

增持 首次

章源钨业（002378）

2011 年 12 月 13 日

做强做优钨精深加工

钢铁行业高级分析师：刘彦奇
SAC 执业证书编号：S0850511010002
liuyq@htsec.com
021-23219391
联系人：刘博
Liub5226@htsec.com
021-23219401

12 月 12 日收盘价：23.75 元 目标价：24.93 元

调研基本观点及投资建议

章源钨业是国内少数拥有钨行业完整产业链的厂商之一，上表钨储量 9.60 万吨，原材料自给率 40% 左右，主导产品钨粉和碳化钨粉销售量国内排名第一，硬质合金销量国内排名前四。我们认为公司未来主要有两大看点：一是，硬质合金数控涂层刀片项目明年一季度开始试生产，将成为公司的下一个主要利润增长点；二是，崇义县钨矿整合支持公司做大做强。

我们预测，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71 元、1.02 元和 1.34 元，对应的动态 PE 分别为 33.34 倍、23.33 倍和 17.68 倍，首次给予公司“增持”的投资评级，目标价 24.93 元，对应今年 35 倍 PE。

1. 钨业全产业链优势明显

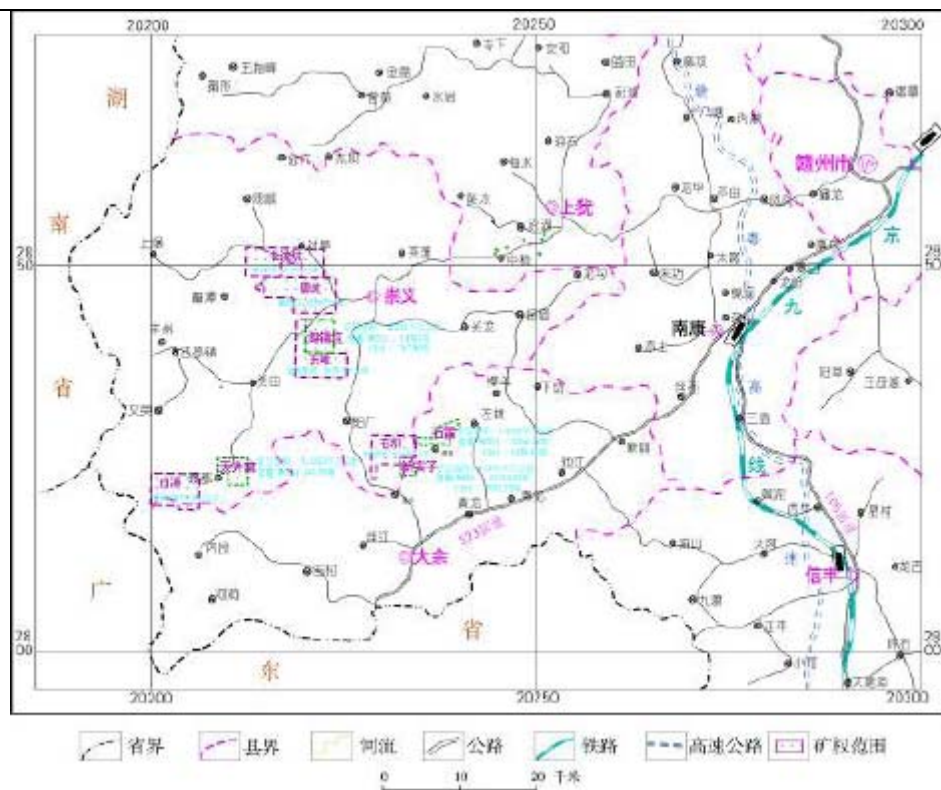
章源钨业是国内少数拥有钨行业完整产业链的厂商之一，拥有 4 座采矿权矿山（9.60 万吨钨储量）、5 个探矿权矿区、5 个钨冶炼及精深加工厂，具备生产经营钨精矿、APT、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨材、硬质合金及其工具等全系列钨产品的能力。其主导产品钨粉、碳化钨粉的销售量在国内排名第一，硬质合金销售量国内排名前四。

