

章源钨业 (002378)

鹤立“钨都”

未评级

价格区间：RMB15.31-15.75 元/股

分析师

叶洮

0755 -82492171 yetao@lhqz.com

孙浩中

0755 -82125152 sunhz@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	385
流通 A 股(百万股)	0
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	0

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

- 公司是国内具备钨行业完整产业链的少数厂商之一，主营业务突出。2007-2009 年，钨品销售收入占营业收入的比重平均在 95%以上。2009 年公司主营业务收入的 47.1%来自于钨粉和碳化钨粉，APT、硬质合金占比分别为 22.7%、13.5%；主营业务利润中，钨粉和碳化钨粉占比 55%，APT、硬质合金分别贡献 22.1%、11.9%。
- 公司拥有淘锡坑、大余石雷、天井窝、新安子钨锡矿等 4 个采矿权。采矿区总面积约 39.2654 平方公里，四矿山合计矿石量达到 325.40 万吨，其中保有钨储量 9.60 万吨，占全国总量的 5.33%。静态估算，公司钨储量能确保在现有条件下约 30 年的开采保障能力。
- 公司拥有东峰、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。以江西地质特征、成矿条件和已经公布的五个矿区初步勘探结果来看，我们认为公司钨资源储量存在明显增加的潜力。
- 公司产业链核心环节技术工艺处于国内领先或国际先进水平，2007 年成为国内第一家也是唯一一家与军工企业合资建厂的钨行业企业，是国内两家钨军品供应商之一。公司每年将销售收入的 3%投入研发，并取得了较为良好的研发成果，研发效率较高。
- 我们认为，国内钨行业上游中国五矿一家独大垄断格局的逐渐形成，将制约供给的无序增长；当前大部分钨采矿权证为政府和重点企业所控制的现实使我们有理由相信，钨资源的供应收缩或更快于稀土行业。在机械制造、采掘等传统领域对钨刚性需求依旧持续的基础上，中国的产业结构调整或催生钨制品应用内涵和外延式拓展并举。我们看好未来钨产品前景。
- 我们预测公司 2010-12 年摊薄后 EPS 分别为 0.44、0.52、0.62 元。基于资源价值和冶炼加工业务价值估算，公司整体价值为 15.31-15.75 元/股。公司作为国内外少数拥有完整产业链的钨业公司，具有较强的资源保障能力，未来资源储量提升仍具较大潜力，冶炼加工业务也具备向高附加值产品拓展延伸的技术实力，前景乐观。
- 风险提示：钨精矿价格、公司原料自给率和精深加工产能利用率低于预期。

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	879.0	1071.8	1319	1419	1617
(+/-%)	-2.4	21.9	23	8	14
归属母公司净利润(百万元)	89.3	118.0	189	223	266
(+/-%)	-32.0	32.2	60	18	19
摊薄后 EPS(元)	0.21	0.28	0.44	0.52	0.62
P/E(倍)	-	-	-	-	-

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测
 谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

