

江钨装备（600397.SH）

Q4 有望扭亏为盈，钨价重抵历史高点，静待价值重估

公司发布 2025 年三季度业绩公告。公司 2025 年第三季度营业收入 7.3 亿元，同比减少 51.52%；归属于母公司所有者的净亏损 1690.4 万元，上年同期净亏损 8098 万元，亏损缩窄。

25Q3 安源煤业以其持有的煤炭业务相关资产及负债置换江钨发展持有的本公司 8550 万股股份（对应股比 57.00%），2025 年 8 月 12 日，公司已办理完成工商变更登记手续，25Q3 仍包含安源煤业原煤炭业务业绩，故对净利润有所影响。2025 年 1 月 1 日至 7 月 31 日，金环磁选实现归母净利润 1795.1 万元，我们预计 25Q4 公司业绩有望扭亏为盈。

重大资产置换完成。公司已于 2025 年 8 月完成重大资产置换，将核心煤炭业务资产（江西煤业 100% 股权）全部置出，同时置入江钨控股子公司持有金环磁选 57% 的股份。交易对方承诺金环磁选 2025-2027 年实现的扣非归母净利润分别不低于 5469 万元、5547 万元和 5626 万元。

金环磁选专业从事磁选装备的研发与生产，并提供矿物选别试验与流程设计、非金属矿除铁提纯试验与流程设计、矿山 EP 总包服务等，现主要生产电磁、永磁、离心机等等三大系列近 300 个规格产品。公司生产的 SLon 磁选设备在金属矿和非金属矿领域广泛应用。

钨资源博弈，价格持续上行。自 2025 年 3 月以来，中国钨价呈现持续攀升态势，8 月份出现阶段性暴涨，至 9 月上旬达到历史峰值并实现主要钨制品价格年内翻番。欧洲 APT 价格也屡创新高，自年初 320-340 美元/吨度涨至 580-650 美元/吨度，年内涨幅达 86.4%，反映出全球供需失衡加剧。截至 2025 年 10 月 27 日，国内钨精矿价格重抵历史高点，65% 黑钨精矿价格报 28.8 万元/标吨，较年初涨 101.4%。供应紧张是主要驱动因素。一方面，年度开采指标暂未公示，国内外新矿产能释放规模暂且有限。另一方面，持货商囤货惜售情绪浓厚，加剧市场流通资源偏紧与价格坚挺局面。

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，以 2025 年 6 月 7 日报告《安源煤业：江钨入主驱动业务转型，稀缺小金属资源赋能价值重估》中钨精矿即期价格 16 万元/吨（含税）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，价值有望进一步抬升。

江钨控股：钽铌锂业务亦有百亿空间。考虑到钽价在 2021 年尚未完全走高，但高于目前价格，此外钽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，参考东方钨业市盈率约 32-33 倍计算，公司钽铌锂业务价值约 100 亿元。**

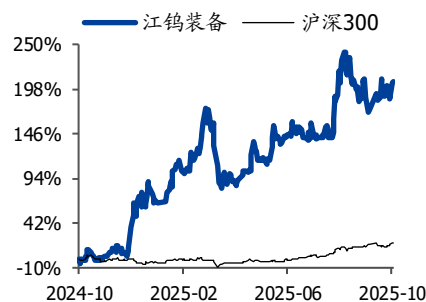
投资建议：考虑到资产置换已经结束，我们参考金环磁选 2025-2027 年业绩承诺为预期，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 -2.6 亿元、0.25 亿元、0.29 亿元。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	7.78
总市值（百万元）	7,701.89
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）	35.91

