顺利实施公司硬质合金系列产品的毛利率将出现大幅度增长。

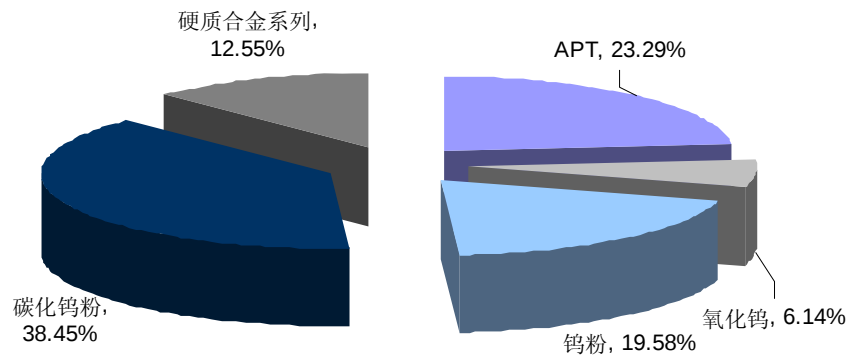
表 14: 公司各生产环节产品毛利率情况

产品分类	2007 年度	2008 年度	2009 年度
APT	23.29%	21.50%	16.89%
氧化钨	24.46%	22.78%	17.35%
钨粉	29.14%	26.14%	20.73%
碳化钨粉	30.39%	25.26%	20.15%
硬质合金系列	20.65%	19.60%	15.30%
其他	22.21%	20.68%	12.55%
综合	25.86%	23.53%	17.39%

资料来源：国信证券经济研究所

从主营业务利润构成来看，也是钨粉和碳化钨粉占到了 58%，APT 和氧化钨占到了近 30%，硬质合金系列占比超过 12%。

图 7: 2009 年公司主营业务利润构成



资料来源：国信证券经济研究所

综上所述，公司在产业链一体化的基础上，初步实现了精深加工品主导产品结构，贡献一半以上主营业务利润的格局。

虽然公司处于行业大环境中，不可避免的受到行业景气度波动的影响，但正因为公司目前已经初步实现了深加工品主导产品结构，产品大部分应用于周期性较弱行业，如基础设施建设、能源、矿山挖掘、军工及机械加工等，不生产受需求波动性大的应用于钢铁、钨化工等行业的产品。相比行业内其他类型和规模企业，公司具备更强的抗风险和抗行业波动的能力。

三年盈利预测：业绩稳定增长

盈利预测的关键假设前提包括：

- 1、我们中长期看好钨价，认为在五矿集团对国内钨资源形成“绝对垄断”的局面下，有望夺取在钨行业的绝对定价权，未来钨价有望持续上扬。
- 2、谨慎原则，没有考虑“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）”项目对未来公司业绩的贡献
- 3、公司 2009 年国外销售收入占到主营业务收入的 13.19%，我们假设国家对钨产品的出口退税率不变
- 4、公司 2010 年~2012 年的业绩预测关键假设如下：

表 15：关键的盈利预测假设	单位：万吨，元/吨			
	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
仲钨酸铵销量	0.27	0.23	0.17	0.10
平均售价	85,147.30	123,000.00	137,000.00	152,000.00
氧化钨销量	0.06	0.10	0.07	0.05
平均售价	98,269.90	140,000.00	156,000.00	173,000.00
钨粉销量	0.12	0.11	0.11	0.09
平均售价	137,969.00	184,000.00	205,000.00	227,000.00
碳化钨粉销量	0.24	0.32	0.34	0.31
平均售价	137,307.10	180,000.00	201,000.00	223,300.00
合金销量	0.07	0.08	0.08	0.11
平均售价	205,455.00	259,480.00	295,900.00	370,820.00
喷涂料销量	0.00	0.02	0.02	0.02
平均售价	0.00	213,000.00	232,000.00	257,000.00

资料来源：国信证券经济研究所

按照上述盈利预测关键假设，我们预测公司 2010 年~2011 年的每股收益分别为：0.43 元、0.51 元和 0.65 元。具备较好的确定性增长趋势。

估值：公司合理估值区间 15.19~16.00 元

鉴于公司是真正意义上拥有从钨上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系，钨产品销售收入占到营业收入达到 90%以上。而国内唯一能与之比较的同类上市公司厦门钨业又有涉及到房地产行业业务，如果与之比较，不能够做到全面准确地反映公司的内在价值。所以我们选择用“两部法”对公司的上游矿山资源和下游精深加工部分进行分部估值，然后加总得出公司的合理估值区间。

上游矿山资源部分估值

从长期投资的角度看，我们可以忽略掉短期的周期性波动，对资源类企业进行矿山资源估值。具体的估值方法是：根据矿山的储量、采选冶回收率计算出矿山资源的商品量在开采年限内平均每年能为公司贡献的净利润，以矿山现有的开采年限进行折现。这种方法有三个数据的设定较为关键：金属价格长期均值、开采年限和折现率。

事实上，在全球经济发展背景和格局都已经发生了翻天覆地的变化后，金属价格未来的长期均值将被大大抬高，这可以归结于成本因素，更有因全球对资源依赖性进一步增强和世人对资源稀缺性的进一步认识所带来的催化效应。所以对于金属价格的长期均值我们有理由以更乐观的态度对待。而在这种绝对资源估值之下，各资源类企业的估值差距将主要被企业所拥有的资源量、以及各企业管理水平优劣所导致的三率（回采率、选出率和冶炼收率）高低来决定。

鉴于全球钨资源的稀缺性以及钨业巨头五矿集团在钨资源领域的“绝对垄断”效应，我们认为，长期钨精矿价格达到 15 万/吨是一个很保守的合理预期。在此金属长期均值关键假设前提之下，我们对公司进行矿山资源估值。

