

公司研究/首次覆盖

2017年01月25日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 21.88
合理价格区间(元): 25.23~31.54

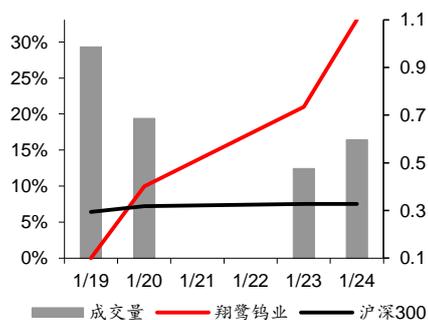
陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

杨欧雯 010-56793972
联系人 yangouwen@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

综合加工型钨企，高新技术主导 翔鹭钨业(002842)

立足科研创新的钨制品加工企业

公司是广东省最大的钨生产加工企业，主业为钨制品的生产及销售。公司具备高新技术企业认证和钨制品直接出口资质，依托科技研发和较为完善的销售体系，打造自身品牌优势。随着钨价格回暖及公司深加工产能稳定，公司盈利水平稳定回升；600吨/年特种硬质合金项目建成投产后，将进一步增加公司高附加值产品比重。

多年钨制品出口资质，科研进步保障竞争优势

公司自2003年起连续获得钨制品直接出口资质，是国内获批的14家企业中少有的民营企业。公司经过多年的发展，形成了从APT到硬质合金的完备产品体系，同时不断加强研发投入比例，在碳化钨粉和硬质合金等产品领域拥有多项核心技术。公司硬质合金和碳化钨等核心产品的毛利水平在行业内处于领先地位，下游客户和市场的开拓力度持续增强。

募投项目计划提升硬质合金产能

公司计划投资约1.9亿元，用于“年产600吨特种硬质合金产业化”项目建设，产品主要分为棒材、管材、带材特种硬质合金和矿用梯度硬质合金两类，总产能达600吨/年。项目建成投产后，不仅会对硬质合金产品规模有较大提升，对现有产品的性能也将有所改进。

国内钨制品市场具备转型升级空间

从行业来看，钨上游资源具有较强的地域集中性和长期稀缺性，下游主要需求为硬质合金，高端应用领域产品性能的要求较高，存在一定技术壁垒。从供需层面出发，我们判断短期内钨行业仍处在原料偏过剩的阶段，有待下游产品朝向高附加值方向进一步转型。

国内优秀钨加工企业，首次覆盖给予“增持”评级

公司是广东省优秀民企，基于科技研发和项目建设不断开拓深加工产品市场，逐步加强市场竞争优势。假设硬质合金项目按计划建成投产，其它产品产能保持稳定，钨制品的市场价格在2016年基础上逐渐回暖，预计2016-2018年公司主营收入为7.07、7.63、8.00亿元，归母净利润分别为0.61、0.90、1.15亿元。参考同行业内其他公司的估值水平，综合企业产品结构等情况，采取可比公司市盈率估值方法，给予公司2017年合理市盈率水平区间为28-35倍，对应市值范围为25.23-31.54亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：钨行业产品价格出现下滑；下游汽车、采矿等行业需求下跌；公司产品研发进度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	100.00
流通A股(百万股)	25.00
52周内股价区间(元)	16.44-21.88
总市值(百万元)	2,188
总资产(百万元)	733.88
每股净资产(元)	4.42

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	740.55	728.65	707.04	763.41	800.30
+/-%	5.83	(1.61)	(2.96)	7.97	4.83
净利润(百万元)	56.12	52.15	60.79	90.11	115.48
+/-%	4.15	(7.07)	16.58	48.22	28.16
EPS(元)	0.56	0.52	0.61	0.90	1.15
PE(倍)	38.99	41.96	35.99	24.28	18.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

公司概况：广东省内龙头钨加工企业	4
发展：优秀民营企业，2017年成功上市	4
产品：专注钨制品下游加工	5
财务：盈利能力逐步稳定	6
行业：资源较为集中，国内下游存在升级空间	8
战略性金属品种，产销国内占主导地位	8
消费以硬质合金为主，深加工领域存在技术壁垒	9
国内出口中低端占比居多，政策指引行业规范化	10
投资看点	12
产品结构高端化发展，各项技术较为领先	12
覆盖下游钨冶炼品，生产线多向延伸	12
立足科技研发，深加工产品具备盈利优势	13
具备钨品直接出口资格，管理体系不断完善	15
管理水平长期高效，各项资质完善	15
客户资源稳定，多渠道拓宽市场	15
募投项目计划实施，促进硬质合金规模化生产	16
硬质合金项目提升下游产品竞争力	16
研发中心建设提升自主科研能力	17
盈利预测与估值	18
盈利预测	18
估值分析	18
风险提示	20

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司主要控制人上市后参股结构图	5
图表 3：公司主要产品及应用情况	5
图表 4：公司各类产品历年产量变化（含自用中间品产量）	6
图表 5：主营业务收入占比	6
图表 6：主营业务毛利占比	6
图表 7：分业务毛利率变化	7
图表 8：整体业务毛利率变化	7
图表 9：2015 年全球钨矿储量分布（金属量，kt）	8
图表 10：全球钨矿产量（金属量，kt）	8
图表 11：国内钨精矿产量分布（2015 年 1-10 月累计）	8
图表 12：国内钨精矿开采配额及超采情况（含预期）	8
图表 13：钨行业产业链示意	9

图表 14: 中美金属钨消费量变化	9
图表 15: 全球钨消费按行业分布 (2016E)	9
图表 16: 国内硬质合金产量变化	10
图表 17: 国内碳化钨进出口价格比较	10
图表 18: 国内硬质合金下游应用分布 (2014)	10
图表 19: 国内各类钨制品出口量占比	10
图表 20: 钨行业相关法规政策整理	11
图表 21: 公司在产产品产业链结构示意图	12
图表 22: 公司钨各类产品产能变化 (含 16 年上半年当期产能)	13
图表 23: 硬质合金实际产量及产能利用率变化	13
图表 24: 公司研发投入及占营收比重	13
图表 25: 公司部分核心产品生产技术及优势	14
图表 26: 正在开展的技术研发项目 (2017.1)	14
图表 27: 公司硬质合金产品毛利率与行业对比	15
图表 28: 公司碳化钨产品毛利率与行业对比	15
图表 29: 获钨制品直接出口资质企业名单 (2016)	15
图表 30: 与部分知名企业合作情况	16
图表 31: 海外销售金额及占销售收入比例	16
图表 32: 分产品出口金额变化	16
图表 33: 硬质合金募投项目产品方案	17
图表 34: 特种硬质合金项目经济效益分析	17
图表 35: 研发中心建设项目建设方案	17
图表 36: 碳化钨产品市场与销售价格比较	18
图表 37: 产品单位成本与市场钨精矿均价比较	18
图表 38: 盈利预测核心变量假设情况	18
图表 39: 行业内可比公司产品结构对比	19
图表 40: 与可比公司整体业务毛利率对比	19
图表 41: 行业内可比公司估值情况	19

