

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	25.68
总股本/流通股本(亿股)	9.90 / 9.90
总市值/流通市值(亿元)	254 / 254
52周内最高/最低价	25.68 / 6.06
资产负债率(%)	53.3%
市盈率	-88.55
第一大股东	江西钨业控股集团有限公司
	公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

江钨装备(600397)

定增收购江硬、华茂、九冶，迈向钨钼铌全产业链

● 投资要点

事件：公司拟通过向特定对象发行A股股票的方式募集资金，募集资金总额预计不超过19.07亿元，扣除发行费用后用于收购江硬公司、华茂公司、九冶公司各100%股权。

(1) **战略转型：**2025年公司控股股东由江能集团变更为江钨控股，实际控制人仍为江西省国资委；置出煤炭业务资产及负债，置入金环磁选57%股份。同年，公司名称由“安源煤业”变更为“江钨装备”。

(2) **江硬公司：硬质合金深加工平台。**专注高性能硬质合金研发、生产与销售，拥有数控刀片、型材、地矿工具等全系列产品。**重要在建工程：**2500吨高端硬质合金及2000万片高性能数控涂层刀片项目，截至2025年末项目累计投入已达预算的57.01%。

(3) **华茂公司：钨冶炼与钨粉末材料平台。**专注钨材料的研发、生产与销售，主要产品包括氧化钨、偏钨酸铵、钨粉、碳化钨粉等，公司具备钨冶炼及粉末产品的规模化生产能力。

(4) **九冶公司：钼钨冶炼与制品平台。**具备较大规模的钼钨冶炼及钼钨制品生产能力，是国内重要的钼、钨产品生产企业，拥有国内领先水平的钼钨氧化物和碳化物生产工艺技术。

(5) **控股股东江钨控股旗下钨资源存在注入预期。**截至2023年6月末，公司保有钨资源储量49.66万金属吨，且以黑钨精矿为主，2024年5处在产钨矿山自产钨精矿7805吨。江钨装备是江钨控股旗下上市平台，钨矿资源存在注入预期。

● **风险提示：**商品价格大幅波动，注入进度不及预期，装备业务产销及研发不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2575	432	460	490
增长率(%)	-56.26	-83.22	6.48	6.52
EBITDA(百万元)	-64.13	87.65	109.94	134.17
归属母公司净利润(百万元)	-291.34	72.05	86.89	103.35
增长率(%)	-20.56	124.73	20.60	18.93
EPS(元/股)	-0.29	0.07	0.09	0.10
市盈率(P/E)	-86.68	350.49	290.63	244.36
市净率(P/B)	131.91	95.82	72.06	55.65
EV/EBITDA	-117.84	287.11	229.22	187.43

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 置入金环磁选，开启战略转型新篇章

1.1 战略转型：从安源煤业到江钨装备

公司前身为安源煤业集团股份有限公司（简称“安源煤业”），原主营业务为煤炭采选、经营及物资流通。

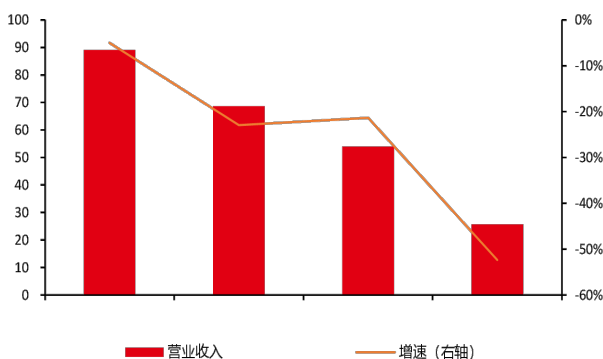
2025年，公司发生控制权层面的重大变化：控股股东由江能集团变更为江钨控股。公司实际控制人未发生变更，仍为江西省国资委。

重大资产置换：置出煤炭，置入金环磁选。2025年，公司完成重大资产置换，公司将原煤炭业务资产及负债整合至江西煤业。之后以持有的江西煤业100%股权与江钨发展持有的金环磁选57%股份的等值部分进行置换。置出资产交易价格36,977.10万元，置入资产交易价格36,869.86万元，差额107.24万元由江钨发展以现金方式支付给公司。

