

新股报告

发挥资源优势, 开拓钨精深加工市场

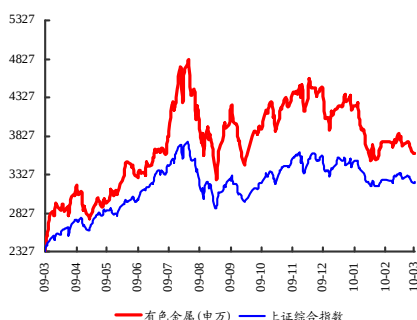
有色金属

2010年3月18日

投资建议:

申购

所在行业最近52周走势:



发行相关数据:

网上发行数量: 不超过 4300 万股
 网上发行价格: 13.00 元
 网上申购简称: 章源钨业
 网上申购代码: 002378
 单一帐户申购上限: 34000 股

报告作者:

国联证券研究所综合组

组长: 杨平

执业证书编号: S0590210020003

联系人:

曾海

电话: 021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

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, 特此申明。

章源钨业 (002378.SZ) 新股报告

摘要:

- 国内钨行业上游产业受总量控制, 下游深加工受政策支持。钨是一种工业化社会必需的战略性稀有金属, 虽然中国钨资源储量占全球70%以上, 但为了保护国内钨资源和促进钨产业升级, 政府相继出台多项政策, 限制上游产业的发展, 如: 钨精矿总产量控制、限制和淘汰上游落后产能等; 并通过出口配额和出口税收政策等鼓励钨下游精深加工行业的发展。
- 资源储备优势为公司发展奠定基础。公司拥有4座矿山, 钨资源保有储量余额9.5万吨, 约占全国钨资源两的5.33%, 可供公司未来30年开采使用。公司还在“世界钨都”赣州还拥有5个采矿权, 覆盖面积约143平方公里, 未来有可能进一步增厚公司的资源优势, 为公司长期稳定发展奠定基础。
- 构建产业链一体化生产加工体系, 精深加工项目是亮点。公司通过产业链延伸, 在2004年就构建了包括采掘、冶炼、精深加工一体化的钨产业链。由于政府对钨产业链上游产品实行准入和总量控制等措施, 因此公司重点发展钨下游产业, 特别是募投项目: “高性能、高精度涂层刀片技术改造工程(一期)” 将随着国内机械制造、机床行业的发展, 成为公司未来盈利增长得主要方向。
- 技术优势为公司发展精深加工提供知识储备。公司在钨精深加工领域进行了大规模投入, 发展核心技术。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, 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。特别是在超细纳米级钨粉领域, 公司已经取得重大突破, 为公司未来发展提供了知识储备。
- 预计公司10-12年每股收益摊薄后分别为0.41元、0.45和0.51元。参考公司在A股上市的同行业公司估值情况, 我们认为公司的合理价格区间为12.3~14.35元, 对应市盈率为30-35倍。

一、发行简介

章源钨业是国内钨行业产业链完整的少数厂商之一，钨粉及碳化钨粉前二名供应商、硬质合金前四名供应商。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。

公司是“国家级高新技术企业”和“国家创新型试点企业”，其中“白（黑）钨矿洁净高效制取超高性能钨粉体成套技术及产业化”获得“国家科学技术进步二等奖”，“球形、单晶、超细仲钨酸铵粉体的制取技术”获江西省科技进步一等奖，纳米钨粉及碳化钨粉、球形铸造碳化钨粉、超细晶硬质合金挤压棒材等研发成果达到国际先进水平。

图表 1：公司股权结构

股东名称	发行前		A 股发行后	
	股份数量 (万股)	持股比例	股份数量 (万股)	持股比例
崇义章源投资控股有限公司	34,899	90.60%	34,899	81.50%
深圳市湃龙投资有限公司	1,151	2.99%	1,151	2.69%
深圳市合智投资有限公司	1,027	2.67%	1,027	2.40%
深圳市伟创富通投资有限公司	349	0.91%	349	0.82%
黄泽辉	348	0.90%	348	0.81%
南昌创业投资有限公司	308	0.80%	308	0.72%
深圳市立达创业投资管理有限公司	247	0.64%	247	0.58%
南京京汇矿产品实业有限公司	193	0.50%	193	0.45%
本次发行	--	--	4,300	10.04%
合计	38,521	100%	42,821	100%