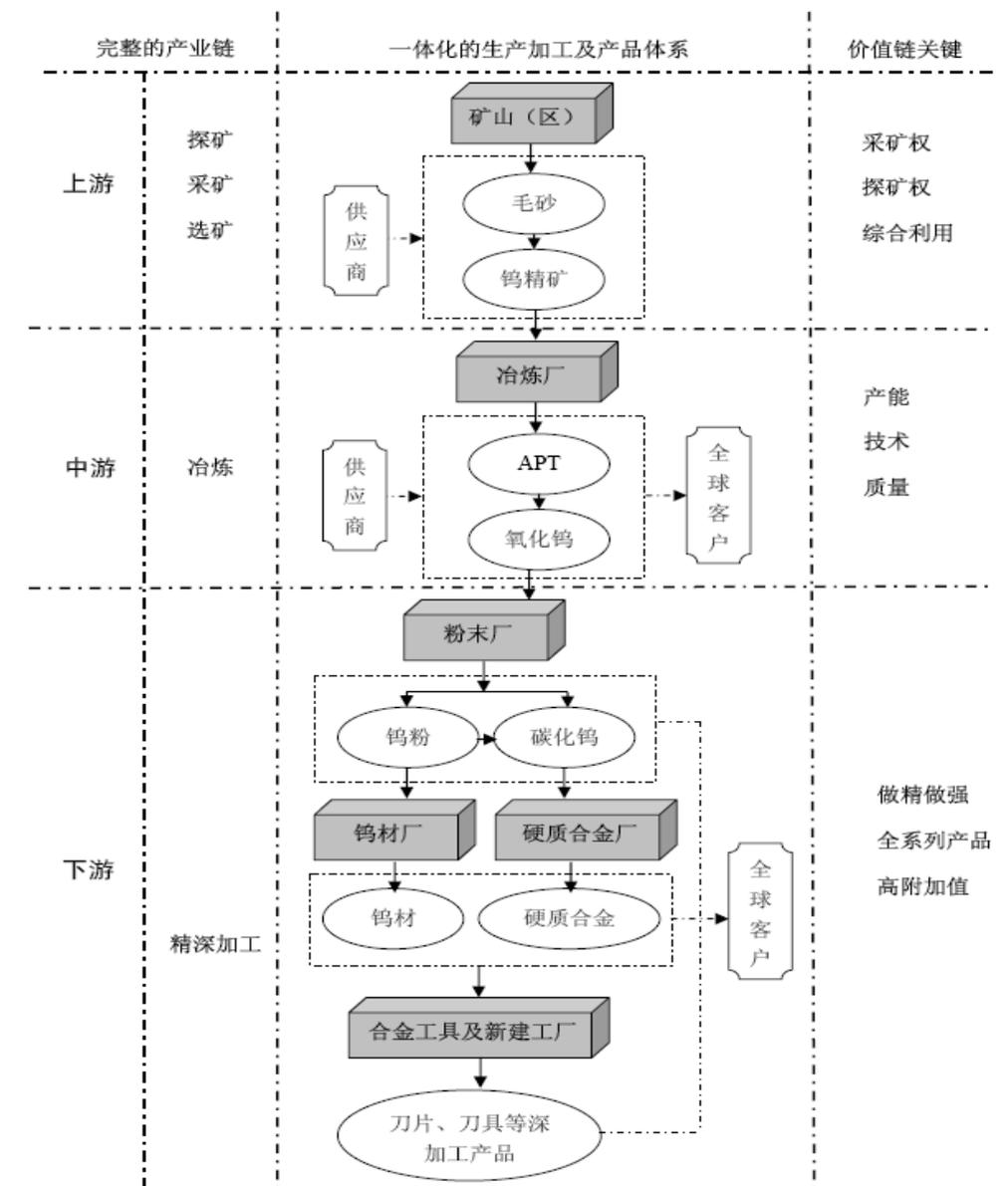
公司概况

产业链完整 经营灵活

公司是由章源钨制品整体变更设立的股份有限公司，是国内钨行业产业链完整的少数厂商之一。从设立初的单一 APT 冶炼业务逐步发展成为一家拥有从上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系的国内大型钨业公司。

钨行业本身产业链条较长，主要包括勘探、开采、选矿、冶炼、精深加工等，钨行业价值链分布呈现“两头高、中间低”的特点，上游钨矿采选和下游高端硬质合金（特别是高精度、高性能刀具）的利润水平较高，冶炼、制粉、中低档硬质合金及钨材利润水平近年来呈收缩态势。公司业务现已涵盖钨行业产业链的各个环节。

图 1 公司整体业务流程



数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所

近三年，公司主营业务突出，钨品销售收入占营业收入的比重平均在 95%以上。2009 年公司主营业务收入的 47.1%来自于钨粉和碳化钨粉，APT、硬质合金占比分别为 22.7%、13.5%；主营业务利润中，钨粉和碳化钨粉占比 55%，APT、硬质合金分别贡献 22.1%、11.9%。

图 2 2009 年公司主营业务收入结构图

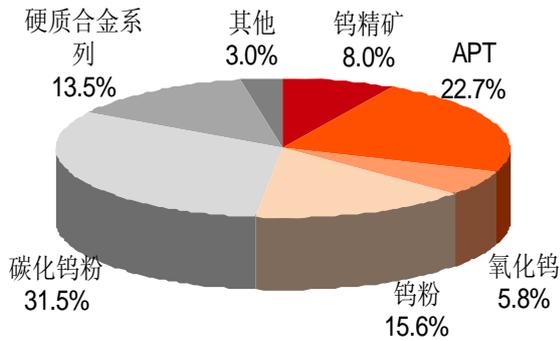
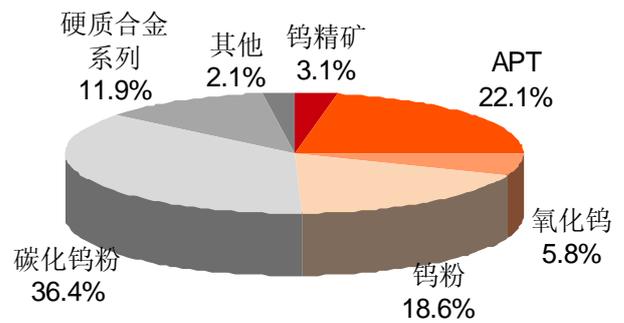


图 3 2009 年公司主营业务利润结构图



数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所；注：公司钨精矿主要是自用，2009 年对外销售属特殊情况

公司完备的产业链可以进一步控制生产成本，降低市场和原材料波动带来的负面影响，并能够根据市场供需调节各个中间环节的生产能力，实现资源灵活配置，从而提升公司经营效率和盈利能力。

行业地位突出

2002 年，公司进入钨粉及碳化钨粉市场、2004 年进入硬质合金市场，经过几年的快速发展，公司主要产品已具备较高的行业地位。

2007 年公司主要产品市场销售量占国内市场的比重分别为：钨粉及碳化钨粉销售 1,610 吨，占 16.06%、硬质合金（含混合料）销售 1,277 吨，占 6.87%，分别比 2006 年增长 6.04 个百分点和 1.81 个百分点。

