

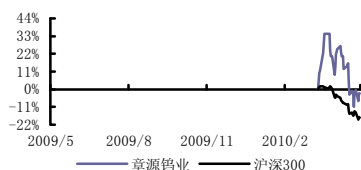
## 原材料 - 有色

2010 年 5 月 21 日

市场数据	2010 年 5 月 19 日
当前价格 (元)	29.20
52 周价格区间 (元)	26.70-40.34
总市值 (百万)	12503.84
流通市值 (百万)	1004.48
总股本 (百万股)	428.21
流通股 (百万股)	34.40
日均成交额 (百万)	300.69
近一月换手 (%)	399.34%
第一大股东	崇义章源投资控股有限公司
公司网址	http://www.zy-tungsten.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	18.89%	11.23%
净利率	11.01%	2.48%
净资产收益率	18.23%	3.85%
总资产收益率	828.14%	2.03%
资产负债率	54.58%	53.69%
市盈率	94.19	115.48
市净率	17.38	4.12

## 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
章源钨业	-10.70%	0.00%	0.00%
沪深 300	-13.04%	-15.04%	-2.74%

## 相关报告

《章源钨业新股定价》，2010.3

执业证书: S1060200010017

周宪

0755-83199424  
zhouchong@csc.com.cn

## 分析师申明

本人, 周宪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 未来关注重点在于深加工进展

—章源钨业 (002378) 调研报告

评级: 增持

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1071	1327	1468	1367
净利润 (百万元)	118	190	231	238
每股收益 (元)	0.31	0.44	0.54	0.56
净利润增长率%	32.19%	61.11%	21.69%	2.89%
每股净资产 (元)	1.68	2.98	3.54	3.92
市盈率	94	66	54	52
市净率	17	10	8	7

资料来源: 世纪证券研究所

- 关注深加工刀片项目进展, 有利于把握股价节奏。公司管理层对矿山资源采取惜售的态度, 我们认为公司未来如果有大幅增长, 将会体现在深加工项目或者钨价的大幅上涨上, 对于投资者而言, 密切关注该项目的进展情况, 跟踪钨价的变化将成为重点。
- 资源增长可能会受惠于赣州地区的资源整合。我们猜测可能会有部分钨矿被整合进入公司, 当地共 50 万吨左右钨储量, 有两家大型有色企业, 如何整合, 何时整合, 以何种方式整合, 都是会对股价产生重大影响的因素, 需要投资者不断跟踪。
- 我们判断钨价总体趋势将不断走高。钨与稀土等小金属优势品种, 都是中国储量全球占比高, 但产品附加值低的品种, 价值只是体现在初级产品的出口中。不过, 可喜的事, 我们看到稀土在下游行业需求预期的拉动下以及集中度不断提高战略金属地位得以体现, 稀土价格不断上涨, 我们相信未来钨行业也会有相类似的表现。
- 我们认为, 受生产配额限制以及公司对低附加值产品的态度, 产品销量上很难有大的提升, 近一两年公司的收入增长将主要依赖于钨产品价格的提升。因此我们判断股价很难有超越预期的表现, 除非钨价大幅上涨。我们认为公司股价有所表现的节点, 应该是刀片项目建成并有成功预期时, 我们预计约在 2011 年下半年。从估值角度来看, 与可比公司相比, 估值偏高。但是“新股”以及“资源型”的两重叠加, 使公司具备较高的弹性。在目前大盘点位较低的情况下, 给与公司“增持”评级。

公司及钨行业详细介绍已在2010年3月份的《章源钨业新股定价——上下游一体化的钨业公司》有所阐述，在以下篇幅中，主要就公司未来的增长点、公司股价的影响因素以及可能的时点发表自己的看法。

