

章源钨业（002378）新股分析报告

报告日期：2010年03月17日

——处于中国优势金属行业，拥有完整产业链优势

基础数据

代码	002378
名称	章源钨业
发行数量(万股)	4300
网下配售数量	860
网上发行数量	3440
主承销商	平安证券
上市板	中小企业板
所属行业	有色金属

公司估值

建议询价区间	12.6-14.4元
上市首日价格区间预测	18-22元

有色金属行业研究员
姓名：化定奇
Email: Huadq@vsun.com

报告概要:

- ◇ 公司设立以来，一直专注于钨行业，产业链条不断向上下游延伸，从设立初的单一APT 冶炼业务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行业企业。据《中国钨工业年鉴2008》数据显示，公司是国内钨粉及碳化钨钨粉前两名供应商、硬质合金前四名供应商。公司拥有5个探矿权矿区、4 座采矿权矿山、5个钨冶炼及精深加工厂，建立了从上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系，产业链条核心环节技术处于国内领先水平。
- ◇ **钨：不可再生资源，中国优势金属。**中国钨资源储量丰富，据美国地质调查局2009年统计，在全球经探明的钨矿产资源储量中占比近60%，居全球首位。目前全球钨年产量超过80%的部份来自中国。钨是不可再生的重要战略资源，为保护我国的钨资源，国土资源部每年下达钨精矿总量控制指标，每年限定生产量，2004 年以后，每年数量基本保持稳定。同时，还将钨及其制品列入出口配额商品管理范围。
- ◇ **公司资源储量充足，未来有望进一步增加。**公司拥有淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿、天井窝钨矿四个采矿权矿区，四矿区合计可开采面积为39.2654平方公里，开采方式均为地下开采，除天井窝钨矿4外，其他三个矿区均处于生产状态。这四个采矿权矿区主要储量矿种为钨、锡，并伴生有其他矿种，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%；四矿山钨品位平均为2.104%，淘锡坑钨矿的钨品位高达2.6%，是国内少见的高品位钨矿山。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。另外，本公司拥有东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑五个探矿权矿区，五矿区均位于崇义县境内，合计可勘探面积为143.54 平方公里。预计资源总量80000万吨。
- ◇ **原料自给率、产品结构决定公司的毛利率。**同行业上市公司钨产品的销售价格和市场价格趋同，其毛利率差异取决于公司的原材料的自给程度、产业链所处的环节等差异，因此各公司产品的毛利率差异较大。公司原材料自给率约为 50%，高于厦门钨业，是公司毛利率相对较高的主要原因。公司各产品中，钨粉和碳化钨粉的毛利最高，APT 的毛利率较低，硬质合金系列产品的毛利率比较稳定。不同毛利率的产品销售结构变化导致综合毛利率发生变化。
- ◇ **募集投资项目主要用于提高原料自给率，改善产品结构。**公司本次拟向社会公开发行股票不超过 4,300 万股，若成功发行，所募集资金拟用于建设以下项目：1) 高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）；2) 淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目；3) 研发中心技术改造项目（一期）。项目的投资将有利于提高公司的原料自给率，并进一步改善公司的产品结构。
- ◇ 根据我们上述的假设，测算得出公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.36 元、0.42 元和 0.51 元。按照 35-40 倍的合理市盈率计算，我们建议公司的合理的询价区间为 12.6-14.4 元左右。

一、公司基本概况

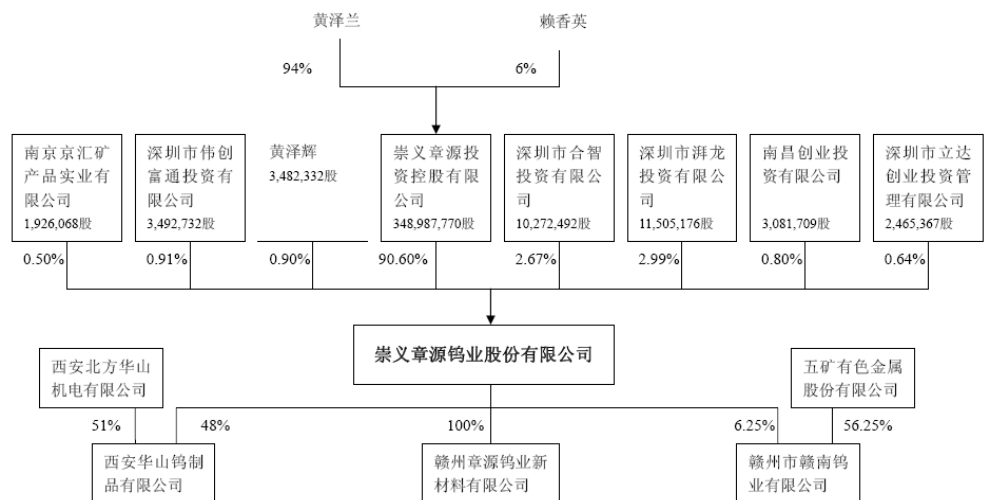
公司设立以来，一直专注于钨行业，产业链条不断向上下游延伸，从设立初的单一APT冶炼业务发展成为一家拥有从上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系的国内大型钨行业企业。

