

安源煤业 (600397.SH)

江钨入主驱动业务转型，稀缺小金属资源赋能价值重估

南部煤企，江钨控股迎来新篇章。安源煤业是1999年由六家单位联合组建、2002年上市的南方稀缺煤炭企业。历经多次股权变更：2010年江西省能源集团接管，2016年增持至持股39.34%，2025年控股股东由江能集团变更为江钨控股（通过国有股份无偿划转），实际控制人始终为江西省国资委。同步推进资产置换，安源煤业拟以煤炭主业资产及负债置换江钨控股旗下赣州金环磁选科技57%股权，交易差额以现金补足，并已启动审计评估工作。此次重组完成后，公司主营业务将转型为磁选/重选设备研发销售及矿业全流程解决方案，旨在优化资产结构、提升持续盈利能力。同时，公司于2025年4月完成董事会及监事会换届选举，核心管理层调整。**江钨控股通过资产整合与管理重构，推动安源煤业从传统煤炭企业向有色金属产业链延伸，有望布局稀缺资源与技术优势实现战略转型和长期价值释放。**

煤炭业务：江西唯一上市煤企，安全&成本压力高，多元转型迫在眉睫。安源煤业是江西省唯一的煤炭板块公司，具有较强的区位、港口码头资源和煤电一体化优势，在省内煤炭生产、引煤入赣、能源保供、煤炭储备运输中起到至关重要作用。但从不利条件看，煤炭资源接续比较紧张、域外煤矿托管仍显稚嫩、煤矿并购项目未有落地，企业负债居高不下，抗风险能力较弱等，当前公司**“稳”的压力巨大，“改”的要求迫切，“进”的任务艰巨**，剥离煤炭资产可减少持续亏损负担，聚焦更具竞争力的领域。

江钨控股：钨业务价值望突破200亿元，后市增量可观。基于可比公司（厦门钨业、中钨高新、章源钨业）的PE均值，结合江钨控股的钨业务盈利能力和资源稀缺性进行价值空间估算：

- 截至2023年6月末，公司保有钨资源储量49.66万金属吨，以黑钨精矿为主，按照公司2022年自产原料（钨精矿）1.5万吨，钨精矿即期价格16万元/吨（含税）即期价格计算，不含税价格约14.2万元/吨，公司钨精矿年营收约21.7亿元，成本按照行业成本曲线中位8万元/吨计算，假设所得税率25%，公司钨精矿年贡献净利润约7亿元。
- 2023年Q1-3江钨钨业务毛利2.9亿元，年化毛利约3.9亿元，主要系钨产品销售利润，根据上文对钨精矿利润的测算，2023年钨精矿含税价格11.9万元/吨，2023年Q1-3公司钨精矿产量8480吨，钨精矿成本仍按照8万元/吨计算，公司资产钨精矿毛利润约2.8亿元，故差值得到冶炼加工毛利约1亿元，假设费用率1%，冶炼加工为高新技术企业，所得税率假设15%，计算得公司钨冶炼加工净利润约0.5亿元。

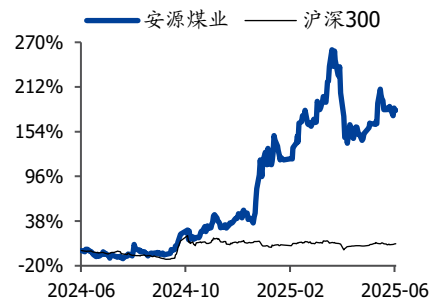
综上，公司钨业务（钨精矿+冶炼加工）测算年贡献净利润约7.5亿元，参考布局硬质合金及工具制造的中钨高新2025年市盈率约25-27倍计算，江钨“钨资产”价值约191-206亿元。若考虑公司资源稀缺性溢价及光伏钨丝等业务实现突破，估值有望进一步突破，价值空间可期。

买入（首次）

股票信息

行业	煤炭开采
06月06日收盘价(元)	5.47
总市值(百万元)	5,415.08
总股本(百万股)	989.96
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	38.74

股价走势



作者

- 分析师 张津铭**
执业证书编号：S0680520070001
邮箱：zhangjinming@gszq.com
- 分析师 张航**
执业证书编号：S0680524090002
邮箱：zhanghang@gszq.com
- 分析师 刘力钰**
执业证书编号：S0680524070012
邮箱：liuliyu@gszq.com
- 分析师 高紫明**
执业证书编号：S0680524100001
邮箱：gaoziming@gszq.com
- 研究助理 何承洋**
执业证书编号：S0680124070005
邮箱：hechengyang@gszq.com
- 研究助理 廖岚琪**
执业证书编号：S0680124070012
邮箱：liaolanqi@gszq.com

相关研究

江钨控股：钽铌锂业务价值亦值百亿。考虑到锂价在 2021 年尚未完全走高，但高于目前价格，此外钽铌产品市价低于目前价格，两个细分业务对冲，大致与目前市场盈利情况接近，故我们以 2021 年江钨毛利润 4.7 亿元为基础测算，假设费用率 5%，所得税率 25%，**江钨钽铌锂净利润约为 3 亿元，参考东方钽业市盈率约 32-33 倍计算，公司钽铌锂业务价值约 100 亿元。**

投资建议：2025 年安源煤业控股股东由江能集团变更为江钨控股（通过国有股份无偿划转），有利于公司整合江钨非煤资源，通过置入资产及外拓整合非煤资源改善报表质量，未来安源煤业现金流稳定性有望进一步提升，“稳”→“进”逐步兑现。江钨控股钨业务（钨精矿+冶炼加工）测算年贡献净利润约 7.5 亿元，参考布局硬质合金及工具制造的中钨高新 2025 年市盈率约 25-27 倍计算，江钨“钨资产”价值约 191-206 亿元。若考虑公司资源稀缺性溢价及光伏钨丝等业务实现突破，估值有望进一步突破，价值空间可期。江钨钽铌锂净利润约为 3 亿元，参考东方钽业市盈率约 32-33 倍计算，公司钽铌锂业务价值约 100 亿元。考虑到安源煤业资产置换刚开始仍未结束，我们仍以公司原有煤炭业务做经营假设，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为-0.7 亿元、0.4 亿元、1.0 亿元，对应 PB 为 32.1、25.6、17.5。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：煤价大幅下跌。资产置换不及预期。预测假设产生的不确定性风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,871	5,404	5,349	5,288	5,517
增长率 yoy（%）	-22.9	-21.3	-1.0	-1.1	4.3
归母净利润（百万元）	-114	-273	-69	43	98
增长率 yoy（%）	-48.6	-139.6	74.8	161.9	131.1
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.11	-0.28	-0.07	0.04	0.10
净资产收益率（%）	-24.4	-115.1	-40.8	20.1	31.8
P/E（倍）	—	—	—	127.1	55.0
P/B（倍）	11.6	22.9	32.1	25.6	17.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 06 月 06 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3164	1678	2080	2137	2256
现金	846	661	1062	1120	1185
应收票据及应收账款	1856	742	735	727	758
其他应收款	88	110	108	107	112
预付账款	80	23	22	22	23
存货	65	51	51	50	52
其他流动资产	229	90	101	112	127
非流动资产	4733	4162	4077	3758	3451
长期投资	122	118	118	118	118
固定资产	3934	3451	3454	3222	3005
无形资产	470	393	325	254	197
其他非流动资产	206	200	180	164	130
资产总计	7897	5840	6157	5895	5706
流动负债	6493	4719	5156	4878	4607
短期借款	3850	3203	3813	3613	3313
应付票据及应付账款	1082	646	643	626	649
其他流动负债	1561	869	700	639	646
非流动负债	1045	995	942	916	899
长期借款	125	96	68	40	20
其他非流动负债	921	899	874	876	879
负债合计	7538	5713	6098	5794	5507
少数股东权益	-109	-110	-111	-110	-110
股本	990	990	990	990	990
资本公积	1863	1863	1863	1863	1863
留存收益	-2449	-2722	-2791	-2748	-2650
归属母公司股东权益	467	237	169	211	310
负债和股东权益	7897	5840	6157	5895	5706

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	62	344	-37	129	138
净利润	-115	-273	-69	43	99
折旧摊销	172	172	162	148	52
财务费用	226	185	109	114	106
投资损失	-10	-6	-10	-10	-10
营运资金变动	-205	290	-157	-77	-24
其他经营现金流	-5	-24	-72	-88	-84
投资活动现金流	-153	582	5	270	349
资本支出	-160	-91	-6	258	338
长期投资	0	664	2	2	2
其他投资现金流	7	9	10	10	10
筹资活动现金流	-67	-839	432	-340	-423
短期借款	-259	-647	610	-200	-300
长期借款	-33	-29	-28	-28	-20
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	225	-163	-149	-112	-103
现金净增加额	-158	87	400	59	65

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6871	5404	5349	5288	5517
营业成本	6469	5215	5190	5052	5240
营业税金及附加	58	46	41	37	36
营业费用	42	44	34	32	30
管理费用	205	208	161	137	127
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	211	166	102	102	93
资产减值损失	-3	-1	14	21	12
其他收益	17	10	20	20	20
公允价值变动收益	0	-4	0	0	0
投资净收益	10	6	10	10	10
资产处置收益	3	48	48	48	48
营业利润	-78	-234	-87	26	81
营业外收入	8	5	20	30	35
营业外支出	29	30	10	10	10
利润总额	-99	-260	-77	46	106
所得税	16	14	-8	4	7
净利润	-115	-273	-69	43	99
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	-114	-273	-69	43	98
EBITDA	293	54	187	296	251
EPS (元/股)	-0.11	-0.28	-0.07	0.04	0.10

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-22.9	-21.3	-1.0	-1.1	4.3
营业利润(%)	-39.7	-199.3	63.0	130.4	207.3
归属母公司净利润(%)	-48.6	-139.6	74.8	161.9	131.1
获利能力					
毛利率(%)	5.9	3.5	3.0	4.5	5.0
净利率(%)	-1.7	-5.0	-1.3	0.8	1.8
ROE(%)	-24.4	-115.1	-40.8	20.1	31.8
ROIC(%)	3.1	-3.4	0.5	3.5	5.0
偿债能力					
资产负债率(%)	95.5	97.8	99.1	98.3	96.5
净负债比率(%)	933.7	2248.8	5155.8	2697.9	1174.4
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	9.2	8.5	13.9	13.9	14.2
应付账款周转率	19.9	20.5	24.6	24.3	25.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.11	-0.28	-0.07	0.04	0.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.35	-0.04	0.13	0.14
每股净资产(最新摊薄)	0.47	0.24	0.17	0.21	0.31
估值比率					
P/E	—	—	—	127.1	55.0
P/B	11.6	22.9	32.1	25.6	17.5
EV/EBITDA	21.7	128.9	45.1	27.5	30.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 06 日收盘价