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

二、申购简况

图表 2：本次 A 股发行基本情况

股票简称	章源钨业	发行数量（A 股）	4,300 万股
发行价格	13.00 元/股	发行市盈率	52 倍
网下配售数量	860 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	3,440 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2010 年 3 月 19 日	申购代码	002378
发行方式	网下配售+网上定价发行		
最近三年	2007	2008	2009
每股收益	0.34 元	0.23 元	0.31 元

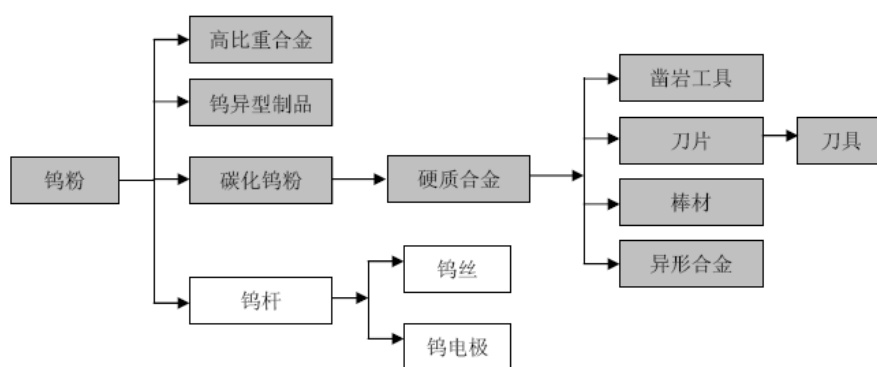
数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

三、行业及公司简介

3.1 行业分析

章源钨业属有色金属行业的钨行业，主营业务包括钨的勘探、开采、选矿、冶炼及精深加工，主要产品包括 APT、钨粉、碳化钨粉及硬质合金系列等，主要下游行业包括钢铁、机械制造业等。

图表 3：钨行业产业链示意图（加底纹部分为公司产业链所覆盖）

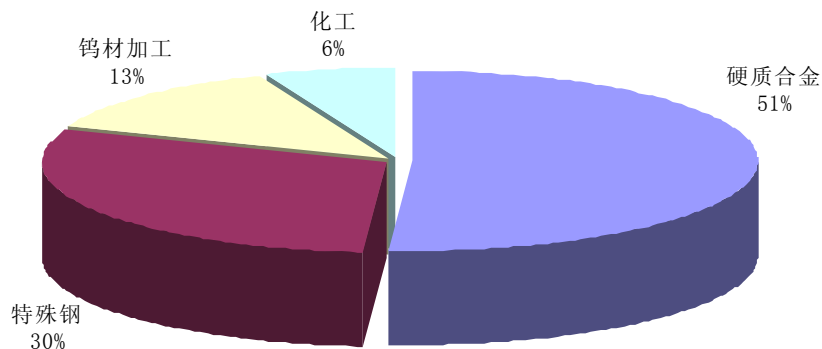


数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

（1）钨：工业化过程不可缺少的“工业牙齿”

钨，元素符号为 W，是自然界熔点最高的金属之一，熔点高达 3,410℃，其最大特点是高密度，同时具有良好的高温强度和导电、传热性能。由于高密度的特性，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，被广泛应用于军工、航空航天、机械加工、冶金等领域。按照现有工业的技术水平，还没有找到钨的替代产品，因此钨的应用具有战略性意义。如果没有钨，则金属加工能力将大幅下降，机械制造，特别是精密机床制造的能力甚至可能瘫痪，因此钨被誉为“工业的牙齿”，是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源。

图表 4：2006 年我国钨消费结构



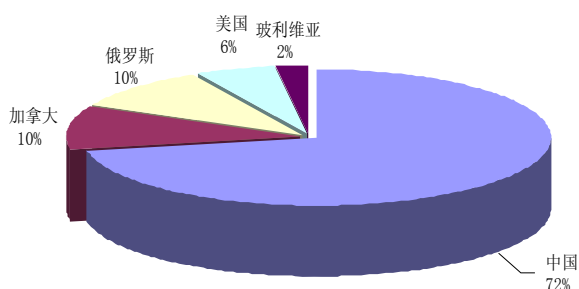
数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

钨的应用领域也验证其战略性意义，根据“中国钨工业‘十一五’发展规划”报告，2006年我国的钨消费量中，51%用于生产硬质合金，30%用于生产不锈钢，2007-2008年我国的钨消费机构没有发生较大变化，充分体现钨在制造业中的影响力。