估值结果显示，公司矿山资源部分每股价值为 10.39 元。钨价每上升 1 万元/吨，影响每股价值约 0.85 元。

表 16: 公司矿山资源部分估值

章源钨业	WO ₃ （65%品位）
储量（万吨）	9.60
正在探获储量预计（万吨）	8.00
回采率	90.00%
选出率	95.00%
冶炼收率	95.00%
商品量（万吨）	14.30
吨完全成本（万元）	3.00
平均售价（万元）	15.00
净利润（亿元）	128.66
开采年限（年）	30.00
平均每年净利润（亿元）	4.29
按 30 年 10%折现（亿元）	44.47
矿山资源部分每股价值（元）	10.39

资料来源：国信证券经济研究所

下游加工部分的 PE 估值

鉴于公司在产业链一体化的基础上，初步实现了精深加工品主导产品结构，贡献一半以上主营业务利润的格局。我们认为将公司的下游加工部分与世界钨行业的代表企业，瑞典的山特维克（Sandvik）集团公司、美国的肯纳金属（Kennametal）公司和以色列的伊斯卡（ISCAR）公司做 PE 估值比较更为恰当。

此外，我们去除掉了公司 50%资源自给率给公司带来的盈利贡献，这样能更真实地反映公司下游深加工产品的业绩贡献情况。目前公司每年的钨精矿生产配额是 3950 吨，我们以 7.5 万/吨的售价，3.15 万的生产成本，15%的所得税计算，钨精矿能够给公司带来的净利润约为 1.46 亿。那么去除掉这部分净利润的公司 2010 年的每股收益在 0.16 元左右。

ISCAR 是 IMC 集团旗下规模最大的公司。著名投资家沃伦·巴菲特全资控股的公司美国伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）在 2006 年 5 月购买了 IMC 集团 80%的股份，所以，ISCAR 目前实际是 Berkshire Hathaway 全资子公司，没有上市。我们用瑞典的山特维克（Sandvik）集团公司、美国的肯纳金属（Kennametal）公司与公司做比较。目前两家公司 2010 年的平均 PE 是 33.45 倍。考虑到公司的稳健成长性，我们认为公司下游加工部分可以给予 30~35 倍的 PE，以去除掉上游精矿部分贡献的净利润的公司 2010 年每股收益 0.16 元测算，则下游加工部分的合理估值区间是 4.80~5.44 元。

表 17：公司矿山资源部分估值

公司	股价	货币	EPS				PE		
			2007	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
Sandvik AB	87.05	SEK	-2.24	6.93	-1.41	3.49	12.56	//	24.94
Kennametal Inc	29.58	USD	-1.64	2.75	0.77	0.71	10.76	38.47	41.96
平均			-1.94	4.84	-0.32	2.1	11.66	//	33.45

资料来源：国信证券经济研究所

加总公司的上游矿山资源估值和下游加工部分的 PE 估值，我们认为公司的合理估值区间是：15.19~16.00 元，建议投资者积极申购。

风险提示：

1、钨价波动给公司业绩带来的风险。

2、公司拥有的五个探矿权矿区合计可勘探面积 143.54 平方公里，公司未来将加大勘探力度，进一步巩固现有钨资源优势。勘探探获资源储量将发生较大费用支出，但能否取得勘探成果具有一定不可预计性。

3、2007 年~2009 年，公司国外市场销售额分占总销售额的 18.73%、19.07% 和 13.19 %。存在出口贸易资质和配额风险、出口税收政策变化风险以及汇率波动风险。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	88	100	100	100	营业收入	1072	1567	1697	1713
应收款项	166	247	268	270	营业成本	869	1224	1295	1231
存货净额	343	475	497	465	营业税金及附加	5	10	11	11
其他流动资产	48	70	75	76	销售费用	8	14	15	15
流动资产合计	645	892	940	911	管理费用	39	68	73	74
固定资产	573	814	937	1145	财务费用	34	43	49	50
无形资产及其他	65	62	60	57	投资收益	4	4	4	4
投资性房地产	80	80	80	80	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	63	63	63	63	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1425	1911	2080	2257	营业利润	121	214	258	336
短期借款及交易性金融负债	394	808	816	819	营业外净收支	14	14	14	14
应付款项	187	206	216	202	利润总额	135	228	272	351
其他流动负债	39	56	59	55	所得税费用	17	46	54	70
流动负债合计	619	1070	1091	1076	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	140	50	50	50	归属于母公司净利润	120	182	218	280
其他长期负债	19	19	19	19					
长期负债合计	159	69	69	69	现金流量表（百万元）				
负债合计	778	1139	1159	1145		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	120	182	218	280
股东权益	647	772	921	1112	资产减值准备	(1)	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	1425	1911	2080	2257	折旧摊销	58	62	79	95
					公允价值变动损失	(1)	0	0	0
					财务费用	34	43	49	50
					营运资本变动	30	(199)	(36)	11
					其它	1	0	0	0
					经营活动现金流	208	46	261	386
					资本开支	(89)	(300)	(200)	(300)
					其它投资现金流	37	0	0	0
					投资活动现金流	(56)	(300)	(200)	(300)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	15	(90)	0	0
					支付股利、利息	(38)	(58)	(69)	(89)
					其它融资现金流	(89)	414	8	3
					融资活动现金流	(136)	266	(61)	(86)
					现金净变动	16	12	0	0
					货币资金的期初余额	72	88	100	100
					货币资金的期末余额	88	100	100	100
					企业自由现金流	130	(235)	86	111
					权益自由现金流	56	55	55	74

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
汪 毅	021-60933145	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176 13482495069				
			江智俊	021-60875175 15221772073				
			孔华强	021-60875170 13681669123				