

章源钨业 (002378.SZ) 有色金属行业

评级: 中性 维持评级

公司研究

市价(人民币): 20.75元

公司质地优良, 业绩等待“催熟”

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	79.23
总市值(百万元)	88.85
年内股价最高最低(元)	34.67/18.50
沪深300指数	2366.70
中小板指数	4518.27



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.354	0.670	0.370	0.567	0.731
每股净资产(元)	2.91	3.34	3.58	4.01	4.62
每股经营性现金流(元)	-0.35	0.26	1.52	1.02	1.16
市盈率(倍)	105.95	33.88	60.16	39.27	30.43
行业优化市盈率(倍)	46.37	16.10	20.11	20.11	20.11
净利润增长率(%)	28.29%	89.45%	-44.80%	53.19%	29.08%
净资产收益率(%)	12.13%	20.09%	10.34%	14.11%	15.84%
总股本(百万股)	428.21	428.21	428.21	428.21	428.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内少数拥有钨完整产业链的企业:** 公司是国内钨行业产业链最完整的少数厂商之一, 公司拥有拥有淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿和天井窝钨矿4座采矿权矿山, 6个探矿权矿区, 5个钨冶炼及精深加工厂。公司具备钨精矿产能3950吨、APT产能10000吨、氧化钨产能8000吨、碳化钨粉产能4000吨、硬质合金产能1000吨、新建涂层硬质合金刀片生产线已于今年9月试生产, 预计产能100吨, 2014年完成达产。
- **中国长期低价供应全球, 供给端正发生转变:** 全球85%的钨产出于中国。与此同时, 我国每年下发的计划开采总量指标都被超标, 国内众多小钨矿的私采乱挖加大了钨矿的产出, 也造成了我国钨资源的继续减少。近年来, 国家通过行业整合、控制产量和出口量配额, 有效的控制了钨的无序开采和超额供给, 钨价开始稳步上升。我们预计供给端在未来将会持续收紧。
- **下游需求还看硬质合金, 短期难有好转:** 钨的下游需求将近50%为硬质合金, 硬质合金超过2/3用于机床切削刀片以及矿山开采用钻头, 受机床行业后周期影响以及煤炭和有色采掘业增速下滑影响, 我们预计短期内硬质合金需求难有明显好转。
- **投资逻辑:** 公司目前现有钨精矿产能受制于生产配额影响难以扩张, 冶炼加工产能目前接近生产饱和, 我们认为未来公司股价催化剂还得看: 1、明年上半年涂层刀片的客户使用反馈以及订单数量。2、五矿集团依靠其对上游钨资源的垄断, 其提高指导价影响钨价的上涨。

投资建议

- 我们预计公司12-14年将实现营业收入16.62亿元、17.24亿元、18.51亿元, 实现归属上市公司股东净利润1.58亿元、2.43亿元、3.13亿元, 对应EPS分别为0.37元、0.57元、0.73元。目前20.75元/股价对应60.16x12PE, 39.27x13PE, 30.43x14PE。目前估值高于行业均值及可比公司平均, 我们给予公司中性评级。我们不排除公司新产品出现超预期情况以及钨价格上涨超出我们预期情况, 这将使得我们提高公司评级。

风险

- 下游硬质合金需求持续低迷, 钨价持续低迷, 公司涂层硬质合金刀片销售不达预期

杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

邓鑫 联系人
(8621)61038229
dengl@gjzq.com.cn

内容目录

完整产业链的纯钨企业	5
公司是国内少数的具有完整产业链的钨企业	5
上游资源保障了公司下游盈利能力	7
钨供给：供给垄断的战略金属	9
钨：战略金属、战争金属、工业牙齿、工业食盐	9
资源储量：全球看中国，中国看五矿	10
五矿系控制我国大部钨资源	11
政策：行业整合、控产、控出口	13
钨需求：硬质合金是最大下游	15
硬质合金是最大下游，长期增长空间巨大	15
制造业升级提升硬质合金刀具需求	17
采矿业短期增速下滑影响硬质合金需求	17
高速工具钢等钨特钢消费稳步增长	19
投资逻辑：原有产业链饱和，等待催化剂	20
原有产业链处于近年来处于饱和状态	20
催化剂之 1：涂层刀具厂已于 9 月试生产，目前产品正在客户试用阶段	20
催化剂之 2：五矿持续提高指导价	21
盈利预测与风险提示	22
公司业绩敏感性分析	22
盈利预测与估值	22
风险提示	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

图表 1: 公司产业链示意图	5
图表 2: 公司组织结构图	6
图表 3: 公司主营收入占比	6
图表 4: 公司利润占比	6
图表 5: 公司拥有 4 个矿山合计钨资源储量 9.6 万吨	7
图表 6: 公司拥有 6 个探矿权, 资源储量丰富	7
图表 7: 公司矿山毛利保持高位	8
图表 8: 章源钨业与厦门钨业毛利率对比	8
图表 9: 钨的产业链	9
图表 10: 钨的下游应用分类	10
图表 11: 欧盟列出的十四种“生死攸关”的稀缺原材料	10
图表 12: 全球各国钨储量 (万吨)	11
图表 13: 全球各国钨储量占比 (%)	11
图表 14: 我国各省份钨储量占比 (%)	11
图表 15: 我国 20 万吨级以上钨矿列表	12
图表 16: 五矿集团钨业务架构	12
图表 17: 我国钨精矿 (WO ₃ 65%) 产出年年超标 (万吨)	13
图表 18: 2012 年钨品直接出口企业资格名单	13
图表 19: 2012 年钨品出口供货企业资格名单	14
图表 20: 我国钨精矿 (WO ₃ 65%) 出口配额	14
图表 21: 1985 年-2009 年我国钨品出口税率上升	14
图表 22: 全球钨消费占比	15
图表 23: 2000-2011 年我国钨金属消费量 (万吨)	15
图表 24: 各国 2010 年钨消费结构 (%)	15
图表 25: 2005-2010 年我国硬质合金产量 (吨)	16
图表 26: 我国 2010 年钨消费结构 (%)	16
图表 27: 2005-2010 年国内硬质合金消费分项统计 (吨)	16
图表 28: 国内机床产量下滑趋势有所好转	17
图表 29: 加工中心进口依然维持正增长	17
图表 30: 中国金属加工机床进口增速 11 月为负	17
图表 31: 数控机床进口持续负增长	17
图表 32: 钻头上合金数目 (只)	18
图表 33: 采掘业固定资产投资增速下滑	18
图表 34: 煤炭和有色金属开采固定资产投资增速下滑较快	19
图表 35: 2008-2010 年国内钨金属消费分项统计 (吨)	19
图表 36: 公司各阶段产品消耗比例	20
图表 37: 公司实际产能利用率	20

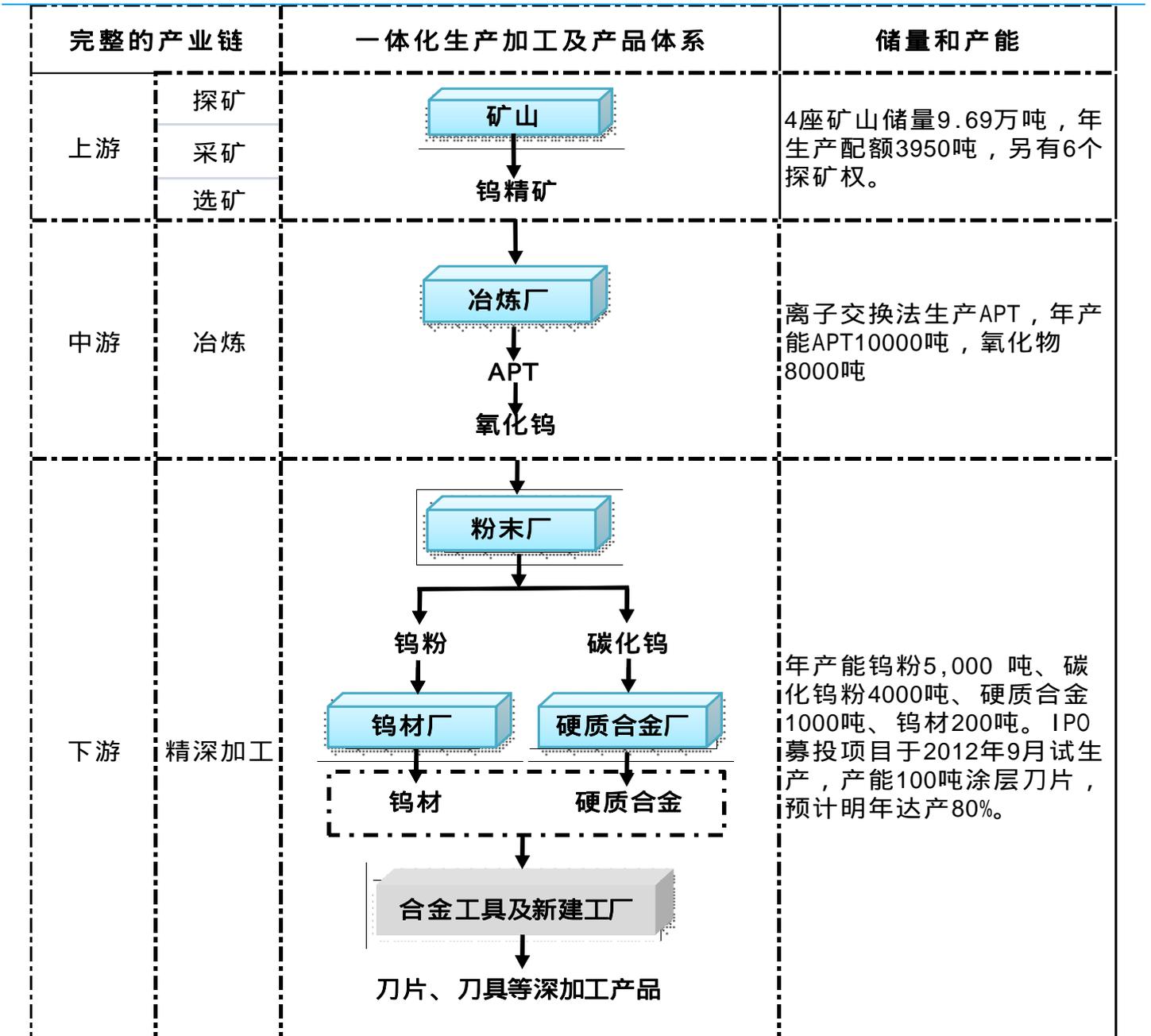
图表 38: 公司实际产能利用率 (紫色部分根据营收和产量估计)	20
图表 39: 涂层刀具厂项目投资情况	21
图表 40: 涂层刀具厂项目投资情况	21
图表 41: 公司业绩的敏感性分析	22
图表 42: 相关公司股票估值	22

