

章源钨业 (002378) 定价报告

立足矿山，上下游协同发展

定价区间
12.20-14.00 元

金属非金属/ 有色金属

发布时间：2009 年 3 月 30 日

投资要点:

- 公司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（《中国钨工业年鉴 2008》排名）。本公司拥有 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。
- 钨行业的下游主要是装备制造、基础建设、汽车、能源开采及军工等行业，未来较长一段时期，我国仍处在重化工业阶段，下游各行业特别是基础建设、能源开采行业对钨品的需求具有较强刚性。
- 公司作为上下游一体的钨业公司，在成本以及技术上都具有一定的优势，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。
- 有色金属行业中，2010 年的整体市盈率均值在 33 倍左右，给予公司 2010 年 33-38 倍市盈率比较合适，公司 2010-2012 年每股盈利分别为：0.37 元、0.48 元和 0.63 元，上市后合理价格为 12.20-14.00 元左右。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	107,184	22	11,804	32	0.31			
2010E	135,084	26	15,973	35	0.37			
2011E	160,041	18.5	20,617	29	0.48			
2012E	187,687	17.3	26,962	30	0.63			

发行数据

	2009 年
发行前股本 (万股)	38,521
发行数量 (万股)	4,300
发行价格 (元)	13.00
发行前 EPS (元)	0.31
发行后 EPS (元)	0.28
发行每股净资产 (元)	1.68
发行日期	2010-3-19
上市日期	2010-3-31
主承销商	平安证券司

分析师: 诸利达

执业证书编号: S0550109041506

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

1. 公司简介

公司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（《中国钨工业年鉴 2008》排名）。本公司拥有 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。

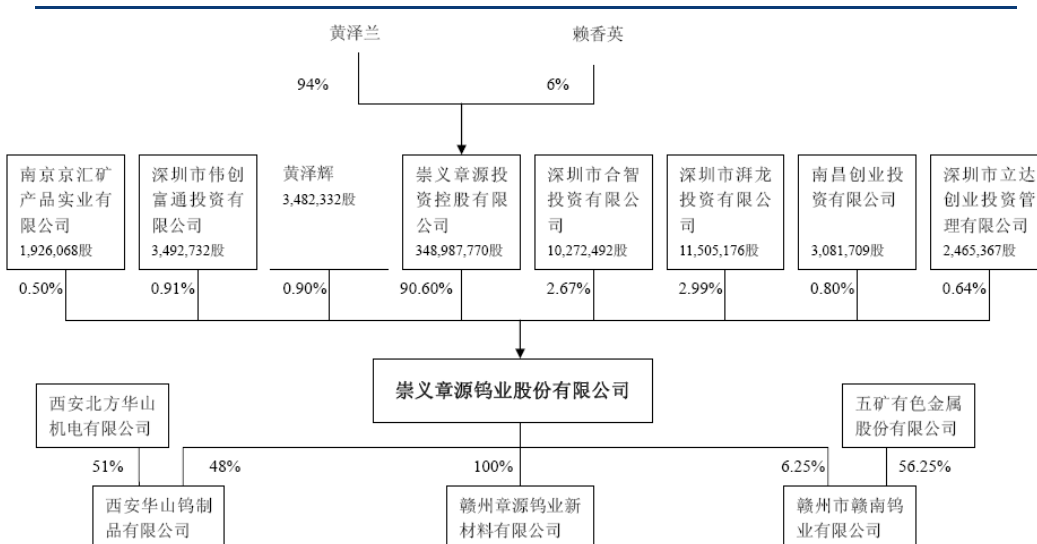
公司拥有淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿和天井窝钨矿四座采矿权矿山，四矿地质条件简单，易于采选。截至 2008 年 12 月 31 日，公司所辖矿区在开采范围内保有钨储量 9.60 万吨，占全国总量的 5.33%，按照静态计算，公司钨储量能确保在现有条件下约 30 年的开采能力。另外，四矿山保有锡金属储量 9,744.90 吨。本公司拥有位于赣州的东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑五个探矿权矿区，合计可勘探面积 143.54 平方公里。公司未来将加大勘探力度，进一步巩固现有钨资源优势，为公司带来更长时期的钨资源保障能力。