2025年9月，公司完成变更公司名称、变更经营范围的工商变更登记及《公司章程》备案，由“安源煤业集团股份有限公司”变更为“江西江钨稀贵装备股份有限公司”，简称“江钨装备”。

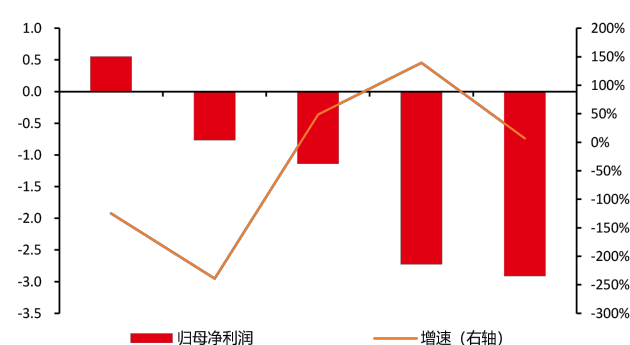
2025年公司业务质量有所改善，但煤炭业务在置出前仍产生约2.78亿元归母终止经营亏损，置入资产盈利不足以完全覆盖，因此全年归母净利润仍为亏损。

图表1：公司营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：公司归母净利润（亿元）

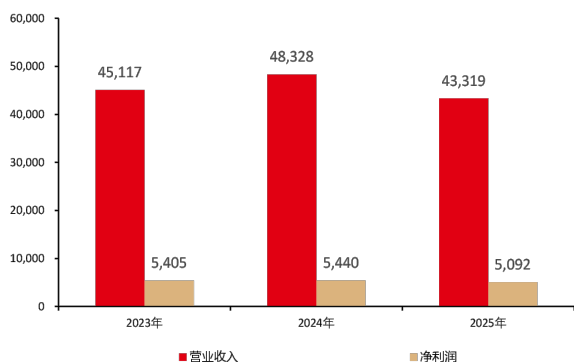


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

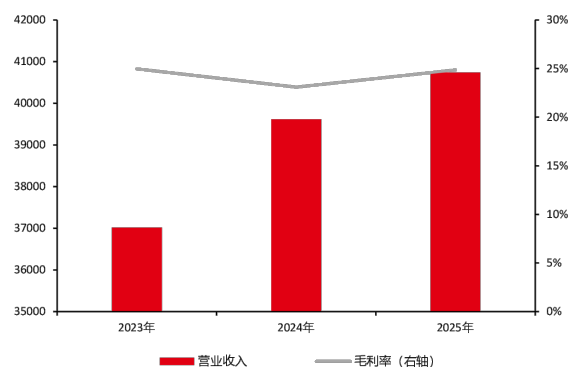
金环磁选2023-2024年收入从4.51亿元增至4.83亿元，净利润稳定在5400万元左右，综合毛利率维持在27%-29%区间，磁选装备业务具备较稳定盈利能力。2025年全年实现收入4.33亿元、净利润5091.60万元，较2024年有所回落。

根据江钨装备2025年年度报告，江钨发展作为交易对方承诺，金环磁选2025-2027年度扣非后归母净利润分别不低于5469.03万元、5546.53万元、5625.60万元，合计不低于1.66亿元，为公司提供稳健的业绩基石。

2025年金环磁选实际实现4541.48万元，未完成业绩承诺，江钨发展需向上市公司支付业绩补偿款2055.05万元。

图表3：金环磁选营业收入与净利润（万元）


资料来源：安源煤业重大资产置换暨关联交易报告书（草案）（修订稿），江钨装备 2025 年年度报告，中邮证券研究所

图表4：金环磁选磁选设备营业收入与毛利率（万元）


资料来源：安源煤业重大资产置换暨关联交易报告书（草案）（修订稿），江钨装备 2025 年年度报告，中邮证券研究所

2025 年，公司磁选装备整机销量 254 台（同比-27.84%），生产量 357 台（同比-22.05%），库存 93 台（同比+1.09%），公司生产量、销售量较上年同期有所减少，主要系产品结构向大型化、高端化方向调整，单台设备规格、处理能力和价值量提升，导致设备台套数量相应下降。