公司已形成年产 8000 吨钨粉及碳化钨粉、1000 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。针对钨行业价值链“两头高、中间低”的特点，公司本次募投项目立足利润水平较高的上游钨矿采选和下游高端硬质合金。

1.1 钨矿权大整合，资源优势愈加突出

崇义钨矿整合支持公司做大做强。在国土资源部审批的《矿产资源总体规划（2008-2015）》中，崇义县被明确作为全国 19 个重点成矿区带之一，将立足现有产业基础，做强做优钨精深加工，打造省内乃至全国的钨工业基地。崇义县《规划》中明确提出，全县钨资源采矿权、探矿权向章源钨业和耀升工贸集聚，以保障两大公司资源供给，支持两大公司把钨业产业做大做强。其中，中部地区规划为章源矿业经济区，东部地区规划为耀升矿业经济区。整合后，中西部钨矿山企业资源向章源钨业集中，东部钨矿资源向耀升工贸集中。

图 1 公司矿权分布图



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司目前拥有的四个采矿权矿山：淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿和天井窝钨矿，合计保有钨储量 9.60 万吨，占全国总量的 5.33%，平均钨品位 2.104%，淘锡坑钨矿高达 2.600%，是国内少见的高品位钨矿；五个探矿权：赣州的东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑，合计可勘探面积 143.54 平方公里，预计取得 8 万吨 WO_3 金属量。未来随着勘探力度的加大，以及矿权整合，公司钨资源保障能力将不断提高。

表 1 公司矿山相关情况

矿区	矿石量（千吨）	金属量 WO_3 （吨）
淘锡坑钨矿	3541.10	76843.10
新安子钨锡矿	251.60	4425.10
大余石雷钨矿	1127.20	14630.80
天井窝钨矿	22.26	147.79
合计	4942.16	96046.79

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

淘锡坑精选厂技改项目提高钨矿综合利用效率。公司下属矿山除钨外，还伴生有锡、铜、钼、铅、锌等多种金属元素。公司在原有的钨锡分离精选厂的基础上进行扩建，对矿山伴生金属进行集中精选，进一步提高 WO_3 和锡的回收率。技改项目已经于今年初建成投产，待全面达产后，年均将增加钨精矿 67 吨，锡精矿（金属量）19 吨，铜精矿（金属量）600 吨左右。

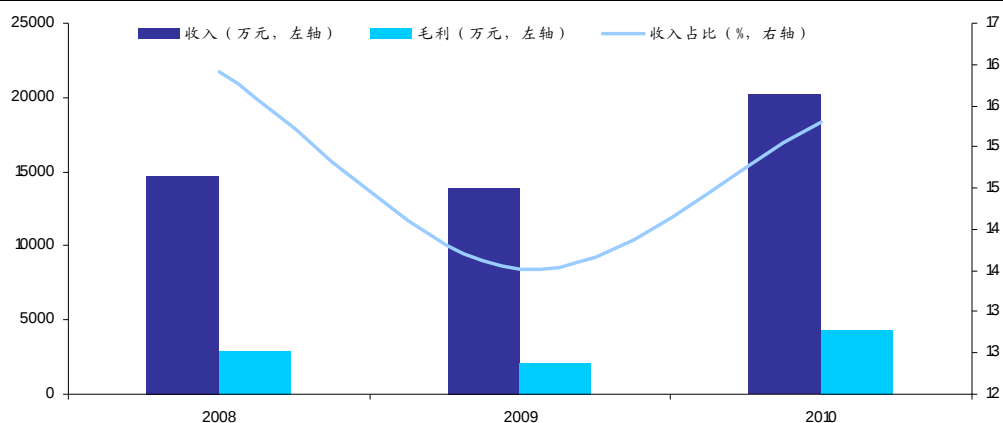
自有矿山抵抗风险能力强。公司拥有四个高品位矿山，钨精矿自给率 40% 左右，受钨精矿价格波动影响相对较小，抗风险能力更强。未来，钨精矿价格上涨，公司利用自产钨精矿降低生产成本，将极大程度分享行业景气。