图 1. 公司旗下主要矿山储量情况

矿区	矿石量（千吨）	金属量（吨）	
		WO ₃	Sn
淘锡坑钨矿	3,541.10	76,843.10	1,689.20
新安子钨锡矿	251.60	4,425.10	1,232.00
大余石雷钨矿	1,127.20	14,630.80	6,675.70
天井窝钨矿	22.26	147.79	148.00
合计	4,942.16	96,046.79	9,744.90

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

图 2. 公司发行前股权控制情况



数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

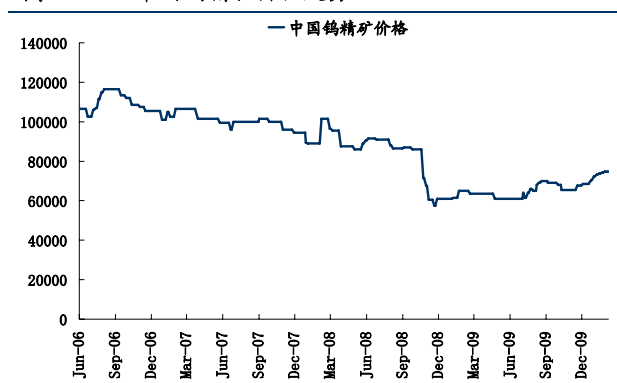
公司控股股东为章源控股，其持有本公司 90.60% 的股份。章源控股注册资本为 30,170.81 万元，主要从事股权投资业务，兼营林业业务。公司实际控制人为黄泽兰

先生，其持有章源控股 94% 的股权，通过章源控股间接控制本公司 90.60% 的股份。

2. 行业情况

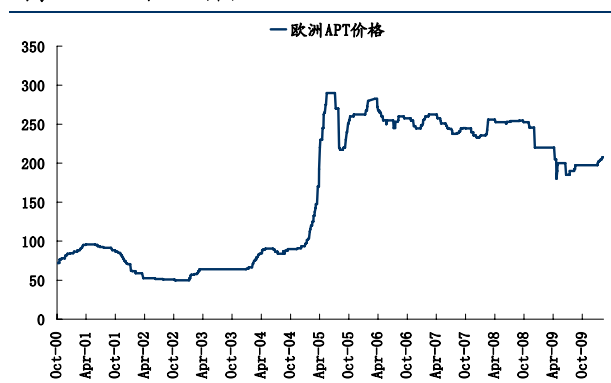
2006 年-2008 年 9 月，行业景气度较高，钨精矿价格保持高位，稳中略降，钨品需求较旺盛；2008 年 9 月开始，受金融危机影响，行业出现低迷，钨精矿价格大幅下跌，下游需求出现明显下降或延后；2009 年以来，国家刺激经济计划成效显著，行业逐步回暖，钨精矿价格和钨品需求从 2009 年 1 月开始回升，2009 年 3 月后，下游钨品需求基本回到金融危机前水平且持续稳定；2009 年 7 月开始，钨品价格再次上升。钨精矿价格是钨行业景气程度的核心指标，其价格变化亦带动下游钨粉及碳化钨粉、硬质合金价格相应变化。

图表 3: MB 中国钨精矿价格走势



资料来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

图表 4: 欧洲 APT 价格



资料来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

钨行业的下游主要是装备制造、基础建设、汽车、能源开采及军工等行业，未来较长一段时期，我国仍处在重化工业阶段，下游各行业特别是基础建设、能源开采行业对钨品的需求具有较强刚性。受金融危机影响，2008 年第四季度，国内钨品需求出现非正常下滑，从 2009 年 1 月开始，钨品需求出现回暖，到 2009 年 3 月，基本恢复到正常水平，2009 年 3 月以后，钨品需求继续保持正常水平。国家制定了一系列刺激经济的计划，加大基础设施投入，出台装备制造、汽车、钢铁等重点行业振兴规划，该等措施将大幅刺激钨品下游需求，预计未来一段时期，钨品需求将保持稳步回升。