2 推进重大收购：钨钽铌资产即将注入

公司正在推进 2026 年度向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额不超过 19.07 亿元，募集资金拟全部用于收购江钨发展持有的三家稀有金属冶炼加工公司 100% 股权：江西江钨硬质合金有限公司（江硬公司）、赣州华茂钨材料有限公司（华茂公司）、九江有色金属冶炼有限公司（九冶公司）。

2.1 收购背景

政策支持。2024 年以来，证监会陆续出台深化并购重组改革的系列政策并修订《重组管理办法》，简化审核、创新工具、提升包容度，为本次收购提供有力政策支持。

行业前景。标的所处的钨制品与钽铌制品行业均为国家重点扶持的战略性新兴产业。钨广泛应用于硬质合金、切削刀具、光伏钨丝等领域，受益于高端制造国产替代及新能源、半导体发展；钽铌则覆盖半导体靶材、超导铌材、高温合金等“卡脖子”领域，国产替代加速，需求强劲，发展空间广阔。

业绩需改善。受经济放缓与煤炭行情回落影响，公司 2023-2025 年归母净利润分别为-1.14 亿元、-2.73 亿元、-2.91 亿元，持续亏损；前次重组转型磁选装备虽有正向贡献，但尚未扭转亏损。

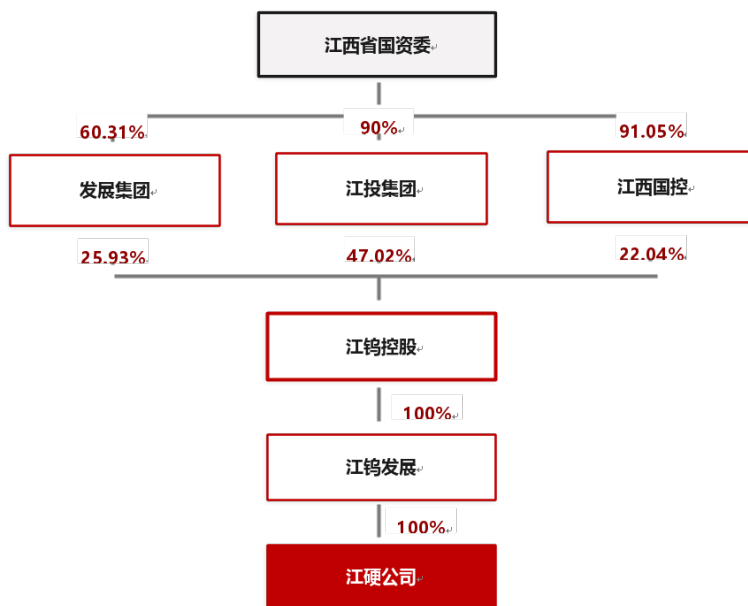
公司现为磁选装备行业领先企业，但业务结构相对单一、盈利稳定性偏弱。通过注入盈利能力强、市场空间广的钨及钽铌优质资产，可将公司产业链从上游装备制造延伸至中游核心材料加工、提升核心竞争力；收购完成后将显著增厚公司资产规模、营收与净利润，分散经营风险，实现股东价值最大化。

2.2 江硬公司：硬质合金深加工平台

江硬公司成立于 2006 年 8 月，位于江西省宜春市，专注高性能硬质合金研发、生产与销售，拥有数控刀片、型材、地矿工具等全系列产品。产品既覆盖汽车制造、轨道交通、矿山开采等传统工业领域，也在航空航天、新能源、人工智能、半导体及电子信息等高端领域具有广阔应用前景。公司是国内领先的硬质合金供应商，具备数控刀片、棒材等深加工产品的规模化生产能力，品牌知名度与行业影响力较高。