1.2 进军钨高端精深加工

公司不断加大精深加工投入。目前，公司已形成年产 8000 吨钨粉及碳化钨粉、1000 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。2009 年硬质合金产品下滑主要受整体价格下跌和产品结构调整影响，未来随着市场需求进一步回暖和新产品陆续投入市场，其营业收入将继续增长。

高性能、高精度涂层刀片技术改造工程大幅提升公司产品水平。公司原有普通合金焊接刀片产能 200 吨，募投项目主要是硬质合金数控涂层刀片，产能 100 吨。募投项目原计划投资 3.1 亿元，后追加 2.5 亿元投资，用以提高产品生产的机械化和自动化程度，用更先进的进口设备替代国产设备，减少由于人工操作失误和环境变化对产品稳定性的影响。因此，其经济效益将远高于现有刀片，我们预计该项目将于 2012 年一季度试生产，达产后年销售收入 2.8 亿元，净利润 8325 万元，将成为公司下一个主要利润增长点。

图 2 硬质合金营业收入将继续增长



资料来源：招股说明书及定期报告，海通证券研究所

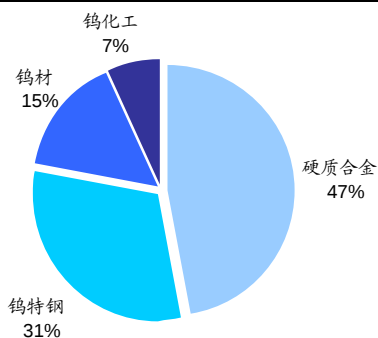
国家级研究中心项目落户赣州促进技术进步。日前，国家发改委批复了一批国家地方联合工程研究中心（工程实验室）项目申请。其中，钨与稀土采冶及深加工技术国家地方联合工程研究中心项目获批落户赣州。据了解，该中心将紧密围绕江西省乃至全国钨和稀土的产业特色和优势，不断提高研发、工程化试验能力，完善产学研用合作机制，着力解决产业发展中的关键技术与设备等瓶颈，促进产业技术进步和经济结构调整。

2. 钨工业“十二五”发展规划推动向钨业强国转变

2011 年 6 月，中国钨业协会发布钨工业“十二五”发展规划。《规划》指出，将通过产品结构调整和产业升级，力争全行业到 2015 年实现销售收入 1200 亿元，工业增加值达到 300 亿元，利润超 150 亿元，钨精矿产量控制在 8 万吨（ $WO_3 65\%$ ）以内；形成若干拥有自主知识产权和知名品牌、国际竞争力较强的优势企业和 1-2 个世界级知名企业集团；力争到“十二五”末，精深加工高档产品的销售收入占加工产品总销售收入的比例从目前的 25% 左右提高到 40% 以上，硬质合金先进配套的高端数控刀具自给率从目前的 10% 提高到 40% 以上。

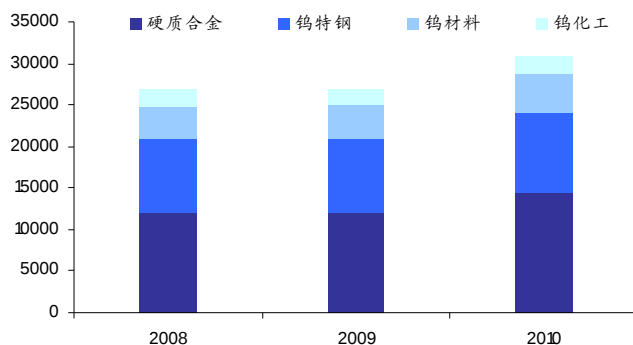
硬质合金是我国钨的主要消费领域。硬质合金和钨特钢是钨需求的两大领域，合计占需求量的 75% 以上。中国工业化、城市化进程的快速发展，钢铁工业、汽车工业、装备制造、交通运输、电子信息、矿山采掘和能源等产业对高性能硬质合金的需求将稳定增长，硬质合金消费占钨消费的比例将进一步提高。同时，我国是钢铁生产和消费大国，随着钢铁工业的结构调整，将促使用于轧钢的轧辊和金属制品加工的硬质合金模具、刀具，以及特钢对钨需求增长。2010 年，我国硬质合金消耗钨 14439 吨左右，同比增长 20%；钨特钢消耗钨 9670 吨左右，同比增长 10%；钨消费总量 30891 吨，同比增长 14.46%。中国钨协预测，“十二五”期间，中国年平均钨需求 34908 吨（金属），年均钨精矿产量 80328 吨（ $WO_3 65\%$ ）。