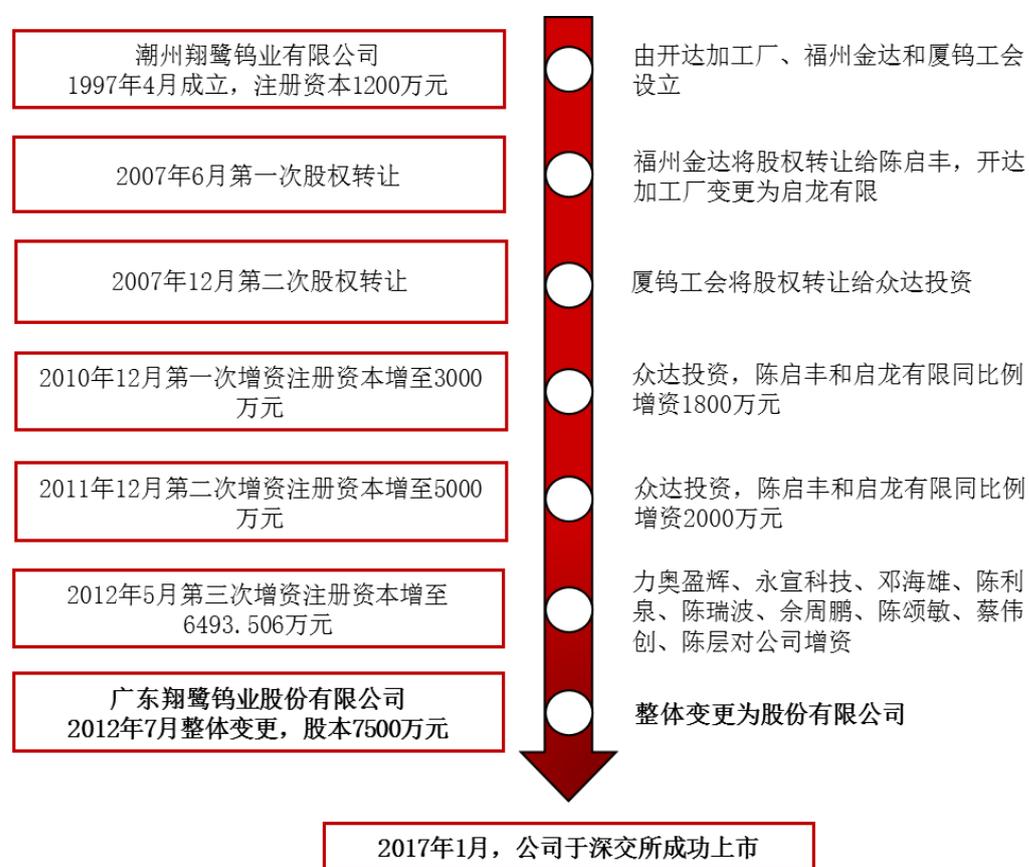
公司概况：广东省内龙头钨加工企业

广东翔鹭钨业股份有限公司（以下简称“公司”）位于广东潮安县官塘工业区，是广东省最大的钨制品生产和出口企业，多年来专注于钨制品的开发、生产和销售。公司凭借多年的持续努力与创新，形成了明显的综合竞争优势，获得了国家高新技术企业、中国优秀民营科技企业、广东省钨新材料工程技术研究中心、广东省省级企业技术中心等认证资质或荣誉称号，目前是中国钨业协会主席团单位及广东省有色金属协会副会长单位。

发展：优秀民营企业，2017年成功上市

公司的前身潮州翔鹭钨业有限公司创建于1997年，由开达加工厂、福州金达和厦钨工会共同出资而成，后续经过一系列股权转让和股东增资，至2012年7月整体变更为股份有限公司。2016年12月27日，公司获得证监会核准首次公开发行股票的批复，后续经过公开招股、网上申购等流程，于2017年1月19日在深交所成功上市，共发行2500万股新股，发行后总股本10000万股。

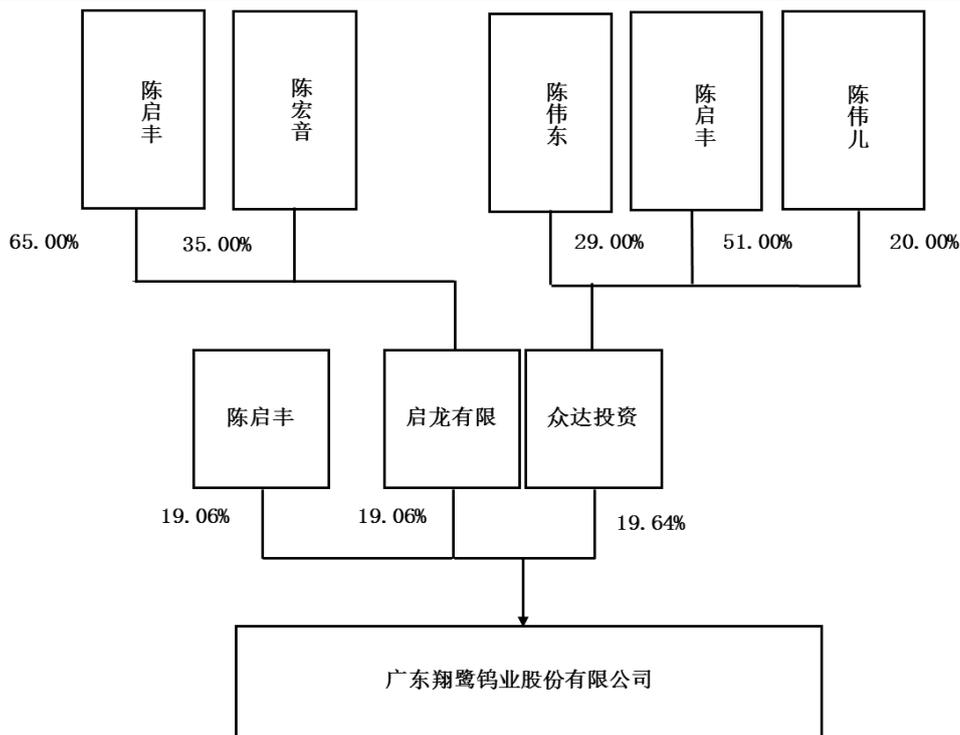
图表1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司上市后总股本为10000万股，其中第一大股东为潮州市众达投资有限公司，上市前持股比例为26.18%，目前持股比例为19.64%。公司实际控制人为陈启丰、陈宏音夫妇及其子女陈伟东、陈伟儿，上市前合计控制公司股份比例达到77%，在上市之后，其控制股本数量占比约为57.8%。

图表2：公司主要控制人上市后参股结构图



资料来源：首次公开发行股票上市公告书，华泰证券研究所

产品：专注钨制品下游加工

公司主要从事钨制品生产和销售，主营产品包括各种规格的氧化钨、钨粉、碳化钨粉和硬质合金，同时具备中间产品 APT（仲钨酸铵）的生产能力。公司属于加工型企业，在行业中处于中下游位置，产品主要应用于金属切削机床、采掘机械、汽车制造、石油钻井、电子信息元器件（PCB）等领域。

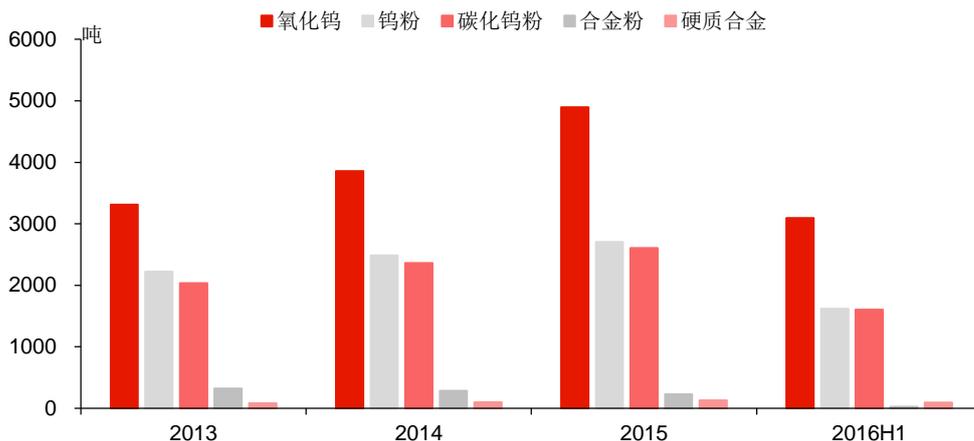
图表3：公司主要产品及应用情况

产品	钨金属含量比例	主要在产品类型	下游应用
APT（仲钨酸铵）	--	--	钨工业中间产品，也可用于石油化工添加剂
氧化钨	79.3%	黄色、蓝色和紫色氧化钨	钨粉生产原料，石油、涂料催化剂等
钨粉	99.7%	--	加工成钨材和钨合金
碳化钨粉	92.5%	超粗、常规和超细碳化钨粉	生产硬质合金
钨硬质合金	--	各类形状规格	制作和各类切削工具和耐磨部件

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司的主要产品中，氧化钨和钨粉属于中间产品，主要用于后续工序的生产，其中部分用于销售；公司的碳化钨粉主要用于对外销售，少部分用做生产合金粉和硬质合金的原料。2016年上半年，公司氧化钨、钨粉、碳化钨粉和硬质合金的产量分别为3093.86吨、1621.22吨、1605.29吨和95.68吨。

图表4： 公司各类产品历年产量变化（含自用中间品产量）



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

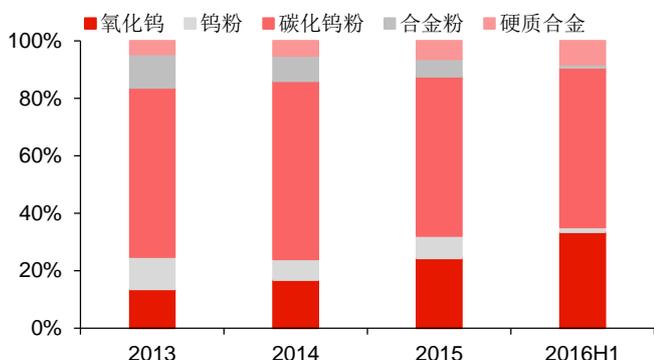
财务：盈利能力逐步稳定

公司在 2013-2015 年间，通过市场开拓和生产线扩建等途径，不断提高生产和销售规模，期间营业收入年复合增长率达到 2.04%；受到市场价格和销售结构的影响，公司主营业务毛利率存在一定波动。2015 年市场价格低迷，公司产品销售价格出现下降，毛利率受到影响。15 年全年，公司营业收入 7.29 亿元，较 14 年下跌了 1.61%；归属于母公司的净利润为 5214.8 万元，较 14 年下跌了 7.07%；对应最新股本数量，当年摊薄的 EPS 为 0.52 元，当年资产收益率为 12.5%。