内容目录

1.安源煤业：南部煤企，江钨控股迎来新篇章	6
1.1.公司发展历史及股权结构	6
1.2.夯实主业、布局转型，双轮驱动发展	7
2.煤炭业务：江西唯一上市煤企，安全&成本压力高，多元转型迫在眉睫	9
3.江钨控股：稀缺钨&钽铌公司，小金属瑰宝，价值可期	12
3.1.百年江钨，价值可期	12
3.2.钨&钽铌业务为核心	13
3.2.1.钨行业龙头，深加工方向持续突破	15
3.2.2.亚洲最大钽铌锂矿之一，国内最大钽铌采选基地	17
3.2.3.稀土和其他业务	19
3.3.核心业务价值已近 300 亿元，多元驱动有色巨头未来可期	23
3.3.1.钨业务价值望突破 200 亿元，后市增量可观	23
3.3.2.钽铌锂业务价值亦值百亿	25
4.盈利预测及投资建议	27
4.1.核心假设	27
4.2.盈利预测	27
4.3.投资建议	28
风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展历史	6
图表 2: 公司股权结构 (截止 2025 年 6 月)	7
图表 3: 公司营业收入及增速	7
图表 4: 公司归母净利润及增速	7
图表 5: 公司自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务营收和增速 (万元)	8
图表 6: 公司煤炭业务、自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务营收比例	8
图表 7: 公司自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务及销售毛利率	8
图表 8: 公司自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务毛利	8
图表 9: 公司生产矿井梳理 (截止 2025 年 6 月)	9
图表 10: 公司煤炭矿区资源储备梳理 (截至 2024 年年报)	9
图表 11: 公司原煤产量及增速	10
图表 12: 公司商品煤产销量	10
图表 13: 公司煤价与市场趋势基本一致 (元/吨)	10
图表 14: 公司半年度吨煤售价、成本、毛利 (元/吨)	11
图表 15: 公司位于煤炭行业成本右侧	11
图表 16: 公司发展历史	12
图表 17: 公司股权结构	13
图表 18: 现有矿井与资源储量	13
图表 19: 公司营业收入、营业成本及增速	14
图表 20: 公司毛利及毛利率	14
图表 21: 公司主营业务营收情况	14
图表 22: 公司主营业务营收比例	14
图表 23: 公司主营业务毛利率	15
图表 24: 公司主营业务毛利 (百万元)	15
图表 25: 钨产业链加工和深加工全景图	16
图表 26: 公司钨业务分品种产能 (截至 2023 年 6 月末)	16
图表 27: 钨冶炼业务产销情况	16
图表 28: 钨深加工产品业务产销情况	17
图表 29: 钨冶炼业务产能、产销量	17

图表 30:	钨深加工产品业务产能、产销量	17
图表 31:	钽铌业务分品种产销量	18
图表 32:	钽铌业务收入、成本、毛利及毛利率	18
图表 33:	钽铌系列产品	19
图表 34:	江钨控股稀土业务分品种产销量	20
图表 35:	铜钴镍钼锡业务分品种销量	20
图表 36:	铜钴镍钼锡系列产品	21
图表 37:	贸易业务收入、成本及毛利	22
图表 38:	机械制造系列产品	22
图表 39:	厦门钨业钨资源情况	23
图表 40:	厦门钨业钨冶炼和加工业务产能（截至 2021 年末）	23
图表 41:	厦门钨业“钨业务”营收拆分	24
图表 42:	中钨高新产品产量	24
图表 43:	中钨高新营收拆分	24
图表 44:	章源钨业营收拆分（有色金属采掘、冶炼、金属加工业务）	25
图表 45:	厦门钨业、中钨高新、章源钨业市盈率梳理（截至 2025.5.23 收盘）	25
图表 46:	东方钽业钽铌业务营收拆分	26
图表 47:	东方钽业市盈率梳理（截至 2025.5.23 收盘）	26
图表 48:	公司主要业务数据假设	27
图表 49:	公司主要业务板块盈利预测	27

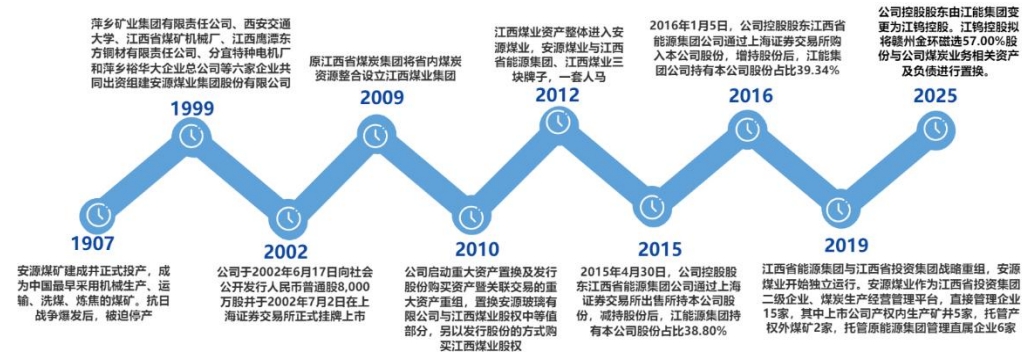
1.安源煤业：南部煤企，江钨控股迎来新篇章

1.1.公司发展历史及股权结构

以煤为基，“江钨”控股后有望持续开拓布局。安源煤业集团股份有限公司于1999年12月30日由萍乡矿业集团有限责任公司、西安交通大学、江西省煤矿机械厂、江西鹰潭东方铜材有限责任公司、分宜特种电机厂和萍乡裕华大企业总公司等六家企业共同出资组建。2002年7月2日，公司在上海证券交易所挂牌交易。

- 2010年12月24日，江西省能源集团有限公司通过行政划转方式将其下属全资子公司所持本公司股份无偿划转至江西能源集团（原江煤集团）直接持有。
- 2012年7月17日，公司召开临时股东大会，将公司名称变更为安源煤业集团股份有限公司。
- 2016年1月5日，公司控股股东江西省能源集团公司通过上海证券交易所增持本公司股份后，持有本公司股份占比为39.34%。
- 2025年，公司控股股东拟发生变更，原第一大股东江能集团将所持全部股份通过国有股份无偿转化至江钨控股。2025年4月2日，公司收到江钨控股发来的中国证券登记结算有限责任公司出具的《证券过户登记确认书》，本次国有股份无偿划转已完成过户登记手续，江能集团不再持有公司股份，公司控股股东由江能集团变更为江钨控股，公司实际控制人未发生变更，仍为江西省国资委。

图表1：公司发展历史



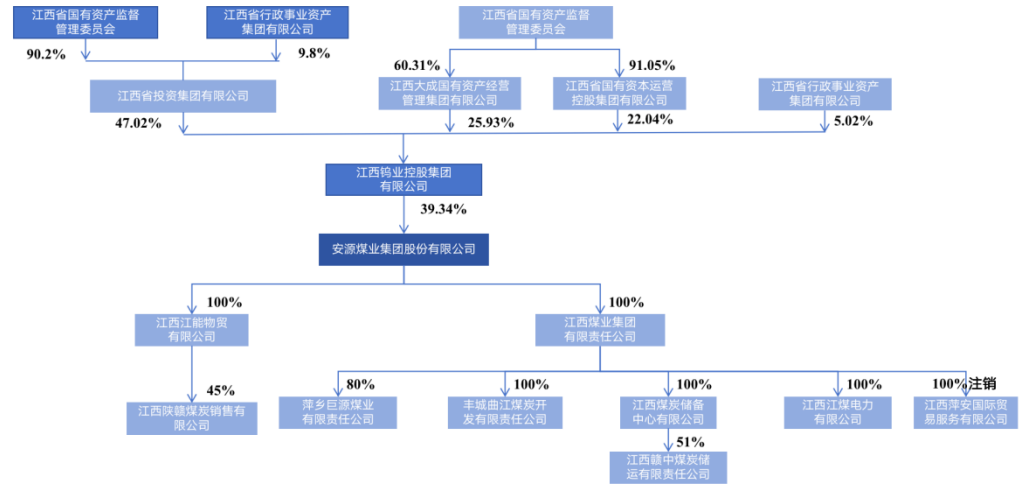
资料来源：Wind, pxc coal, 新浪财经, 公司公告, 中国矿业报, 国盛证券研究所

背靠江西省国资委&江西省投资集团有限公司。2024年12月24日，江西省国有资产监督管理委员会将其持有的江西钨业控股集团有限公司47.02%国有股权无偿划转给江西省投资集团有限公司。为优化资源配置，支持企业实现高质量，2024年12月25日，公司控股股东拟发生变更，原第一大股东江西省能源集团有限公司通过国有股份无偿划转拟将其持有的全部389486090股股份（占公司总股本的39.34%）无偿转让给江西钨业控股集团有限公司，转化后公司控股股东将由江能集团变更为江钨控股，公司间接控股股东为仍为江投集团，实际控制人仍为江西省国资委。

置换煤炭主业，管理人员变更，布局未来。根据公司2025年4月最新《安源煤业集团股份有限公司关于筹划重大资产置换暨关联交易的提示性公告》，江钨控股拟将控股子公司江西江钨控股发展有限公司持有的赣州金环磁选科技装备股份有限公司57.00%股份与公司所持有的煤炭业务相关资产及负债进行置换，拟置入资产与拟置出资产交易价格的差额由一方向另一方以现金等方式补足。截至5月1日公告披露日，公司已与部

分中介机构签订重组服务协议，并有序组织中介机构对本次交易标的开展审计、评估和尽职调查等工作。本次交易完成后，安源煤业主营业务将涵盖磁选、重选及智能选矿设备的研发、生产、销售及矿业全流程解决方案，实现主营业务的战略转型，有利于公司改善资产质量、增强上市公司盈利能力和可持续经营能力。此外，公司核心管理层人员迎来将系列变更，安源煤业4月19日分别发布董事会、监事会换届选举的公告。**我们认为置换煤炭主业、管理层人员系列变更或为“江钨”有色稀缺资产逐渐并入“安源煤业”的第一步，布局未来，价值待现。**

图表2: 公司股权结构 (截止 2025年6月)