3. 公司主营业务情况

上游采矿：

探矿、采矿、选矿是公司产业链的上游环节，公司拥有面积为 39.2654 平方公里的 4 座高品位采矿权矿山及与之配套的采选能力，公司钨矿采选技术和工艺水平成熟，生产的钨精矿全部自用；公司还拥有面积为 143.54 平方公里的 5 个探矿权矿区。钨矿中，具有工业使用价值的为黑钨矿和白钨矿，黑钨矿在质量方面优于白钨矿，探明储量比白钨矿少。本公司钨矿矿体属黑钨矿，所产黑钨精矿含 $WO_3 \geq 70-73\%$ （标准为 $WO_3 65\%$ ），质量非常优良，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。

图 5.公司矿山产量

矿山	2009 年		2008 年		2007 年	
	设计能力	实际产量	设计能力	实际产量	设计能力	实际产量
淘锡坑钨矿	480,000	390,230	480,000	405,897	480,000	418,900.4
新安子钨锡矿	300,000	197,826	300,000	176,967	300,000	173,166
大余石雷钨矿	450,000	206,129	450,000	175,506	450,000	172,250
天井窝钨矿	45,000	—	45,000	—	45,000	—
合计	1,275,000	794,185	1,275,000	758,370	1,275,000	764,316.4

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

中游冶炼：

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，APT 部分核心技术和工艺达到国际先进水平。

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，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，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。

下游精加工：

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。报告期内，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。

表 1.公司主营业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入								
碳化钨粉	26,199	32,320	32,345	41,075	46,634	52,722	55,358	58,125
APT	16,586	10,570	23,368	31,211	36,872	44,284	48,712	53,583
钨粉	14,469	16,132	16,009	20,673	25,381	31,073	31,073	31,073
硬质合金系列	17,648	14,700	13,899	14,700	17,600	18,955	20,700	23,000

钨精矿			8,185	10,592	12,228	14,360	15,365	16,441
氧化钨	7,590	8,344	5,994	8,075	11,118	13,443	13,443	13,443
其他	5,695	4,573	3,058	4,000	4,500	6,000	6,000	6,000
合计	88,188	86,638	102,859	130,326	154,332	180,836	190,651	201,665
毛利率								
碳化钨粉(%)	30%	25%	20%	23%	25%	27%	27%	27%
APT(%)	23%	22%	17%	19%	20%	22%	22%	22%
钨粉(%)	29%	26%	21%	24%	25%	27%	27%	27%
硬质合金系列(%)	21%	20%	15%	17%	18%	19%	19%	19%
钨精矿(%)	0%	0%	7%	12%	17%	20%	20%	20%
氧化钨(%)	24%	23%	17%	20%	21%	23%	23%	23%
其他(%)	22%	21%	13%	16%	19%	20%	20%	20%
合计	26%	24%	17%	20%	22%	24%	24%	24%

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

4. 盈利预测和估值

有色金属行业中，2010年的整体市盈率均值在33倍左右，给予公司2010年33-38倍市盈率比较合适，公司2010-2012年每股盈利分别为：0.37元、0.48元和0.63元，上市后合理价格为12.2-14元左右。