完整产业链的纯钨企业

公司是国内少数的具有完整产业链的钨企业

- 公司是国内钨行业产业链最完整的少数厂商之一，产品覆盖钨精矿、仲钨酸铵(APT)、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨材、硬质合金及其工具全系列钨产品。公司拥有 6 个探矿权矿区、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 4 座采矿权矿山，5 个钨冶炼及精深加工厂。自 2007 年以来，公司的钨粉及碳化钨粉的产销量在国内一直排名前二位；另外，2010 年，公司的硬质合金的产销量国内排名第六。

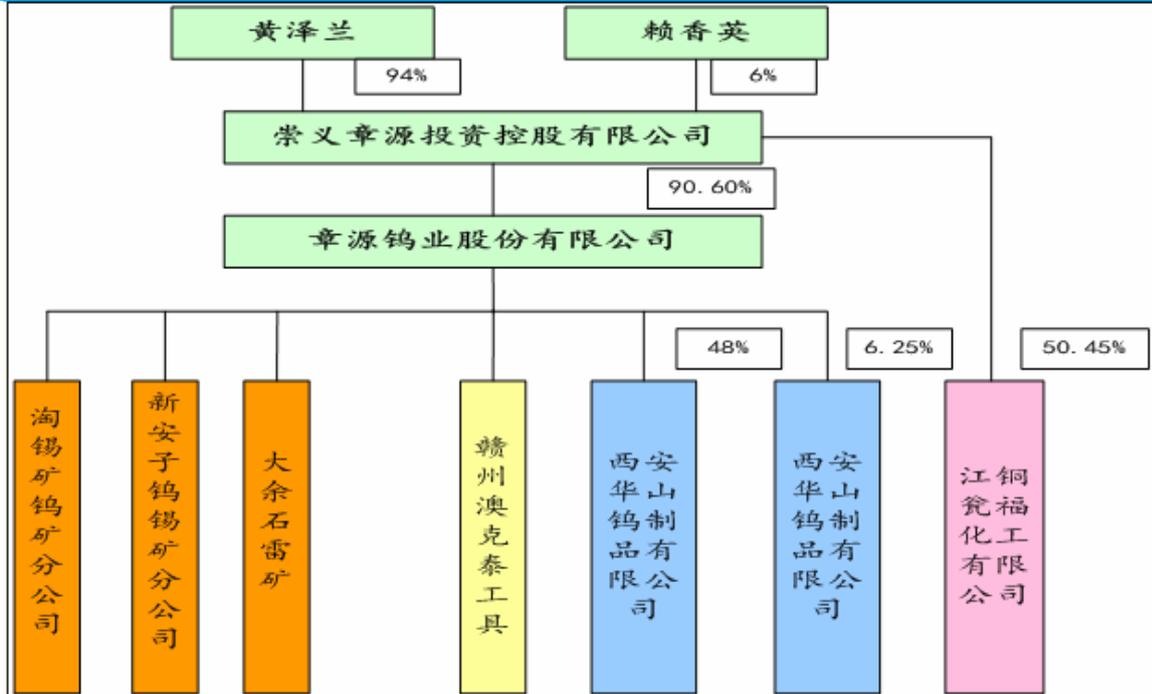
图表1: 公司产业链示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 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。2000 年黄泽兰先生将 APT 冶炼业务转让公司，2001 至 2003 年公司向下游延伸，碳化钨粉和硬质合金生产线投产，2004 年黄泽兰先生将淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿净资产投入章源钨制品，章源钨制品获得了稳定的钨资源保障。至 2008 年，公司拥有 4 个矿山，5 个主要探矿权，随着下游产业链技改完成，公司形成了目前完整的一体化产业链。

图表2：公司组织结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

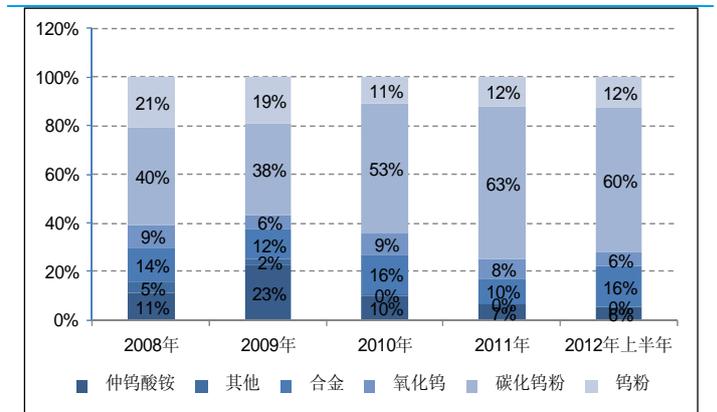
- 公司主要产品为钨精矿、APT、氧化钨、碳化钨粉和硬质合金，其中钨精矿全部用于生产 APT，APT 和氧化钨主要为下游钨粉提供原材料，少部分外销。公司核心产品碳化钨粉营收近两年提升较快，占比超过 50%，销售利润占比超过 60%。

图表3：公司主营收入占比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：公司利润占比



上游资源保障了公司下游盈利能力

- 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，合计钨资源（WO3）储量 9.6 万吨，占全国总量的 5.33%，锡金属储量 9744.90 吨，四矿地质条件简单，易于采选。公司目前在产矿山为淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿和大余石雷钨矿，天井窝矿目前处于未生产状态，主要原因是：目前天井窝矿保有资源储量较少，若进行工业化开采，资源可采量少，开采投入成本较高；该矿区矿权范围较大，仍有找矿前景，为减少二次建矿投入，现继续在矿区范围内进行探矿工作，力求发现新的矿体，扩大矿区资源储量，更好的规划矿区资源开采。

图表5：公司拥有 4 个矿山合计钨资源储量 9.6 万吨

各矿区基本情况									
矿区名称	矿石量（万吨）	矿种	品位	金属量（吨）		钨2009年（原矿，吨/年）		锡2009年（原矿，吨/年）	
				WO3	Sn	设计能力	实际产量	设计能力	实际产量
淘锡坑钨矿	354.00	主要为钨，伴生钼、铜、铁、铅锌等	2.60%	76,843.10	1,689.20	2,500	2,492.32	152700	390, 230
新安子钨锡矿	25	钨、锡		4,425.10	1,232.00	600	587.16	15000	197,826
大余石雷钨矿	113.00	钨、锡		14,630.80	6,675.70	800	498.69	12800	206,129
天井窝钨矿	2	钨、锡		147.79	148	50	—	14800	0
合计	494		2.10%	96046.79	9744.9	3950	3578.17	195300	403955

来源：公司公告、国金证券研究所

- 六个探矿权保障公司未来远景储量：公司还拥有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。2011 年 6 月 30 日公司以 260 万收购崇义县石咀脑矿区银多金属矿普查探矿权，公司探矿权由 5 个上升至 6 个。

图表6：公司拥有 6 个探矿权，资源储量丰富

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	WO3 金属量4 万吨；Cu金属量2,000 吨
石圳矿区	54%	1,566.89	WO3 金属量1 万吨；Sn金属量5,000 吨
白溪矿区	26%	896.23	WO3 金属量5,000 吨；Sn金属量5,000 吨
碧坑矿区	22%	610.54	WO3 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	WO3 金属量2 万吨；Sn金属量3,000 吨；Cu金属量1 万吨
咀脑矿区			

来源：公司公告、国金证券研究所

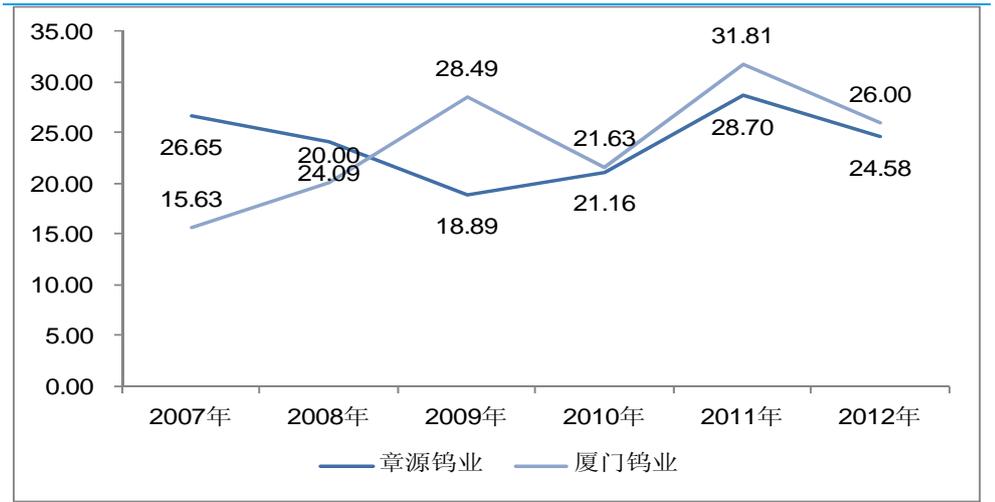
- 上游资源保障了产业链下游盈利能力：2012 年钨精矿含税平均价格 12.05 万元/吨，目前行业平均矿山采选成本为 7 万元/吨左右，矿山毛利率高达 70%，我们从下图可以看到公司矿山毛利率最低时期为 2009 年，按照当时公司外购钨精矿价格（代替市场价格）和公司自产价格计算，2009 年公司矿山毛利率为 21.98%。根据我们假设公司采矿成本 2009 年后逐年上升 10%估算，公司目前钨精矿单位成本税后为 7.23 万元/吨，与之前了解到行业平均价格 7 万元/吨相近，因此可基本确定公司 2012 年采矿毛利在 70%左右。下游初加工产品 APT、钨粉产品相当于买矿加工，与基本金属冶炼一样盈利空间有限，毛利率只有 10%左右。因此公司整体毛利率 20% 以上依靠的是上游资源的保障。