2016 年公司整体盈利情况有所改善，主要因钨精矿和公司主要产品的价格在 2016 年 1-9 月份之间呈现上升趋势。1-9 月份公司营业收入达到 5.18 亿元，较 15 年同期下降 9.9%，主要由于期间的产品均价仍然低于去年同期；但由于主要产品价格呈上升趋势，公司期间毛利率有所提升，归属于母公司的净利润为 4722.14 万元，较 15 年同期上涨 12.29%，扣除非经常性损益后归母净利润同比上升 10.08%。

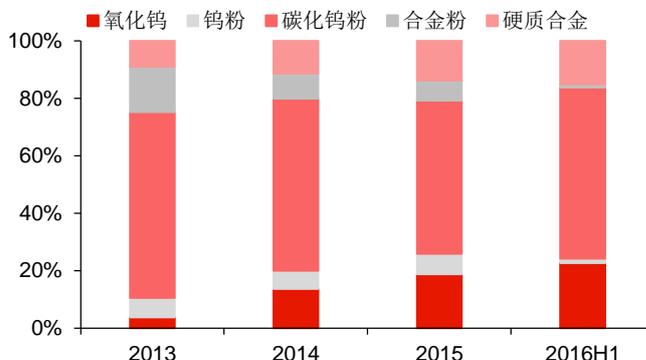
产品结构方面，钨制品中毛利贡献较大的产品为碳化钨粉及合金粉，公司的碳化钨粉晶粒范围广、均匀度高，客户认可度较高，在行业内具有较强的竞争优势，其附加值和毛利率相对较高。近年来，由于行业景气度低迷，公司对产品结构进行了一定的调整，氧化钨及硬质合金毛利贡献额及占毛利总额比例整体呈上涨趋势。

图表5： 主营业务收入占比



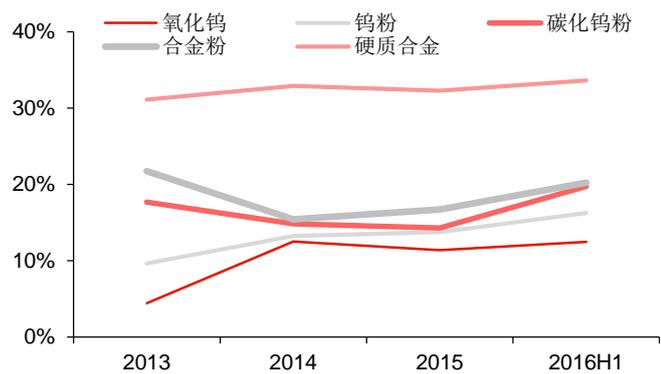
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表6： 主营业务毛利占比



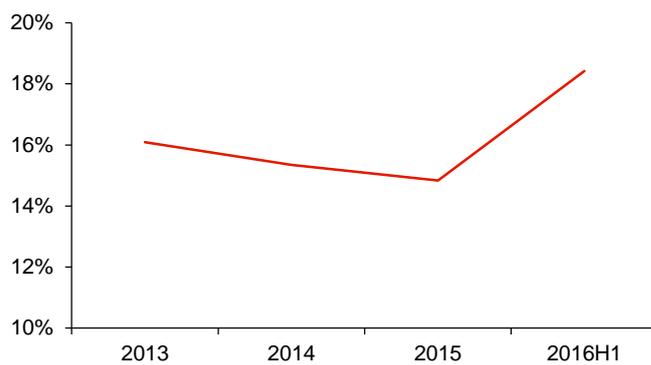
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表7: 分业务毛利率变化



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表8: 整体业务毛利率变化



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

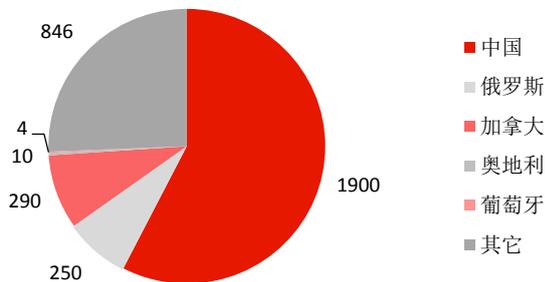
行业：资源较为集中，国内下游存在升级空间

从行业来看，钨上游资源具有较强的地域集中性和长期稀缺性，下游主要需求为硬质合金，国内外由于技术水平不同，存在消费结构上的差异。从供需层面出发，我们判断短期内钨行业仍处在原料偏过剩的阶段，有待下游产品朝向高附加值方向进一步转型。

战略性金属品种，产销国内占主导地位

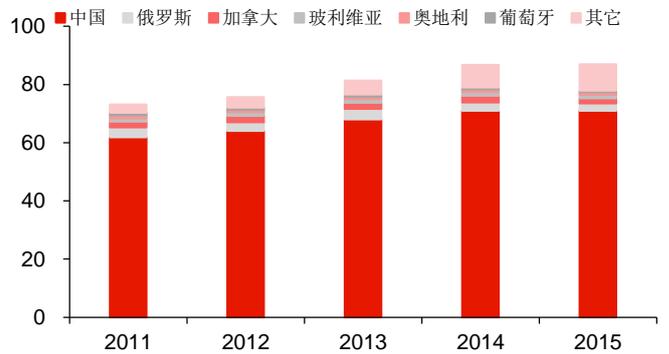
世界范围内，钨是重要的不可再生稀缺资源之一，被我国列为战略性金属品种。从资源分布上来看，全球钨矿资源集中在中国，分布较不均衡。根据美国地质调查局的统计数据，2015年全球钨矿资源储量为330万金属吨，其中中国储量达到190万吨，占比约为57.6%。从产量上看，中国钨矿产量占全球比例较高，2015年全球钨矿产出的金属含量达到8.7万吨，其中中国占比为81.6%，产出比例持续居全球首位。

图表9：2015年全球钨矿储量分布（金属量，kt）



资料来源：USGS，华泰证券研究所

图表10：全球钨矿产量（金属量，kt）

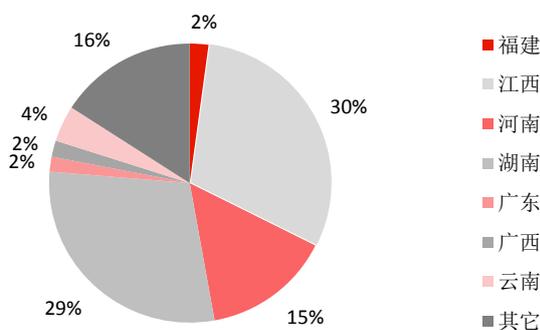


资料来源：USGS，华泰证券研究所

国内钨精矿（以下均指含65%三氧化钨的精矿）的产量分布也较为集中，江西、湖南、河南三个省份15年前10个月钨精矿产量占全国总量74%，其中江西省以黑钨矿为主，矿石埋藏浅、品位高，开采成本相对较低，中国其余地区主要为白钨矿。

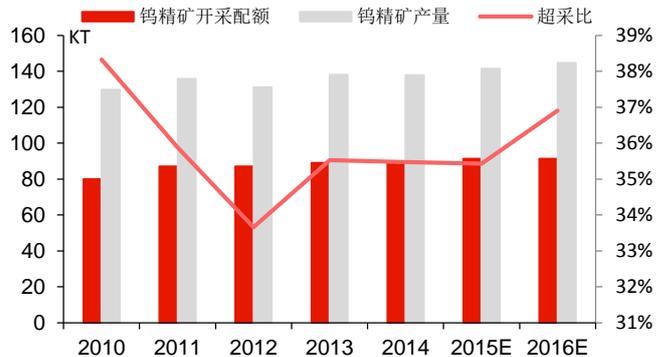
稀土、钨等稀有金属被列为我国保护性开采的特定矿种，政府通过整顿私采、超采，开采总量和出口配额限制等手段，不断强化对优势资源的控制。2002年国土资源部首次下达钨精矿总量控制指标，限定每年各省份的钨精矿开采数量。2016年6月，国土资源部下达了2016年最新的钨精矿开采总量控制指标，2016年内钨精矿总开采配额为9.13万吨，与2015年度配额总量持平。从历年的实际生产情况来看，钨精矿存在较为严重的超采现象，我们判断，在政府采取更为有效的整改措施前，钨精矿的供应仍将保持稳定。

图表11：国内钨精矿产量分布（2015年1-10月累计）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表12：国内钨精矿开采配额及超采情况（含预期）