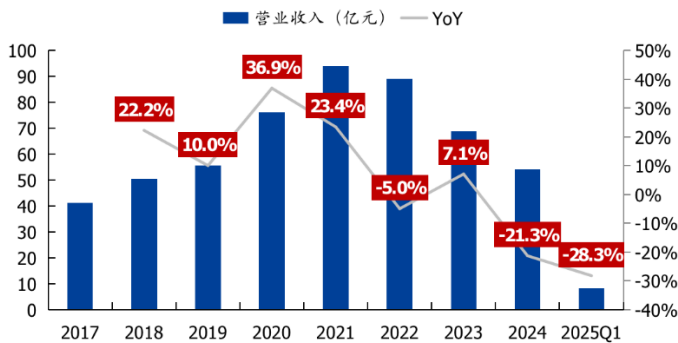


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 夯实主业、布局转型，双轮驱动发展

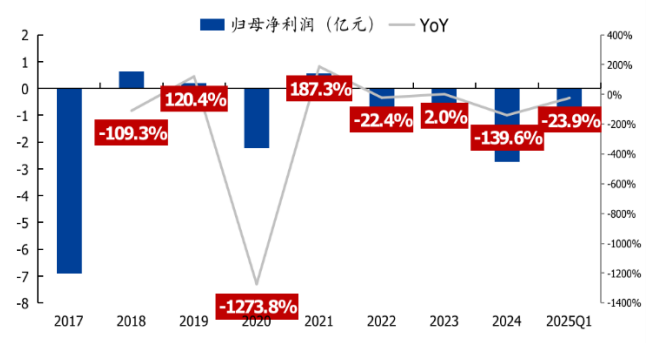
煤炭安全压力大至成本增长，叠加价格下行，24年净利润增亏。2017-2024年，公司营业收入由41.30亿元提升至54.04亿元，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=3.9%，其中受益于高煤价催化，2021年公司围绕“三稳三升三倍增”的奋斗目标，实现营业收入93.84亿元，同比增长23.42%，实现归母净利润0.55亿元。2024年公司实现归母净利润-2.73亿元，同比下降139.6%，与上年同期相比出现增亏，主要原因系，一是受安全事故及丰城区域三对煤矿停产整改影响，分煤种销量同比减少14.1万吨，减收6528万元；二是煤炭市场行情回落，分煤种售价同比下跌减收16475万元。公司25Q1实现营业收入8.22亿元，同比-28.26%。归母净利润为-1.2亿元，同比下降23.92%。

图表3: 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司归母净利润及增速

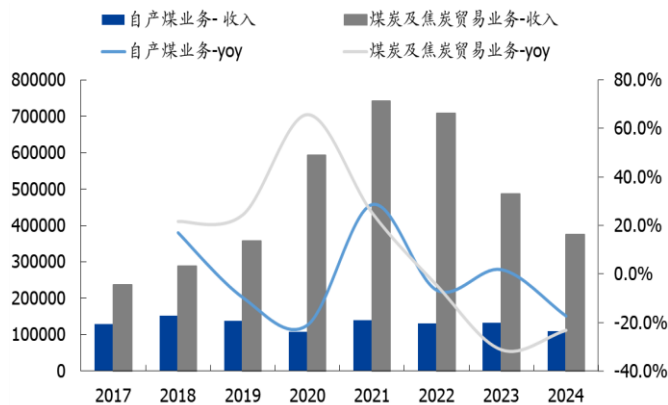


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

煤炭业务为公司主要业绩贡献。公司煤炭业务主要分为自产煤业务及煤炭及焦炭贸易业务

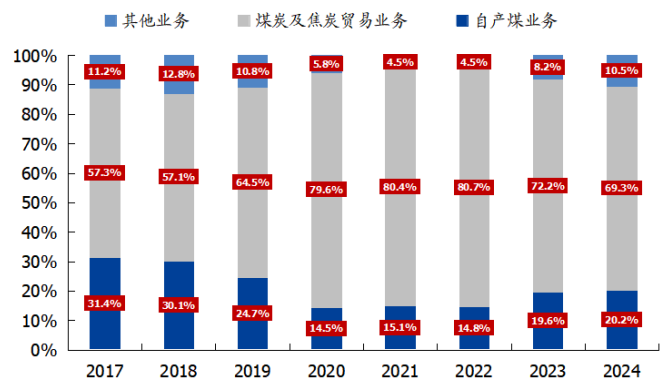
- **自产煤业务**，2017-2024年，公司自产煤业务营收由12.98亿元下降至10.94亿元，毛利由2.3亿元下降至亏损0.58亿元，毛利及营收下滑主要系近几年煤价下行叠加公司因煤矿高瓦斯、开采年限较高，成本压力持续增长，矿难频发持续拖累产销量等原因。
- **煤炭及焦炭贸易业务**，2017-2024年，公司煤炭及焦炭贸易业务营收由23.68亿元增长至37.47亿元，毛利由0.56亿元增长至0.84亿元，公司贸易业务经验丰富，毛利率基本稳定。

图表5: 公司自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务营收和增速 (万元)



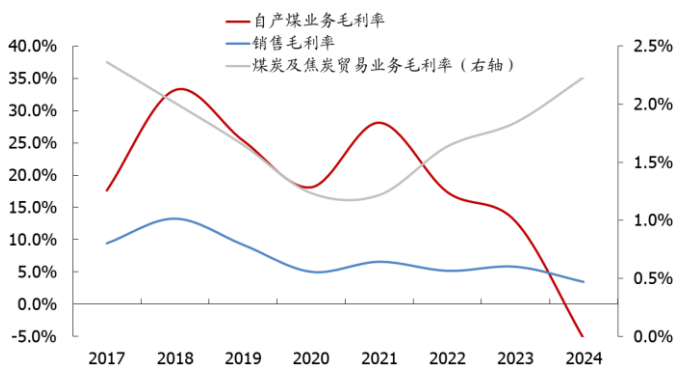
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司煤炭业务、自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务营收比例



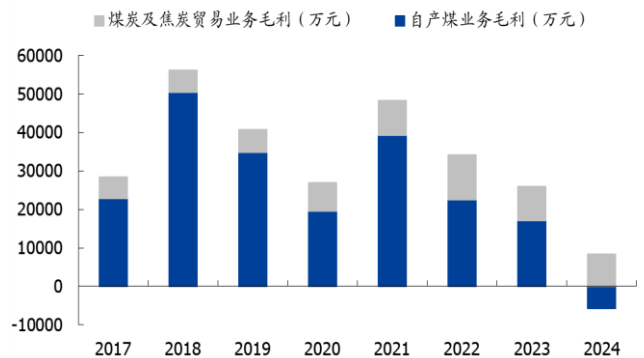
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 公司自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务及销售毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司自产煤业务、煤炭及焦炭贸易业务毛利



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

以煤为基，谋篇布局加快转型发展。随着公司控股股东变更，现第一大控股股东江钨集团作为国内稀有金属行业的重要企业集团，形成了钨、稀土、钽铌锂、铜钴镍四大金属产业板块和机械制造科研服务、内外贸易三个非金属产业板块相互支撑的产业体系。**其黑钨金属可采储量占全国的60%，可开采30年以上；钽铌金属可采储量占全国的59%，可开采50年以上；金属锂储量占全国的4.2%，可满足年产2万吨碳酸锂的锂云母原料供应。**江钨控股作为钨业龙头企业将入主煤炭企业，有望带动产业链协同发展，其强大的产业基础和资源储备将有效促进安源煤业在新能源行业的布局与转型。

2.煤炭业务：江西唯一上市煤企，安全&成本压力高，多元转型迫在眉睫

江西省唯一上市煤企。江西省煤炭消费量远超自产煤炭量，公司作为江西省属唯一的煤炭上市企业，承担保障江西省煤炭持续稳定供应职责，在江西省煤炭供需格局中拥有突出的地位。

- 截至 2024 年年报，公司拥有 4 个煤矿，主要煤炭生产基地位于江西省丰城和萍乡等地，煤炭资源量约 12493.7 万吨，可采储量约 7586.4 万吨；
- 煤种主要有冶炼精煤、洗动力煤、混煤、筛混煤、洗末煤、块煤等（煤种主要包括主焦煤、1/3 焦煤、无烟煤、贫瘦煤、烟煤等），
- 销售结构：江西省内外（约 80%在江西省内）钢铁厂、火电厂、焦化厂；煤炭及物资流通业务主要为煤炭贸易（主要为动力煤、精煤、焦炭）、以及矿山物资贸易；
- 生产矿井产能：安源煤矿（78 万吨/年），曲江煤矿（60 万吨/年），尚庄煤矿（2024 年年报披露转让给控股股东，40 万吨/年），山西煤矿（33 万吨/年），流舍煤矿（30 万吨/年），生产矿井合计产能 241 万吨/年。

图表9: 公司生产矿井梳理 (截止 2025 年 6 月)

矿区名称	状态	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)
安源煤矿 (萍乡矿区)	在产	1/3 焦煤	0.24	0.12	78
曲江煤矿 (丰城矿区)	在产	主焦煤	0.75	0.53	60
尚庄煤矿 (丰城矿区, 2024 年年报披露转让给控股股东)	在产	焦煤	0.23	0.15	40
山西煤矿 (丰城矿区)	在产	贫瘦煤	0.10	0.05	33
流舍煤矿 (丰城矿区)	在产	贫瘦煤	0.16	0.21	30
合计	/	/	1.48	1.06	241

资料来源: 公司公告, 江西省投资集团有限公司信用评级报告, 国盛证券研究所

图表10: 公司煤炭矿区资源储备梳理 (截至 2024 年年报)

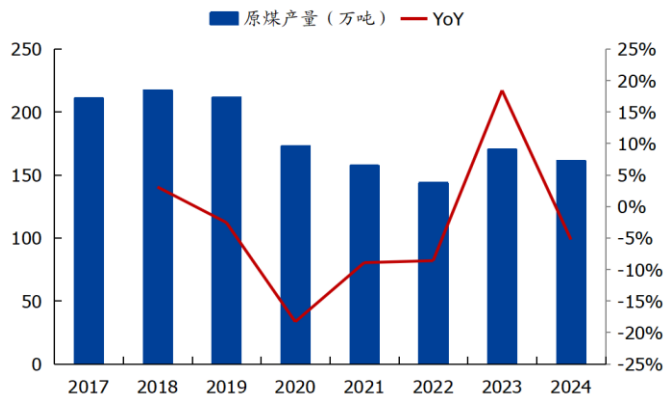
矿区名称	地理位置	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)
萍乡矿区	萍乡市	焦煤	0.24	0.11	0.11
丰城矿区	丰城市	动力煤	0.26	0.12	0.12
丰城矿区	丰城市	焦煤	0.75	0.53	0.53

资料来源: 公司 2024 年年报, 国盛证券研究所

受低质条件压力及矿井事故影响产销量下降。

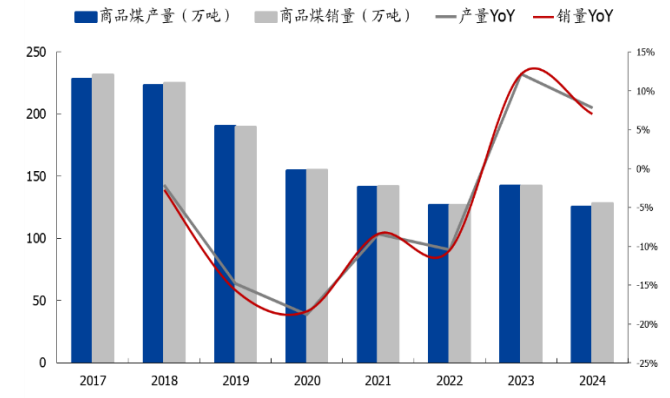
- 产量方面，2017-2024 年原煤产量由 211 万吨下降至 161 万吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=-3.3%。2017-2024 年商品煤产量由 228 万吨下降至 126 万吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=-7.2% 受地址条件压力负荷率略欠，后续有望关注产能利用率爬坡。
- 销量方面，公司基本处于满销状态，2017-2024 年，公司商品煤销量由 231.6 万吨下降至 128.4 万吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=-7.1%，2017-2024 年产销率平均 100.6%以上。
- 公司近年来煤矿事故拖累产销。2024 年曲江煤矿发生安全事故，煤矿累计停产 138 天；2022 年 9 月曲江煤矿发生安全事故、2022 年 3 月尚庄煤矿发生安全事故，两起生产安全事故所属矿井累计停产时间长达 314 天；2021 年尚庄煤矿发生安全事故，停产 59 天；2020 年 6 月尚庄煤矿发生安全事故。