根据《中国钨工业年鉴统计》的数据，公司 2007 年已保持国内市场钨粉及碳化钨粉销售量第二名，仅次于厦门金鹭特种合金有限公司；硬质合金（含混合料）销售量行业排名第四，前三名分别为株洲硬质合金集团有限公司、自贡硬质合金有限责任公司、厦门金鹭特种合金有限公司。

资源保障有力 探矿前景乐观

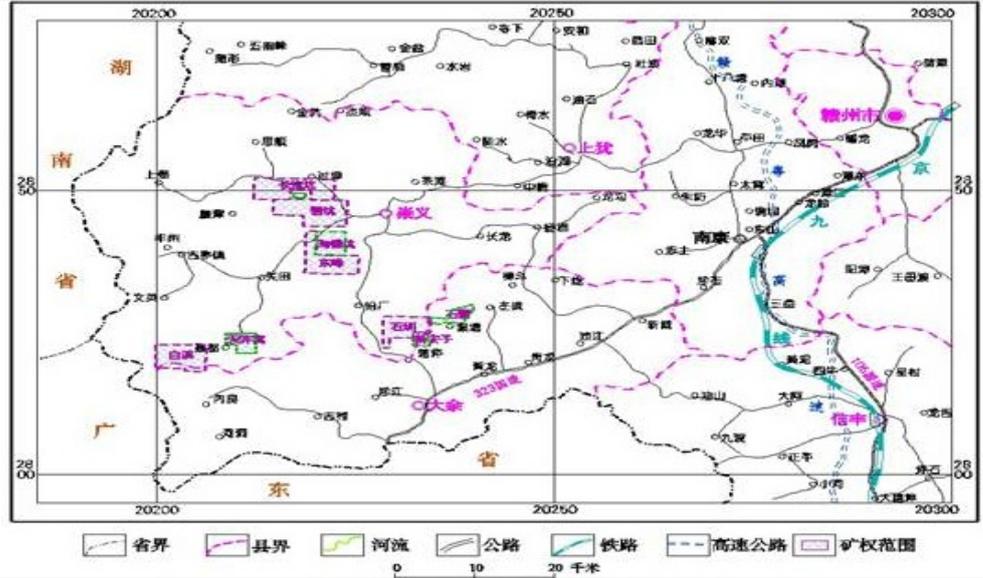
公司所处的赣州市钨矿资源丰富，素有“世界钨都”之称，高品质黑钨矿保有储量约占全国同类矿的 70%，世界的 60%。

公司拥有 4 座矿山采矿权，分别是淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿、天井窝钨矿。采矿区总面积约 39.2654 平方公里，矿区地质条件简单，易于采选，主要储量矿种为钨、锡，并伴生有铜、钼等其他矿种，四矿山合计矿石量达到 325.40 万吨，其中保有钨储量 9.60 万吨，占全国总量的 5.33%。按照静态计算，公司丰富的

钨储量能确保在现有条件下约 30 年的开采保障能力。

钨矿中，具有工业使用价值的为黑钨矿和白钨矿，黑钨矿在质量方面优于白钨矿，探明储量比白钨矿少。公司钨矿矿体属黑钨矿，所产黑钨精矿含 $WO_3 \geq 70-73\%$ （标准为 $WO_3 65\%$ ），质量非常优良。

图 4 公司主要矿区分布



数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所

矿山钨品位达到 0.2% 就具有开采经济价值，目前国内矿山平均钨品位约 0.5%，而公司四座矿山钨品位平均为 2.104%，淘锡坑钨矿的钨品位高达 2.600%，是国内平均品位的 5 倍，为国内少见的高品位钨矿山。

公司还拥有东峰、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。过去三年，公司对该五个探矿权矿区进行了持续投入，并取得了预期勘探成果。

表 1 公司五个探矿区勘探进度概况

矿区名称	进度	已取得成果	预计资源总量
东峰矿区	56%	1、西坑口区段：已控制一个长约 200 米宽约 80 米的矿带；2、滴水寨：地表揭露三个矿带，面积约 0.26 平方公里；3、曾山里区段发现三个矿化标志带；4、估算资源量（333+3341）： WO_3 : 21,194 吨，Sn: 413 吨，Cu: 1,786 吨。	WO_3 金属量 4 万吨； Cu 金属量 2,000 吨。
石圳矿区	54%	1、在龙潭面、龙头、上奄、和新安子以东发现良好的矿化线索；2 地表揭露及钻孔结果已基本确定龙潭面区段矿化区域；3、估算资源量（333+3341）： WO_3 : 921 吨；Sn: 282 吨；Cu: 62 吨。	WO_3 金属量 1 万吨； Sn 金属量 5,000 吨。
白溪	26%	矿区发现三组近东西向钨锡脉组。	WO_3 金属量 5,000 吨； Sn 金属量 5,000 吨。