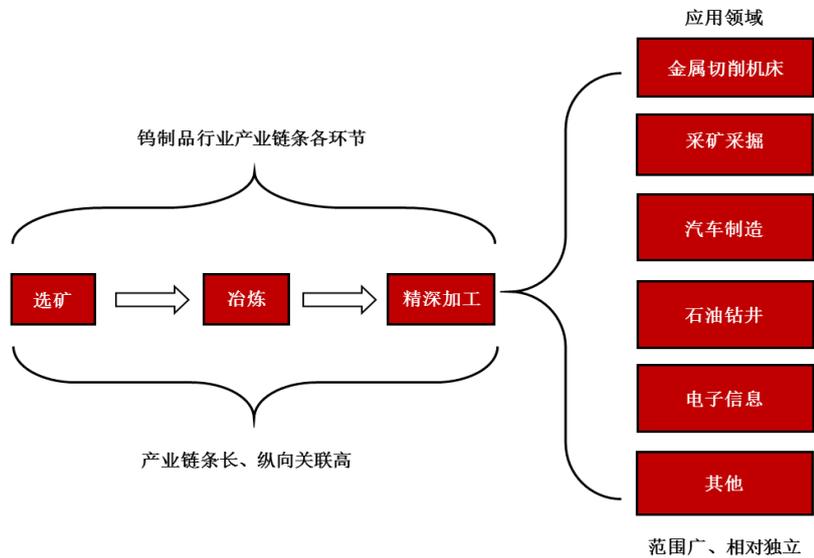


资料来源：国土资源部，国家统计局，华泰证券研究所

消费以硬质合金为主，深加工领域存在技术壁垒

钨行业的上游资源端为钨精矿，精矿采出后要经过一系列中间产品的冶炼加工，最终广泛用于国防军工、切削工具、石油化工、冶金等各个领域，是国民经济和现代国防不可替代的基础材料。钨制品行业具有产业链长、纵向关联度高等特点，下游应用领域范围相对较广，精深加工领域对技术水平的要求相对较高。

图表13：钨行业产业链示意



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

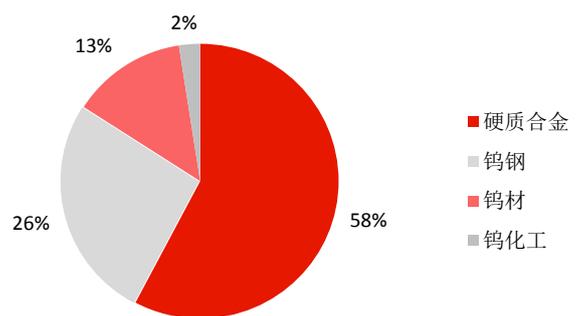
从区域上来看，近几年中国是世界上最大的钨消费国，近年来消费量呈现稳定增长的态势，其余地区如美国、欧洲消费量占比也处于前列，但对需求的拉动作用较小，甚至出现负增长的走势。而从下游产品结构来看，钨的初级消费包括钨钢、钨材、钨化工和硬质合金，其中硬质合金产品在钨的整体需求中占有主导地位，消费占比超过50%。

图表14：中美金属钨消费量变化



资料来源：USGS，中国产业信息网，华泰证券研究所

图表15：全球钨消费按行业分布（2016E）

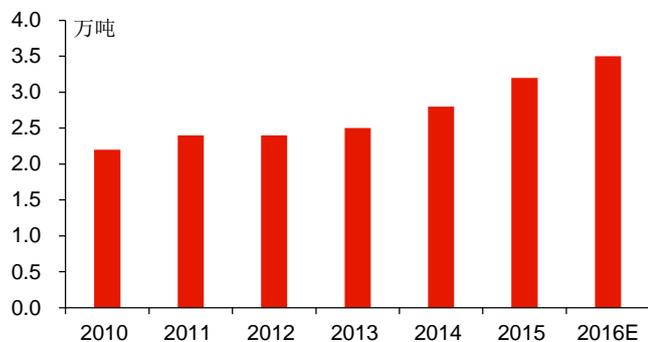


资料来源：Roskill，华泰证券研究所

钨各类产品利润水平联动性较强，伴随着下游产业链的延伸，利润水平呈递增趋势，对技术的要求也逐步提升。例如，纳米材料、纳米结构涂层、镀膜涂层技术等硬质合金刀具和工具中的逐步应用，对其主要原材料碳化钨的粉末形貌、化学纯度、粉末粒度等提出了更高的技术标准和要求。因此，新的企业要在行业中保持竞争优势，需要不断克服技术上的障碍。

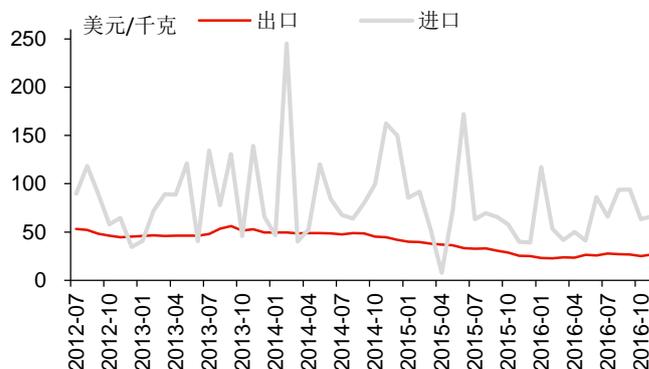
硬质合金主要用于金属切削、矿山油田开采、拉拔模具、耐磨零件等领域，目前我国大部分钨制品在生产技术方面已经较为成熟，但高端碳化钨和硬质合金产品与技术整体上与国外差距较大，在超细材料制备、功能梯度合金制备、涂层材料沉积控制等关键核心技术方面仍然落后于国外水平。

图表16：国内硬质合金产量变化



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表17：国内碳化钨进出口价格比较



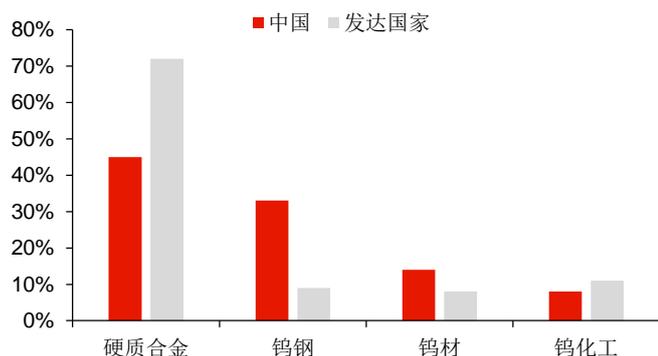
资料来源：海关总署，华泰证券研究所

国内出口中低端占比居多，政策指引行业规范化

从产业链来讲，钨下游产品的附加值高低取决于深加工程度和技术水平的高低，由于国内钨产业发展相对落后，生产和消费结构与国外市场相比仍然存在差异。例如，国内硬质合金消费比例低于发达国家水平，同时钨制品出口中，中低端产品比例仍然较大。但随着近几年内企业的努力和政策的推动，国内钨行业的技术水平逐渐提升，市场存在较大的转型升级空间。

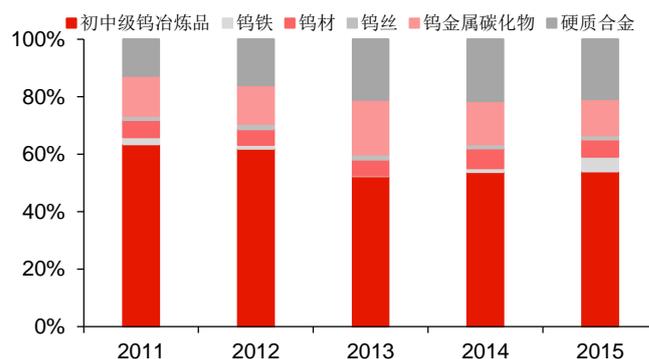
从钨制品的出口结构来看，至2015年我国主要出口钨产品中，初中级钨冶炼品所占比例仍然居于首位，但较2011年比呈现下滑趋势；硬质合金出口量占比从2011年的12.8%上升至2015年的20.9%，整体出口结构在不断优化。

图表18：国内硬质合金下游应用分布（2014）



资料来源：中国钨业协会，华泰证券研究所

图表19：国内各类钨制品出口量占比



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

除对钨行业上游的资源开采进行配额限制之外，国家还在行业准入、出口、税收和发展方向等多个方面制定了较为完善的政策体系，旨在促进产业结构调整，提高行业整体企业素质。早在2006年12月，国家发改委及相关部门就制定了《钨行业准入条件》，规定了行业准入标准；2016年1月，工信部再次发布了《钨行业规范条件》，加强了钨行业管理，鼓励高效化经营。在出口和税收方面，国家多次出台规定，取消钨出口配额制度，实行钨制品出口许可证管理，进一步规范出口企业的标准；同时自15年5月起取消钨出口产品关税，出口负担减轻。