图表7: 公司矿山毛利保持高位

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
购入单价(不含税)	8.46	7.75	5.66	7.74	12.34	10.30
自产单价(不含税)	5.87	5.23	4.64	5.10	5.61	6.18
购入单价(含税)	9.90	9.07	6.62	9.06	14.44	12.05
自产单价(含税)	6.87	6.12	5.43	5.97	6.57	7.23
矿山毛利率	44%	48%	22%	52%	120%	67%

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表8: 章源钨业与厦门钨业毛利率对比



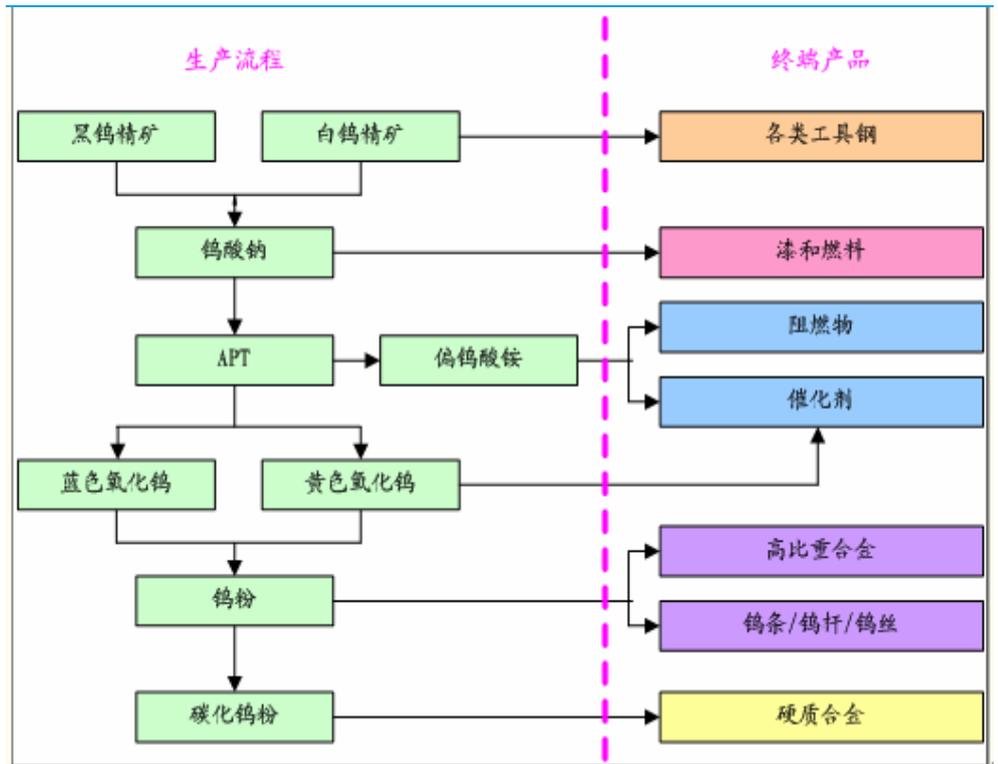
来源: 公司公告、国金证券研究所

钨供给：供给垄断的战略金属

钨：战略金属、战争金属、工业牙齿、工业食盐

- 钨熔点最高、比重最大、硬度仅次于金刚石，被称为“工业食盐”。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。基于此，钨也被誉为“工业牙齿”，广泛用于国防工业、航空航天、机械制造、石油钻探、特种钢、新材料等领域。钨还是一种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，战争期间钨消费往往急速增加，价格高企。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。因此，作为重要的战略资源，钨产业关系着国家经济命脉和国防安全。

图表9：钨的产业链



来源：国金证券研究所

- 钨的下游产品主要包括钨钢，钨材，钨化工和硬质合金。钨钢是耐热合金钢，具有良好的耐高温力学性能，是基础工业材料；钨材主要包括钨丝，是照明、电子等行业的关键材料；钨的化合物可用来制造染料、颜料、油墨、电镀，还用作催化剂和润滑剂等；而用钨制造的硬质合金则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。因此，钨产品广泛应用于军工、航天航空、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯和建筑等领域，是国民经济和现代国防领域不可替代的战略性金属。

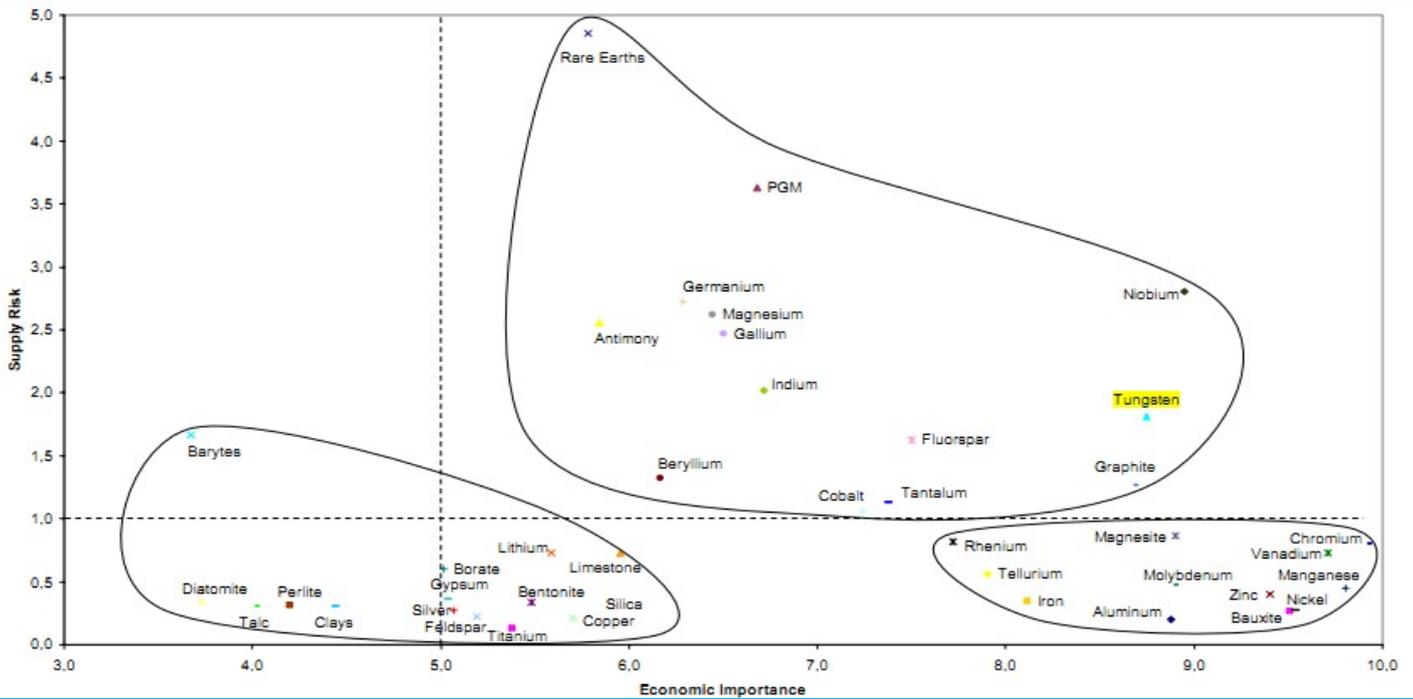
图表10: 钨的下游应用分类

国防	硬质合金、超硬材料
航空航天	超硬材料, 热强材料
机械制造	硬质合金切削刀具
钢铁工业	高速钢、合金钢、特钢
汽车	切削刀具、钨触头材料
信息产能	钨材、钨触头材料
矿山开采	矿用硬质合金钻头、超硬材料
石油、化工	矿用硬质合金、催化剂

来源: 国金证券研究所

- 欧盟以供应风险和对经济的重要性两个维度考察, 列出了 14 种对于欧盟来说“生死攸关”的战略材料。钨名列其中, 从对经济重要性考虑, 钨排在第二位, 仅次于铌。

图表11: 欧盟列出的十四种“生死攸关”的稀缺原材料



来源: 欧盟委员会、国金证券研究所

资源储量: 全球看中国, 中国看五矿

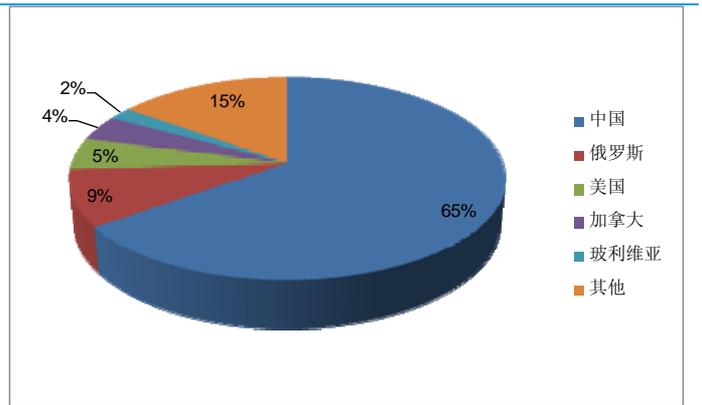
- 全球钨资源较为紧缺, 美国地质调查局 (USGS) 数据, 2010 年全球钨储量 290 万吨, 基础储量 620 万吨。储量最多的依次为 中国占比 62%, 加拿大 9%、俄罗斯 8%、美国 5%、玻利维亚 2%, 其他国家占比 14%。按照 2010 年全年 12.5 万吨的产量计算, 全球钨资源将在 23.18 年内开采完毕, 属于典型稀缺资源, 资源保证程度低于钼、锆、钽、稀土等金属。

图表12: 全球各国钨储量 (万吨)

	储量	储量基础
中国	180	420
加拿大	26	49
俄罗斯	5	42
美国	14	20
其他	35	70
葡萄牙	0.26	0.75
澳大利亚	1	1.5
玻利维亚	5.3	10
韩国		3.5
全球	90	620