图表11: 公司原煤产量及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表12: 公司商品煤产销量

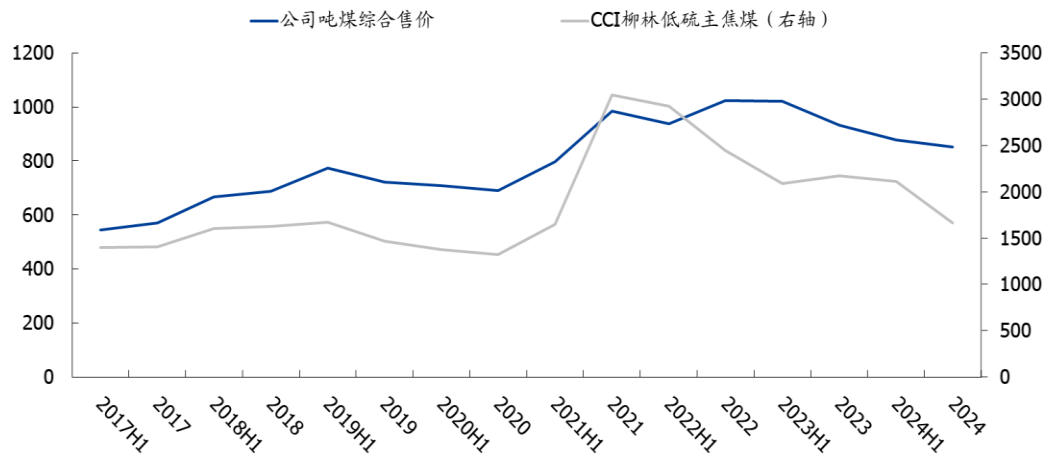


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司煤价与市场趋势基本一致，但因矿井开采条件&矿难影响，煤炭成本压力持续积累。

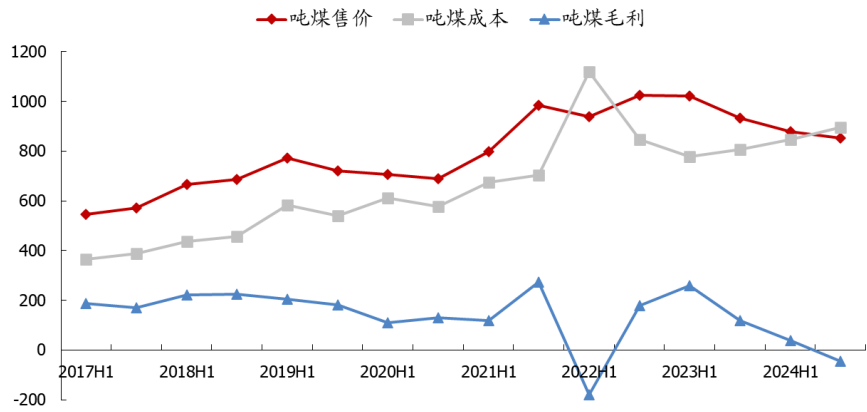
- 公司煤价与市场趋势（柳林低硫主焦）基本一致。2024年公司分煤种煤炭综合售价851.73元/吨，同比减幅8.29%，其中，焦煤售价1541.36元/吨，同比减幅9.07%；动力煤售价460.77元/吨，同比减幅19.82%。
- 安全事故叠加矿井开采劣势，公司成本压力持续增长，位于行业成本右侧。公司现有矿井煤层薄、赋存深，且地质条件复杂，同时面临顶板、瓦斯、水患、火灾和煤尘五大自然灾害，在煤炭开采过程中极易产生安全隐患。随着矿井开采深度增加，运输环节增多，近年来安全事故频发。2017-2024年，公司吨煤成本由388元/吨增至897元/吨，压力持增，且2024年公司吨煤因价格下行成本增长已没有利润。

图表13: 公司煤价与市场趋势基本一致 (元/吨)



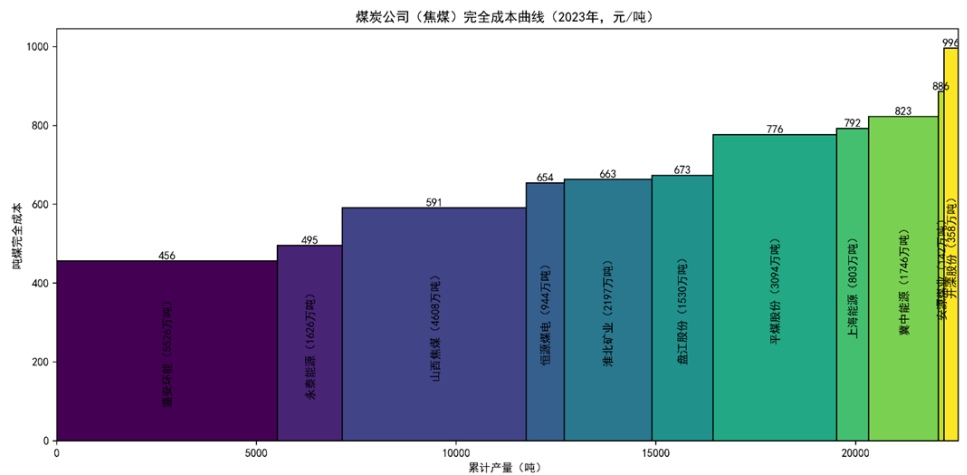
资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表14: 公司半年度吨煤售价、成本、毛利(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表15: 公司位于煤炭行业成本右侧



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

止损聚焦转型，资源整合迫在眉睫。安源煤业是江西省唯一的煤炭板块公司，具有较强的区位、港口码头资源和煤电一体化优势，在省内煤炭生产、引煤入赣、能源保供、煤炭储备运输中起到至关重要作用。但从不利条件看，煤炭资源接续比较紧张、域外煤矿托管仍显稚嫩、煤矿并购项目未有落地，企业负债居高不下，抗风险能力较弱等，当前公司“**稳**”的压力巨大，“**改**”的要求迫切，“**进**”的任务艰巨，剥离煤炭资产可**减少持续亏损负担，聚焦更具竞争力的领域。**

- **置换金环磁选，技术驱动的新增长点。**公司于2025年4月3日发布了《安源煤业关于筹划重大资产置换暨关联交易的提示性公告》，本次交易完成后，上市公司主营业务将涵盖磁选、重选及智能选矿设备的研发、生产、销售及矿业全流程解决方案的提供，实现主营业务的战略转型。拟置入的金环磁选57%股权属于江钨控股旗下优质资产，其核心产品SLon磁选机国内市场占有率超70%，拥有国家级专精特新“小巨人”企业资质，技术壁垒高且盈利能力稳定，契合国家高端装备制造政策导向。
- **控股股东变更助力资源整合。**截至2025年4月2日，公司控股股东由江能集团变更为江钨控股，有利于公司整合江钨非煤资源，通过置入资产及外拓整合非煤资源改善报表质量，未来安源煤业现金流稳定性有望进一步提升，“**稳**”→“**进**”逐步兑现。

3.江钨控股：稀缺钨&钽铌公司，小金属瑰宝，价值可期

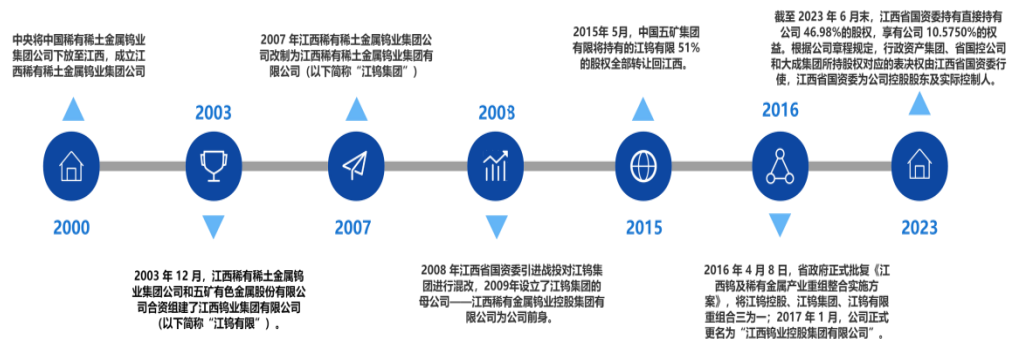
3.1.百年江钨，价值可期

江西钨业控股集团有限公司（简称“江钨控股集团”）是江西省属重点国有大型工业企业，**传承中国钨业百年历史**。江钨控股系由国内较早发现钨的西华山钨矿、中华苏维埃中央临时政府成立的“中华钨矿公司”、建国后成立的中央重工业部中南钨矿局、中国华兴钨业公司、中国稀有稀土金属钨业集团公司等一脉相承演变而来。

- 2000年中央将中国稀有稀土金属钨业集团公司下放至江西，成立江西稀有稀土金属钨业集团公司。
- 2003年12月，江西稀有稀土金属钨业集团公司和五矿有色金属股份有限公司合资组建了江西钨业集团有限公司（以下简称“江钨有限”），分别持股49%和51%。
- 2007年江西稀有稀土金属钨业集团公司改制为江西稀有稀土金属钨业集团有限公司（以下简称“江钨集团”），2008年江西省国资委引进战投对江钨集团进行混改，2009年设立江钨集团母公司——江西稀有金属钨业控股集团有限公司，为公司前身。
- 2015年5月，中国五矿集团有限将持有的江钨有限51%的股权全部转让回江西。
- 2016年4月8日，省政府正式批复《江西钨及稀有金属产业重组整合实施方案》，将江钨控股、江钨集团、江钨有限重组合三为一；2017年1月，公司正式更名为“江西钨业控股集团有限公司”。

公司形成钨、稀土、钽铌锂、铜钴镍四大金属产业及机械制造、科研服务、内外贸易三大非金属产业协同发展格局，位列中国钨业协会主席团成员、国际钨协（ITIA）及钽铌协会（TIC）会员。

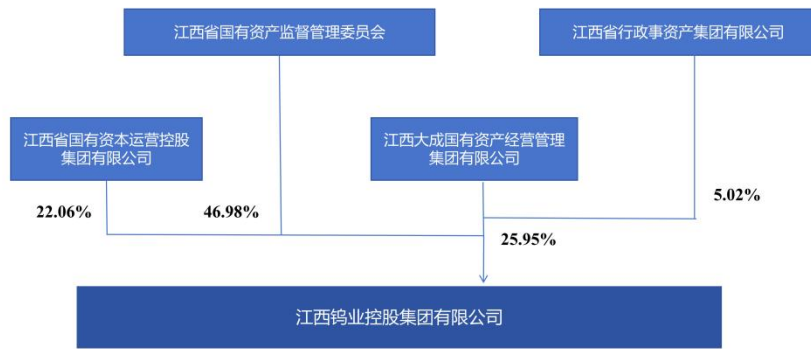
图表16：公司发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，评级报告，国盛证券研究所