图表20: 钨行业相关法规政策整理

发布时间	发布机构	条例名称	主要内容
1991年1月	国务院	《国务院关于将钨、锡、锑、离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》	将钨列为保护性开采的特定矿种, 矿山的开采和产品销售需要由中国有色金属工业总公司统一管理
2005年6月	发改委等部门	《关于加强钨锡锑行业管理的意见》	清理整顿矿山开采秩序, 严格执行开采总量指标控制制度, 对私采, 超采, 私下转让矿权行为加大处罚力度
2006年12月	工信部	《钨行业准入条件》	从生产企业的设立和布局、生产规模、资源回收利用及能耗、环境保护、产品质量、安全生产和职业病防治、劳动保障、监督与管理等方面, 对行业准入条件进行了规定
2007年10月	商务部	《外商投资产业指导目录》	“钨及深加工产品”被列为鼓励外商投资产业, “钨的冶炼”被列为限制外商投资产业, “钨的勘查、开采”被列为禁止外商投资产业
2009年1月	国土资源部	《全国矿产资源规划》	进行钨、锡、锑、稀土等国家规定实行保护性开采特定矿种的重要矿产地储备
2011年3月	发改委	产业结构调整指导目录(2011年本)	限制类产业: 新建、扩建钨、钼、锡、锑开采、冶炼项目
2011年	工信部	《有色金属工业“十二五”发展规划》	将纳米晶及特粗晶粒高性能硬质合金等高性能稀有金属材料列为精深加工产品发展重点
2011年	中国钨业协会	《中国钨工业“十二五”发展规划》	重点发展多种晶形和超细仲钨酸铵, 超细粒、纳米和超粗级钨粉碳化钨粉; 开发封闭式钨湿法冶炼流程, 提高钨冶炼回收率; 重点发展超粗、超细及纳米结构硬质合金; 超大型硬质合金制品; 功能梯度硬质合金; 高精度、高性能、高附加值的硬质合金可转位刀片及配套工具
2012年	工信部	《新材料产业“十二五”发展规划》	将“硬质合金全致密化烧结及涂层沉积定向控制技术”列为特种金属功能材料关键技术
2015年4月	国务院	《国务院关税税则委员会关于调整部分产品出口关税的通知》	自2015年5月1日起, 钨产品出口关税取消
2015年7月	工信部	《钨行业规范条件(征求意见稿)》	提高国内所有类型的钨矿山开采、冶炼、加工企业的准入门槛, 规范环境保护与矿产资源合理开发
2015年12月	商务部、海关总署	《2016年出口许可证管理货物目录》	取消对钨及钨制品的出口配额制管理, 采取许可证管理
2016年	工信部	《钨行业规范条件》	遏制低水平重复建设, 规范现有钨企业生产经营秩序, 提升资源综合利用水平和节能环保水平, 推动了钨行业转型升级和持续健康发展

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

投资看点

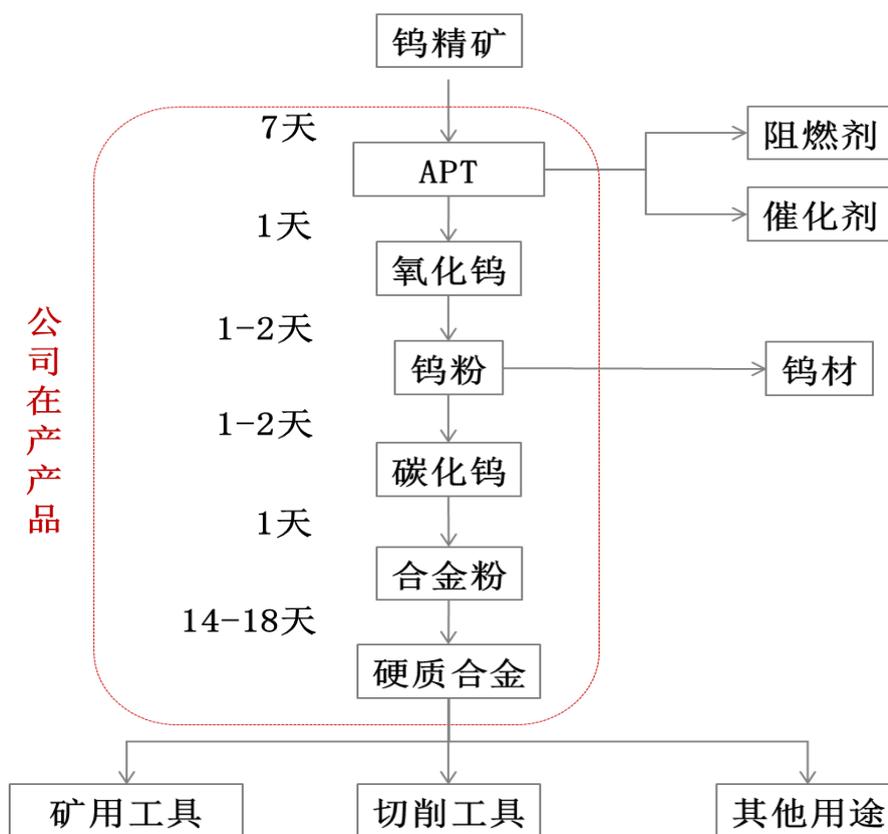
公司专注钨制品中下游加工，通过项目建设和研发投入不断向高附加值领域拓展，打造高新技术发展路线。公司作为当地优秀的民营企业，在钨行业有着多年经营经验，出口资质和各类产品认证较为齐全，销售和管理体系逐渐完善。

产品结构高端化发展，各项技术较为领先

覆盖下游钨冶炼品，生产线多向延伸

钨行业的产业链较长，企业往往会从自身的资源情况和相对优势出发，进行产业链的布局。由于地理位置的特点，公司所在地钨矿资源较为匮乏，公司经过多年的发展，形成了从 APT 到硬质合金的完备产品体系。在钨行业中，公司与其他企业既是客户或供应商，又是竞争对手，因覆盖产品广度不同，各自定位也存在差异。

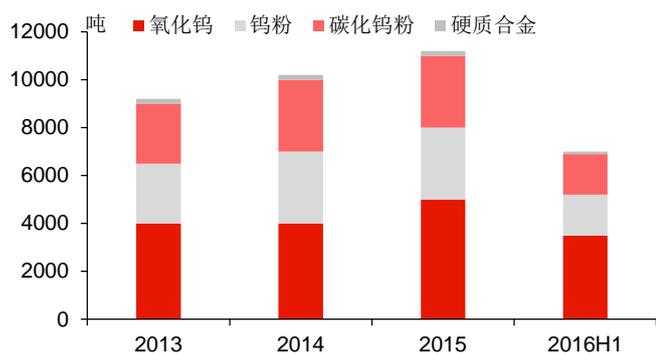
图表21：公司在产产品产业链结构示意图



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

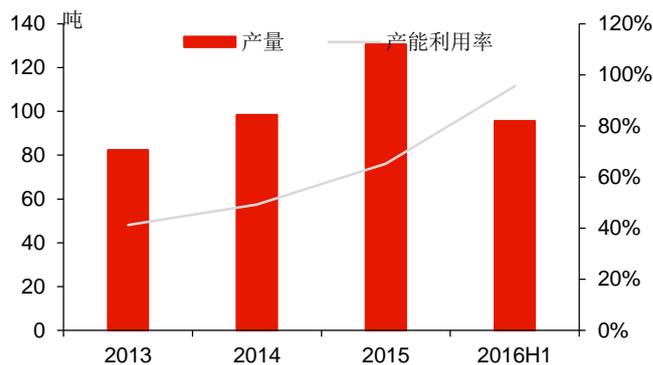
公司产品产能稳步提升，其中氧化钨、碳化钨粉等产品产能在 2015 年已经通过项目建设等途径得到提升。2012 年硬质合金项目建成以来，深加工产品的生产规模取得了较快发展。公司募投项目建成后将扩大高性能合金产品的生产能力，预计投产后达到硬质合金产能 800 吨/年，提升公司的利润空间。

图表22: 公司钨各类产品产能变化(含16年上半年当期产能)



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表23: 硬质合金实际产量及产能利用率变化



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

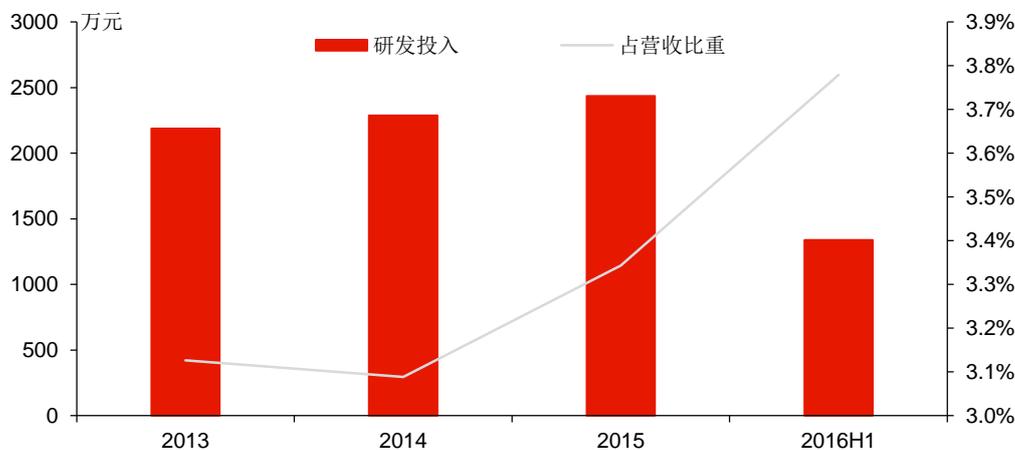
公司在对产品线进行纵向延伸的同时,也在不断加强相同类别产品的横向扩展。在某些产品如钨粉的型号上,朝向“超细”和“超粗”两个方向去实现突破和延伸,至今已形成近百种规格和型号的系列产品。由于产品质量稳定、钨制品产业链完备,公司的产品能够满足市场上不同客户的需求。根据发展战略,公司产品结构的改善计划分为两个方面,一是加强对超细和超粗两种类型的碳化钨产品生产环节技术的掌握,提高生产工艺和销量,争取达到国际先进水平;二是基于硬质合金领域,增强对产品的创新开发力度,重点发展特种硬质合金棒材、管材、带材及矿用梯度硬质合金。