来源: 公司公告、国金证券研究所

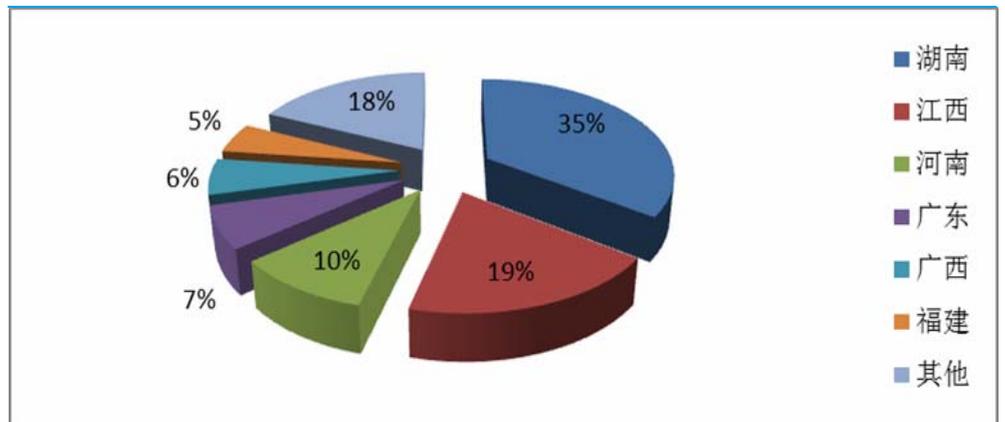
图表13: 全球各国钨储量占比 (%)



五矿系控制我国大部钨资源

- 根据我国国土资源部对国内钨资源的统计, 我国现有钨矿主要分布在湖南、江西, 其储量分布分别占全国总储量的 35% 和 19%, 此外, 广东、广西、福建、河南、内蒙古也有相当规模的矿山及一批地方小型钨矿。
- 我们搜集整理了国内储量在 20 万吨以上级的特大型钨矿资料, 并综合了近年来我国陆续报道发现的特大型钨矿。分析发现, 我国现有 20 万吨以上储量的钨矿仅 10 座, 主要分布在湖南、江西比如全国最大的世界级钨矿柿竹园以及北方的河南和甘肃, 此外福建的行洛坑钨矿也名列其中。根据各省市的报道, 近年来我国发现了两个特大型 (50 万吨级以上) 钨矿, 一个是江西省九江市武宁县大湖塘地区钨矿, 初步探明储量 50 万吨, 江西地勘局表示其钨资源总量将大于 100 万吨。另一个是甘肃肃南小柳沟钨矿 (含 4 个矿脉), 其据称是亚洲第二大钨矿, 估计钨资源储量达到 100 万吨级。

图表14: 我国各省份钨储量占比 (%)



来源: 国土资源部、国金证券研究所

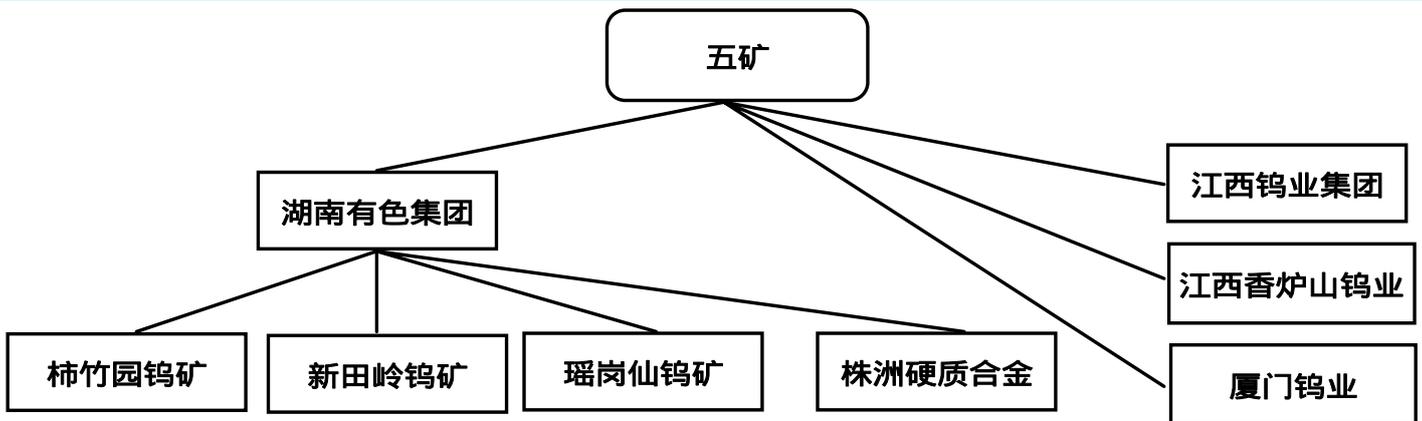
图表15: 我国 20 万吨级以上钨矿列表

	探明储量 (万吨)	级别	类型	控制方	年产钨精矿 (吨)
江西九江武宁县大湖塘钨矿	50	特大型	—	无	0
甘肃肃南小柳沟钨钼矿	50	特大型	白钨	酒钢集团	3500
甘肃肃北县塔尔沟	20.87	特大型	白钨	无	未知
湖南柿竹园钨矿	68.99	特大型	白钨	五矿	5500
湖南郴州新田岭钨矿	30.31	特大型	白钨	五矿	3500
江西修水香炉山	21.66	特大型	白钨	五矿	6000
福建行洛坑钨矿	29.63	特大型	白钨	厦门钨业	4000
河南栾川县三道庄钨钼矿	49.41	特大型	白钨	洛钼集团	6500
湖南宜章县瑶岗仙	20.44	特大型	黑钨	五矿	2000
湖南临湘儒溪虎形山钨铁多金属矿	20	特大型	白钨	无	0
江西钨业集团下属矿山	50	特大型	黑白钨	五矿	13000
总计	411.31				44000

来源: 国金证券研究所收集整理 (红色字体为近年新发现的特大型钨矿)

- 从上表可知, 我国储量在 20 万吨级以上的钨矿五矿控制的有 5 个, 此外还参股 20% 厦门钨业。五矿控制的特大型钨矿资源储量合计为 191.4 万吨, 加上厦门钨业的其占有的权益储量 5.93 万吨, 总计为 197.33 万吨, 占 411.31 万吨总量的 47.98%。并且, 江西九江武宁县以及湖南虎形山钨矿所在地湖南和江西都是五矿经营多年的战略要地, 在国家战略整合做大做强矿业央企的思路下, 我们看好五矿进一步整合两省钨资源的发展。

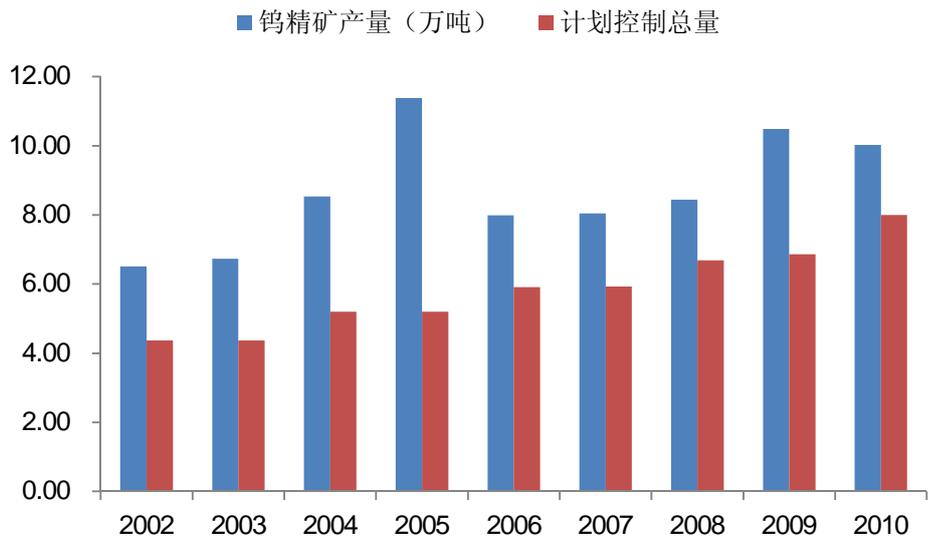
图表16: 五矿集团钨业务架构



来源: 国金证券研究所

- 我国是全球第一大钨产国, 全球 85% 的钨产出于中国。自 21 世纪起, 我国钨产量迅速增加, 在 2005 年突破 10 万吨精矿/年。与此同时, 我国每年下发的计划开采总量指标都被超标, 国内众多小钨矿的私采乱挖加大了钨矿的产出, 也造成了我国钨资源的继续减少。按照 USGS 的数据, 2009 年我国产出钨 47000 吨, 储量为 180 万吨, 储采比为 38.29。而其余的几个钨资源大国如加拿大、俄罗斯的储采比分别为 55、104, 而美国更是只公布其储量而不公布其产量。
- 同时, 我国统计局公布的数据显示, 尽管我国发布的生产指标年年上升, 但我国的钨精矿产量年年超标, 2002 年我国生产钨精矿 (WO₃ 65%) 6.5 万吨, 2005 年迅速增长到 11.39 万吨, 而当年生产配额仅为 5.2 万吨。随后 5 年也一直维持在 8-10 万吨的年产量。按照 USGS 的数据, 我国常年供应了全球 80% 以上的钨, 这种现状显然不可持续。

图表17: 我国钨精矿 (WO₃ 65%) 产出年年超标 (万吨)



来源: 国家统计局、国金证券研究所

政策: 行业整合、控产、控出口

- **列为保护性开采特定矿种:** 1991年, 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”, 从开采、选冶、加工到市场销售、出口等各个环节, 实行有计划的统一管理。从2001年开始, 国土资源部把保护性开采特定矿种的治理整顿作为专项治理整顿的重要内容之一。5年中仅南方七省就取缔和关闭、注销钨矿山254个。2005年, 国土资源部重申年内不再颁发新的钨矿采矿许可证, 发改委起草了关于钨工业的治理整顿文件上报国务院, 由国务院转发发改委、国土部、商务部、环保总局、工商总局、质检总局、海关总署等七部委《关于加强钨锡锑行业管理的意见》对行业整顿进行了进一步部署。
- **出口资质管理和出口配额:** 根据商务部、海关总署根据《中华人民共和国对外贸易法》、《中华人民共和国货物进出口管理条例》的有关规定, 将钨及其制品列入出口配额商品管理范围。商务部对钨品直接出口企业资格和钨品出口供货企业资格制定非常严格的标准, 2012年仅有13家获得钨品直接出口资格, 仅有17家企业获得出口供货资格。章源钨业均获得上述出口资格。