（2）资源分布不均的稀缺性金属

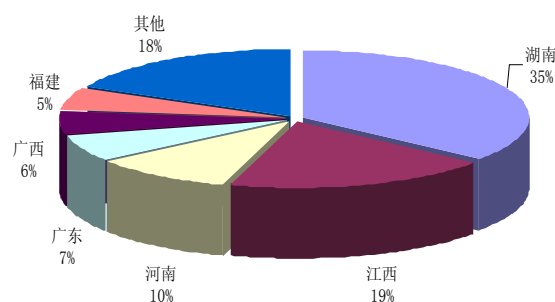
钨属于稀有金属，全球钨探明总储量仅为289.8万吨，属极其稀缺资源。所有钨矿中，具有工业价值的仅有白钨矿和黑钨矿两种，其中黑钨矿属优质钨矿，白钨矿属难选矿石，二者占全球钨资源比例分别为73%和25%左右。

图表 5：2006 年全球钨资源储量分布



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

图表 6：2006 年中国钨资源储量分布



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

钨资源的分布极不均衡，从全球来看，中国是世界上钨资源最丰富的国家，占全球探明钨矿产资源储量的70%。而在中国内部，钨资源的分布也不均衡。湖南、江西、河南是中国钨资源最丰富的省份，湖南钨资源储量占全国的35%左右，江西钨资源储量占全国的19%左右。其中江西的赣州地区是

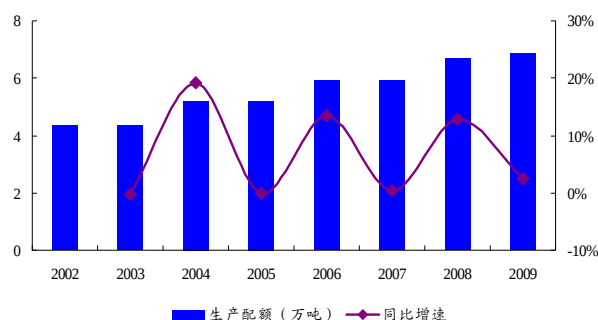
国内高品质黑钨矿的主要产地，其黑钨矿保有储量约占全国同类矿的 70%，世界的 60%，被称为“世界钨都”。

(3) 政策限制钨上游产业发展，鼓励深加工产业发展

作为工业化社会不可或缺的稀有金属，主要发达国家如美国、欧洲、日本等都建立了钨储备。我国的钨产业早期以供应上游原材料为主，随着经济的发展和产业结构的升级，及保护稀缺资源，争取利益最大的目的，国家从行业准入、生产总量控制、出口配额、税收等方面制定了完善的产业政策，以限制钨上游产业发展，鼓励钨深加工产业发展。

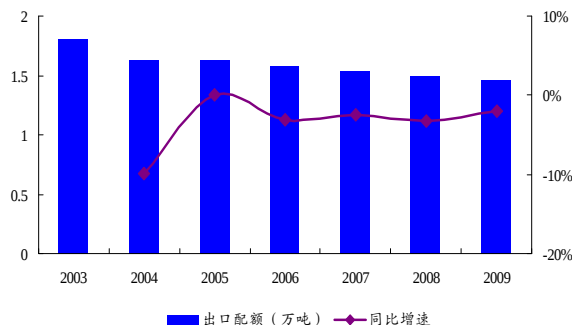
- 生产总量和出口配额控制供给。1991 年国务院发布《关于将钨锡铋离子型稀土列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》，将钨离子型稀土列为国家实行保护性开采特定矿种行列，由国土资源部每年下达钨精矿总量控制指标，控制每年的生产数量。另外政府还制定了出口配额政策，并实行从紧政策，各年度配额逐步减少。

图表 7: 2002-2009 国内钨精矿生产配额及增速



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

图表 8: 2003-2009 年国内钨品出口配额及增速



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

- 出口税收政策。政府出口退税政策也是从全面支持转向限制上游，鼓励下游。如：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。又如：2007 年 7 月 1 日起，硬质合金混合物出口退税取消，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%。
- 产业结构调整政策。为促进钨产业结构升级，政府通过产业结构调整指导目录鼓励发展深加工行业，限制和淘汰上游原材料产业。2007 年 12 月 26 日，国家发改委公告《产业结构调整指导目录（2007 年