碧坑矿区	22%	目前揭露石英脉1-5厘米4条，有找矿价值。槽探工程揭露高庄子区段5—8cm 东西向石英脉两条。	WO ₃ 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、泥坑区段发现一组宽80米、长500米的钨锡石英脉带，矿化浓度较强；2、庙背坑-芦箕山区段发现一组长800米、宽约20米的钨锡矿脉带。	WO ₃ 金属量2 万吨； Sn金属量3,000 吨；Cu 金属量1 万吨。

数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所

2008年7月，江西省地质矿产局赣南地质调查大队赣南地质勘查院出具《崇义章源钨业股份有限公司2005-2008年地质勘查工作报告》，显示公司所属五个探矿权覆盖区域估算钨精矿资源量（333+334₁）和预计资源总量分别为2.2115万吨、8万吨。

以江西省地质特征、成矿条件和已经公布的五个矿区初步勘探结果来看，我们认为公司未来钨资源储量进一步增加的前景乐观。

表 2 公司五探矿区初步勘探结果

333 + 334 ₁ 储量 (吨)			预计资源总量 (吨)		
三氧化钨	锡	铜	三氧化钨	锡	铜
22,115.68	695.47	1,848.65	80,000	15,000	20,000

数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所

技术领先、研发实力雄厚

生产核心环节具备技术优势

生产技术是影响公司利润水平和未来盈利能力的重要因素，公司通过加大研发投入、技术改造及引进国外先进技术，大幅降低产业链主要环节的原材料单耗水平，提高了公司产品品质，增强了公司产品竞争力，提升了产品附加值。

公司产业链核心环节技术工艺处于国内领先或国际先进水平。公司提出了探、采、选矿新的成矿理论-“五层楼+地下室”模型；冶炼环节运用“黑白钨精矿分解”、“离子交换新工艺”及“氨回收及脱氨转化”等技术工艺，每吨APT的碱单耗、吨用水量及氨排放指标均大大优于国内先进水平，具有良好的节能减排效应。下游精深加工环节中，公司能生产国际先进水平的纯度大于99.995%的钨粉和晶粒度小于100纳米的碳化钨粉，晶粒度小于400纳米的超细晶粒硬质合金。公司“白（黑）钨矿洁净高效制取超高性能钨粉体成套技术及产业化”获得国家科学技术进步二等奖。

表 3 公司主要核心生产环节技术工艺

产品	核心技术	关键环节	公司技术指标	国内一般水平
APT	黑白钨精矿分解	碱分解	钨渣含WO ₃ < 0.8%，碱单耗 < 0.5T	钨渣含WO ₃ > 1.2%，碱单耗 > 0.6T
	离子交换新工艺	离子交换	生产用水节约50%，产品液WO ₃ > 280mg/l	生产用水100T/TAPT 产品液WO ₃ < 250mg/l
	单晶、球形、超细	蒸发结晶	生产不同晶形和粒度及	只能生产复晶仲钨酸

	APT 生产及粒度控制		粒度分布的APT	铵，且粒度不可调
氧化钨	超细氧化钨生产	氧化钨	粒度 < 200nm	粒度控制在12~180 μm
钨粉	超细、纳米钨粉生产	还原	BET > 7m ² /g	BET < 2m ² /g
碳化钨粉	超细、纳米碳化钨粉生产	碳化	< 100nm	> 200nm
硬质合金	超细、纳米晶粒喷涂 硬质合金复合粉	合金	晶粒度 < 400nm	晶粒度 < 400nm

数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所

参股军工企业、获得军品供应先发优势

2007年，公司参股西安华山钨制品有限公司（以下简称“西安华山”），持有48%的股份。西安华山实际控制人为中国兵器工业集团公司，产品主要应用于军事工业、核工业、航空航天、机械制造等领域。

公司是国内第一家也是唯一一家与军工企业合资建厂的钨行业企业，是国内两家钨军品供应商之一。

参股军工企业，不仅使公司迈入了军品供应的新领域，拓宽了公司产品的销售范围，更进一步证明了公司产品品质卓越、性能优良，有利于进一步提升公司品牌形象。

坚持自主创新和技术研发

公司十分重视自主创新能力的培养和提高，一直把技术研发作为公司的战略重心之一。公司坚持“面向市场，面向未来，面向产业化”的研究方向，以新装备、新工艺和新产品为研究重点，始终站在钨制品和硬质合金行业技术研发的前沿领域。

公司加大与高校和科研院所的合作，中国地质科学院和中南大学分别在公司设立了博士后工作站和博士后科研基地，赣南科学院钨业研究所和江西省钨制品工程技术研究中心均设在公司。

公司研发中心由公司总经理主管，下设工程技术研究中心、切削试验中心两个核心研究部门，中高级职称占比超过97%。公司每年研发投入占当年销售收入的比重在3%左右。并且以中等规模的研发投入取得了丰硕的研发成果，研发效率较高。