背靠江西省国资委。截至2024年3月末，江西省国资委持有直接持有公司47%的股权，其控股子公司江西省国有资本运营控股集团有限公司和江西大成国有资产经营管理集团有限公司分别持有公司22%和26%的股权，其余公司股权及权益由江西省行政事业资产集团有限公司持有。根据公司章程规定，行政资产集团、省国控公司和大成集团所持股权对应的表决权由江西省国资委行使，**江西省国资委为公司控股股东及实际控制人。**

图表17: 公司股权结构



资料来源: 债券说明书, 国盛证券研究所

小金属资源禀赋优势突出。

- **钨:** 截至 2023 年 6 月末, 公司保有钨资源储量 49.66 万金属吨, 黑钨金属可采储量占全国的 60%, 可开采 30 年以上。公司在生产钨矿山企业 5 户, 资源储量为 15.63 万金属吨。
- **钽铌&锂:** 公司下属宜春钽铌矿为亚洲最大钽铌锂矿之一, 是我国规模最大的钽铌采选企业和钽铌锂原料生产基地, 钽铌金属可采储量占全国的 59%, 可开采 50 年以上; 金属锂储量占全国的 4.2%, 可满足年产 2 万吨碳酸锂的锂云母原料供应。

图表18: 现有矿井与资源储量

现有矿井	资源储量	其他
5 座钨矿山	15.63 万吨	在产
宜春钽铌矿	350 吨/年	年处理矿石量 231 万吨, 年生产钽铌精矿 (折合成含量 50%) 350 吨、锂云母 (折合成含量 5%) 12 万吨、锂长石 120 万吨 (在产)
小东坑钨矿区	30 万吨/年	在建

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 钨&钽铌业务为核心

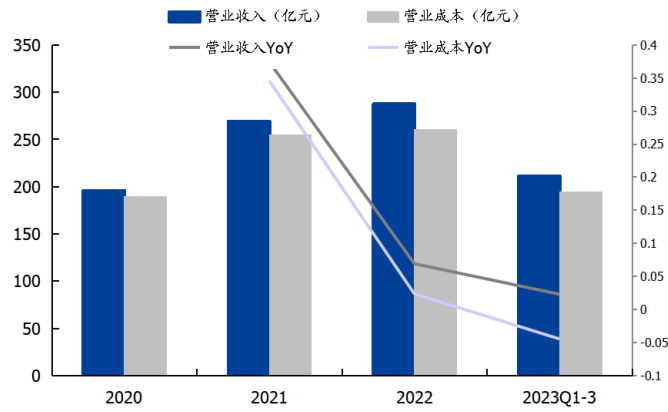
公司主要从事钨采选、冶炼、加工和贸易等业务, 兼营稀土化合物及稀土深加工产品。近年公司钨深加工产品中高端产品产销量及价格保持增长, 产品结构有所优化, 业务收入及盈利水平整体有所提升。2020-2022 年, 公司营业收入由 196 亿元提升至 288 亿元, CAGR 达 13.7%。其中, 2022 年公司业绩尤为亮眼, 实现营业收入 288 亿元, 同比增长 6.9%; 2023 年 Q1-3, 受益于资源价格上行, 公司实现营业收入 211 亿元, 实现毛利润 17 亿元。

- **钨业务,** 2020-2022 年, 公司钨业务占总营收的比例维持在 15%-17%之间, 占公司毛利比例从 2020 年 4%逐步上涨至 2022 年的 23%, 按年保持稳定增长。2023 年 Q1-3 钨业务营收达 28.3 亿元, 毛利达 2.9 亿元, 是公司业绩的重要贡献来源。
- **钽铌业务,** 2020-2022 年, 钽铌业务营收由 7.3 亿元增长至 25.2 亿元, CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₂ 达 85.6%, 毛利由 2.5 亿元增长至 17.6 亿元, 增长迅速, 毛利率由 2020 年的 34.4%增长至 2022 年的 69.8%, 增长较高且维持较高水平, 主要为下属尾矿钽铌矿

石的开采带来较高收益。2023年Q1-3钽铌业务实现营业收入19.3亿元，实现毛利12.3亿元，毛利率63.8%稳定高位。

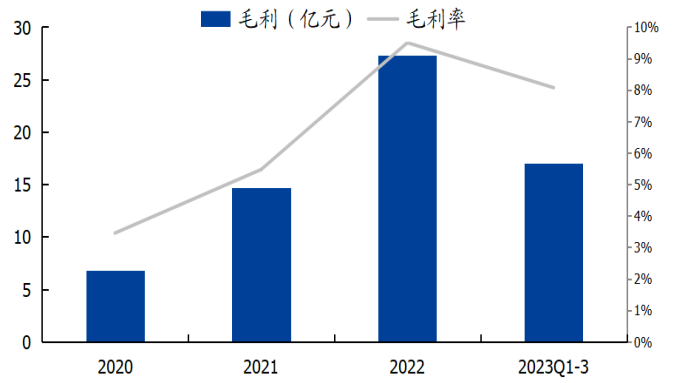
- **稀土和其他业务**，2020-2023年Q1-Q3，稀土业务营收由18.6亿元增长至24.6亿元；铜钴镍钨锡业务营收由29.9亿元增长至2021年50.4亿元，2023年Q1-3回落至23.6亿元；贸易业务营收由99.2亿元增长至110.8亿元，是公司业绩的主力贡献来源。

图表19: 公司营业收入、营业成本及增速



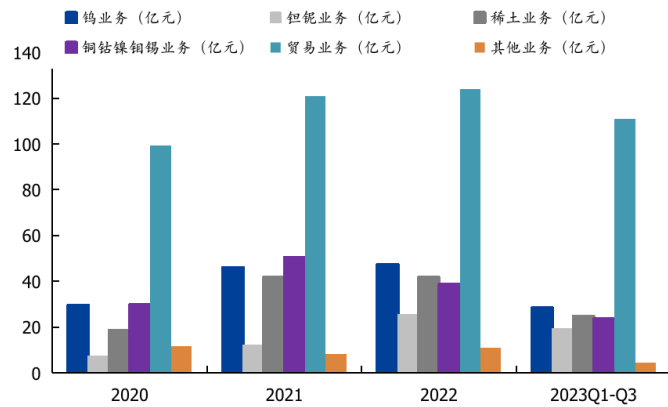
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 公司毛利及毛利率



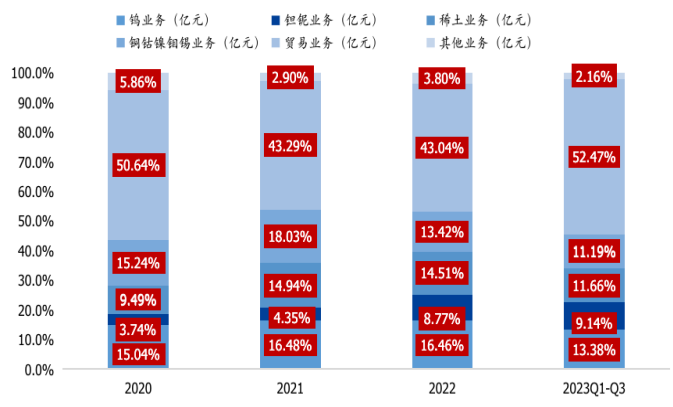
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表21: 公司主营业务营收情况



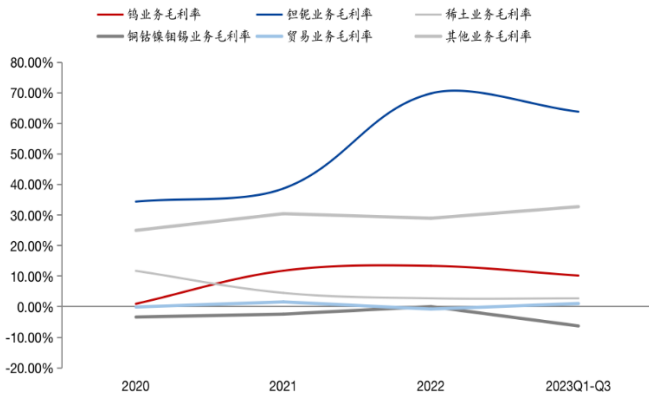
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 公司主营业务营收比例



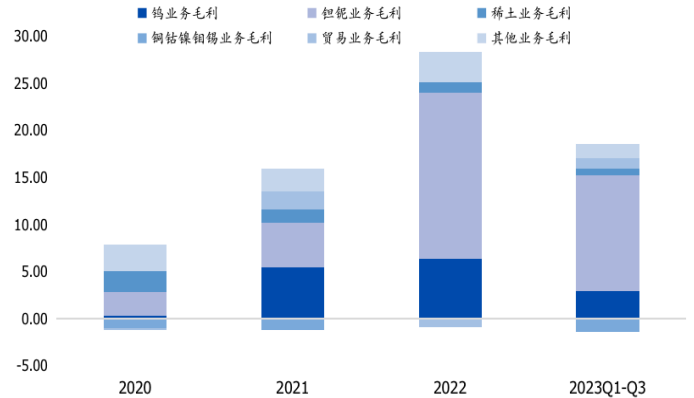
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表23: 公司主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表24: 公司主营业务毛利 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.1. 钨行业龙头, 深加工方向持续突破

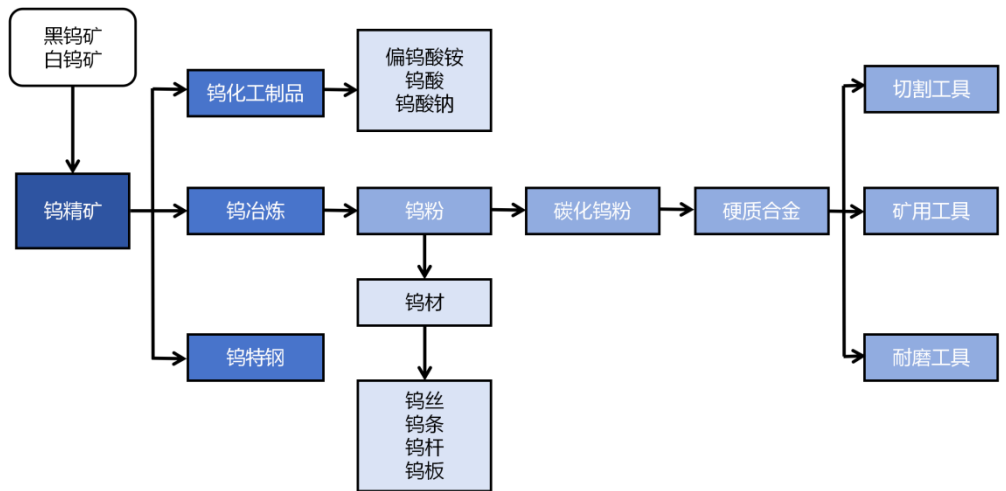
公司是国内钨行业龙头企业之一。公司钨采选、冶炼及深加工一体化产业链完整, 矿产资源丰富, 钨产品生产能力较大, 处于行业前列, 钨冶炼技术先进, 产品种类丰富、知名度较高, 具备很强的市场竞争力。