表1：公司发展阶段

年份	发展阶段	发展进程
2000	单一 APT 冶炼业务	2000年3月，公司获得黄泽兰先生转让的 APT 冶炼相关的资产和业务，具备了独立的 APT 生产经营能力，产业链条相对较短。
2001-2003	产业链向中下游延伸	2001年，公司向钨行业产业链下游延伸，投资建设了钨粉、碳化钨粉及硬质合金生产线。2002年2月，公司年产 1500 吨钨粉、碳化钨粉生产线投产；2003年3月，公司第一条硬质合金生产线投产。
2003-2004	初步形成采矿、冶炼、加工一体化的完整产业链	2003年4月，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。至此，公司初步建成了从钨上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化产业链。
2004-2009	一体化产业链进一步完善	2004年，公司受让大余石雷钨矿；2005年，公司获得 5 个探矿权，淘锡坑钨矿获得 3 万吨探矿成果，公司钨资源保障体系进一步完善；2005年-2008年8月，公司产业链各环节多个技改项目完成，完整钨行业产业链不断壮大，探矿权矿区探矿工作取得阶段性成果，钨资源保障能力进一步加强。

资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

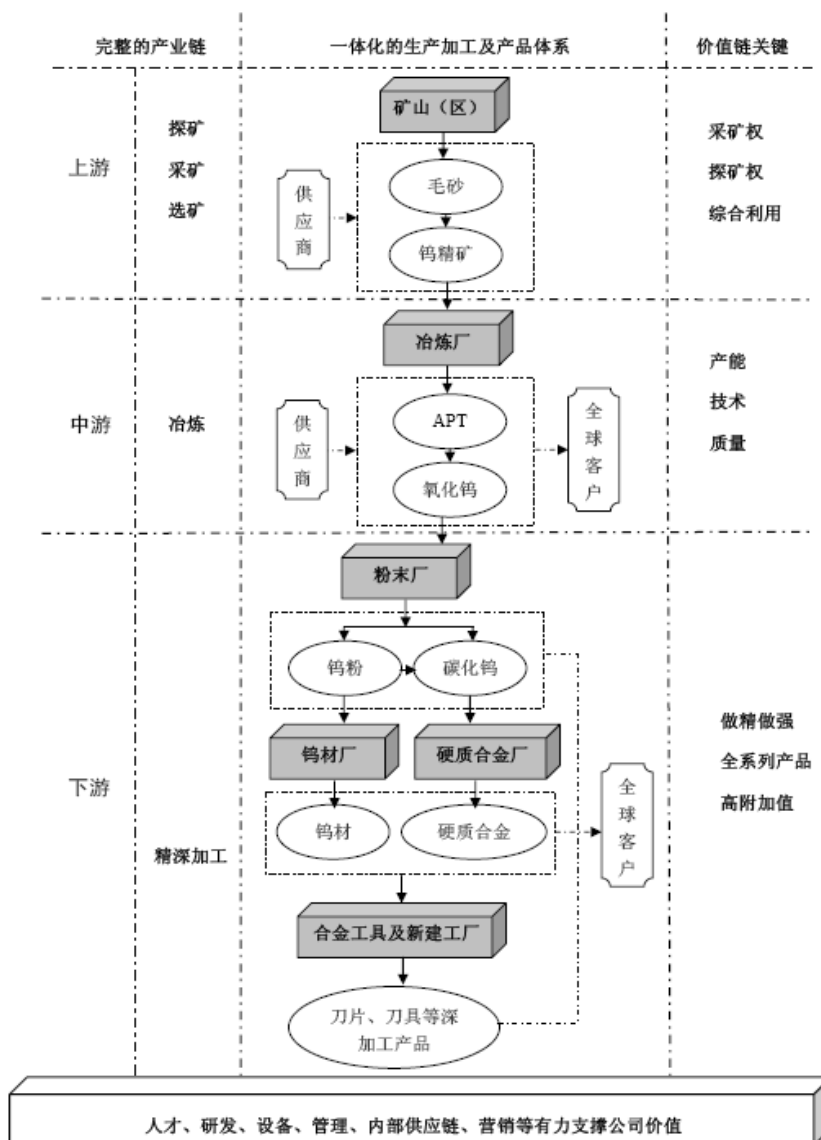
公司发行前的股权结构如下：



资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

据《中国钨工业年鉴2008》数据显示，公司是国内钨粉及碳化钨粉前两名供应商、硬质合金前四名供应商。公司拥有5个探矿权矿区、4座采矿权矿山、5个钨冶炼及精深加工厂，建立了从上游采矿、选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系，产业链条核心环节技术处于国内领先水平。

图1：公司一体化生产体系



资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

二、钨：不可再生资源，中国优势金属

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”，硬质合金广泛应用于军工、航空航天、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯、建筑等领域，钨丝是照明、电子等行业的关键材料。在上述应用领域，目前尚未发现钨的直接替代品。

中国钨资源储量丰富，据美国地质调查局2009年统计，在全球经探明的钨矿产资源储量中占比近60%，居全球首位。目前全球钨年产量超过80%的部份来自中国。中国钨已探明储量相对集中，各省区储量依次为：湖南35.8%、江西18.8%、河南10.0%、广东6.5%、广西5.7%、福建5.3%。上述6省区合计储量占全国总保有资源储量的82.1%。在总储量中，白钨占70%，矿石品位小于0.4%或矿石组份复杂、或外部条件差不易开发利用的占85%。