图表18: 2012年钨品直接出口企业资格名单

1	五矿有色金属股份有限公司
2	中国中化集团公司 (仅限钨酸)
3	四川省五金矿产进出口公司
4	厦门金鹭特种合金有限公司
5	福建金鑫钨业股份有限公司
6	厦门钨业股份有限公司
7	株洲硬质合金进出口有限责任公司
8	湖南省中南锑钨工业贸易有限公司
9	江西稀有稀土金属钨业集团有限公司
10	南昌硬质合金有限责任公司
11	崇义章源钨业股份有限公司
12	潮州翔鹭钨业有限公司
13	自贡硬质合金进出口贸易有限责任公司

来源: 国土资源部、国金证券研究所

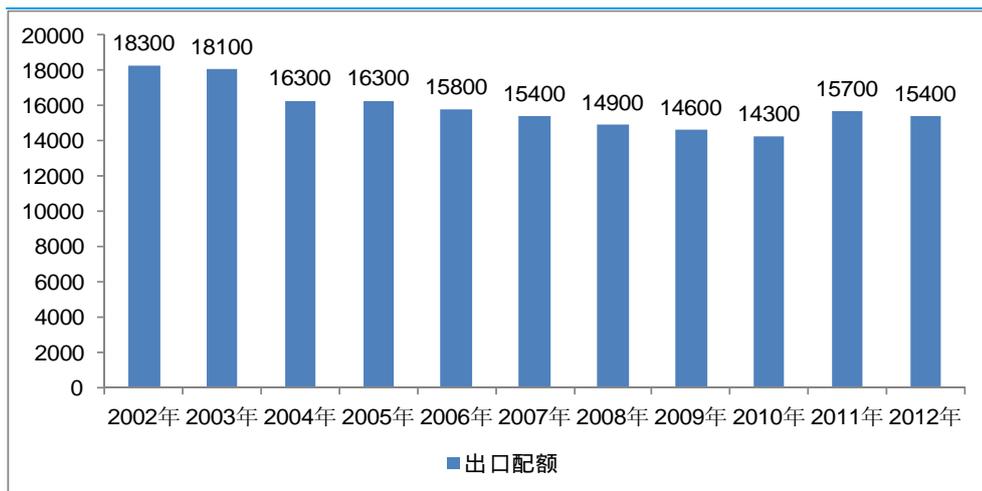
图表19: 2012年钨品出口供货企业资格名单

1	厦门钨业股份有限公司
2	潮州翔鹭钨业有限公司
3	福建金鑫钨业股份有限公司
4	江西稀有稀土金属钨业集团有限公司
5	南昌硬质合金有限责任公司
6	崇义章源钨业股份有限公司
7	自贡硬质合金进出口贸易有限责任公司
8	株洲硬质合金进出口有限责任公司
9	湖南辰州矿业股份有限公司
10	湖南省中南钨工业贸易有限公司
11	赣州海盛钨钼集团有限公司
12	江西钨业集团有限公司
13	江西省修水赣北钨业有限公司
14	江西耀升工贸发展有限公司
15	厦门金鹭特种合金有限公司
16	赣州市赣南钨业有限公司
17	大余隆鑫泰钨业有限公司

来源: 国土资源部、国金证券研究所

- **出口配额逐年下降:** 国家从2002年起开始实施出口配额限制, 从2002年的1.83万吨逐年下降到2012年的1.54万吨。同时, 钨产品出口税率由1985年的退税17%变为2009年的征收5%出口关税。通过出口政策的变化可以看出我国改变世界钨资源廉价供应国角色的意图十分明显。

图表20: 我国钨精矿(WO3 65%)出口配额



来源: 国土资源部、国金证券研究所

图表21: 1985年-2009年我国钨品出口税率上升

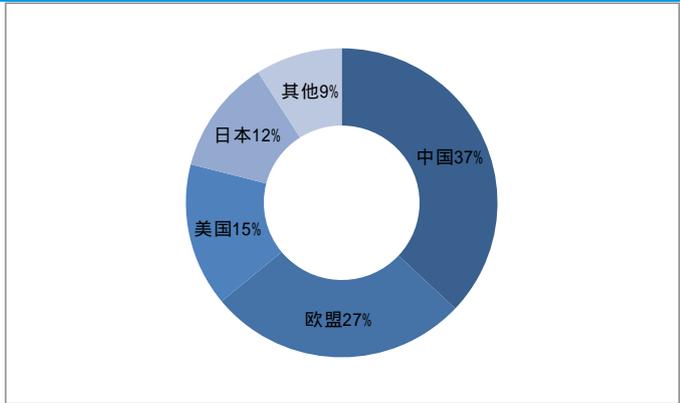
年份	1985	1995	1996	2004	2005	2006	2006	2007	2008	2009
	退税	关税	关税	关税						
APT	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%	5%	10%	5%
偏钨酸铵	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%	5%	10%	5%
三氧化钨	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%		10%	5%
蓝色氧化钨	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%	5%	10%	5%
其他碳化钨	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%	5%	5%	
超细碳化钨	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%	5%	5%	
钨粉	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%	5%	5%	
未锻轧钨	17%	14%	9%	13%	8%	5%	0%	5%	5%	
锻轧钨	17%	14%	9%	13%	13%		0%			
混合料	17%	14%	9%	13%	13%		0%			

来源: 中国海关、国金证券研究所

钨需求：硬质合金是最大下游

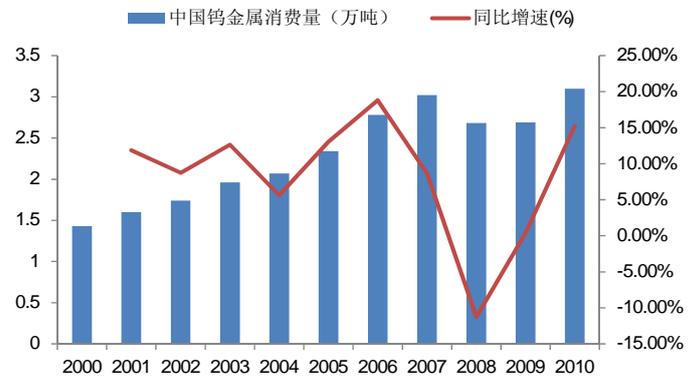
- 中国、欧洲、美国和日本是钨的主要消费区域，其中中国占比 37%、欧洲占比 27%、美国占比 15%、日本占比 12%。“十一五”期间，我国钨消费复合增长率为 8.9%，预计未来 5-10 年，我国钨消费增长率还会维持在 10%左右。

图表22：全球钨消费占比



来源：亚洲金属网、国金证券研究所

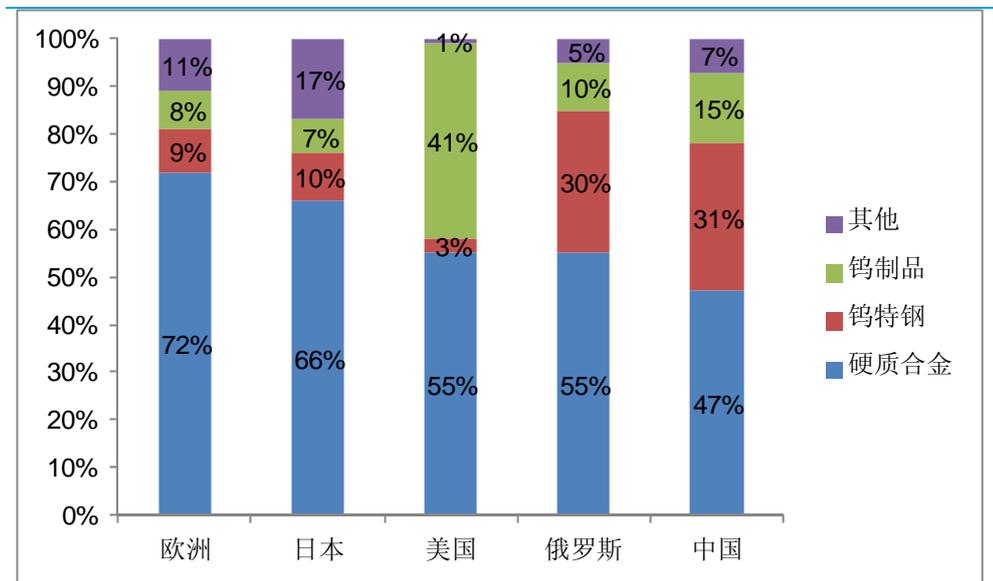
图表23：2000-2011年我国钨金属消费量（万吨）



硬质合金是最大下游，长期增长空间巨大

- 我国钨的下游消费中，硬质合金占到了所有钨消费的 47%左右，钨钢为 31%、钨材 15%和钨化工 7%。而发达国家钨的消费结构中，硬质合金占钨消费的比例最高达到了 72%。从钨消费结构升级来看，我国硬质合金还存在巨大的市场空间。

图表24：各国 2010 年钨消费结构 (%)

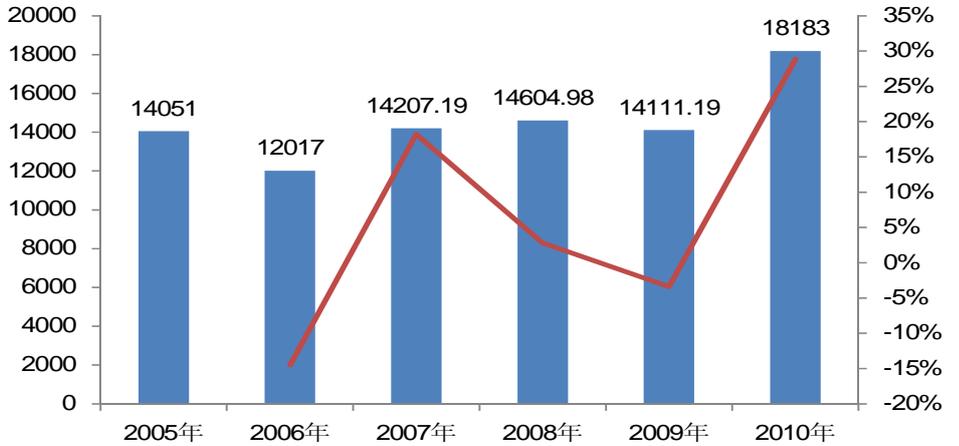


来源：亚洲金属网、国金证券研究所

- 世界硬质合金市场年产量约 3.8-4.0 万吨。我国约占世界总产量的 40%，为全球第一大生产国，年出口硬质合金总量约 4,000 吨，占世界市场流通量的 40%，为第一供应国。但是我国附加值最高的切削刀片产量只有 3000 余吨，只占 20%。高端硬质合金刀片刀具 90%依赖进口。因此，单从现有市场容量来看，高端硬质合金国产化实现进口替代空间巨大。此