表2. 有色类和公司业务相似公司估值情况

股票	上市日期	发行价	EPS				PE			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中金岭南	2010-03-15	22.24	0.3900	0.4133	0.9677	1.4424	56.87	53.82	22.98	15.42
焦作万方	2010-03-15	23.55	0.6930	0.5098	1.2840	1.5652	33.98	46.20	18.34	15.05
铜陵有色	2010-03-15	17.89	0.4900	0.5161	0.6442	0.6992	36.34	34.66	27.77	25.59
中色股份	2010-03-15	13.31	0.1890	0.1389	0.4026	0.6520	77.47	95.83	33.06	20.41
云南铜业	2010-03-15	24.77	-2.2200	0.2439	0.6850	1.0405	-11.15	101.57	36.16	23.81
锡业股份	2010-03-15	21.04	0.0397	0.2906	0.4976	0.7719	658.77	89.20	42.30	27.27
海亮股份	2010-03-15	13.42	0.4430	0.5167	0.7707	0.9932	30.64	25.97	17.41	13.51
精艺股份	2010-03-15	20.53	0.5246	0.4958	0.6319	0.8183	53.08	41.41	32.49	25.09
包钢稀土	2010-03-15	23.84	0.2090	0.0692	0.4410	0.6439	113.80	344.27	54.06	37.02
宏达股份	2010-03-15	14.26	-0.5710	0.2429	0.5455	0.8400	-24.97	58.71	26.14	16.98
贵研铂业	2010-03-15	22.86	-0.7600	0.2921	0.5031	0.6577	-29.91	78.25	45.44	34.76
驰宏锌锗	2010-03-15	21.29	0.2000	0.2879	0.5707	0.8005	140.55	73.95	37.30	26.60
山东黄金	2010-03-15	67.69	1.8051	1.2787	1.8300	2.0603	75.63	52.94	36.99	32.85
厦门钨业	2010-03-15	15.82	0.2971	0.2727	0.4239	0.6043	53.25	58.01	37.32	26.18
中孚实业	2010-03-15	24.11	0.3000	0.4580	1.0694	1.2999	51.05	52.64	22.54	18.55
新疆众和	2010-03-15	17.84	0.2846	0.4901	0.7079	0.9431	34.44	36.40	25.20	18.92
株冶集团	2010-03-15	13.51	0.0370	0.1220	0.2172	0.2108	370.52	110.75	62.19	64.08
西部矿业	2010-03-15	12.30	0.2400	0.1524	0.3626	0.6503	51.42	80.71	33.92	18.91
金钼股份	2010-03-15	16.29	1.1200	0.2312	0.5373	0.8589	18.72	70.47	30.32	18.97
平均								79.25	33.79	25.26

数据来源：wind 东北证券金融与产业研究所

根据最近上市的中小板股票的发行价情况,最近发行的中小板公司,对应于 2009 年业绩的平均发行市盈率为 51 倍左右,相对于 2010 年业绩,发行市盈率为 40 倍左右,给予公司 2009 年 35-40 倍市盈率。建议询价区间在 10.85-12.4 元左右。

表 3. 最近上市的中小板类股票的发行价格情况

股票	上市日期	发行价	EPS				PE			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
隆基机械(002363)	2010-3-5	18	0.59	0.67	0.65	0.84	71	62	64	50
中恒电气(002364)	2010-3-5	22.35	0.64	0.82	1.09	1.54	66	51	39	27
永安药业(002365)	2010-3-5	31	1.47	0.93	1.07	1.37	29	45	39	31
同德化工(002360)	2010-3-3	23.98	0.59	1.00	0.87	1.10	71	42	48	38
神剑股份(002361)	2010-3-3	17	0.50	0.64	0.59	0.77	83	66	71	55
汉王科技(002362)	2010-3-3	41.9	0.37	1.07	1.28	1.84	112	39	33	23
富临运业(002357)	2010-2-10	14.97	0.48	0.50	0.58	0.62	61	43	38	35
森源电气(002358)	2010-2-10	26	0.78	0.68	0.91	1.22	62	53	40	30
齐星铁塔(002359)	2010-2-10	16.98	0.42	0.39	0.52	0.67	61	49	37	29
科冕木业(002354)	2010-2-9	12.33	0.45	0.29	0.40	0.56	53	61	45	32
兴民钢圈(002355)	2010-2-9	14.5	0.33	0.37	0.52	0.62	65	43	31	26
浩宁达(002356)	2010-2-9	36.5	0.77	0.71	0.98	1.27	64	53	38	29
漫步者(002351)	2010-2-5	33.5	0.64	0.78	1.04	1.38	75	45	34	26
鼎泰新材(002352)	2010-2-5	32	0.71	0.57	0.78	1.03	59	56	41	31
均值							67	51	43	33

数据来源: wind 东北证券金融与产业研究所

盈利预测

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	107,184.60	135,084.59	160,041.77	187,687.87
营业成本	86,940.85	107,029.85	124,947.83	143,091.71
营业费用	801.70	1,013.13	1,200.31	1,407.66
管理费用	3,944.73	4,592.88	5,121.34	5,630.64
财务费用	3,382.38	2,750.24	3,375.64	4,403.96
投资收益	403.57	0.00	0.00	0.00
营业利润	12,112.96	19,144.65	24,740.47	32,384.39
利润总额	13,543.06	19,244.65	24,840.47	32,484.39
所得税	1,738.70	3,271.59	4,222.88	5,522.35
净利润	11,804.36	15,973.06	20,617.59	26,962.04
归属母公司所有者的净利润	11,804.36	15,973.06	20,617.59	26,962.04
NOPLAT	13,505.99	18,172.76	23,336.37	30,534.33