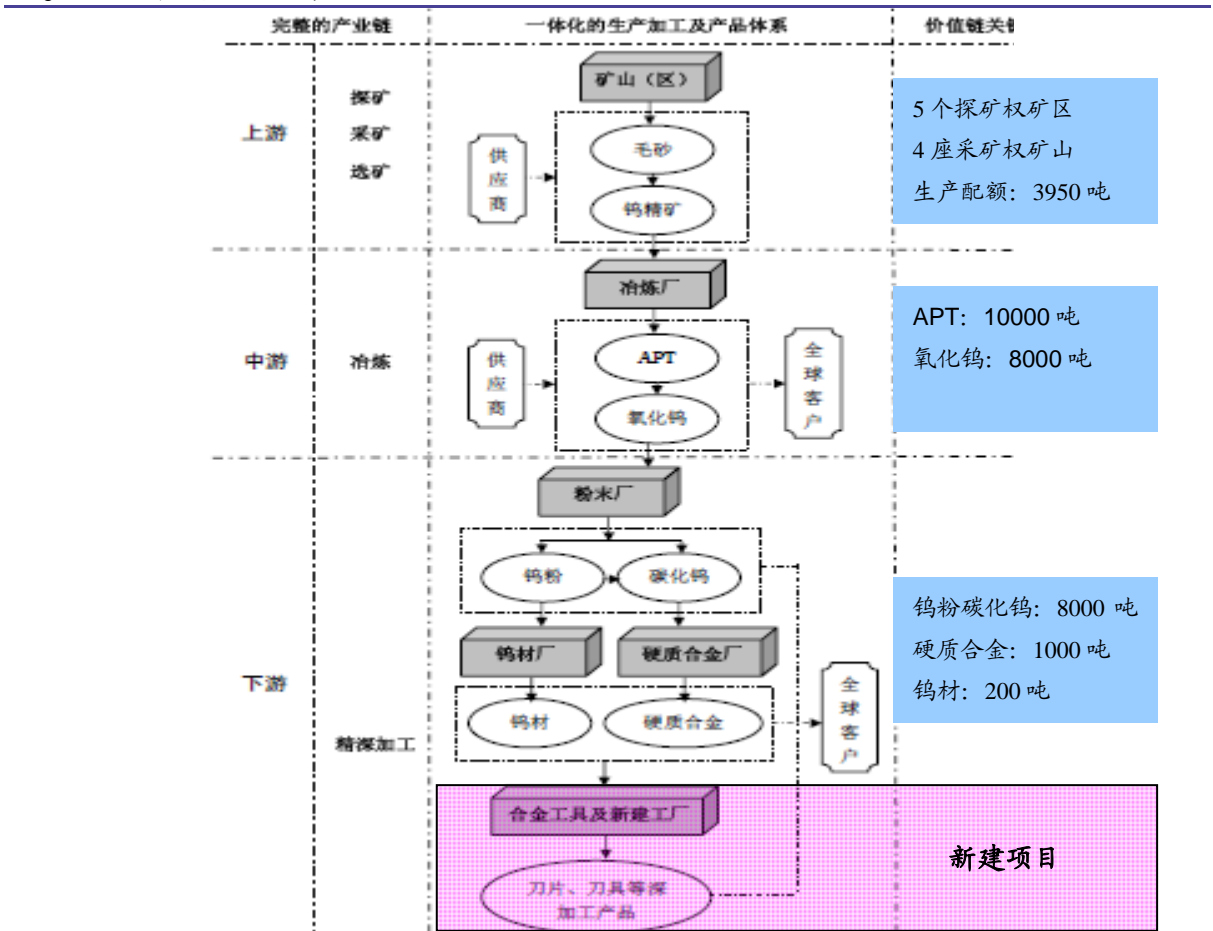
**管理层对矿山资源的态度：**认为钨资源是越用越少，而未来工业、军工发展需求又必不可少，因此，对自有矿山资源“省着用”“不低卖”，矿价低的时候，尽量在外采购，反正公司地处赣州，散矿较多。由于目前公司产品相对低端，我们推断近两年公司产品的销量不会大幅增长。

**管理层对钨价的判断：**认为钨为“工业牙齿”，工业、军事未来需求旺盛，价格未来将会不断上涨。

**关注点之一——未来深加工进展**

公司已有的产能情况如下图蓝色区域标注，红色区域为新建项目——硬质合金刀片项目，为整个产业链的延伸下游深加工。

Figure 1 公司上下游一体化产业链



资料来源：招股书

募投项目硬质合金刀具盈利能力可观。如果公司确实可以作出募投项目高性能、高精度涂层刀片，未来的空间不可限量。从调研了解的情况看，瑞典的山特维克（Sandvik）集团公司的高精度涂层刀片的销售价格为1000万元/吨以上，而目前国内作的最好的株州硬质合金厂（以下简称株硬）可以作出相对高档的刀片，售价在300—400万元/吨左右，如果公司项目成功的话，假设售价200万元/吨，销量为200吨，50%的毛利率计算，将贡献利润2亿左右，净利也在1.5亿元以上，与公司2009年1.2亿元净利润相比，可谓大幅增长。结合公司管理层对矿山资源的态度，我们认为公司未来如果有大幅增长，将会体现在深加工项目上，对于投资者而言，密切关注该项目的进展情况，将成为重点。