本)》(征求意见稿),该目录将“高性能、高精度硬质合金及深加工产品和陶瓷材料生产”列入鼓励类,将“综合生产能力 5000 吨/年以下的仲钨酸铵项目”、“2000 吨/年以下的钨粉、碳化钨项目”等列入限制类,将“未经国务院主管部门批准,无采矿许可证的钨矿山采选项目”列入淘汰类。

此外,政府还通过行业准入、资源税等政策对钨行业进行调控,重点发展具有高附加值的钨深加工产业。

(4) 国内硬质合金行业基础薄弱,发展潜力巨大

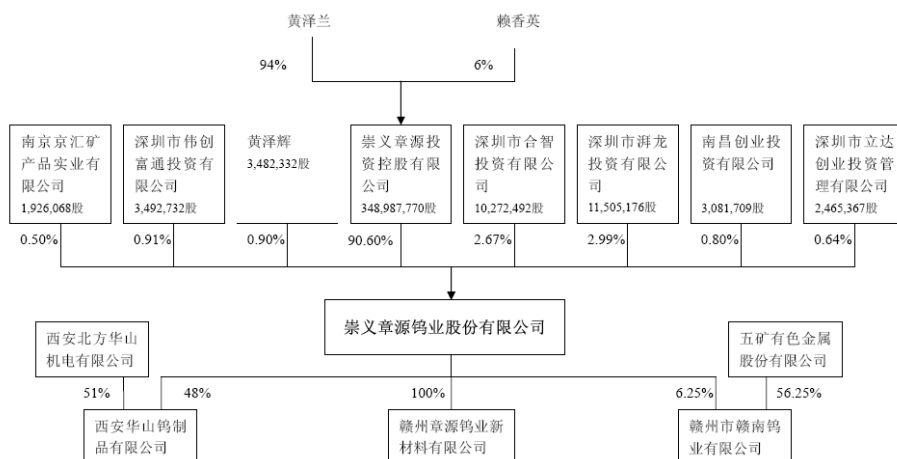
硬质合金是钨的主要应用领域,其消费量占全国消费量的 51%左右。虽然国内部分大中型企业虽已装备先进的生产设备与分析检测仪器,但总体水平与国外先进企业相比,仍有约 10 年的差距。这也导致了尽管我国硬质合金的产能和产量虽均已占到全球的约 1/3,但是总体经济效益不强。

随着我国经济技术水平的提升,国内硬质合金行业继续保持高速增长的趋势,并且逐步实现产品结构优化。2007 年,国内 18 家企业的深加工产品产量为 2,074.03 吨,同比增长 34%,其中切削刀片、耐磨零件分别增长 23%和 31%;整体硬质合金刀具、矿用钎头、冷镦冷冲模具分别增长 74.53%、200%和 50.36%。由于起点低,未来国内硬质合金行业仍有巨大的发展潜力。

3.2 公司情况简介

公司系 2007 年由章源钨制品公司整体变更设立而成,其前身发展经历三个阶段: 1): 2000 年,单一 APT 冶炼业务阶段; 2): 2001-2003 年,产业链向下游延伸阶段; 3): 2003 年-2004 年,完整的一体化产业链初步形成阶段。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等资产。

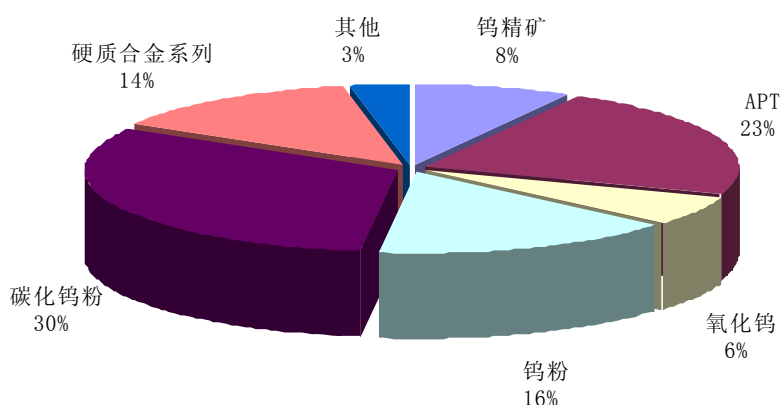
图表 9: 公司股权结构图(发行前)