江钨发展持有江硬公司 100% 股权，系江硬公司的控股股东，江西省国资委系江硬公司实际控制人。

图表5：江硬公司产权控制关系



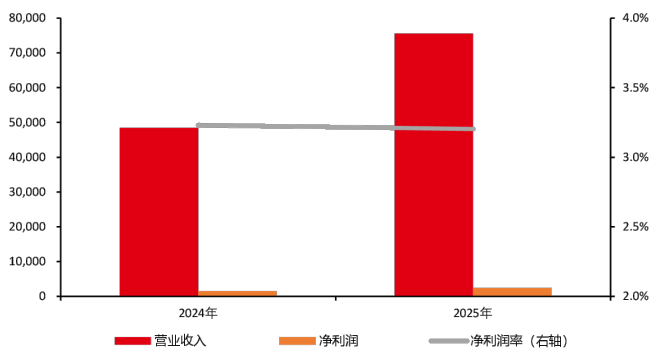
资料来源：江钨装备募集资金使用可行性分析报告（修订稿），中邮证券研究所

2025 年江硬公司实现营业收入 7.55 亿元，同比+55.8%，实现净利润 2419.43 万元，同比+54.5%。2025 年末资产总计 16.06 亿元，负债合计 8.40 亿元，所有者权益：7.66 亿元。

2025 年棒材贡献主营收入约 71.6%，收入规模从 2024 年的 3.17 亿元增长至 2025 年的 5.06 亿元，增长明显。

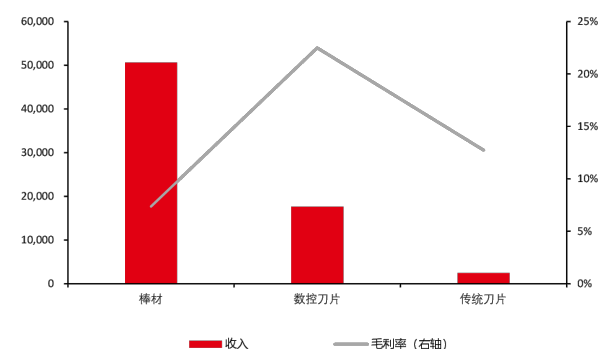
数控刀片 2025 年收入占比约 24.9%，但凭借高端制造、国产替代、机床刀具升级方向，毛利与棒材接近，毛利率 22.5%，显著高于棒材。

图表6：江硬公司营收与净利润（万元）



资料来源：江钨装备募集资金使用可行性分析报告（修订稿），中邮证券研究所

图表7：江硬公司 2025 年主营业务情况（万元）



资料来源：江硬公司审计报告及财务报表，中邮证券研究所

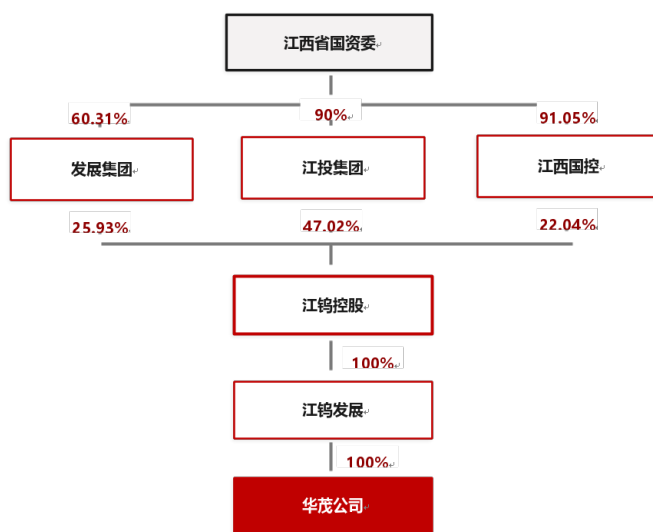
重要在建工程：2500 吨高端硬质合金及 2000 万片高性能数控涂层刀片项目，截至 2025 年末项目累计投入已达预算的 57.01%。

2.3 华茂公司：钨冶炼与钨粉末材料平台

华茂公司成立于2006年6月，位于江西省赣州市，专注钨材料的研发、生产与销售，主要产品包括氧化钨、偏钨酸铵、钨粉、碳化钨粉等，广泛应用于硬质合金、机械加工等领域。作为国内钨材料领域的领先企业，公司具备钨冶炼及粉末产品的规模化生产能力，主要产品的产能与产量规模位居国内同行业前列，产品质量优良且性能稳定，品牌影响力较大。