外，从将来市场容量来看，我国已经进入制造业升级阶段，而且此次将高端设备制造以及信息产业列入国民经济的支柱性产业，这将极大的带动硬质合金刀片刀具、钻头等一系列需求，前景不可估量。

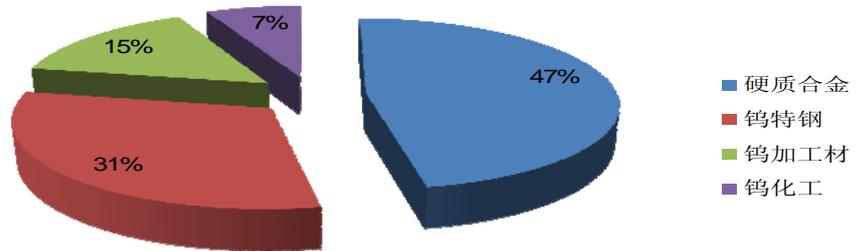
图表25: 2005-2010年我国硬质合金产量(吨)



来源: 钨业协会、国金证券研究所

- 我国硬质合金按用途分类主要用于切削工具、矿用合金、耐磨零件和其他用途。十一五期间我国硬质合金下游需求均保持较高增长。

图表26: 我国2010年钨消费结构(%)



来源: 钨业协会、国金证券研究所

图表27: 2005-2010年国内硬质合金消费分项统计(吨)

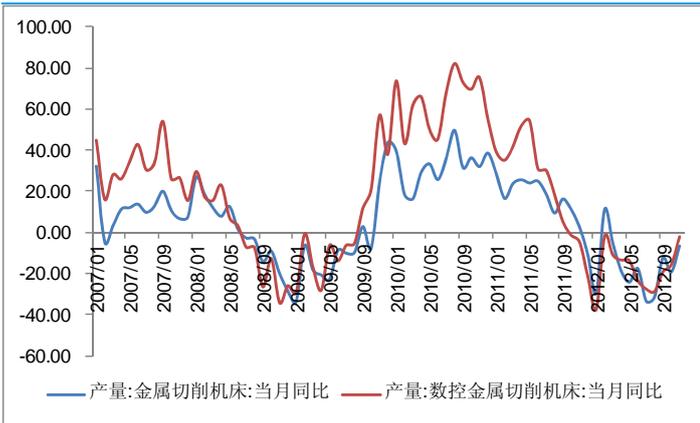
产品结构	单位	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
切削刀片	吨	2886	3753.64	4440.18	4364.05	4212.96	5123
同比	%		30.06%	18.29%	-1.71%	-3.46%	21.60%
矿用合金	吨	3429	3634.68	4174.79	4743.27	5042.33	6089
同比	%		6.00%	14.86%	13.62%	6.30%	20.76%
耐磨零件	吨	5908	4442.68	5546.22	5292.66	4653.9	6542
同比	%		-24.80%	24.84%	-4.57%	-12.07%	40.57%
钢结合金	吨	31	46	46	30	40	55
同比	%		48.39%	0.00%	-34.78%	33.33%	37.50%
其他硬质合金	吨	1797	140	0	175	162	374

来源: 钨业协会、国金证券研究所

制造业升级提升硬质合金刀具需求

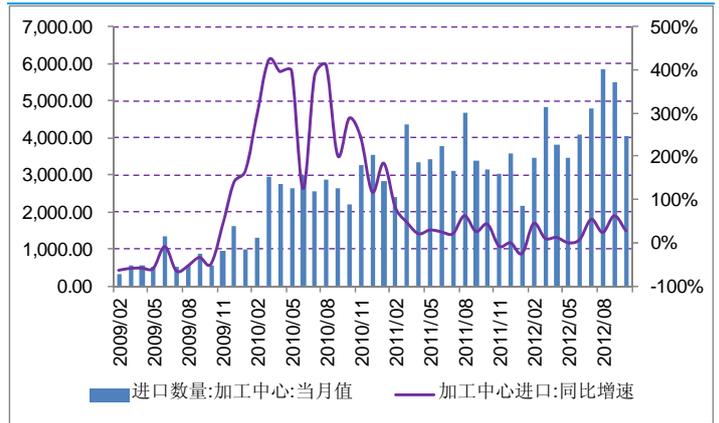
- 产业升级将提速钨品高端化。随着劳动力成本升级，我国制造业等劳动力密集型行业有望通过机械替代人工，从而实现产业机械化。比如机床方面，切削的效率要求切削时间占总加工时间的 30%以下，切削的精度更是提高到了微米级。因此，数控机床逐步取代传统机床，机床数控化率将不断提升。另外，随着我国探矿采矿力度加大，露天以及高品位资源的不断消耗之后，品位低、难开采，埋藏较深矿床的开采对采矿用具的硬度和使用寿命都提出了更高的要求。
- 目前我国提出要大力发展高端制造业，这将提升高端硬质合金的需求。我国每年消费的硬质合金刀具国产比重不足 50%，一半市场被国外厂商垄断。根据中国产业研究院的研究报告，我国高端装备制造业关键零部件切削加工所采用的数控刀具，几乎全部由国外产品所垄断，主要厂商为 Sandvik, Kennametal 和 ISCAR 等。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%。说明我国刀具产品的技术含量不高，附加值太低。以色列伊斯卡公司年产硬质合金切削刀片 300t，年销售收入达 14 亿美元，其价格为我国相应产品的 100 余倍。
- 国内机床产量负增长趋势有所减缓、但进口机床增速却低迷。机床行业整体依然呈现负增长，依照我们对机床行业后周期的判断，在下游需求明显好转前，机床行业增速将保持低迷状态：

图表28: 国内机床产量下滑趋势有所好转

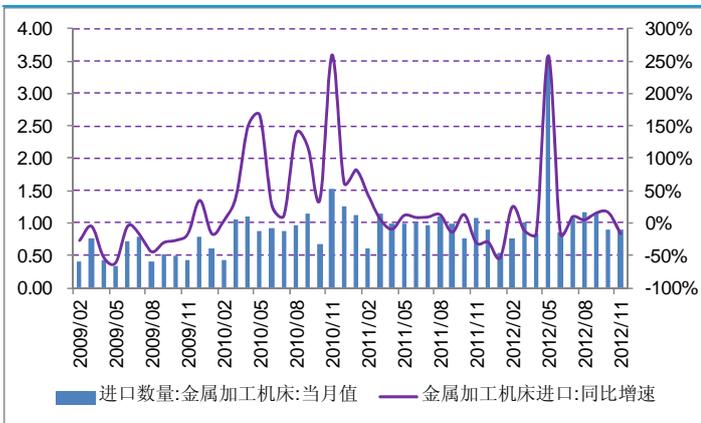


来源: WIND 国金证券研究所

图表29: 加工中心进口依然维持正增长

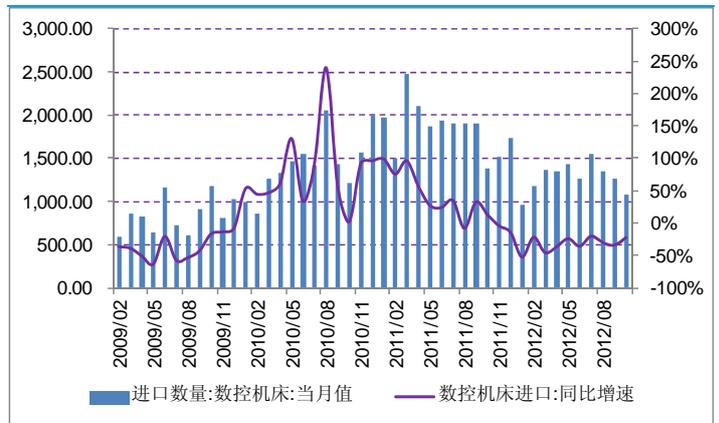


图表30: 中国金属加工机床进口增速 11 月为负



来源: WIND 国金证券研究所

图表31: 数控机床进口持续负增长



采矿业短期增速下滑影响硬质合金需求

- 在硬质合金的应用中，用来制造矿山工具的硬质合金占 25%，矿山工具主要包括挖掘机等开采工具。过去 6 年我国挖掘机复合增长率为 29%，产业机械化有望保持挖掘机产量的增速。我们认为，应用于地质矿山工具中的硬质合金在未来几年也有望实现 30% 的增速。
- 此外，在资源日益缺乏的情况下，我国即将启动新一轮的海上油田开采以及探矿找矿活动。硬质合金在二十世纪初开始应用于采矿和石油以及地址勘探钻孔作业。目前我国每年的钻作量，用硬质合金钻进法完成的约占 60%，在煤田地质勘探约占 80%。硬质合金钻进的优点是：在软岩及中硬岩中钻进效率高，钻进质量好，钻探材料消耗少，成本低，操作简便方法灵活。
- 油井开采中最为典型的 PDC 钻头切削齿有复合片式和齿柱式两种结构，其中后者是将复合片焊接在硬质合金上而形成。其中复合片厚度一般小于 1mm，而硬质合金基体是主要构成，起支撑作用，利用的是硬质合金的结构强度和抗冲击能力。
- 岩心钻探用硬质合金钻头将一定数量的硬质合金按特定形式排列在钻头上，合金的数目取决于岩石的研磨性以及钻头直径大小。合金钻头数目见下表：