数据来源：公司招股说明书

公司的主营业务为钨产业链上下游产品的生产和销售，2009 年销售收入达到 10 亿元，其中下游产品占主导地位，碳化钨粉销售收入占比达到 30%，钨粉销售收入占比达到 16%，硬质合金系列销售收入占比达到 14%；中游产品 APT 销售收入占比达到 23%，是公司第二大收入贡献方。

图表 10：2009 年公司主营业务收入构成



数据来源：公司招股说明书

四、章源钨业的经营优势

4.1 资源保障优势

目前公司拥有 4 座矿山，分别是淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿、天井窝钨矿。其中天井窝钨矿储量较低，处于继续探矿阶段，尚未实际开采。公司 4 座矿山的钨资源保有储量达到 9.6 万吨，约占全国钨资源两的 5.33%，可以满足公司未来 30 年的开采使用。

图表 11：2007 年我国防伪瓶盖重点生产企业的基本情况

矿山名称	矿种	面积 (km ²)	金属量	
			WO ₃	Sn
淘锡坑钨矿	主要为钨，伴生钼、铜、铁、铅锌等	15.212	76,843.10	1,689.20
新安子钨锡矿	主要为钨、锡	4.2471	4,425.10	1,232.00
大余石雷钨矿	主要为钨、锡	8.4838	14,630.80	6,675.70
天井窝钨矿	主要为钨、锡	11.3225	147.79	148

合计

96,046.79

9,744.90

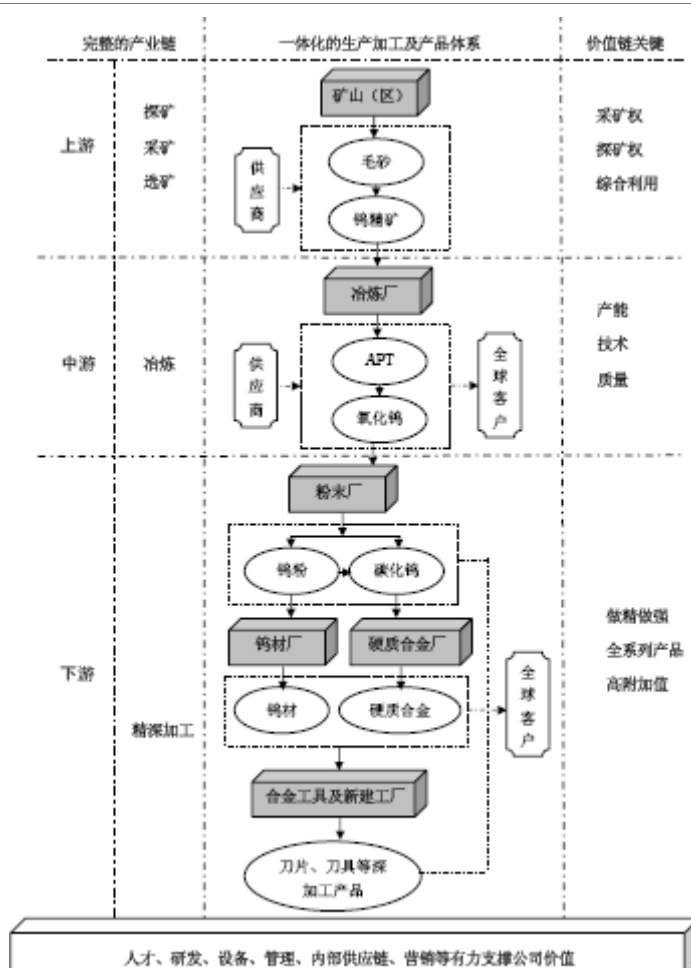
数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

此外，公司还拥有赣州的东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑五个探矿权矿区，合计可勘探面积 143.54 平方公里，由于赣州是国内钨储量较丰富的地区，预计未来可能继续增强公司的资源保障力度。

4.2 产业链一体化生产加工体系

公司是国内钨行业产业链完整的少数厂商之一，公司不仅拥有矿山、采矿权，而且还拥有 5 个钨冶炼及精深加工厂；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一体化生产体系。