江钨发展持有华茂公司100%股权，系华茂公司的控股股东，江西省国资委系华茂公司实际控制人。

图表8：华茂公司产权控制关系

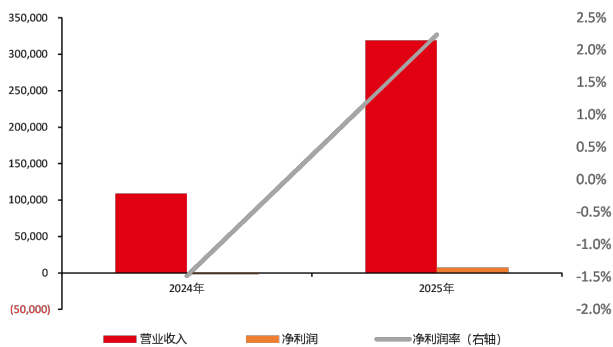


资料来源：江钨装备募集资金使用可行性分析报告（修订稿），中邮证券研究所

2025年华茂公司实现营业收入31.90亿元，同比+192.5%，实现净利润7143.06万元，实现扭亏为盈。2025年末资产总计20.01亿元，负债合计14.44亿元，所有者权益5.57亿元。

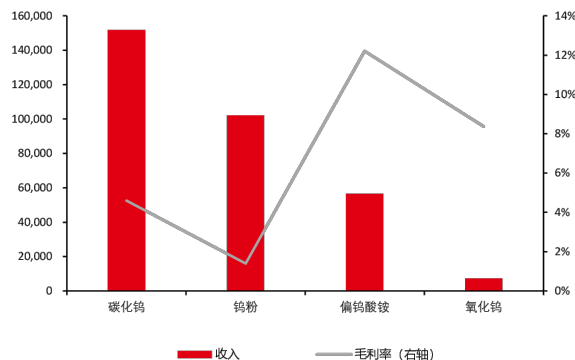
2025年碳化钨收入15.18亿元，占主营收入47.76%，是华茂最大收入来源；钨粉收入10.21亿元，占比32.13%，毛利率1.40%；偏钨酸铵毛利率12.21%，显著高于碳化钨和钨粉。

图表9：华茂公司营收与净利润（万元）



资料来源：江钨装备募集资金使用可行性分析报告（修订稿），中邮证券研究所

图表10：华茂公司2025年主营业务情况（万元）

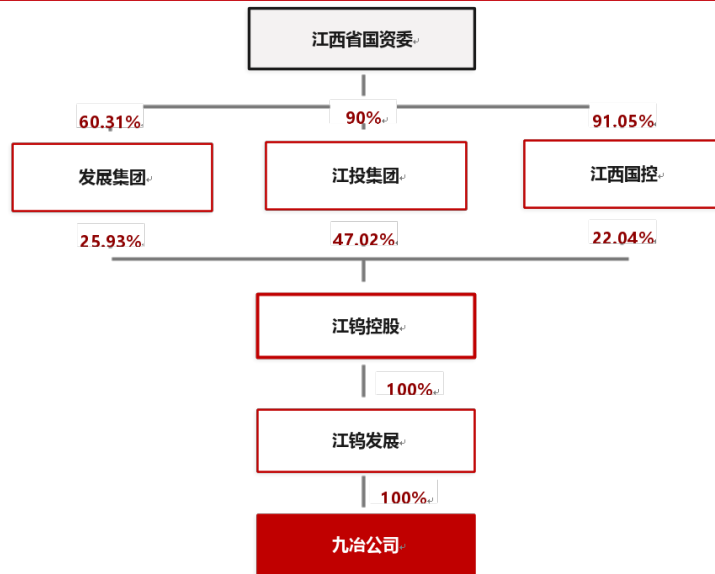


资料来源：华茂公司审计报告及财务报表，中邮证券研究所

2.4 九冶公司：钽铌冶炼与制品平台

九冶公司成立于2017年12月，位于江西省九江市，主要从事钽铌及其制品的研发、生产和销售，目前已形成钽铌氧化物、碳化物及合金制品等系列产品。九冶公司具备较大规模的钽铌冶炼及钽铌制品生产能力，是国内重要的钽、铌产品生产企业。公司拥有国内领先水平的钽铌氧化物和碳化物生产工艺技术，曾负责起草、制定或修订相关国家和行业标准，在钽铌冶炼领域具备较强的市场竞争力。