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

分析师 鲁昊

执业证书编号：S0680525080006

邮箱：luhao@gszq.com

分析师 张卓然

执业证书编号：S0680525080005

邮箱：zhangzhuoran@gszq.com

研究助理 何承洋

执业证书编号：S0680124070005

邮箱：hechengyang@gszq.com

相关研究

- 1、《安源煤业（600397.SH）：更名“江钨装备”，开启业务转型》 2025-08-22

风险提示：商品价格大幅波动，整合非煤业务不及预期，假设测算不确定性风险。

2、《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》 2025-06-07

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,871	5,404	3,351	322	351
增长率 yoy（%）	-22.9	-21.3	-38.0	-90.4	9.0
归母净利润（百万元）	-114	-273	-261	25	29
增长率 yoy（%）	-48.6	-139.6	4.1	109.5	17.4
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.11	-0.28	-0.26	0.03	0.03
净资产收益率（%）	-24.4	-115.1	-147.9	11.2	11.7
P/E（倍）	—	—	—	308.9	263.1
P/B（倍）	16.5	32.5	43.6	34.7	30.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 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	711	116	207
现金	846	661	64	27	101
应收票据及应收账款	1856	742	460	44	48
其他应收款	88	110	68	7	7
预付账款	80	23	15	1	1
存货	65	51	33	2	2
其他流动资产	229	90	71	36	48
非流动资产	4733	4162	4049	3735	3347
长期投资	122	118	118	118	118
固定资产	3934	3451	3454	3226	2954
无形资产	470	393	325	254	175
其他非流动资产	206	200	152	136	100
资产总计	7897	5840	4761	3851	3554
流动负债	6493	4719	4599	3672	3366
短期借款	3850	3203	3813	3613	3313
应付票据及应付账款	1082	646	420	22	23
其他流动负债	1561	869	366	38	29
非流动负债	1045	995	96	68	48
长期借款	125	96	68	40	20
其他非流动负债	921	899	28	28	28
负债合计	7538	5713	4695	3740	3414
少数股东权益	-109	-110	-111	-111	-111
股本	990	990	990	990	990
资本公积	1863	1863	1863	1863	1863
留存收益	-2449	-2722	-2678	-2633	-2603
归属母公司股东权益	467	237	177	222	251
负债和股东权益	7897	5840	4761	3851	3554

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	-178	89	218
净利润	-115	-273	-262	25	29
折旧摊销	172	172	162	148	127
财务费用	226	185	109	114	106
投资损失	-10	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-205	290	-167	-169	-23
其他经营现金流	-5	-24	-14	-24	-15
投资活动现金流	-153	582	-54	196	281
资本支出	-160	-91	-61	189	274
长期投资	0	664	2	2	2
其他投资现金流	7	9	5	5	5
筹资活动现金流	-67	-839	-670	-342	-425
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	-1252	-114	-105
现金净增加额	-158	87	-903	-57	74

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6871	5404	3351	322	351
营业成本	6469	5215	3390	174	190
营业税金及附加	58	46	20	5	6
营业费用	42	44	20	22	25
管理费用	205	208	101	11	12
研发费用	0	0	0	8	10
财务费用	211	166	102	113	105
资产减值损失	-3	-1	14	21	12
其他收益	17	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	-4	0	0	0
投资净收益	10	6	6	6	6
资产处置收益	3	48	2	3	3
营业利润	-78	-234	-250	28	34
营业外收入	8	5	3	0	0
营业外支出	29	30	2	0	0
利润总额	-99	-260	-249	28	34
所得税	16	14	13	3	4
净利润	-115	-273	-262	25	29
少数股东损益	-1	-1	-1	0	0
归属母公司净利润	-114	-273	-261	25	29
EBITDA	293	54	14	290	266
EPS (元/股)	-0.11	-0.28	-0.26	0.03	0.03

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	-38.0	-90.4	9.0
营业利润(%)	-39.7	-199.3	-6.7	111.1	21.5
归属母公司净利润(%)	-48.6	-139.6	4.1	109.5	17.4
获利能力					
毛利率(%)	5.9	3.5	-1.2	46.1	46.1
净利率(%)	-1.7	-5.0	-7.8	7.7	8.3
ROE(%)	-24.4	-115.1	-147.9	11.2	11.7
ROIC(%)	3.1	-3.4	-3.9	3.4	3.5
偿债能力					
资产负债率(%)	95.5	97.8	98.6	97.1	96.1
净负债比率(%)	933.7	2248.8	5840.5	3293.2	2321.7
流动比率	0.5	0.4	0.2	0.0	0.1
速动比率	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.1	0.1
应收账款周转率	9.2	8.5	10.7	2.4	14.5
应付账款周转率	19.9	20.5	19.4	2.4	25.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.11	-0.28	-0.26	0.03	0.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.35	-0.18	0.09	0.22
每股净资产(最新摊薄)	0.47	0.24	0.18	0.22	0.25
估值比率					
P/E	—	—	—	308.9	263.1
P/B	16.5	32.5	43.6	34.7	30.7
EV/EBITDA	21.7	128.9	796.6	39.2	41.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

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