钨是不可再生的重要战略资源，为保护我国的钨资源，1991年国务院发布《关于将钨锡铋离子型稀土列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》，将钨、离子型稀土列为国家实行保护性开采特定矿种行列。国土资源部每年下达钨精矿总量控制指标，每年限定生产量，2004年以后，每年数量基本保持稳定。同时，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。

表2：世界钨储量分布

国家	储量	比例	储量基础	比例
美国	140000	4.67%	200000	3.17%
澳大利亚	10000	0.33%	15000	0.24%
玻利维亚	53000	1.77%	100000	1.59%
加拿大	260000	8.67%	490000	7.78%
中国	1800000	60.00%	4200000	66.67%
韩国	NA	NA	35000	0.56%
葡萄牙	4700	0.16%	62000	0.98%
俄罗斯	250000	8.33%	420000	6.67%
其他国家	440000	14.67%	750000	11.90%
全球合计	3000000	100.00%	6300000	100.00%

资料来源：Mineral Commodity Summaries 2009

二、公司资源储量充足，未来有望进一步增加

公司拥有淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿、天井窝钨矿四个采矿权矿区，四矿区合计可开采面积为39.2654平方公里，开采方式均为地下开采，除天井窝钨矿4外，其他三个矿区均处于生产状态。这四个采矿权矿区主要储量矿种为钨、锡，并伴生有其他矿种，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%；四矿山钨品位平均为2.104%，淘锡坑钨矿的钨品位高达2.6%，是国内少见的高品位钨矿山。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。

表2：各矿山的钨、锡储量具体情况

矿区	矿石量（千吨）	金属量（吨）	
		WO ₃	Sn
淘锡坑钨矿	3541.1	76843.1	1689.2
新安子钨锡矿	251.6	4425.1	1232
大余石雷钨矿	1127.2	14630.8	6675.7
天井窝钨矿	22.26	147.79	148
合计	4942.16	96046.79	9744.9

资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

另外，本公司拥有东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑五个探矿权矿区，五矿区均位于崇义县境内，合计可勘探面积为143.54平方公里。公司五个探矿权矿区勘探已取得一定的成果。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》，显示发行人所属五个探矿权所属区域估算资源量（333+3341）和预计资源总量如下表所示：

表3：五个探矿权所属区域资源储量情况

333+3341 储量（吨）			预计资源总量（吨）		
三氧化钨	铜	锡	三氧化钨	铜	锡
22115.68	1,848.65	695.47	80,000	20,000	15,000