立足科技研发,深加工产品具备盈利优势

公司将自主创新与“产、学、研”的研发模式相结合,从成立初期就对研发投入十分重视,获得了“国家高新技术企业”、“广东省钨新材料工程技术研究中心”等多个荣誉称号或认证。由于公司自身的科研综合实力,早在2011年,公司就被广东省有关文件认定为高新技术企业,并获得《高新技术企业证书》。2015年3月,公司通过高新技术企业复审,在2014年1月至2016年12月期间企业所得税继续减按15%的优惠税率征收。

公司在内部设立研发部门专门对产品和工艺进行研究,一方面不断完善现有工艺,设计新型号产品;另一方面根据客户需求,通过设计和改进对产品进行定制服务。公司的研发部下具体设置生产技术研究室和应用研究室,近几年来公司研发投入占营业收入的比重稳步提升,为技术进步提供了保障。

图表24: 公司研发投入及占营收比重



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

公司拥有多项核心技术，在碳化钨粉制备、钨矿分解、氧化钨制备和钨粉制备等多个领域长期布局，形成了白钨矿磷酸盐分解技术、高钠氧化钨生产制备技术、超细晶粒硬质合金生产技术等相关核心技术集群。公司的核心产品之一碳化钨粉曾经获得“国家重点新产品”、“广东省高新技术产品”等称号，技术优势不仅提高了生产的效率，还提高了产品自身的品牌价值。

图表25： 公司部分核心产品生产技术及优势

产品	生产技术	产品优势
超细碳化钨粉	<ul style="list-style-type: none"> 针状紫钨生产技术 干氢低温还原钨粉制取技术 超细钨粉表面气体钝化技术 低温碳化技术 气流分级破碎技术 	<ul style="list-style-type: none"> 粉末颗粒均匀，分散度好 无晶粒夹粗和团聚现象 化合碳、游离碳、氧、铁指标行业领先
超粗碳化钨粉	<ul style="list-style-type: none"> 碱金属元素促进技术 采用特殊形态的高纯炭黑 柔性球磨技术 高温碳化技术 	<ul style="list-style-type: none"> 粉末碳含量高 粒度均匀 费氏粒度高 解决产品偏析、分层问题
硬质合金压制	<ul style="list-style-type: none"> 放弃模压技术 采用先进挤压工艺 	<ul style="list-style-type: none"> 工艺流程短 质量稳定 生产效率高

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

由于硬质合金处于钨制品产业链较为下游的位置，其性能好坏与所用的碳化钨粉粒度大小和粘结剂含量关联紧密，在其他条件不变下，碳化钨晶粒越细，硬质合金的硬度就越高；而碳化钨的晶粒越粗，则产品的断裂韧性就越高。为此，公司专门对超粗和超细两种碳化钨进行了研发，在各项指标上均取得了较为领先的成果。目前公司已经具备生产粒度范围0.05-60 微米的碳化钨粉的能力，远超行业平均水平，同时公司正在开展的研发项目大部分围绕硬质合金展开，投入力度持续增强。

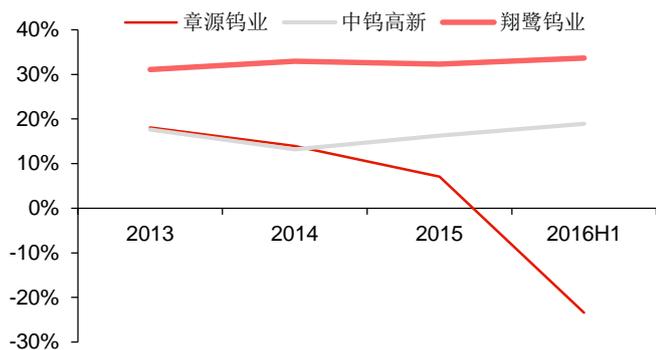
图表26： 正在开展的技术研发项目（2017.1）

项目	项目描述	目前阶段
硬质合金热处理技术	通过对硬质合金进行热处理后，提升其抗弯强度性能。	小规模生产
低温高压烧结技术	低温高压烧结，使细晶粒硬质合金晶粒度更加均匀，优化抗弯强度等性能	批量生产
超粗硬质合金的研发	重点围绕高纯超粗 WC 粉末、超粗硬质合金、变形控制技术开展研究	立项
纳米级硬质合金的研发	研究纳米 WC-Co 粉末制备技术和纳米 WC-Co 烧结技术	立项
表面涂层硬质合金的研发	新型硬质合金涂层基体制备技术，多层复合涂层技术，厚膜 Al ₂ O ₃ 和纳米 PVD 涂层技术	立项
双螺旋硬质合金棒材的研发	通过此棒材生产带内冷却螺旋孔的硬质合金钻头，实现内部冷却。	立项

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

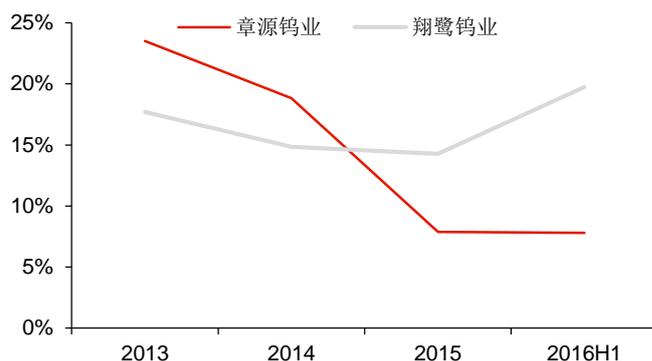
硬质合金的定价主要由深加工程度及其技术参数等因素决定，其中技术参数包括断裂韧性、抗热疲劳强度和耐冲击韧性等。由于公司本身技术研发水平较强，相对于工业中间品，对终端产品硬质合金的定价能力相对较高，合金产品毛利水平具备优势。此外，公司凭借高品质的碳化钨粉和显著的成本优势，使公司在行业内处于有利的竞争地位。

图表27: 公司硬质合金产品毛利率与行业对比



资料来源: 招股说明书, Wind, 华泰证券研究所

图表28: 公司碳化钨产品毛利率与行业对比



资料来源: 招股说明书, Wind, 华泰证券研究所

具备钨品直接出口资格, 管理体系不断完善

管理水平长期高效, 各项资质完善

公司通过多年来的经验积累, 不断改善生产管理, 建立起成体系化的研发、采购、生产及销售模式, 各项生产经营相关的资质较为完善。公司拥有完备的质量管理体系和产品技术标准, 在实际工作中严格按照质控体系和标准执行。

公司自 2004 年至 2016 年连续 13 年获得钨品直接出口资格, 根据政府部门公布的《钨及钨制品、铋及铋制品出口经营管理暂行办法》规定, 每年第四季度外经贸商务部将根据企业各项指标对出口经营资格重新核定。2016 年最新获得直接出口资格的 14 价企业中, 有 11 家为国有企业, 其中五矿集团及旗下公司占比较大, 公司作为民营企业获得此资格, 是自身综合实力被认可的体现。

图表29: 获钨制品直接出口资质企业名单 (2016)

企业性质	企业名称	成立时间	地区
国有企业	五矿有色金属股份有限公司	2001.12.27	北京
国有企业	中国中化集团公司(仅限钨酸)	1981.08.11	北京
国有企业	株洲硬质合金进出口有限责任公司	1987.10.29	湖南
国有企业	湖南省中南铋钨工业贸易有限公司	2003.11.07	湖南
国有企业	江西钨业集团有限公司	2003.11.26	江西
国有企业	江西稀有金属钨业控股集团有限公司	2008.12.31	江西
国有企业	南昌硬质合金有限责任公司	1966.01.01	江西
民营企业	崇义章源钨业股份有限公司	2000.02.28	江西
国有企业	自贡硬质合金进出口贸易有限责任公司	2003.09.22	四川
国有企业	四川省五金矿产进出口公司	1980.08.30	四川
国有企业	厦门钨业股份有限公司	1997.12.30	福建
国有企业	厦门金鹭特种合金有限公司	1989.12.23	福建
民营企业	福建鑫鑫钨业股份有限公司	2003.07.09	福建
民营企业	广东翔鹭钨业股份有限公司	1997.04.17	广东