表 4 公司主要研发成果

项目名称	合作单位	技术领域	项目类型
硬质合金生产工艺优化	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术
硬质合金切削刀片通用牌号研究	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术
硬质合金矿用钎片的热处理	自主开发	热处理技术	热处理技术
硬质合金异型产品开发	自主开发	模具制造和成型	成型技术
钨大异型产品开发	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术
高比重合金大异型产品开发	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术
江钻：“102#”，“103#”碳化钨粉开发	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术

顶锤用碳化钨粉开发	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术
国家科技型中小企业技术创新项目“高性能，纳米级钨粉制备技术及产品开发”	武汉化工学院	纳米技术	基金攻关和产品开发项目
带螺旋孔硬质合金挤压制品开发	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术
梯度结构硬质合金基体制备及涂层技术	自主开发	粉末冶金技术	冶金技术
多元复合刀具涂层制备技术研究	江西理工大学	表面处理技术	表面技术

数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所

钨行业稳步回升可期

行业整合或导致供给弹性下降

钨是重要的稀缺战略金属

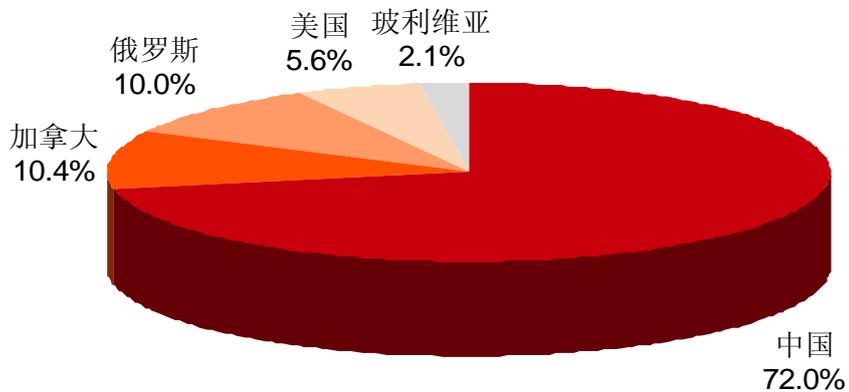
钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”；钨丝是照明、电子等行业的关键材料。如果一个国家没有钨，在现有技术条件下，其金属加工能力将会出现极大缺失，其机械行业将可能瘫痪。

目前，全球钨探明总储量仅为 289.8 万吨（目前全球钨矿探明储量可供开采年限已不足 40 年，其中黑钨矿更为稀缺），属极其稀缺资源，全球已知的 20 多种钨矿物中，具有工业价值的仅有白钨矿和黑钨矿两种，黑钨矿属优质钨矿，白钨矿属难选矿石，二者占全球钨资源比例分别为 73%和 25%左右。作为一种重要的不可再生的稀缺战略资源，美国、俄罗斯等大国先后建立了钨的战略储备。

中国具有举足轻重的地位

中国钨资源储量在世界上具有优势，在全球探明的钨矿资源储量中占比超 70%，达到 180 万吨，居全球首位。

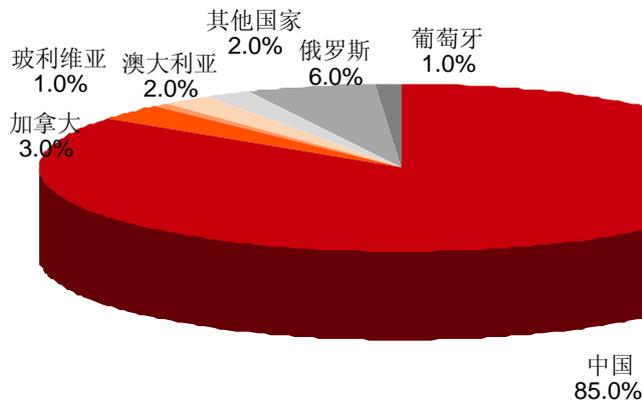
图 5 世界钨资源分布（2006 年）



数据来源：公司招股意向书，USGS，华泰联合证券研究所

上个世纪初以来，中国钨精矿产量就超过世界总量的 44%，自 2000 年以来，中国的钨精矿年产量稳居全球 80% 以上。中国钨精矿的供应直接影响着世界钨的供给。

图 6 世界钨精矿产量分布（2006 年）



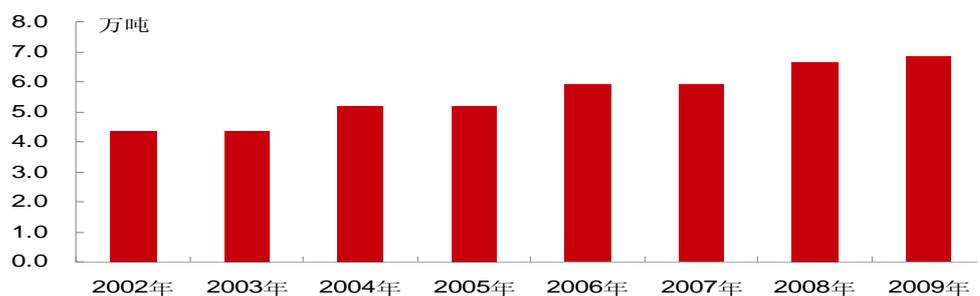
数据来源：安泰科，华泰联合证券研究所

行业格局日渐清晰

为了有效保障钨矿的有序开采、保护日渐减少的钨资源，国家自 1991 年起实行钨精矿生产配额制，限定每年的生产量，力求从源头上控制开采总量，2004 年以后，每年数量基本保持稳定。