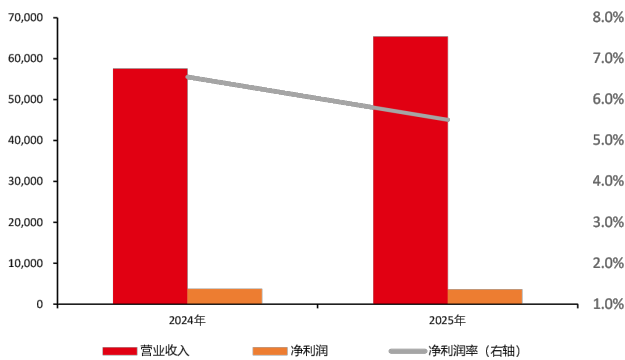
图表11：九冶公司产权控制关系



资料来源：江钨装备募集资金使用可行性分析报告（修订稿），中邮证券研究所

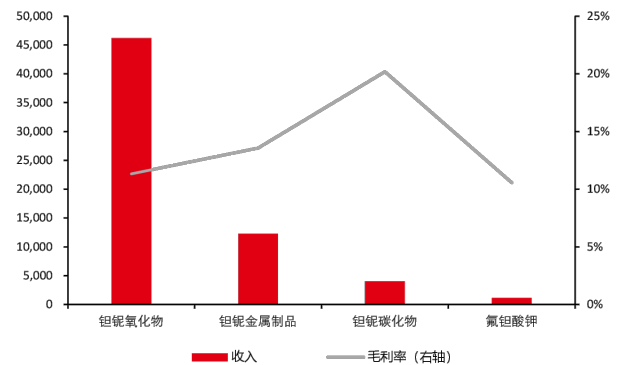
2025年实现营收6,54亿元，实现净利润3600.89万元。2025年末资产总计6.56亿元，负债合计5.01亿元，所有者权益1.55亿元。

图表12：九冶公司营收与净利润（万元）



资料来源：江钨装备募集资金使用可行性分析报告（修订稿），中邮证券研究所

图表13：九冶公司2025年主营业务情况（万元）



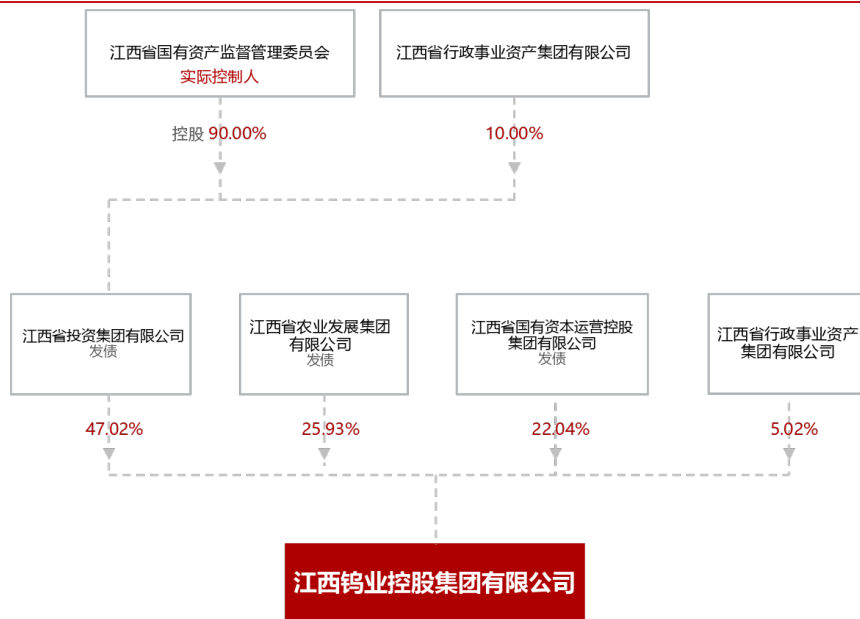
资料来源：九冶公司审计报告及财务报表，中邮证券研究所

3 江钨控股：优质矿产资源存在注入预期

3.1 大型稀有金属生产企业：钨+稀土+钽铌锂+铜钴镍

江钨控股是江西省有色金属行业骨干企业，国内稀有金属行业大型企业集团，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。