#### 关注点之二——未来资源增长情况

已有的采矿权——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，保有钨储量9.60万吨。公司地处中国钨资源最丰富的江西赣南地区，矿山品位较高，地质条件简单，易于采选。截至2008年12月31日，公司所辖矿区在开采范围内保有钨储量9.60万吨，占全国总量的5.33%，按照静态计算，公司钨储量能确保在现有条件下约30年的开采能力；另外，四矿山保有锡金属储量9,744.90吨。公司每年在配额范围内进行钨精矿生产，目前生产配额为3750吨/年，能满足公司约50%左右的钨精矿需求量；另外约50%的钨精矿能方便、快捷的以合理价格在周边采购。

Figure 2 自有矿山情况

矿区	矿石量（千吨）	金属量（吨）	
		WO <sub>3</sub>	Sn
淘锡坑钨矿	3,541.10	76,843.10	1,689.20
新安子钨锡矿	251.60	4,425.10	1,232.00
大余石雷钨矿	1,127.20	14,630.80	6,675.70
天井窝钨矿	22.26	147.79	148.00
合计	4,942.16	96,046.79	9,744.90

资料来源：招股书

未来5个探矿权——东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑五个探矿权矿区，预计钨保有储量在8吨左右。公司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，预计钨保有储量在8吨左右，将进一步提升公司矿石自给率。

Figure 3 5个探矿权

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)：W03：21,194吨，Sn：413吨，Cu：1,786吨。	W03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、上庵、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)：W03：921吨；Sn：282吨；Cu：62吨。	W03金属量1万吨；Sn金属量5,000吨。
白溪矿区	26%	矿区发现三组近东西向钨锡脉组。	W03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。	W03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。	W03金属量2万吨；Sn金属量3,000吨；Cu金属量1万吨。

资料来源：招股书

**可能有的资源——当地钨资源整合。**我们猜测可能会有部分钨矿被整合进入公司，当地共50万吨左右钨储量，有两家大型有色企业，如何整合，何时整合，以何种方式整合，都是会对股价产生重大影响的因素，需要投资者不断跟踪。

### 关注点之三——钨价走高的趋势有利于公司业绩的提升

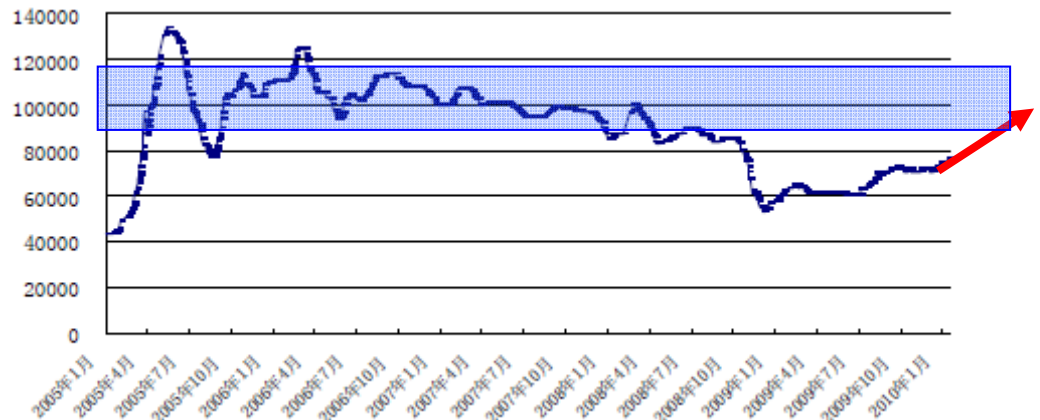
我们判断钨价总体趋势不断走高，目前钨精矿国内价格在7万左右，我们认为走高到10万元/吨的水平波动。钨与稀土等小金属优势品种，都是中国储量全球占比高，但产品附加值低的品种，价值只是体现在初级产品的出口中，而没有延伸到下游高附加值产品上。不过，可喜

的事，我们看到稀土在下游行业需求预期的拉动下以及集中度不断提高战略金属价格得以体现，稀土价格不断上涨，我们相信未来钨行业也会有相类似的表现。

**理由之一——国家对优势金属品种的保护性政策。**1991年1月15日国务院就发布了“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”，国家开始从行业准入、生产总量控制、出口配额、税收等各方面促进钨行业的产业结构调整。

**理由之二——行业控制力有不断集中的趋势。**国内钨矿主要集中在湖南、江西等地，目前湖南的钨矿已集中在中国五矿手中。而江西的钨矿也不断有大型国企伸出橄榄枝。2009年12月24日，湖南省国资委及湖南有色集团与五矿有色控股（五矿集团100%控股公司）及五矿集团签署了《关于湖南有色金属控股集团有限公司增资协议》。协议约定五矿有色控股向湖南有色集团单方增资55.95亿元，增资完成后五矿有色控股取得湖南有色集团49%的股权。2009年12月28日，五矿有色控股又以行政无偿划转的方式获得湖南有色集团2%的股权。股权划转完成后，五矿有色控股直接持有湖南有色集团51%股权，成为了湖南有色集团的实际控制人。