在加强钨行业准入和产品出口管理，依法开展清理整顿、规范生产经营秩序的同时，国家还进一步实施矿产资源整合，鼓励大企业的兼并收购以改变部分矿山过度开采、资源利用水平较低、企业无序竞争的局面。

图 7 我国钨精矿生产配额



数据来源：wind，华泰联合证券研究所

2009 年底，五矿集团以 55.6 亿成功获得湖南有色 51% 的控股权，加上此前控股的江西钨业集团，五矿已经成为国内名副其实的钨业霸主。中国近 44% 的钨资源掌握在五矿集团手中，而且还拥有近 70% 的出口配额和无人匹敌的钨产品冶炼深加工能力。

我们认为，提升钨行业集中度，形成强有力的行业领袖，不仅可以提升中国在世界钨行业的话语权和定价权，还可以较好地贯彻国家资源战略和产业政策，这符合国家整

体利益。我们判断，钨行业的无序竞争格局即将成为历史，均衡偏紧的钨资源供给格局或成为常态，预期钨行业供给弹性未来显著降低。

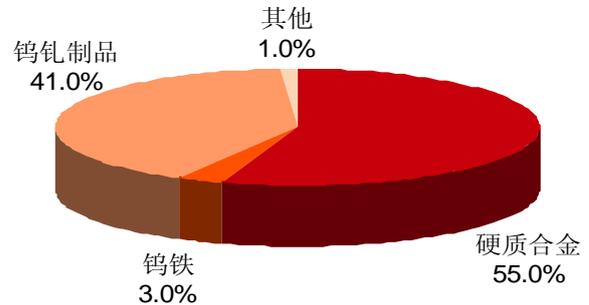
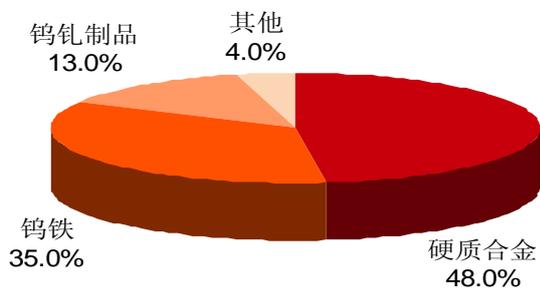
替代性小 需求稳步回升

钨及钨合金具有高密度、高强度、低热膨胀系数、抗腐蚀性和良好的机械加工等综合性能，在机械制造、钢铁工业、汽车、国防矿山采掘、航空航天、军事装备、电子、化工等许多领域中得到了广泛应用，在上述许多领域，目前尚未发现钨的直接替代品。

在钨的消费结构中，约 50% 用于制造硬质合金，主要用于汽车、飞机、建筑、电子制造、机械加工和钻矿等领域；钨品消费在国防中也具有较为重要和广泛的应用。

图 8 中国钨消费结构 (2008)

图 9 美国钨消费结构 (2008)

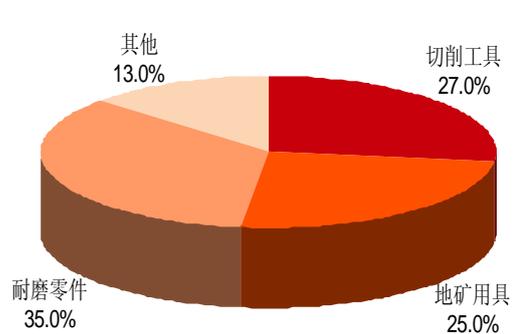
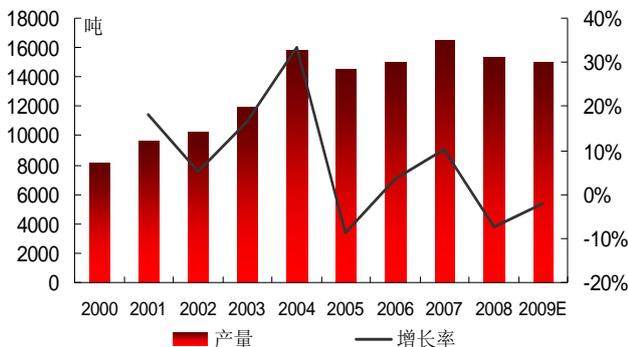


数据来源：世界钨协会，华泰联合证券研究所

近年来，中国城镇化和重工业化的持续推进，推动了机械制造、汽车工业、钢铁工业、采矿工业等行业的高速发展，催生了机床工具和矿用工具的巨大需求，带动了硬质合金行业的快速增长。2000 年，中国硬质合金产量仅 8190 吨，2009 年我国预计完成 15100 吨的产量，增长了近一倍。