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

客户资源稳定, 多渠道拓宽市场

公司凭借优秀的产品质量、多样化的产品结构和较高的性价比, 获得了国内外多家知名企业的认可, 建立了较为稳定的销售渠道。公司拥有广泛而稳定的客户群体, 并不断通过调整产品结构、开拓新市场的方式提高产品的市场认可度, 未来的销售数量增长具有较强的可持续性。

图表30：与部分知名企业合作情况

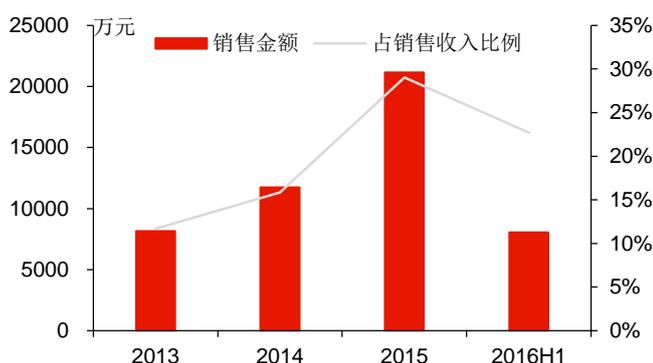
国家	客户	合作情况
韩国	TAEGUTEC	2005 年开始合作，连续多年为前十大客户
中国	国际金属切削（大连）	2009 年开始合作，连续多年为前十大客户
美国	ECOMETAL	2006 年开始合作，连续多年为前十大客户
中国	百利精密刀具（南昌）有限公司	2010 年开始合作，连续多年为前十大客户
中国	江西江钨硬质合金有限公司	2007 年开始合作，连续多年为前十大客户
韩国	TAEGUTEC	2005 年开始合作，连续多年为前十大客户
德国	刀具生产商钴领公司	2015 年起通过产品测试，成为原料供应商之一
中国	TAIWAN POWDER	2015 年开发，成为新的直销客户

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司针对不同的客户提供专业化的销售服务。对原有客户采取提供技术服务的方式进行关系巩固，例如 2016 年度，公司同主要客户株洲硬质合金集团等三家公司签订了《战略合作框架协议》，约定优先为对方提供新产品的开发和技术研究相关信息，在相同的条件下彼此优先建立合作关系。同时公司也将在现有销售模式的基础上，针对海外客户偏好专业经销的特点，有计划的提高海外销售的综合素质。

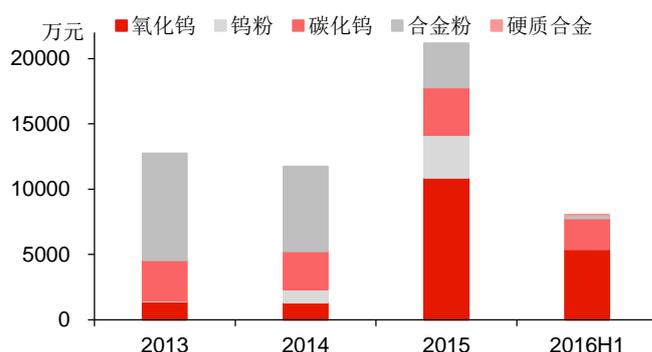
2013 年至 2016 年上半年，公司的海外销售业务收入占销售总收入的比重分别为 18.21%、15.85%、29.04%和 22.71%，外销产品的收入是整体收入的重要组成部分，同时也是未来公司计划积极拓展的领域。

图表31：海外销售金额及占销售收入比例



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表32：分产品出口金额变化



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

募投项目计划实施，促进硬质合金规模化生产

公司首次公开发行股份募集的资金，将全部用于特种硬质合金和研发中心建设等项目，项目完全建成后，预计投资总额为 2.8 亿元，项目建成后，公司将进一步扩大高端硬质合金的生产，提升研发实力，实现新的利润增长点。

硬质合金项目提升下游产品竞争力

公司计划投资约 1.9 亿元，用于“年产 600 吨特种硬质合金产业化”项目建设，建设期设计为 1.5 年，项目达产后，产品主要分为棒材、管材、带材特种硬质合金和矿用梯度硬质合金两类，总产能达 600 吨/年。该募投项目将改善现有硬质合金产能饱和的问题，较大提升下游深加工领域的生产能力。在项目建设过程中，公司将采用多项核心技术，采用氧化钨等产品作为原料，对现有硬质合金的质量和性能做一系列的改进。

图表33： 硬质合金募投项目产品方案

项目名称	产品	单位	设计产能
年产 600 吨特种硬质合金产业化项目	棒材、管材、带材特种硬质合金	吨	400
	矿用梯度硬质合金	吨	150

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

根据项目投资现金流量计算，得到特种硬质合金项目的税后静态回收期是 5.39 年，动态税后投资回收期是 6.31 年，项目的投资回收期较短，具备良好的经济效益和较低风险的回报特点。

图表34： 特种硬质合金项目经济效益分析

项目	所得税前	所得税后
静态投资回收期（含建设期）	4.96	5.39
动态投资回收期（i=12%）（含建设期）	5.63	6.31
项目投资财务内部收益率	33.12%	28.34%
项目投资财务净现值（i=12%）（万元）	30803.18	23700.74

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

研发中心建设提升自主科研能力

由于钨制品行业对技术要求较高，公司一直将建设研发团队作为发展重心之一，本次公开发行募投项目中，公司计划投资 3000 万元在公司总部建设研究中心。项目建成后，公司的产品研发能力和技术改造能力将得到增强，自主知识产权的开发也将成为长期的工作，为未来高附加值产品的开发做技术保障。

图表35： 研发中心建设项目建设方案

序号	内容	拟达到的目标
1	单晶超粗硬质合金的研发	国内先进
2	纳米级硬质合金的研发	国内先进
3	表面涂层硬质合金的研发	国内先进
4	双螺旋孔硬质合金棒材的研发	国内先进

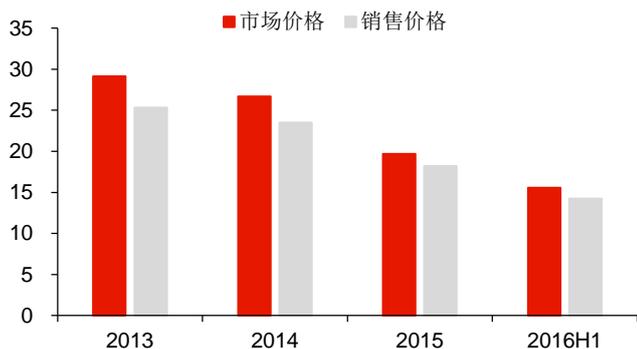
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

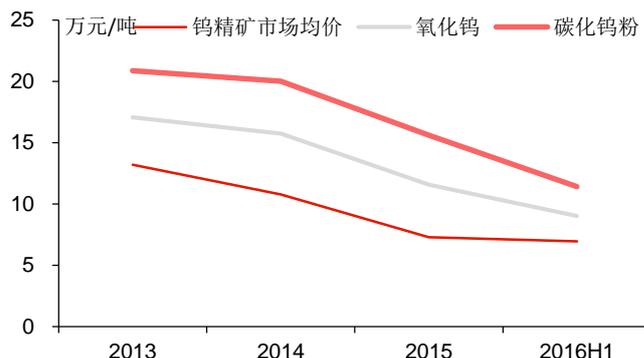
公司是广东省优秀民企，基于科技研发和项目建设不断开拓深加工产品市场，逐步加强市场竞争优势。从历史经营数据来看，公司氧化钨、碳化钨等产品的销售价格与市场价格之间具有较强的走势相关性；原料成本方面，由于公司目前没有自有矿山，因此单位原料成本与钨精矿及 APT 的市场价格关联性较强。

图表36: 碳化钨产品市场与销售价格比较



资料来源: 招股说明书, 亚洲金属网, 华泰证券研究所

图表37: 产品单位成本与市场钨精矿均价比较



资料来源: 招股说明书, 亚洲金属网, 华泰证券研究所

对营收与净利润的测算方面，设定募投硬质合金项目按计划建成投产，其它产品产能保持稳定，相关产品市场价格在 2016 年基础上保持稳定增长；公司硬质合金产品的毛利率相对稳定，技术提升后盈利水平长期提升。预计 2016-2018 年公司主营收入为 7.07、7.63、8.00 亿元，归母净利润分别为 0.61、0.90、1.15 亿元，期间对应的 EPS 分别为 0.81、0.90、1.15 元。