Figure 4 2005-2010年1月国内钨精矿价格走势图



资料来源：招股书

### 对公司的总体看法

在有色股中，与公司产品最为接近的是厦门钨业，不过，厦门钨业2009年的收入利润中房地产提供了大部分，而电池材料类产品的预期也使厦门钨业享受了较高的估值。另外，与公司一体化经营相相似的公司还有

中金岭南、锡业股份、金钨股份、吉恩镍业等，与这些公司相比，目前文章源钨业的估值明显偏高。

Figure 5 从估值上看，公司估值偏高

	PB	2010 预测 PE	总市值
中金岭南	5.8	20.4	226.8
驰宏锌锗	4.2	30.3	177.3
锡业股份	5.5	31.4	141.9
章源钨业	18.4	68.4	118.9
包钢稀土	17.2	56.3	292.3
吉恩镍业	5.7	40.0	159.4
厦门钨业	5.2	41.6	119.8
金钨股份	3.1	24.8	412.4

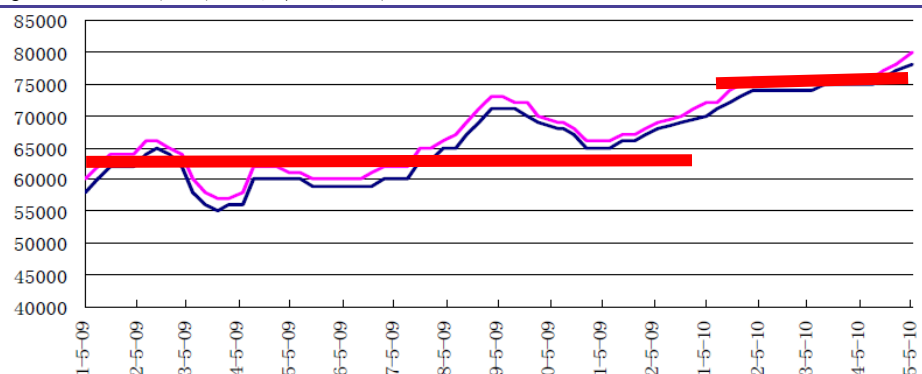
资料来源：WIND、世纪证券

我们认为，受配额限制以及公司对低附加值产品的态度，产品销量上很难有大的提升，近一两年公司的收入增长将主要依赖于钨产品价格的提升。因此我们判断很难有超越预期的表现，除非钨价大幅上涨。公司股价有所表现的节点，应该是刀片项目建成并有成功预期时，我们预计约在2011年下半年。从估值角度来看，与可比公司相比，估值偏高。但是“新股”以及“资源型”的两重叠加，使公司具备较高的弹性。在目前大盘点位较低的情况下，给与公司“增持”评级。

### 盈利预测

收入预测中，最重要的两个变量是销量和价格，销量受配额限制，预计增长的空间有限，因此，对价格的假设是决定收入预测准确程度的最重要因素。下图为去年以来钨精矿的价格走势。从图中可以看出，从均价水平看，已比去年高出15~20%。

Figure 6 2010年以来，钨精矿价不断上涨



资料来源：世纪证券

假设条件:

- 1、钨精矿价格今年年初以来的均价已经比去年高出 20%，假设其它钨产品价格都有相应的增加。2012 年价格与 2011 年价格基本持平。
- 2、除着产品向附加值高的产品延伸，APT 销量不断减少。
- 3、我们考虑到 2012 即使刀片项目投产，当年由于折旧摊销等因素也不会贡献多大利润，因此在预测中并没有考虑到新项目投产情况的贡献。

Figure 7 盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	900	879	1072	1327	1468	1367
减：营业成本	660	667	869	1039	1125	1021
营业税金及附加	6	7	5	6	6	6
销售费用	9	8	8	10	11	10
管理费用	41	47	39	49	54	50
财务费用	38	44	34	10	10	10
资产减值损失	(4)	1	(1)	0	0	0
加：公允价值变动损益		0	(0)	0	0	0
投资收益	2	2	4	5	6	5
二、营业利润	152	107	121	219	267	275
加：营业外收入	4	3	16	5	5	5
三、利润总额	152	108	135	224	272	280
减：所得税费用	20	19	17	34	41	42
四、净利润	131	89	118	190	231	238
其中：归属于母公司股东的净利润	131	89	118	190	231	238
五、每股收益	0.31	0.21	0.28	0.44	0.54	0.56
总股本	428	428	428	428	428	428

资料来源：世纪证券

### 风险因素分析

- 1、有色金属价格下跌。
- 2、项目未按期投产。

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.