图 10 中国硬质合金产量

图 11 硬质合金消费领域



数据来源：中国硬质合金工业协会，华泰联合证券研究所

数据来源：中国硬质合金网，华泰联合证券研究所

钨的战略属性和稀缺性已逐渐为各国所重视，中国五矿在国内钨行业上游一家独大壑

断格局的逐渐成形，将显著遏制供给的无序性；当前政府和重点企业握有大部分钨采矿权证的现实使我们有理由相信，钨资源的供应收缩将明显快于稀土行业。在机械制造、采掘等传统领域对钨刚性需求依旧持续的基础上，中国的产业结构调整或催生钨制品应用内涵和外延拓展并举。在此推断下，我们看好未来钨产品的前景。

募投项目分析

公司本次发行前总股本 38521.37 万股，本次发行不超过 4,300 万股，发行后总股本不超过 42821.36 万股。所募集资金拟用于建设以下项目：

表 5 公司募投项目

项目名称	投资总额	产能	建设期
1、高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）	31,000.00	100 吨	1.75 年
2、淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目	3,093.00	-	1 年
3、研发中心技术改造项目（一期）	2,150.00	-	1 年
4、合计	36,243.00	-	-

数据来源：公司招股意向书，华泰联合证券研究所

目前，我国高档刀具中，80% - 85% 依赖进口，而模具制造使用的刀具进口比例更高达 90% 以上，国产刀具远不能满足机床主机和制造业发展的需要。

“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）”实施后，其产品硬质合金刀片主要应用于航空航天工业、汽车工业以及其他高精度精密机械加工工业等，可充分利用其高性价比优势替代国外进口产品，并应用于传统刀片的更新换代。同时，公司产品具备出口国际市场的潜力。我们认为该产品市场容量大，销售前景较好。

淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目项目建成后，公司不再需要委托第三方加工钨精矿、锡精矿及其他附属金属精矿。同比委托第三方加工，公司可年增收钨精矿 67 吨、锡精矿（金属含量）19 吨；可年产出铜精矿（金属含量）606 吨、钼精矿 12（金属含量）吨、铋精矿 24（金属含量）吨、铅锌混合精（金属含量）254 吨，在有效保护和利用矿产资源的同时将获得可观的经济效益。

研发中心技术改造后，将为公司产业链各个环节的发展和新产品的开发提供可靠的技术支撑，进一步提高产品的质量和性能，保证公司整体的行业地位和竞争力。

估值分析和投资建议

主要经营性假设

基于谨慎性，未考虑募投项目未来的业绩贡献；

表 6 主要经营性假设

	2010 年	2011 年	2012 年
销量假设：吨			
APT	2100	1400	1296
氧化钨	624	576	554
钨粉	1232	1287	1383

碳化钨粉	3240	3312	3349
硬质合金系列	765	791	909
其他（钨材、钨条）	325	358	390
均价假设：万元/吨			
APT	11.00	13.00	15.00
氧化钨	13.00	15.00	17.00
钨粉	17.00	19.00	21.00
碳化钨粉	17.50	19.50	21.50
硬质合金系列	25.00	27.00	29.00
其他（钨材、钨条）	12.00	13.00	14.00

数据来源：华泰联合证券研究所

我们测算，公司 2010-12 年摊薄后 EPS 分别为 0.44、0.52、0.62 元/股。

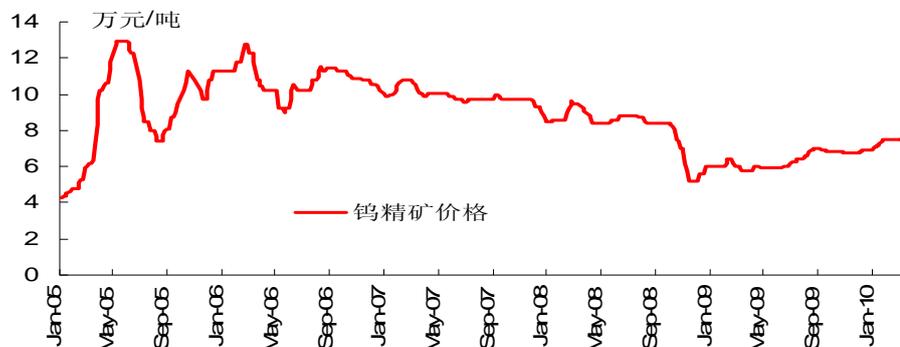
估值分析：资源价值+冶炼价值

目前 A 股钨业可比公司不多，我们认为，公司钨产业链完整、主营纯正，与处于保壳和重组阶段的 ST 中钨、以及房地产业务已成为主营之一的厦门钨业之间，缺乏简单类比的逻辑基础。因此，将公司的资源价值和冶炼加工业务价值分解测算，才能更为清晰地体现公司的整体价值。