图表 12：公司产业链一体化生产加工体系



数据来源：公司招股说明书

由于国家对钨上游产业的限制和对下游产业的鼓励政策，公司将立足于钨资源产业，重点发展下游深加工产业。募投项目“高性能、高精度涂层刀

片技术改造工程（一期）”表明公司发展高附加值、高端产品的战略目标。

4.3 钨精深加工技术储备优势

作为未来发展重点方向，公司已经在钨精深加工领域进行了大规模投入，发展核心技术。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，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。特别是在超细纳米级钨粉领域，公司已经取得重大突破，为公司未来发展打下良好基础。公司精深加工业的主要技术包括：

- 超细纳米级碳化钨粉生产技术
- “超细晶粒带螺旋孔硬质合金棒材”挤压技术
- 热喷涂技术

五、 公司募集资金用途

本次募集资金拟用于以下项目：

- 1、“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）”
- 2、“淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目”
- 3、“研发中心技术改造项目（一期）”

上述项目共需投入资金36,243万元。若本次发行募集资金不足，则不足部分由公司自筹解决；若本次发行募集资金超过项目所需资金，则超过部分补充公司流动资金。

六、 盈利预测

主要假设条件：

- 1、公司成功募集规划项目所需资金，项目建设和投产情况按计划实现。根据1-2年的建设期，预计2010年项目部分投产，2011年项目全部达产。
- 2、公司钨产品结构升级，高附加值产品占比上升，毛利率里稳中有升。
- 3、公司资产负债率下降，财务费用下降。
- 4、假定2010-2012年公司所得税按15%的税率计算。
- 5、公司经营稳健，不发生影响重大的破坏性事件，如核心技术人员流失。

图表 13： 利润预测表（单位：百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	879.0	1,071.8	1,457.8	1,622.0	1,792.3
主营业务成本	667.3	869.4	1,159.2	1,287.3	1,419.8
主营业务税金及附加	7.2	4.6	6.3	7.0	7.8
主营业务利润	204.5	197.8	292.3	327.6	364.7
销售费用	7.5	8.0	10.9	12.1	13.4

管理费用	46.9	39.4	52.9	58.1	63.3
财务费用	44.1	33.8	24.1	28.5	33.3
其他费用	(0.9)	(4.6)	0.0	0.0	0.0
营业利润	106.9	121.1	204.3	228.9	254.7
营业外收支净额	1.3	14.3	0.0	0.0	0.0
利润总额	108.1	135.4	204.3	228.9	254.7
所得税	18.8	17.4	30.6	34.3	38.2
净利润	89.3	118.0	173.7	194.6	216.5

减：少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归公司股东净利润	89.3	118.0	173.7	194.6	216.5
EPS（元）	0.23	0.31	0.41	0.45	0.51

注：每股收益按 A 股最大发行数量摊薄

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

根据我们的估值模型预测，10-12 年公司的每股收益将分别为：0.41、0.45 和 0.51 元。

七、估值

A 股可比公司估值：12.3 ~ 14.35 元。

公司主营业务包括钨的勘探、开采、选矿、冶炼及精深加工业务，拥有完整的钨产业链。我们选择 A 股市场有色金属行业中拥有资源、冶炼和加工完整产业链的上市公司作为参照，根据 2010 年 3 月 16 日收盘价计算的可比公司 2010 年平均动态市盈率为 35 倍。鉴于公司的资源属性和产业链一体化优势，我们认为可以给予公司 30-35 倍市盈率估值，根据 2010 年的盈利预测，公司的合理价值为 12.3 ~ 14.35 元。

图表 14：A 股可比公司估值

证券代码	公司简称	最新价	EPS			PE		
		2010-3-16	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
600219.SH	南山铝业	11.03	0.48	0.38	0.54	23	29	20
600362.SH	江西铜业	34.04	0.76	0.86	1.28	45	40	27
000060.SZ	中金岭南	22.24	0.39	0.41	0.97	57	54	23
600497.SH	驰宏锌锗	21.4	0.20	0.29	0.57	107	74	37
601168.SH	西部矿业	12.32	0.24	0.15	0.36	51	81	34
600111.SH	包钢稀土	24.75	0.21	0.07	0.44	118	358	56
600432.SH	吉恩镍业	23.75	0.46	0.20	0.50	52	121	47
601958.SH	金钼股份	16.26	1.12	0.23	0.54	15	70	30
600549.SH	厦门钨业	16.2	0.30	0.27	0.42	55	59	38
		算术平均				58	98	35

数据来源：国联证券研究所、WIND

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。