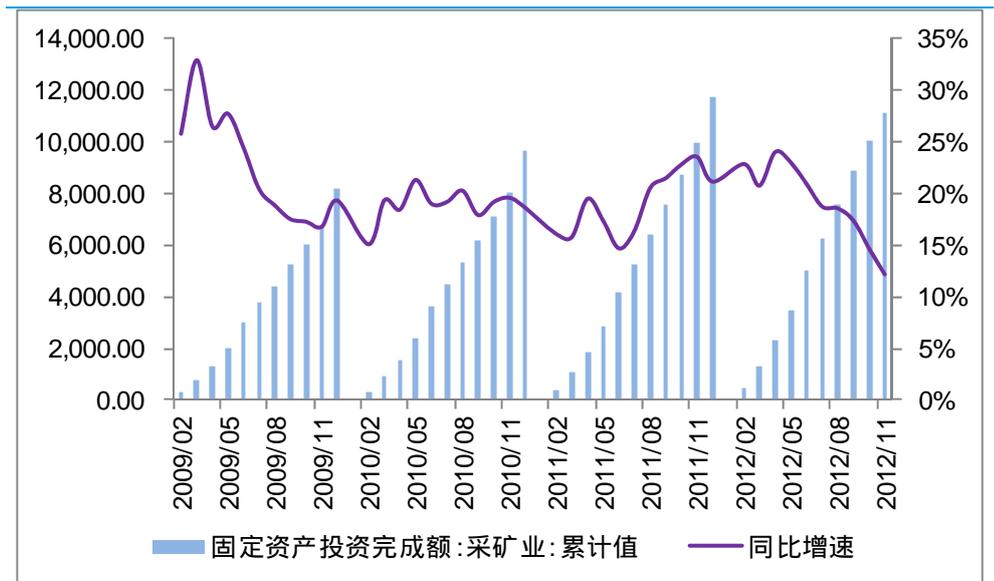
图表32：钻头上合金数目（只）

岩石性质	钻头直径mm					
	58.6	75	91	110	130	150
	钻头上合金数目 只					
弱研磨性岩石	4-5	4-6	6	6-8	8-10	10-12
研磨性及高研磨性	4-5	5-6	6-8	8-10	10-12	12-14

来源：国金证券研究所

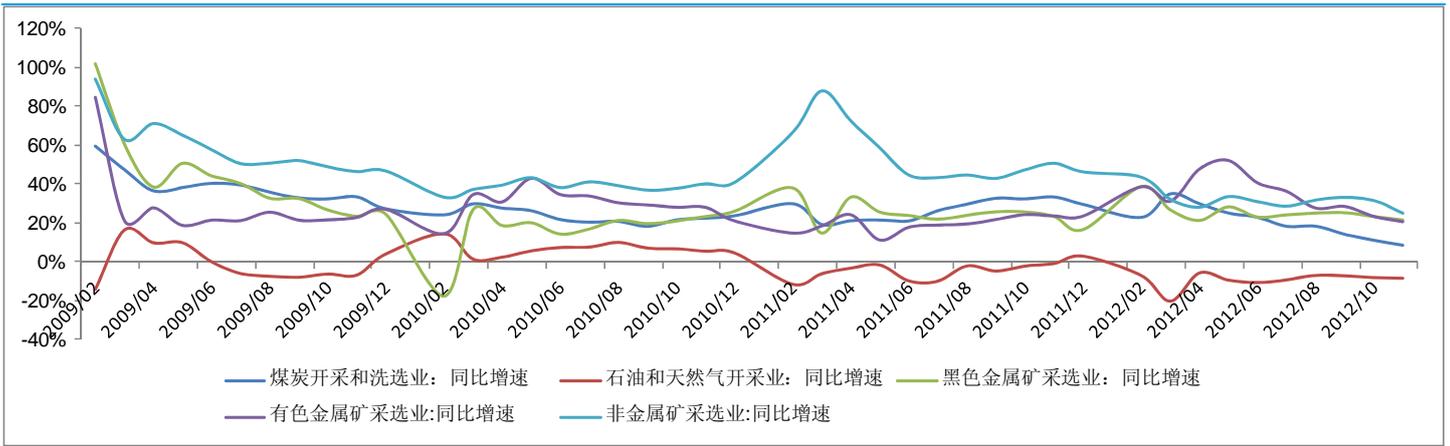
- 2012 年 5 月之后，采掘业整体固定资产投资增速下滑，主要归因于有色金属和煤炭增速下滑所拖累（受美国页岩气影响，煤炭价格急剧下滑），黑色金属和非金属采掘基本持平，而石油和天然气开采固定资产投资依然在萎缩当中：

图表33：采掘业固定资产投资增速下滑



来源：wind、国金证券研究所

图表34: 煤炭和有色金属开采固定资产增速下滑较快



来源: 钨业协会、国金证券研究所

高速工具钢等钨特钢消费稳步增长

- 钨在钢铁工业的应用主要是工具钢种，工具钢是用以制造切削刀具、量具、模具和耐磨工具的钢。工具钢具有较高的硬度和在高温下能保持高硬度和红硬性以及高的耐磨性和适当的韧性。工具钢一般分为碳素工具钢、合金工具钢和高速工具钢，高速工具钢用钨量最大。
- 2010年全国生产高速工具钢80080吨，同比增长15.69%。尽管第四季度特钢产量增长放缓，但全年特钢产量增长仍然超过10%，钨的消费量也增至9670吨。2011年1-10月份，国内32家特钢企业合计生产高速工具钢60879吨，同比增长18%。
- 2010年钨材和化工行业消费量也分别增长10%至4525和2256吨。为此，2010年国内钨消费量为30891吨，同比增长14.46%。2010年钨消费结构如下：硬质合金47%，钨特钢31%，钨材15%，钨化工7%。

图表35: 2008-2010年国内钨金属消费分项统计(吨)

	2008	2009	2010
硬质合金	12031	12033	14439
同比		0.02%	20.00%
钨特钢	8734	8791	9670
同比		0.65%	10.00%
钨材料	4033	4114	4525
同比		2.01%	10.00%
钨化工	2020	2051	2256
同比		1.53%	10.00%
全国总计	26818	26989	30891
同比		0.64%	14.46%

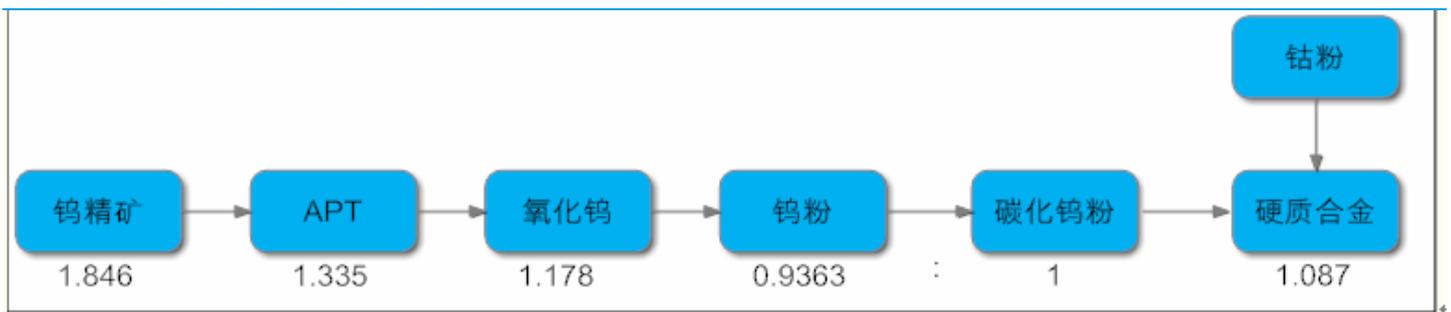
来源: 钨业协会 国金证券研究所

投资逻辑：原有产业链饱和，等待催化剂

原有产业链处于近年来处于饱和状态

- 我们通过对公司近年销售收入情况分析得出：公司产品从 2009 年后逐步提高，2010 年后一直保持在整体 95% 的实际产能利用率以上，并且实际产销量同样维持 90% 以上的高位。我们从今年前三季度的公司营收情况判断，公司今年产能利用率和产销量依然维持高位，营收下降仅仅因为钨精矿价格下降导致公司产品价格下降所致。
- 实地调研证明我们以上判断：我们实地调研了解到，虽然今年赣州当地其他钨企业有停工现象，但章源钨业一直保持满产状态，目前依然是三班倒的班制。

图表36：公司各阶段产品消耗比例



来源：公司公告、国金证券研究所

图表37：公司实际产能利用率

产能利用率 (%)						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
钨精矿	82.33%	79.73%	90.59%	96.20%	100.00%	97.00%
APT	55.60%	49.90%	61.39%	104.93%	92.83%	95.00%
氧化钨	52.32%	57.05%	68.58%	93.58%	92.73%	92.00%
钨粉	54.96%	61.35%	76.99%	102.90%	103.52%	100.00%
碳化钨粉	53.58%	58.77%	78.12%	117.84%	114.74%	110.00%
硬质合金	77.39%	66.80%	75.84%	101.01%	61.21%	90.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表38：公司实际产销率（紫色部分根据营收和产量估计）

实际产销率 (%)						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
APT	57.54%	113.23%	97.73%	100%	100%	97%
氧化钨	70.71%	89.36%	94.79%	95%	95%	90%
钨粉	97.99%	103.67%	125.58%	100%	100%	97%
碳化钨粉	93.85%	102.74%	97.06%	97%	97%	95%
硬质合金	96.32%	85.68%	89.20%	90%	90%	90%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 从上述分析我们得出结论：目前公司原有产业链处于饱和状态，在公司并未对原产业链进行产能扩张的情况下，原产业链对营收增长的贡献主要依靠产品价格的提升既钨价的上涨。

催化剂之 1：涂层刀具厂已于 9 月试生产，目前产品正在客户试用阶段

- 公司 IPO 募投项目涂层刀具厂已于 9 月试生产，目前产品已经产出，正在客户试用阶段，我们预计明年上半年将获得下游客户订单，进行验收正式生产。
- 我们看好未来涂层刀具厂的快速发展，理由如下：
 - **设备优势：**公司募投原计划投入为 3.1 亿，后六次增资为 5.59 亿，原因是公司所购置进口设备较原计划更加先进，因此价格更贵，目前公司所进口设备在国内处于领先水平，优于目前涂层刀具国内领先的株洲硬质合金的钻石刀具厂。