- **钨矿资源储量及开采情况方面**, 公司拥有较丰富的矿产资源, 截至 2022 年底, 公司已取得采矿证的钨资源储量为 23.27 万金属吨, 已取得探矿权证的钨资源储量为 28.93 万金属吨。**截至 2023 年 6 月末, 公司保有钨资源储量 49.66 万金属吨, 以黑钨精矿为主, 其可采储量 (WO₃) 占全国 60% (可采 30 年以上)。**公司在生产钨矿山企业 5 户, 资源储量为 15.63 万金属吨, 已开采年限普遍在 40 年以上。目前公司计划在矿区范围进行深边部勘探, 扩大资源量, 同时在建小东坑钨矿区 30 万吨/年的钨矿开采项目, 预计随着在建钨矿投产, 公司钨精矿产量将有所提升。
- **钨系列产品方面**, 集团公司生产黑钨精矿、白钨精矿、仲钨酸铵、黄色氧化钨蓝色氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨棒、钨条、钨丝、特种钨丝等矿产品, 冶炼产品及深加工产品, 形成了从矿到终端产品全产业链的布局。

钨冶炼业务布局完善。近年来公司钨冶炼产能保持相对稳定, 公司钨冶炼产品主要包括 APT、偏钨酸铵、氧化钨、钨粉和碳化钨。其中, 仲钨酸铵 (APT) 属原料端产品, 是由钨精矿冶炼获得; 氧化钨由 APT 煅烧制成; 钨粉是钨中游产品, 以氧化钨为原料, 再以氢气还原制备后的产物; 碳化钨粉是钨中游产品, 由钨粉加炭再进行高温碳化后的产物, 是生产硬质合金的主要原料。

- **原材料采购方面**, 公司钨冶炼业务的冶炼及加工上游产品为钨精矿和 APT, 既有内部供应, 也有外部采购。自产钨精矿大部分为高品位钨精矿, 大部分仅供自用, 少部分向战略合作客户少量供应; 外采主要来源湖南、洛阳等地区矿山企业或部分贸易企业。2022 年公司钨精矿内部采购及外部采购占比分别为 59% 和 41%。
- **钨冶炼业务产量方面**, 2020 年-2022 年公司钨冶炼产能保持稳定, 原料自产量维持在 1.2-1.6 万吨间, 原料采购量稳定在 1.0 万吨左右小幅波动。
- **销量与价格方面**, 近年来公司钨冶炼产品销量水平有所波动, 受益于价格水平提高, 钨冶炼业务收入保持增长。2021 年钨产品市场需求较好, 销售收入达 28 亿元, 创下新高; 产品价格方面, 近年来钨冶炼产品市场需求较好, 产品价格保持增长, **2020-2022 年销售均价由 10.6 万元/吨上涨至 16 万元/吨, CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₂=22.9%。**

图表25: 钨产业链加工和深加工全景图



资料来源: 厦门钨业公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 公司钨业务分品种产能 (截至 2023 年 6 月末)

品种	产能
APT (仲钨酸铵, 钨精矿冶炼)	2.2 (万吨/年)
氧化钨 (APT 嫩烧制成)	1.2 (万吨/年)
钨粉 (氧化钨为原料, 再以氢气还原制备)	1.0 (万吨/年)
碳化钨 (钨粉加炭再进行高温碳化)	0.8 (万吨/年)
钨铁	0.5 (万吨/年)
硬质合金	0.08 (万吨/年)
数控刀片	0.018 (万吨/年)
硬面材料	0.07 (万吨/年)

资料来源: 公司评级报告, 国盛证券研究所

图表27: 钨冶炼业务产销情况

年份	销售均价 (万元/吨)	销售收入 (亿元)	原料自产量 (万吨)	原料采购量 (万吨)	采购均价 (万元/吨)
2020 年	10.6	21.0	1.3	1.0	8.8
2021 年	11.6	28.0	1.3	1.6	10.1
2022 年	16.0	20.3	1.5	1.0	11.4
2023 年 Q1-3	14.7	16.1	0.85	1.0	11.9

资料来源: 公司评级报告, 国盛证券研究所

钨深加工业务持续深入探索。目前, 公司钨深加工产品上已形成**钨铁、硬质合金、数控刀片及硬面材料**的生产能力。公司硬质合金和数控刀片主要的产品为棒材系列和数控刀片, 钨铁产品以传统的 70 钨铁、80 钨铁为主, 硬面材料产品以热喷涂粉末、难熔金属粉末、难熔金属碳化物等新型硬面材料为主。

➢ **销售半径方面,**硬质合金、数控刀片的主要销售区域是华东和华南区域, 其中华东以江苏、浙江、上海及山东为主, 华南以广东为主。

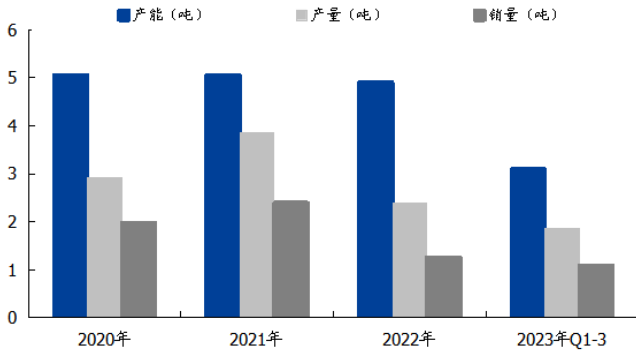
- **销量与价格方面**，近年公司钨深加工产品销量有所波动，2021年钨深加工产品销量大幅增长，2022年国内钨需求增速下降，钨铁市场需求较弱，产品销量下降，但高端产品硬质合金和硬面材料销量增速较快，销量向附加值高的产品倾斜，产品结构有所优化，**2020-2022年销售收入由2.4亿元增长至4.9亿元，CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₂=44.0%**；**销售均价除2021年有所下降，其余年份均维持在40万元/吨以上。**

图表28: 钨深加工产品业务产销情况

年份	销售均价 (万元/吨)	销售收入 (亿元)
2020年	41.7	2.4
2021年	34.4	3.6
2022年	41.6	4.9
2023年 Q1-3	42.0	4.7

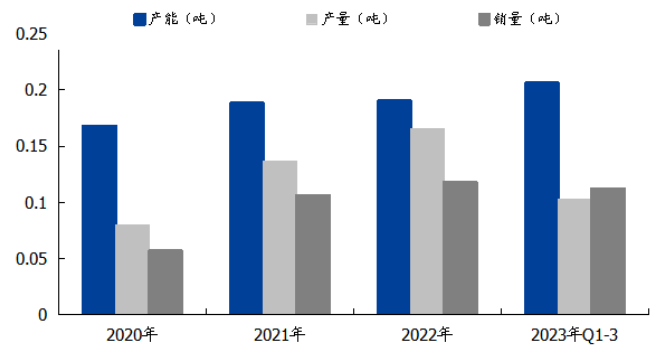
资料来源: 公司评级报告, 国盛证券研究所

图表29: 钨冶炼业务产能、产销量



资料来源: 公司评级报告, 国盛证券研究所

图表30: 钨深加工产品业务产能、产销量



资料来源: 公司评级报告, 国盛证券研究所

蓄势突破，皇冠明珠亦可期。江钨目前在钨产业链深加工方面仍然处于起步阶段，钨产业链高端加工品附加值高、技术门槛密集，主要应用于先进制造、新能源、国防军工等高精尖领域，如光伏钨丝、钨基高温合金，以及高技术要求的硬质合金、高比重钨合金等。我们认为若未来，江钨控股有望通过“安源煤业”的资本与平台优势，叠加政策支持和行业整合趋势，加速向高附加值领域转型，借助上市公司优势，加大融资及技术投入，把握江钨自身稀缺钨资源壁垒，持续推进高端钨加工品产能爬坡和市场认可度，中长期提高市场率，有望成为钨行业“皇冠上的明珠”。

3.2.2. 亚洲最大钽铌锂矿之一，国内最大钽铌采选基地

全国最大的钽铌采选和原料生产基地。公司下属宜春钽铌矿为亚洲最大钽铌锂矿之一，是我国规模最大的钽铌采选企业和钽铌锂原料生产基地，年产钽铌精矿达200吨左右，占全国总量59%（可采50年以上），金属锂储量占4.2%（可满足年产2万吨碳酸锂的锂云母原料供应），具有开采条件好，储量大，有用金属多，综合利用价值高的特点。矿床含钽铌锂铷铯等多种金属，已形成年处理矿石量231万吨，年生产钽铌精矿（折合成含量50%）350吨、锂云母（折合成含量5%）12万吨、锂长石120万吨的规模。国内钽铌冶炼企业消耗钽铌精矿4000吨左右，90%以上从国外进口，对外依赖度极高。

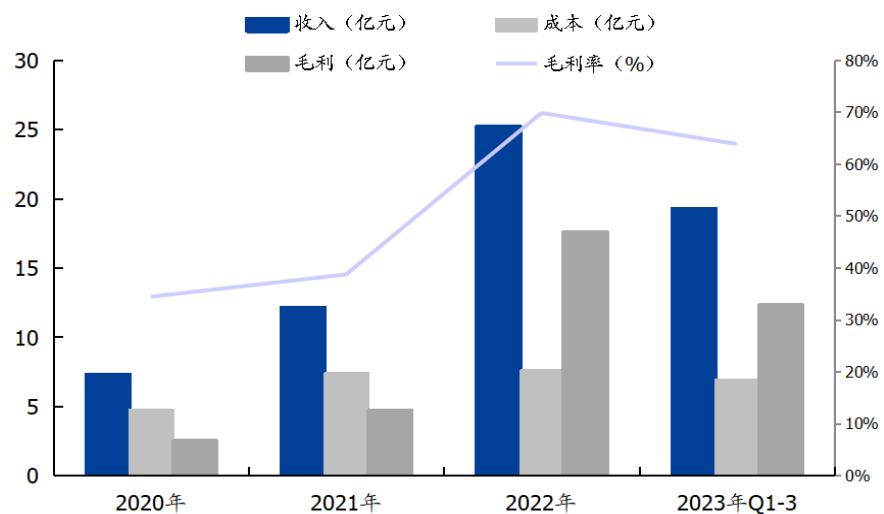
- **钽铌系列产品方面**，公司主要生产钽铌精矿、氧化钽酸钾、高纯度氧化钽、高纯氧化钽、钽粉钽丝、钽片、钽棒、金属钽制品、铌酸锂多晶、单晶、单晶片等产品。钽主要用作固体电解电容器和耐腐蚀化工设备；铌主要用作合金钢添加剂、超导材料、高温合金、氧化合金、陶金电容器等。钽铌产品上游除宜春钽铌矿外主要为国内外贸易企业，下游为各类生产制造型企业。
- **业绩方面**，受益于新能源等行业景气度较高，近年公司钽铌锂业务盈利水平大幅增长。2020-2022年，钽铌业务营收由7.3亿元增长至25.2亿元，CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₂达51.0%，**毛利由2.5亿元增长至17.6亿元，增长迅速，毛利率由2020年的34.4%增长至2022年的69.8%，增速维持高水平**，主要为下属尾矿锂矿石的开采带来较高收益。