图表38: 盈利预测核心变量假设情况

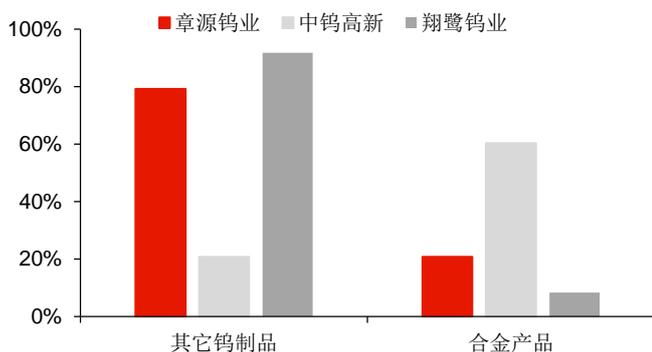
日期	2015	2016E	2017E	2018E
钨精矿市场价格 (万元/吨)	7.29	7.05	7.10	7.20
碳化钨市场价格	19.67	16.48	17.00	17.50
碳化钨产量 (吨)	2607.86	2850.00	2850.00	2850.00
硬质合金实际产能 (吨)	200.00	200.00	200.00	260.00
硬质合金毛利水平	32.27%	30.00%	33.00%	34.50%

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

估值分析

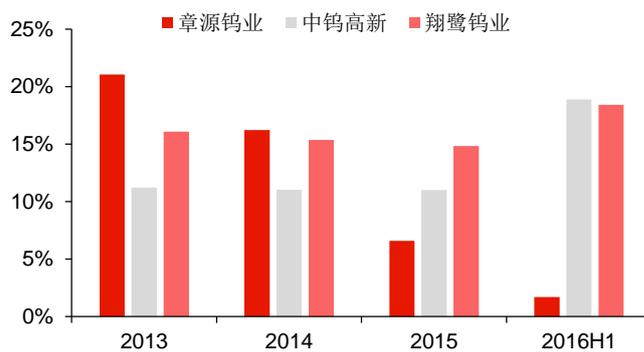
公司业务范围为钨制品的开发、生产和销售，从业务的相似性出发，我们选取章源钨业和中钨高新两家公司作为可比公司，进行估值层面的分析。其中，章源钨业存在自有矿山，部分钨精矿由自主开采获得；中钨高新正通过资产收购等途径获取矿山资源，此前生产经营中钨产品原料主要来自外购。

图表39: 行业内可比公司产品结构对比



资料来源: 招股说明书, Wind, 华泰证券研究所

图表40: 与可比公司整体业务毛利率对比



资料来源: 招股说明书, Wind, 华泰证券研究所

参考行业内可比公司 2017 年市场一致预期估值水平, 平均市盈率为 74.36X, 平均市净率为 4.01。与行业内公司比较, 公司业务范围与中钨高新、章源钨业部分类似, 但实际情况有所差别。与章源钨业不同, 公司与中钨高新目前均不具备自有矿山, 但中钨高新于 2016 年发布发行股份购买资产报告书, 计划募集资金用于多项矿山资源的收购; 同时中钨高新 2015 年硬质合金及相关产品产量约为 1.57 万吨, 高于公司自身硬质合金产量水平。因此综合考虑公司资源端和下游加工产品规模情况, 在中钨高新 2017 年市场一致预期的市盈率基础上, 给予 50%-65%左右的折价水平。采取可比公司市盈率估值方法, 给予公司 2017 年合理市盈率水平区间为 28-35 倍, 对应市值范围为 25.23-31.54 亿元。

图表41: 行业内可比公司估值情况

股票代码	公司	主营业务	自有矿山	PE (对应 2017.01.25 股价)				PB
				2015	2016E	2017E	2018E	2017E
000657.SZ	中钨高新	硬质合金、钨钼及化合物	无	(16.75)	273.90	55.27	32.34	3.65
002378.SZ	章源钨业	钨制品	有	(52.91)	301.98	93.46	39.15	4.38
	均值			--	287.94	74.36	35.75	4.01
002842.SZ	翔鹭钨业	钨制品、硬质合金	无	41.96	35.99	24.28	18.95	2.61

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 除翔鹭钨业 16-18 年 PE 值为我们预期外, 其他公司为 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济

经济增长低于预期；汽车、采矿等行业增速放缓或出现下跌。

行业层面

钨产品下游需求增速不及预期或出现下滑；钨制品价格出现下跌。

公司层面

产品研发进度不及预期；公司海内外销售开拓进展低于预期；生产经营层面出现不稳定因素。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	481.07	512.81	568.63	883.88	1,017
现金	131.07	160.57	232.03	527.09	647.86
应收账款	74.34	91.04	78.30	86.83	91.72
其他应收账款	0.27	0.28	0.28	0.30	0.31
预付账款	17.41	16.67	16.09	16.87	17.26
存货	179.37	155.54	160.74	166.14	169.50
其他流动资产	78.60	88.72	81.19	86.64	89.97
非流动资产	140.36	167.45	154.66	142.34	129.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	94.79	103.31	93.54	82.40	70.56
无形资产	9.66	40.60	40.09	40.09	40.09
其他非流动资产	35.91	23.54	21.03	19.85	19.23
资产总计	621.42	680.26	723.30	1,026	1,147
流动负债	248.22	248.27	231.32	173.11	177.52
短期借款	61.68	71.70	67.70	0.00	0.00
应付账款	27.95	30.33	27.11	28.95	29.73
其他流动负债	158.59	146.25	136.51	144.16	147.79
非流动负债	13.75	15.99	15.19	14.97	15.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.75	15.99	15.19	14.97	15.38
负债合计	261.96	264.26	246.50	188.08	192.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	75.00	75.00	100.00	100.00
资本公积	178.46	178.46	178.46	424.69	424.69
留存公积	94.31	146.46	223.33	313.44	428.92
归属母公司股	359.46	416.00	476.79	838.13	953.61
负债和股东权益	621.42	680.26	723.30	1,026	1,147

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	69.52	72.35	72.03	78.07	96.18
净利润	56.12	52.15	60.79	90.11	115.48
折旧摊销	9.97	11.87	12.11	12.31	12.42
财务费用	2.53	(1.77)	(2.72)	(12.98)	(24.12)
投资损失	(0.37)	(0.47)	(0.45)	(0.44)	(0.45)
营运资金变动	(1.15)	2.50	4.66	(11.14)	(7.80)
其他经营现金	2.42	8.07	(2.37)	0.21	0.65
投资活动现金	(35.94)	(32.76)	0.96	0.44	0.45
资本支出	36.31	38.03	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.37	5.27	0.96	0.44	0.45
筹资活动现金	(38.93)	(11.70)	(1.52)	216.55	24.14
短期借款	(16.52)	10.02	(4.00)	(67.70)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	25.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	246.23	0.00
其他筹资现金	(22.41)	(21.72)	2.48	13.02	24.14
现金净增加额	(5.35)	27.89	71.47	295.06	120.77

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	740.55	728.65	707.04	763.41	800.30
营业成本	626.89	620.55	592.70	621.26	636.79
营业税金及附加	5.19	4.61	4.69	5.03	5.25
营业费用	4.77	5.14	4.85	5.28	5.52
管理费用	39.46	41.67	38.87	42.32	44.48
财务费用	2.53	(1.77)	(2.72)	(12.98)	(24.12)
资产减值损失	0.80	1.83	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.37	0.47	0.45	0.44	0.45
营业利润	61.29	57.08	69.10	102.94	132.84
营业外收入	3.60	3.40	3.29	3.38	3.35
营业外支出	0.01	0.51	0.26	0.30	0.32
利润总额	64.88	59.97	72.13	106.01	135.86
所得税	8.76	7.82	11.34	15.90	20.38
净利润	56.12	52.15	60.79	90.11	115.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	56.12	52.15	60.79	90.11	115.48
EBITDA (倍)	73.79	67.18	78.50	102.27	121.13
EPS (元)	0.56	0.52	0.61	0.90	1.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	5.83	(1.61)	(2.96)	7.97	4.83
营业利润	2.33	(6.88)	21.08	48.96	29.05
归属母公司净利润	4.15	(7.07)	16.58	48.22	28.16
获利能力 (%)					
毛利率	15.35	14.83	16.17	18.62	20.43
净利率	7.58	7.16	8.60	11.80	14.43
ROE	15.61	12.54	12.75	10.75	12.11
ROIC	19.13	14.70	17.96	24.67	30.29
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.16	38.85	34.08	18.33	16.83
净负债比率 (%)	24.34	28.10	28.41	1.25	1.23
流动比率	1.94	2.07	2.46	5.11	5.73
速动比率	1.22	1.43	1.76	4.15	4.77
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.12	1.01	0.87	0.74
应收账款周转率	10.29	8.36	7.93	8.77	8.51
应付账款周转率	24.75	21.30	20.64	22.17	21.70
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.52	0.61	0.90	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.72	0.72	0.78	0.96
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.16	4.77	8.38	9.54
估值比率					
PE (倍)	38.99	41.96	35.99	24.28	18.95
PB (倍)	6.09	5.26	4.59	2.61	2.29
EV_EBITDA (倍)	28.24	31.02	26.55	20.38	17.20

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com