资产负债表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	8,817.00	13,508.46	19,205.01	18,768.79
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	10,351.10	14,803.79	17,538.82	20,568.53
预付款项	4,758.07	6,898.67	5,649.19	4,933.73
存货	34,295.83	35,187.89	41,078.74	47,043.85
流动资产合计	64,468.05	76,666.77	90,897.74	100,023.66
非流动资产	78,071.84	106,624.79	139,820.52	161,133.18
资产总计	142,539.89	183,291.56	230,718.26	261,156.84
短期借款	34,400.00	28,328.99	56,977.92	63,483.13
应付帐款	3,803.30	5,864.65	6,846.46	7,840.64
预收款项	524.95	795.12	1,115.21	1,490.58
流动负债合计	61,943.37	47,974.95	78,907.58	87,776.53
非流动负债	15,853.10	14,000.00	14,000.00	14,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	64,743.43	119,332.25	135,826.32	157,395.96
净营运资本	2,524.68	28,691.82	11,990.16	12,247.13
投入资本 IC	102,995.37	146,821.71	186,268.17	214,779.23

现金流量表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	11,804.36	15,973.06	20,617.59	26,962.04
折旧摊销	18,642.00	0.00	6,804.27	8,687.34
净营运资金增加	10,396.48	26,167.14	(16,701.66)	256.97
经营活动产生现金流	17,313.46	8,306.76	24,546.78	32,854.94
投资活动产生现金流	(2,579.83)	(33,541.07)	(40,000.00)	(30,000.00)
融资活动产生现金流	(16,759.89)	29,925.77	21,149.78	(3,291.16)
现金净增 (减)	(2,026.26)	4,691.46	5,696.55	(436.23)

数据来源: wind 东北证券金融与产业研究所

价值比率	2009A	2010E	2011E	2012E
P / E	32.26	26.81	20.77	15.88
EV / 收入	4.01	3.42	3.03	2.62
EV / EBITDA	12.59	17.19	13.89	10.82
EV / EBIT	27.74	21.10	17.25	13.37
EV / NOPLAT	31.82	25.42	20.78	16.11
EV / IC	4.17	3.15	2.60	2.29
P / B	5.95	3.59	3.15	2.72
Dividend Yield (%)	0.00%	0.75%	0.96%	1.26%

每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
基本 EPS	0.31	0.37	0.48	0.63
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	0.45	0.19	0.57	0.77
每股净现金流	(0.05)	0.11	0.13	(0.01)
每股净资产	1.68	2.79	3.17	3.68

流动性	2009A	2010E	2011E	2012E
净负债 / 权益	0.61	0.24	0.38	0.37
总负债 / 总资产	54.58%	33.81%	40.27%	38.97%
流动比率	1.04	1.60	1.15	1.14
速动比率	0.49	0.86	0.63	0.60

财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
盈利能力				
毛利率	18.89%	20.77%	21.93%	23.76%
营业利润率	11.30%	14.17%	15.46%	17.25%
净利率	11.01%	11.82%	12.88%	14.37%
净资产收益率	18.23%	13.39%	15.18%	17.13%
偿债能力				
流动比率	1.04	1.60	1.15	1.14
速动比率	0.49	0.86	0.63	0.60
资产负债率	54.58%	34.18%	40.62%	39.27%
成长能力				

营业收入增长率	21.94%	26.03%	18.48%	17.27%
营业利润增长率	13.36%	58.05%	29.23%	30.90%
净利润增长率	32.19%	35.31%	29.08%	30.77%
净资产增长率	22.86%	84.32%	13.82%	15.88%
营运能力				
应收帐款周转率	10.32	10.74	9.90	9.85
存货周转率	3.06	3.08	3.28	3.25
总资产周转率	0.78	0.83	0.77	0.76

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。