图表31: 钽铌业务分品种产销销量

年份	钽铌产品		锂云母		长石粉
	产量(吨)	销量(吨)	产量(万吨)	销量(万吨)	销量(万吨)
2020年	677	551	11.5	10.4	239
2021年	901	799	7.8	10.4	314
2022年	766	751	14.5	10.0	238

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

图表32: 钽铌业务收入、成本、毛利及毛利率



资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

图表33: 钽铌系列产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2.3. 稀土和其他业务

公司稀土板块主要业务包括稀土分离、冶炼加工及下游应用，产品涵盖稀土初级冶炼产品，稀土金属及深加工产品等，下游以永磁材料、电子设备和储氢材料为主，2020-2022年、2023年上半年公司稀土业务产能保持稳定。

- **原材料方面**，公司稀土业务原材料中氯化稀土片，离子型稀土矿全部来源于对外采购，部分稀土化合物及稀土金属等来源于对内采购。公司通过内外部临单与长单结合的行为购买稀土原料，参考市场及平台网站报价综合考虑产品定价，货到验收合格后付款，近年来受稀土价格上涨，公司原材料采购价格大幅增长，业务盈利水平下降。
- **稀土系列产品方面**，集团公司生产各种稀土氧化物，稀土盐类，抛光粉荧光级氧化钇，稀土三基色荧光粉，稀土金属，稀土合金等，稀土金属及其合金，氧化物，氢氧化物，盐类产品广泛应用于冶金工业（如球墨铸铁），石油化工（催化剂），电子工业（荧光材料，激光材料，永磁材料，吸气剂），原子能工业医学和农业等行业。
- **业务模式方面**，公司稀土业务产品主要是以销定产，销售模式以直销为主，主要销售区域位于华南和华北地区。产品价格参考市场及主流网站价格结合自身生产成本制定产品定价。近年来稀土下游市场需求较好，公司稀土业务产品产销量及产品价格整体保持增长，带动稀土业务收入及毛利润保持增长。

图表34: 江钨控股稀土业务分品种产销量

年份	2020年	2021年	2022年	2023年 Q1-3	
稀土产品 1	产能 (吨)	4500	4500	4500	4500
	产量 (吨)	2498	3344	3401	2498
	销量 (吨)	3449	4042	4900	3449
	销售均价 (万元/吨)	43	70	70	43
	销售收入 (万元)	148610	283184	343954	148610
稀土产品 2	产能 (吨)	2400	2500	2500	2400
	产量 (吨)	3371	3867	3767	3371
	销量 (吨)	3298	6197	11769	3298
	销售均价 (万元/吨)	11	16	15	11
	销售收入 (万元)	35191	101993	182191	35191
稀土产品 3	产能 (吨)	2000	2000	2000	2000
	产量 (吨)	2158	1985	1649	2158
	销量 (吨)	2329	1990	1658	2329
	销售均价 (万元/吨)	9	12	18	9
	销售收入 (万元)	19929	23970	29620	19929

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

公司铜钴镍钨锡业务规模有所波动, 主要原材料依赖对外采购, 业务盈利能力较弱公司钴镍钨锡业务涵盖钴镍化合物、铜及铜加工产品、锡精矿、铅锌产品及钨产品。目前, 钴镍钨锡业务收入主要来源于钴盐、铜及铜加工产品和锡精矿等。近年来公司钴盐产品产销量保持增长, 铜及铜加工产品产销量有所波动, 导致公司铜钴镍钨锡业务业务收入有所波动。公司贸易及铜钴镍钨锡业务规模较大, 近年来因资产减值影响, 暂未贡献明显利润。

图表35: 铜钴镍钨锡业务分品种销量

年份	钴镍产品销量 (万吨)	铜及铜加工产品销量 (万吨)
2020年	0.26	5.88
2021年	0.31	7.46
2022年	0.28	5.26

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

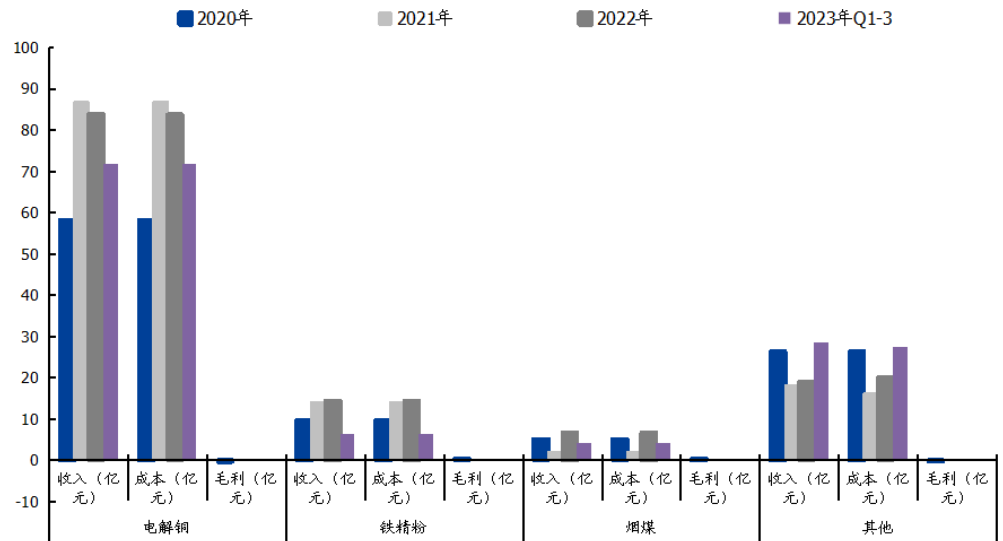
图表36: 铜钴镍铜锡系列产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司贸易业务规模较大, 业务收入逐年增长, 但整体获利能力较弱。公司贸易业务主要依托集团内生产运营单位, 经营有色金属和非金属矿产品及其冶炼、加工产品、普通机械、电器机械及器材、建筑材料等贸易产品进出口及国内贸易。公司贸易业务主要贸易产品包括公司各类钨品、稀土、钽铌、铁合金、小金属, 铜、钴、镍、硅、锰等矿产品及机电设备、建材五金、化工产品等非矿产品。

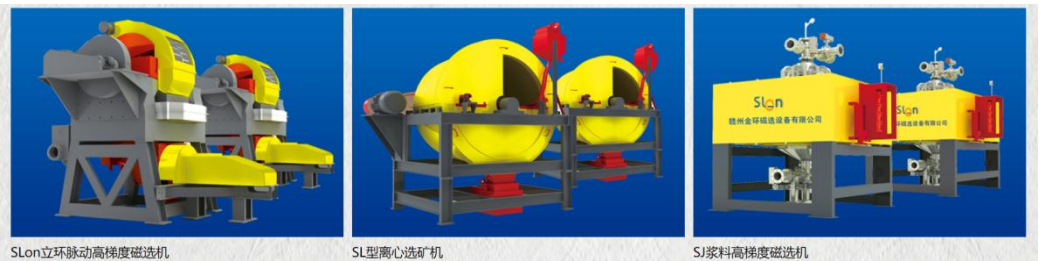
图表37: 贸易业务收入、成本及毛利



资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

公司其他业务包括磁选机、矿山设备及建筑施工等，2021年以来公司承接大量磁选机、矿山设备业务订单，业务收入及利润大幅增长公司其他业务包括磁选机、矿山设备、冶金设备及建筑施工等，其中收入主要来源于磁选机、矿山设备。其中磁选机主要产品为高梯度立环脉动磁选机，永磁选矿机；矿山及冶金机械设备主要有磨机、筛分设备、煅烧炉、混料机等。磁选机、矿山设备订单主要来自于销售员跟进矿山、冶炼企业的新老客户，发掘客户需求提供相应设备及解决方案。2021年以来公司获得大量设备订单，近年公司其他业务收入持续增长，对公司利润贡献大幅提高。

图表38: 机械制造系列产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.3.核心业务价值已近 300 亿元，多元驱动有色巨头未来可期

3.3.1.钨业务价值望突破 200 亿元，后市增量可观

江钨控股与厦门钨业、章源钨业、中钨高新，四家企业均覆盖钨产业链的上游开采、中游冶炼及下游深加工，核心差距在于资源自有率和钨加工品高端化程度。从资源优势来看，江钨控股的黑钨金属可采储量占全国 60%，钨精矿自主率高；章源钨业、厦门钨业和中钨高新钨精矿外购相比较；从钨冶炼加工产品技术来看，江钨控股和厦门钨业、中钨高新均涉足光伏钨丝等新兴领域，而章源钨业在此领域进展缓慢。

- 江钨控股：拥有钨矿采选、年产 1 万吨钨粉、碳化钨粉及高端硬质合金等能力；
- 厦门钨业：仲钨酸铵、氧化钨生产商，并延伸至硬质合金及光伏钨丝领域；
- 中钨高新：依托五矿集团资源，布局硬质合金及工具制造，托管多座矿山；
- 章源钨业：从采矿到硬质合金的全产业链覆盖，但高端产品占比低。

图表39：厦门钨业钨资源情况

在产钨矿	主要品种	资源储量	品位	年产能
宁化行洛坑钨矿	黑钨、白钨	23.46 万吨	0.21%	170.46 万吨/年
都昌阳储山钨钼矿	白钨、钼	钨资源储量 4.8880 万吨，钼资源储量 2.1834 万吨	钨品位 0.159%钼品位 0.035%	148.5 万吨/年
洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿	白钨	/	/	619 万吨/年矿石处理能力
博白巨典油麻坡钨钼矿	钨矿	7.9988 万吨	0.44%	/
在建钨矿	主要品种	资源储量	品位	年产能
博白县油麻坡钨钼矿建设项目	钨钼	/	/	年均产出钨精矿 3,200 吨/年 (65%WO ₃)

资料来源：公司公告，招股募集书，国盛证券研究所

图表40：厦门钨业钨冶炼和加工业务产能（截至 2021 年末）

种类	产能
APT 和氧化钨	30000 吨/年
硬质合金	8000 吨/年
钨粉和碳化钨粉	25000 吨/年
粗钨丝	2000 吨/年
细钨丝	200 亿米吨/年
粗钼丝	1000 吨/年
细钼丝	30 亿米吨/年
刀具	800 万件/年
数控刀片	5000 万片/年