资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

国家对钨矿开采实施配额管理，公司严格按照获配开采量进行有序开采，报告期内，公司各矿钨精矿实际采选量均未达到配额量。

表4：公司各矿山生产配额及实际产量情况

矿山	2009年		2008年		2007年	
	配额	实际产量	配额	实际产量	配额	实际产量
淘锡坑钨矿	2500	2492.32	2800	2553.15	2800	2713.02
新安子钨锡矿	600	587.16	800	444.91	1,000	594.59
大余石雷钨矿	800	498.69	500	310.89	500	314.86

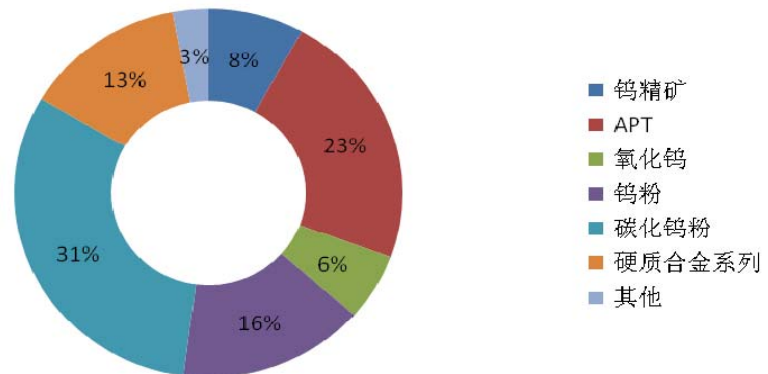
资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

三、原料自给率、产品结构决定公司的毛利率

公司产品主要包括中上游的APT、氧化钨和下游的钨粉、碳化钨粉、硬质合金系列等。整体来看，公司产品结构比较稳定，下游精深加工产品的占比较大。钨精矿采选是公司产业链的上游环节，公司钨矿采选技术和工艺水平成熟，生产的钨精矿基本全部自用；冶炼是公司产业链的中游环节，公司拥有年产10000吨APT和8000吨氧化钨的强大生产能力，冶炼厂装备国内一流的先进生产设备，APT部分核心技术和工艺达到国际先进水平。精深加工是公司产业链的下游，是钨加工企业竞争的核心环节，设备先进程度和技术工艺要求更高。目前，公司已形成年产8000吨钨粉及碳化钨粉、1000吨硬质合金和200吨钨材的强大生产能力，精深加工环节的核心技术和工艺处于国内领先水平和国际先进水平。

2009年度，公司下游产品钨粉及碳化钨粉产量达6974.44吨，硬质合金系列产品产量达758.36吨，合计销售额65311.63万元，占总销售收入的63.50%。

图2：公司2009年主营业务收入结构



资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

同行业上市公司钨产品的销售价格和市场价格趋同，其毛利率差异取决于公司的原材料的自给程度、产业链所处的环节等差异，因此各公司产品的毛利率差异较大。厦门钨业钨精矿自给率较低，绝大部分钨精矿需要从外部采购，故其钨钼产品的综合毛利率要低于本公司。辰州矿业销售钨精矿100%自产，加工为APT后全部对外销售，故其毛利率远高于本公司。公司原材料自给率约为50%，为辰州矿业原材料自给率的一半，毛利率的差异和钨精矿的自给率相对应。

表5：同行业上市公司毛利率情况

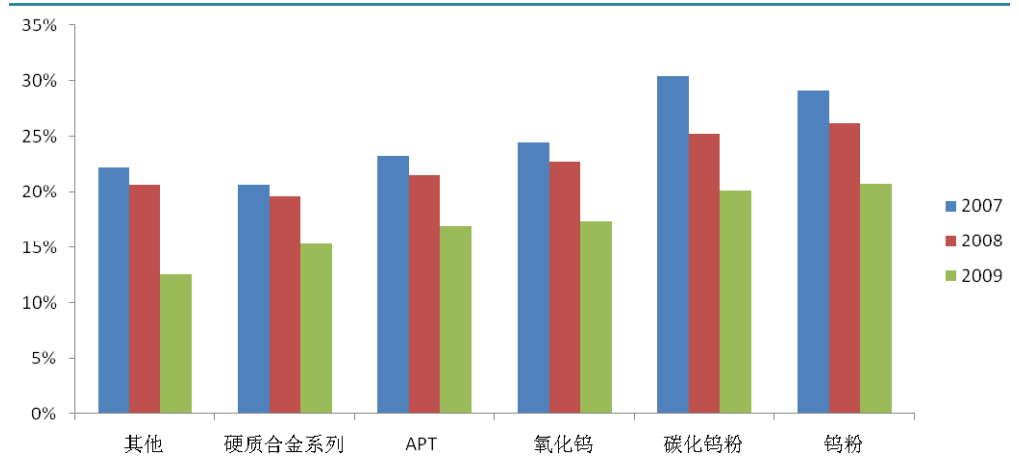
毛利率	厦门钨业	辰州矿业	本公司
2007年	14.14% (钨钼)	46.67% (APT)	25.86%
2008年	16.07% (钨钼)	26.82% (APT)	23.53%