图表39：涂层刀具厂项目投资情况

序号	投资构成	投资额（万元）	所占比例（%）
1	建筑工程	6,218.46	11%
2	设备购置	35,540.93	64%
3	安装工程	3,529.50	6%
4	其他费用	4,125.48	7%
5	预备费	4,231.13	8%
6	固定资产小计	53,645.50	96%
7	流动资产	2,217.55	4%
8	合计	55,863.05	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **技术优势：**公司奥克泰工具厂（原新材料公司）中技术人员先进，目前公司聘请了三大世界硬质合金刀具企业之一的以色列伊斯卡(ISCAR)的专家，并且技术专利均为国外先进技术进口，我们有理由看好公司涂层刀具项目未来发展前景。我们预计公司在未来将逐渐追赶上株洲钻石刀具。
- **渠道优势：**公司生产和经营硬质合金多年，建有初步的的国内外市场营销网络并培养了一批营销服务人员，为高性能、高精度涂层刀片的营销奠定良好的基础。
- 参考目前我国硬质合金刀具领先的株硬和自硬，我们认为公司在高端硬质合金领域空间巨大，一旦新产品性能获得下游客户认可，性价比带来的进口替代使公司涂层刀具放量。

图表40：涂层刀具厂项目投资情况

	硬质合金总量	切削刀片	矿用合金	耐磨零件	硬面材料	钨冶炼产品
2011年						
株硬公司	5,357	1,912	852	2,551	242	12,437
自硬公司	1,745	776	304	665	666	2,212
合计	7,102	2,688	1,156	3,216	908	14,649
2010年						
株硬公司	5,352	2,169	1,042	2,090	248	11,008
自硬公司	1,840	876	383	581	843	3,386
合计	7,192	3,045	1,425	2,671	1,091	14,394

来源：ST 中钨公司公告、国金证券研究所

催化剂之 2：五矿持续提高指导价

- 今年上半年，钨精矿价格持续下跌，从年初的高点 13.5 万元/吨下降到 8 月份的 10.5 万元/吨。但近期钨价有所回升，主要原因是由于五矿集团指导价 12.5 万元/吨和钨协的 11.6 万元/吨对钨价格有所提振。
- 我们判断短期内钨下游硬质合金需求不会有明显改善，钨价短期不具备需求拉动型上涨，主要价格变化还看五矿的指导价格以及贸易商出货意愿。

盈利预测与风险提示

公司业绩敏感性分析

■ 我们假设公司现有业务未来 2 年不具备较大变化，那么对公司未来 2 年业绩影响最大的因素有两个：涂层刀具的销量和钨精矿的价格。下面我们用多个假设情景对公司业绩进行敏感性分析。

■ 其中蓝色部分为我们预计未来两年公司涂层刀具销量和钨精矿价格更可能落在的区间：我们假设 2013 年公司涂层刀具销售 60 吨，钨精矿价格为 11 万元/吨（不含税），则 2013 年公司 EPS0.56 元；假设 2014 年公司涂层刀具销售 80 吨，钨精矿价格为 11.5 万元/吨（不含税），则 2014 年公司 EPS0.71 元。

图表41：公司业绩的敏感性分析

2013年业绩					
涂层刀具销量 钨精矿价格	40	50	60	70	80
10	0.48	0.5	0.52	0.54	0.56
10.5	0.5	0.52	0.54	0.56	0.58
11	0.52	0.54	0.57	0.58	0.6
11.5	0.54	0.56	0.58	0.6	0.62
12	0.56	0.58	0.6	0.62	0.64
2014年业绩					
涂层刀具销量 钨精矿价格	40	50	60	70	80
10	0.58	0.6	0.62	0.65	0.67
10.5	0.6	0.63	0.64	0.67	0.69
11	0.606	0.65	0.66	0.69	0.71
11.5	0.629	0.67	0.68	0.71	0.73
12	0.65	0.69	0.71	0.73	0.76

来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

■ 我们选择上市公司中主要产品与公司相近的厦门钨业、洛阳钼业、辰州矿业以及同为小金属钼的金钼股份和新华龙作为标的对公司进行估值比较。

图表42：相关公司股票估值

公司名称	最新价	EPS				PE			
		2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
厦门钨业	34.74	1.50	0.84	1.02	1.50	23.21	41.36	34.06	23.16
洛阳钼业	7.67	0.23	0.21	0.24	0.27	33.35	35.84	31.96	28.41
辰州矿业	18.51	0.99	0.75	0.98	1.00	18.70	24.85	18.89	18.51
新华龙	11.36	0.48	0.31	0.40	0.49	23.67	36.65	28.40	23.18
金钼股份	10.3	0.23	0.15	0.19	0.22	44.78	68.67	54.21	46.82
平均	16.52	0.69	0.45	0.57	0.70	28.74	41.47	33.50	28.02
章源钨业	20.75	0.67	0.37	0.56	0.71	30.97	56.23	37.19	29.18

来源：wind、国金证券研究所

■ 我们预计公司 12-14 年将实现营业收入 16.62 亿元、17.24 亿元、18.51 亿元，实现归属上市公司股东净利润 1.58 亿元、2.43 亿元、3.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.57 元、0.73 元。目前 20.75 元/股价对应 60.16x12PE，39.27x13PE，30.43x14PE。目前估值高于行业均值及可比公司平均，我们给予

公司中性评级。我们不排除公司新产品出现超预期情况以及钨价格上涨超出我们预期情况，这将使得我们提高公司评级。

风险提示

- 下游硬质合金需求持续低迷，钨价持续低迷。
- 公司涂层硬质合金刀片销售不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,072	1,379	1,937	1,663	1,724	1,852	货币资金	88	324	160	800	800	800
增长率		28.7%	40.4%	-14.1%	3.7%	7.4%	应收款项	166	206	344	261	270	290
主营业务成本	-869	-1,087	-1,381	-1,314	-1,287	-1,338	存货	343	731	773	720	635	550
%销售收入	81.1%	78.8%	71.3%	79.0%	74.6%	72.3%	其他流动资产	48	111	86	107	105	109
毛利	202	292	556	349	437	514	流动资产	645	1,372	1,363	1,888	1,810	1,749
%销售收入	18.9%	21.2%	28.7%	21.0%	25.4%	27.7%	%总资产	45.8%	62.5%	55.7%	64.6%	62.9%	61.4%
营业税金及附加	-5	-9	-14	-12	-12	-13	长期投资	63	67	58	59	58	58
%销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	573	602	867	902	935	969
营业费用	-8	-13	-18	-17	-17	-19	%总资产	40.7%	27.4%	35.4%	30.9%	32.5%	34.0%
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	77	73	81	72	71	71
管理费用	-39	-66	-98	-83	-86	-93	非流动资产	717	824	1,085	1,034	1,067	1,100
%销售收入	3.7%	4.8%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	50.9%	37.5%	44.3%	35.4%	37.1%	38.6%
息税前利润 (EBIT)	150	204	426	238	322	390	资产总计	1,408	2,196	2,448	2,922	2,876	2,849
%销售收入	14.0%	14.8%	22.0%	14.3%	18.7%	21.0%	短期借款	394	473	753	868	639	335
财务费用	-34	-32	-60	-45	-38	-20	应付款项	198	247	112	340	335	349
%销售收入	3.2%	2.3%	3.1%	2.7%	2.2%	1.1%	其他流动负债	27	34	49	115	116	119
资产减值损失	1	0	-9	-1	0	0	流动负债	619	753	914	1,323	1,089	804
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	140	160	68	68	68	69
投资收益	4	4	-9	5	5	5	其他长期负债	1	36	37	0	0	0
%税前利润	3.0%	2.4%	n.a	2.6%	1.7%	1.3%	负债	761	948	1,019	1,391	1,157	873
营业利润	121	176	348	196	289	374	普通股股东权益	647	1,248	1,428	1,531	1,719	1,977
营业利润率	11.3%	12.8%	18.0%	11.8%	16.8%	20.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	14	0	1	-5	3	3	负债股东权益合计	1,408	2,196	2,448	2,922	2,876	2,849
税前利润	135	176	350	191	292	377	比率分析						
利润率	12.6%	12.8%	18.1%	11.5%	17.0%	20.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-17	-25	-63	-32	-50	-64	每股指标						
所得税率	12.8%	14.1%	17.9%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.306	0.354	0.670	0.370	0.567	0.731
净利润	118	151	287	158	243	313	每股净资产	1.681	2.914	3.336	3.576	4.015	4.616
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.449	-0.345	0.265	1.516	1.025	1.161
归属于母公司的净利润	118	151	287	158	243	313	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	11.0%	11.0%	14.8%	9.5%	14.1%	16.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.23%	12.13%	20.09%	10.34%	14.11%	15.84%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.38%	6.89%	11.72%	5.42%	8.43%	10.99%
净利润	118	151	287	158	243	313	投入资本收益率	11.09%	9.32%	15.53%	7.99%	11.02%	13.58%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	65	70	82	78	77	77	主营业务收入增长率	21.94%	28.67%	40.43%	-14.15%	3.70%	7.40%
非经营收益	28	22	66	60	46	29	EBIT增长率	0.16%	35.78%	108.50%	-44.18%	35.53%	20.99%
营运资金变动	-39	-392	-321	353	73	79	净利润增长率	32.19%	28.29%	89.45%	-44.80%	53.19%	29.08%
经营活动现金净流	173	-148	113	649	439	497	总资产增长率	6.95%	55.97%	11.44%	19.37%	-1.56%	-0.94%
资本开支	-32	-127	-360	-36	-106	-107	资产管理能力						
投资	6	-1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	35.4	26.5	26.0	30.0	30.0	30.0
其他	0	0	0	5	5	5	存货周转天数	119.4	180.3	198.8	200.0	180.0	150.0
投资活动现金净流	-26	-128	-360	-32	-101	-102	应付账款周转天数	18.6	30.1	30.9	30.0	30.0	30.0
股权募资	0	522	0	0	1	0	固定资产周转天数	164.3	139.9	106.8	109.8	91.9	72.5
债权募资	-129	99	189	78	-229	-303	偿债能力						
其他	-38	-103	-159	-55	-110	-92	净负债/股东权益	68.86%	24.70%	46.28%	8.88%	-5.42%	-20.03%
筹资活动现金净流	-168	517	30	22	-338	-395	EBIT利息保障倍数	4.4	6.4	7.1	5.2	8.6	19.3
现金净流量	-20	241	-217	640	0	0	资产负债率	54.02%	43.18%	41.64%	47.60%	40.24%	30.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	5	6	6	13
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.03

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B