资源价值为：11.70 元/股。主要假设为：

- 1、公司目前保有钨储量 9.6 万吨，所属五个探矿权矿区初步勘探结果估算钨精矿资源量（333 + 334₁）和预计资源总量分别为 2.2115 万吨、8 万吨；因此，公司实际保有钨储量为 11.8 万吨，有望达到 17.6 万吨。
- 2、以公司在行业的较高地位和民营企业的灵活机制，公司未来生产配额获得增长的概率较大。我们假设生产配额为 5000 吨，每年销售钨精矿 5000 吨、锡精矿 800 吨。
- 3、公司矿山服务年限为 32 年；
- 4、长期价格假设：钨精矿、锡精矿分别为 11 万元/吨、12 万元/吨。
- 5、贴现率 9.5%。

图 12 钨精矿价格稳步回升



数据来源：wind，华泰联合证券研究所

冶炼加工业务价值为：3.61-4.05 元/股。根据 2009 年报表数据和募投项目所需资金测算，公司摊薄每股净资产为 1.45 元（剔除矿山资产部分）。当前冶炼加工类可比公司平均 PB 约 3.66 倍，考虑到公司冶炼加工产业链完整，精深加工技术领先，具备向高附加值产品拓展延伸的实力，我们按 2.5-2.8 倍 PB 谨慎估算，公司冶炼加工部分价值约为 3.61-4.05 元/股。

基于资源价值和冶炼加工业务价值估算，我们认为公司整体价值为 15.31-15.75 元/股。

表 7 可比冶炼加工类公司 PB 水平

公司	市净率 PB(MRQ)
新疆众和	3.44
常铝股份	3.39
云海金属	3.22
东阳光铝	3.90
栋梁新材	4.24
海亮股份	3.78
平均值	3.66

数据来源：wind，华泰联合证券研究所

投资建议

我们认为，当前大部分钨采矿权证为政府和重点企业所控制的现实使我们有理由相信，钨资源的供应收缩或快于稀土行业。在机械制造、采掘等传统领域对钨刚性需求依旧持续的基础上，中国的产业结构调整或催生钨制品应用内涵和外延拓展并举。

公司作为国内外少数拥有完整产业链的钨业公司，具有较强的资源保障能力，未来资源储量提升仍具较大潜力，冶炼加工业务也具备向高附加值产品拓展延伸的技术实力。公司前景乐观，建议询价区间 15.31-15.75 元/股

风险提示

钨精矿价格、公司原料自给率低于预期、精深加工产能利用率低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	645	874	1163	1513	营业收入	1072	1319	1419	1617
现金	88	202	453	712	营业成本	869	1002	1050	1180
应收账款	104	132	142	162	营业税金及附加	5	6	7	10
其他应收款	6	13	14	16	营业费用	8	10	11	14
预付账款	48	60	63	71	管理费用	39	53	60	73
存货	343	401	420	472	财务费用	34	29	31	31
其他流动资产	57	66	71	81	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	781	758	721	679	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	63	63	63	63	投资净收益	4	2	2	2
固定资产	483	516	510	489	营业利润	121	221	262	312
无形资产	65	65	66	66	营业外收入	16	3	3	3
其他非流动资产	170	114	82	61	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	1425	1632	1884	2192	利润总额	135	222	263	313
流动负债	619	630	638	658	所得税	17	33	39	47
短期借款	344	400	400	400	净利润	118	189	223	266
应付账款	38	50	53	59	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	237	180	185	199	归属母公司净利润	118	189	223	266
非流动负债	159	166	187	209	EBITDA	221	315	365	420
长期借款	140	155	175	195	EPS (元)	0.28	0.44	0.52	0.62
其他非流动负债	19	11	12	14					
负债合计	778	796	825	867	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	385	385	385	385	成长能力				
资本公积	2	2	2	2	营业收入	21.9%	23.0%	7.6%	14.0%
留存收益	257	449	672	938	营业利润	13.4%	82.4%	18.3%	19.3%
归属母公司股东权益	647	836	1059	1325	归属于母公司净利润	32.2%	59.9%	18.2%	19.2%
负债和股东权益	1425	1632	1884	2192	获利能力				
					毛利率 (%)	18.9%	24.0%	26.0%	27.1%
					净利率 (%)	11.0%	14.3%	15.7%	16.5%
					ROE (%)	18.2%	22.6%	21.1%	20.1%
					ROIC (%)	13.6%	19.1%	22.7%	26.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	54.6%	48.8%	43.8%	39.5%
					净负债比率 (%)	68.64%	74.79%	74.58%	73.26%
					流动比率	1.04	1.39	1.82	2.30
					速动比率	0.49	0.75	1.17	1.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.86	0.81	0.79
					应收账款周转率	10	11	10	11
					应付账款周转率	19.60	22.74	20.47	21.16
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.49	0.58	0.69
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.36	0.79	0.82
					每股净资产 (最新摊薄)	1.68	2.17	2.75	3.44
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	1	1	1	1

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com