资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

公司各产品中，钨粉和碳化钨粉的毛利最高，APT的毛利率较低，硬质合金

系列产品的毛利率比较稳定。不同毛利率的产品销售结构变化导致综合毛利率发生变化。

图3：公司2009年主营业务毛利率情况



资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

四、募集投资项目：提高原料自给率，改善产品结构

公司本次拟向社会公开发行股票不超过4,300 万股，若成功发行，所募集资金拟用于建设以下项目：

表6：募集资金拟用于建设以下项目

序号	项目名称	投资总额
1	高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）	31000.00
2	淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目	3093.00
3	研发中心技术改造项目（一期）	2150.00
4	合计	36243.00

资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

1、高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）

该项目的实施符合我国高性能、高精度涂层刀片发展趋势，满足数控加工工业快速发展的需要，有利于改变我国高档刀具、刀片产品严重依赖进口的局面。

该项目建设期计划为1.75 年，投产第一年达产率为80%。本项目达产年可实现年销售收入19145.30 万元，利润总额8876.70 万元，净利润6657.53 万元；本项目财务内部收益率为21.78%，财务净现值（ic=12%）为14928.25 万元，投资回收期为5.53 年（含建设期1.75 年）。

项目名称	对应产品	现有产能	新增产能	变化
高性能、高精度涂层刀片技术改造工程（一期）	年产刀片	200	100	50%

资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

2、淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目

本项目建设期1年，淘锡坑精选厂建成投产后，设计工艺技术指标同比委托代加工可提高WO3 回收率1.5%，锡回收率2%，并综合回收铜、钼、锌、铅精矿。该项目投产后，根据各矿山生产计划，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。根据目前市场价格测算，可增加年销售收入2279.49万元，相应增加自产加工成本800.40万元，新增折旧293.84万元，缴纳相关税费后，新增利润1348.48 万元，

净利润1011.50 元；按照投资3093.00 万元测算，投资利润率为43.60%，静态投资回收期为4.18 年（含建设期 1年）。

项目名称	对应产品	现有产能	新增产能	变化
淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目	年加工钨锡毛砂	4000	6000	150%

资料来源：公司招股意向书，英大证券研究所

五、业绩预测与公司估值

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9：公司产销量假设表（2010—2012年）

期间	2009 年			2010		2011		2012	
	产能	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
APT	10,000	6,139.45	2744.41	6500	1300	7000	1400	8500	1275
氧化钨	8,000	5,486.43	610.00	5600	672	6000	720	6800	748
钨粉	5,000	3,849.68	1160.36	4000	1200	4250	1275	4500	1260
碳化钨粉	4,000	3,124.76	2355.69	3320	2490	3440	2580	3600	2700
硬质合金系列	1,000	758.36	676.49	780	702	850	765	900	828

资料来源：英大证券研究所

表10：公司产品价格假设表（2010—2012年）

产品	2007 年	2008	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
钨精矿-自产	2.29	2.65	2.52	2.6	2.7	2.7
钨精矿-外购	8.46	7.75	5.66	6.5	7.0	8.0
APT	12.98	11.03	8.52	10.0	11.0	12.5
氧化钨	14.73	13.24	9.83	11.6	12.8	14.5
钨粉	19.91	17.96	13.8	15.9	17.5	19.9
碳化钨粉	19.5	18.12	13.73	15.9	17.4	19.8
硬质合金系列	23.67	25.68	20.55	19.2	21.2	24.1
其他				12	13	14

资料来源：英大证券研究所

根据我们上述的假设，测算得出公司2010-2012年摊薄后EPS 分别为0.36元、0.42元和0.51元。按照35-40倍的合理市盈率计算，我们建议公司的合理的询价区间为12.6-14.4元左右。

预计上市首日二级市场价格有望达到18-22元左右。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准