图 3 中国钨消费结构



资料来源：安泰科，海通证券研究所

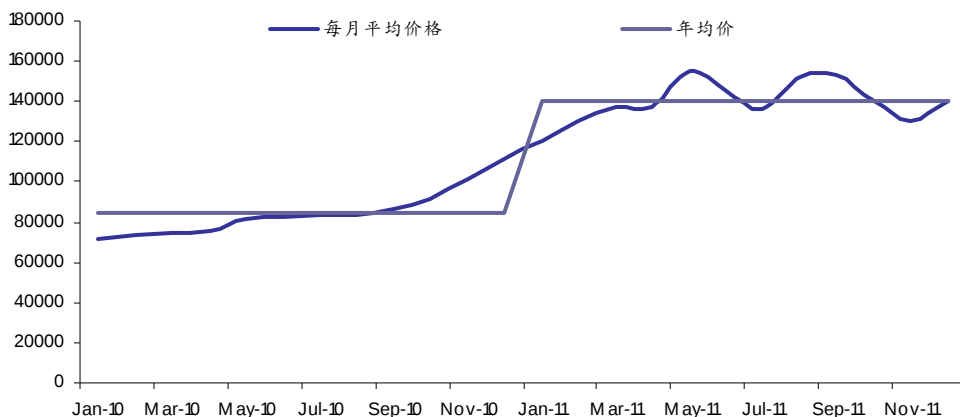
图 4 2008-2010 年中国钨消费稳步增长（金属吨）



资料来源：安泰科，海通证券研究所

钨价谨慎乐观。虽然近期六大央行联合救市、中国央行三年来首次下调存准率，但是欧债危机仍在持续，中国经济增长放缓，钨市消费信心下降，短期内钨价难以大幅回调。12 月份钨价可能因为全年出口配额完成，而有望小幅好转。11 月份黑钨精矿平均价格在 13.3 万元/吨，12 月份有望恢复至 14 万元/吨，全年均价接近 14 万元/吨。商务部 11 月公布 2012 年钨及钨制品（金属量）出口配额为 1.54 万吨，比今年的 1.57 万吨有所下降，这对未来出口价格形成一定的利好。