资料来源：公司公告，招股募集书，国盛证券研究所

图表41: 厦门钨业“钨业务”营收拆分

钨业务拆分		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年H1
硬质合金	产量(吨)	4175	4759	6684	6602	6843	/
	销量(吨)	4492	4759	6416	6473	6785	/
细钨丝	产量(吨)	53	58	94	300	871	/
	销量(吨)	55	58	90	272	868	/
总钨钼业务	营业收入 (亿元)	/	71.35	106.33	126.34	155.69	86.03
	营业成本 (亿元)	/	50.12	77.88	95.14	110.96	61.75
	毛利润 (亿元)	/	21.23	28.46	31.20	44.74	24.29
	毛利率	/	29.75%	26.76%	24.70%	28.73%	28.23%

资料来源: 公司公告, wind, 招股募集书, 国盛证券研究所

图表42: 中钨高新产品产量

产量	2021年	2022年	2023年	2024年H1
硬质合金(万吨)	1.3	1.4	1.4	0.72
数控刀片(亿片)	1.0	1.3	1.4	0.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表43: 中钨高新营收拆分

种类	年份	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年H1
切削刀具 及工具	营业收入 (亿元)	24.27	33.09	33.18	30.57	15.72
	营业成本 (亿元)	15.19	21.39	21.74	20.31	10.86
	毛利润 (亿元)	9.08	11.70	11.44	10.27	4.86
	毛利率 (%)	37.41%	35.37%	34.48%	33.58%	30.94%
其他硬质 合金	营业收入 (亿元)	29.45	29.86	35.24	34.31	16.95
	营业成本 (亿元)	23.72	25.19	30.21	29.47	14.80
	毛利润 (亿元)	5.73	4.66	5.03	4.84	2.15
	毛利率 (%)	19.45%	15.62%	14.28%	14.11%	12.66%
难熔金属	营业收入 (亿元)	/	15.06	17.59	21.72	12.21
	营业成本 (亿元)	/	13.11	15.33	19.45	11.15
	毛利润 (亿元)	/	1.95	2.26	2.26	1.06
	毛利率 (%)	/	12.97%	12.82%	10.43%	8.69%
粉末制品	营业收入 (亿元)	/	19.36	23.54	25.37	15.51
	营业成本 (亿元)	/	17.48	21.49	23.57	14.18
	毛利润 (亿元)	/	1.88	2.04	1.80	1.34
	毛利率 (%)	/	9.69%	8.68%	7.10%	8.61%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表44: 章源钨业营收拆分 (有色金属采掘、冶炼、金属加工业务)

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年H1
营业收入 (亿元)	15.55	24.45	30.07	31.77	16.35
营业成本 (亿元)	14.52	22.02	26.51	28.10	14.26
毛利润 (亿元)	1.03	2.43	3.56	3.67	2.09
毛利率 (%)	6.65%	9.94%	11.84%	11.55%	12.80%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

基于可比公司 (厦门钨业、中钨高新、章源钨业) 的 PE 均值, 结合江钨控股的钨业务盈利能力和资源稀缺性进行价值空间估算:

- 截至 2023 年 6 月末, 公司保有钨资源储量 49.66 万金属吨, 以黑钨精矿为主, 按照公司 2022 年自产原料 (钨精矿) 1.5 万吨, 钨精矿即期价格 16 万元/吨 (含税) 即期价格计算, 不含税价格约 14.2 万元/吨, 公司钨精矿年营收约 21.8 亿元, 成本按照行业成本曲线中位 8 万元/吨计算, 假设所得税率 25%, 公司钨精矿年贡献净利润约 7 亿元。
- 2023 年 Q1-3 江钨钨业务毛利 2.9 亿元, 年化毛利约 3.9 亿元, 主要系钨产品销售利润, 根据上文对钨精矿利润的测算, 2023 年钨精矿含税价格 11.9 万元/吨, 2023 年 Q1-3 公司钨精矿产量 8480 吨, 钨精矿成本仍按照 8 万元/吨计算, 公司资产钨精矿毛利润约 2.8 亿元, 故差值得到冶炼加工毛利约 1 亿元, 假设费用率 1%, 冶炼加工为高新技术企业, 所得税率假设 15%, 计算得公司钨冶炼加工净利润约 0.5 亿元。

综上, **公司钨业务 (钨精矿+冶炼加工) 测算年贡献净利润约 7.5 亿元, 参考布局硬质合金及工具制造的中钨高新 2025 年市盈率约 25-27 倍计算, 江钨“钨资产”价值约 191-206 亿元。若考虑公司资源稀缺性溢价及光伏钨丝等业务实现突破, 估值有望进一步突破, 价值空间可期。**

图表45: 厦门钨业、中钨高新、章源钨业市盈率梳理 (截至 2025.5.23 收盘)

公司	2022A	2023A	2024A	2025E
厦门钨业	19.18	15.21	17.71	15.88
中钨高新	31.87	24.45	13.69	25.48
章源钨业	32.00	47.24	45.19	46.86

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3.2. 钽铌锂业务价值亦值百亿

江钨控股“钽铌”业务与东方钽业对比:

- 东方钽业: 高度专注钽铌产业链, 东方钽业是一家覆盖钽铌矿石湿法冶炼、火法冶炼及制品加工全链条的企业, 技术壁垒高, 但东方钽业依赖外购矿石, 原料成本波动敏感;
- 江钨控股: 拥有钽铌矿采选及冶炼能力, 但深加工环节 (如高端靶材、超导材料) 尚未形成显著优势, 业务集中于上游资源和中游冶炼。

图表46: 东方钽业钽铌业务营收拆分

钽铌产品业务	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入 (万元)	57,965	77,423	96,626	109,213	126,417
营业成本 (万元)	46,183	60,098	80,777	89,578	103,219
营业利润 (万元)	11,782	17,325	15,849	19,635	23,198
毛利率	20.33%	22.38%	16.40%	17.98%	18.35%
钽铌及合金制品 (吨)	1483	1885	2104		
超导产品 (支)	11	18	25		

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

考虑到锂价在 2021 年尚未完全走高, 但高于目前价格, 此外钽铌产品市价低于目前价格, 两个细分业务对冲, 大致与目前市场盈利情况接近, 故我们以 2021 年江钨毛利润 4.7 亿元为基础测算, 假设费用率 5%, 所得税率 25%, 江钨钽铌锂净利润约为 3 亿元, 参考东方钽业市盈率约 32-33 倍计算, 公司钽铌理业务价值约 100 亿元。

图表47: 东方钽业市盈率梳理 (截至 2025.5.23 收盘)

公司	2022A	2023A	2024A	2025E
东方钽业	22.98	33.45	32.45	30.32

资料来源: wind, 国盛证券研究所

综上江钨控股作为“钨+钽铌锂+稀土”多元驱动的资源巨头, 当前核心业务(钨+钽铌)价值已约 300 亿元, 且未来随着高端化突破与资产证券化加速, 公司“资源+技术+资本”三重红利将持续释放, 堪称中国稀有金属领域的“隐形冠军”。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 核心假设

生产经营假设：考虑到公司资产置换刚开始仍未结束，我们仍以公司原有煤炭业务做经营假设。

费用假设：1) 预计2025-2027年公司销售费用率为0.64%、0.60%、0.55%；2) 预计2025-2027年公司管理费用率为3.01%、2.60%、2.30%；3) 预计2025-2027年公司研发费用率为0.0%、0.0%、0.0%；4) 预计2025-2027年公司税金及附加比率为0.77%、0.70%、0.65%。

煤炭业务假设：随着安全投入增强，事故矿井恢复生产，预计公司产量有所上升，预计2025-2027年原煤产量170万吨（+5.3%）、180万吨（+5.9%）、180万吨（+0.0%）；公司产销率一直维持在100%左右，预计2025-2027年商品煤销量为170万吨（+32.4%）、180万吨（+5.9%）、180万吨（+0.0%）。考虑到2025年、2026年市场煤价下行，2027年预计底部持稳，预计2025-2027年公司吨煤售价随市场价格波动，分别为810元/吨、780元/吨、770元/吨。

图表48: 公司主要业务数据假设

	2024年	2025年 E	2026年 E	2027年 E
原煤产量（万吨）	161	170	180	180
商品煤销量（万吨）	128	170	180	180
吨煤售价（元/吨）	852	810	780	770
吨煤毛利（元/吨）	-45	34	74	90

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 盈利预测

基于以上假设，预计2025-2027年公司营业收入为53.49亿元、52.88亿元、55.17亿元；同比增长-1.0%、-1.1%、+4.3%；毛利率分别为3.0%、4.5%、5.0%。

图表49: 公司主要业务板块盈利预测

	2024年	2025年 E	2026年 E	2027年 E
煤炭业务				
营业收入（百万元）	5,274.04	5,082.00	5,024.00	5,186.00
Yoy	-21.9%	-3.6%	-1.1%	3.2%
营业成本（百万元）	5,194.71	4,930.84	4,799.62	4,925.20
Yoy	-19.3%	-5.1%	-2.7%	2.6%
毛利率	1.5%	3.0%	4.5%	5.0%
公司合计				
营业收入（百万元）	5,404.33	5,349.47	5,288.42	5,517.02
Yoy	-21.3%	-1.0%	-1.1%	4.3%
营业成本（百万元）	5,215.06	5,190.36	5,052.24	5,239.57
Yoy	-19.4%	-0.5%	-2.7%	3.7%
毛利率	3.5%	3.0%	4.5%	5.0%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

4.3.投资建议

2025年安源煤业控股股东由江能集团变更为江钨控股（通过国有股份无偿划转），有利于公司整合江钨非煤资源，通过置入资产及外拓整合非煤资源改善报表质量，未来安源煤业现金流稳定性有望进一步提升，“稳”→“进”逐步兑现。江钨控股钨业务（钨精矿+冶炼加工）测算年贡献净利润约7.5亿元，参考布局硬质合金及工具制造的中钨高新2025年市盈率约25-27倍计算，江钨“钨资产”价值约191-206亿元。若考虑公司资源稀缺性溢价及光伏钨丝等业务实现突破，估值有望进一步突破，价值空间可期。江钨钽铌锂净利润约为3亿元，参考东方钽业市盈率约32-33倍计算，公司钽铌锂业务价值约100亿元。考虑到安源煤业资产置换刚开始仍未结束，我们仍以公司原有煤炭业务做经营假设，我们预计公司2025-2027年实现归母净利润分别为-0.7亿元、0.4亿元、1.0亿元，对应PB为32.1、25.6、17.5。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

煤价大幅下跌。

若宏观经济下滑，煤炭需求也将下滑，煤炭市场出现供过于求现象，造成煤价大幅下跌。公司煤炭板块毛利占比高，若煤价大幅下跌，将对业绩产生较大负面影响。

资产置换不及预期。

拟置入或置出资产的估值可能存在偏差，可能导致资产高估或低估。若资产置换涉及控股股东关联方，需警惕定价是否偏离市场水平。

预测假设产生的不确定性风险。

受宏观经济、行业政策以及假设条件无法完全覆盖的影响，公司商品煤产销量2025年、2026年、2027年预测，及成本、价格等预测数据或呈现不确定性，会与实际有偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com