图 5 黑钨精矿月均价格（元/吨）

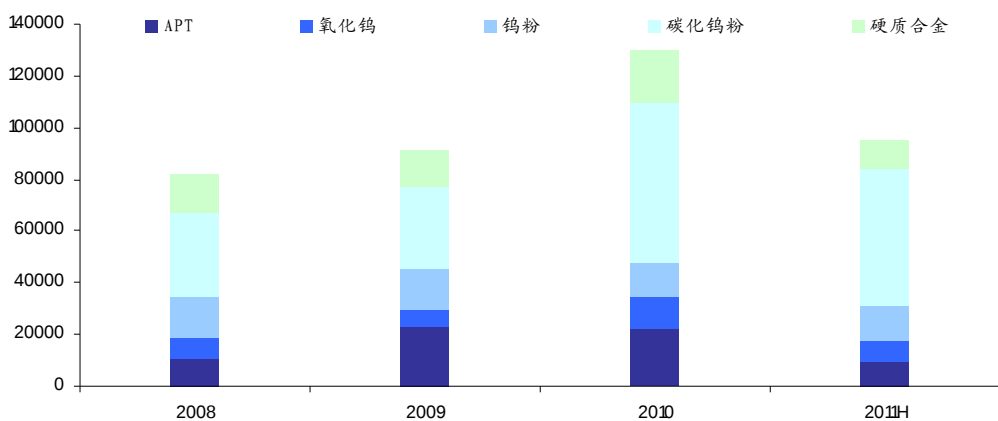


资料来源：安泰科，海通证券研究所

3. 主营业务分析

公司依托完整产业链优势，生产钨精矿、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。其中钨粉及碳化钨粉是公司的主要产品，产能分别为 5000 吨和 4000 吨，目前已经接近满产状态。硬质合金是公司未来发展的重点。随着募投项目—高性能、高精度涂层刀片技改项目 2012 年一季度试生产，公司将进入钨高端深加工领域。

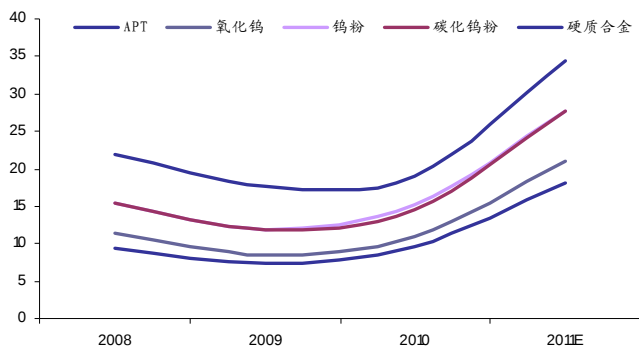
图 6 公司产品结构逐步升级（收入：万元）



资料来源：招股说明书及公司定期报告，海通证券研究所

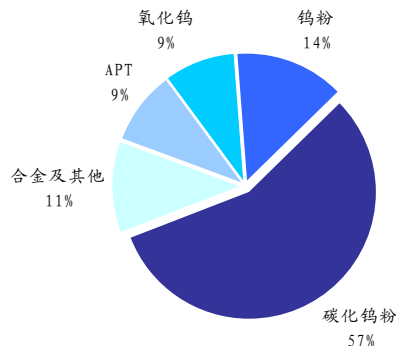
2011 年上半年，钨精矿、钨粉、碳化钨粉及硬质合金等钨制品价格同比大幅增长，是公司营业收入与利润大幅增长的根本原因。在价格上涨的情况下，公司钨精矿自给率在 40% 左右，成本优势突出。未来，公司将不断扩大硬质合金产品的营收比例，进一步提升盈利能力。

图 7 公司各产品除税价（万元/吨）



资料来源：公司 2010 年年报，海通证券研究所

图 8 公司 2011 年上半年主营业务收入占比



资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

4. 盈利预测

作为国内少数拥有钨行业完整产业链的厂商之一，公司上表钨储量 9.60 万吨，原材料自给率约 40%，主导产品钨粉、碳化钨粉，以及硬质合金国内销售领先。我们认为公司未来主要有两大看点：一是，硬质合金数控涂层刀片项目明年一季度开始试生产，将成为公司的下一个主要利润增长点；二是，崇义县钨矿整合支持公司做大做强。

我们预测，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71 元、1.02 元和 1.34 元，对应的动态 PE 分别为 33.34 倍、23.33 倍和 17.68 倍，首次给予公司“增持”的投资评级，目标价 24.93 元，对应今年 35 倍 PE。

5. 主要不确定性

钨产品价格波动；成本大幅增长；公司在建工程实施进度变化。

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、酒钢宏兴（600307）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、安阳钢铁（600569）、凌钢股份（600231）、黄河旋风（600172.SH）、豫金刚石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级			
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			
	股票投资评级	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；	
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
中性		个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；		
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；	
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；	
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；	
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。		
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。				

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。