图表14：江钨控股股权结构（截止 2026 年 6 月 26 日）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

江钨控股也是国内大型钨生产企业之一，在钨以及部分有色金属领域形成了集采选、冶炼、加工和贸易为一体的完整产业链，在钨精矿、仲钨酸铵、氧化钨、钨粉及钽铌等产品产能规模位居国内行业前列，主要产品包括仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、碳化钨、钨铁、硬质合金、硬面材料、稀土化合物及稀土深加工产品、钽铌产品、锂云母精矿以及钴镍氧化物等产品。

3.2 钨资源储备丰富

江钨控股矿产资源丰富。据江西钨业控股集团有限公司主体信用评级报告，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；公司在生产钨矿山企业 5 户，资源储量为 15.63 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，且以黑钨精矿为主。

据江西省投资集团有限公司 2025 年度跟踪评级报告，2024 年江钨控股拥有钨精矿国家指令性计划配额 12,901 吨，占全国和全省的比重分别为 11.32%、32%，5 处在产钨矿山 2024 年自产钨精矿 7805 吨。据江西国资，大吉山钨业、漂塘钨业、铁山垅钨业等为其主力矿山。

据江西漂塘钨业有限公司木梓园矿区钨钼矿采矿权评估报告，江西钨业集团有限公司下辖的矿山企业分别为宜春钽铌矿、江西盘古山钨业有限公司、江西漂塘钨业有限公司、江西大

吉安钨业有限公司、江西西华山钨业有限公司、江西荡萍钨业有限公司、江西下垄钨业有限公司、江西铁山垅钨业有限公司、江西小龙钨业有限公司。

小东坑钨矿区。据江西国资，该矿区于2022年8月开工建设，建成达产达标后，开采规模为30万吨/年，年产钨精矿1700吨，可稳产30年。据于都小东坑矿业有限公司信息，2026年6月，小东坑矿业选矿厂取土工程正式破土开工、新建尾矿库工程正式开工。

图表15：江钨控股旗下部分公司（截止2026年6月26日）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

拥有完整钨产业链。据江西省投资集团有限公司2025年度跟踪评级报告，2024年，江钨控股下属钨冶炼企业合计拥有年生产能力主要包括钨粉10,000吨、碳化钨粉8,000吨、氧化钨26,000吨、偏钨5,000吨、偏钨酸铵3,300吨、仲钨酸铵16,000吨、钨铁5,000吨等；江钨控股下属钨加工企业合计拥有年生产能力主要包括硬质合金数控涂层刀片2,000万片、2,500吨高端硬质合金及2,000万片高性能数控涂层刀片等。

3.3 全国最大的钼铌采选和原料生产基地

据江西钨业控股集团有限公司主体信用评级报告，公司宜春钼铌矿为全国最大的钼铌矿，矿山开采条件好，储量大，含钼铌锂铷铯等多种金属，综合利用价值高，市场竞争力较强。宜春钼铌矿采用露天开采，开采成本较低，钼铌金属可采储量占全国的59%，产量约占全国产量的50%，可分别回收锂云母、锂长石。据江西钨业控股集团有限公司主体信用评级报告，宜春

钽铌矿已形成年处理矿石量 231 万吨，年生产精矿(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。

4 风险提示

商品价格大幅波动，注入进度不及预期，装备业务产销及研发不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	2575	432	460	490	营业收入	-56.3%	-83.2%	6.5%	6.5%
营业成本	2528	315	324	333	营业利润	-48.9%	136.2%	19.0%	17.7%
税金及附加	56	4	5	5	归属于母公司净利润	-20.6%	124.7%	20.6%	18.9%
销售费用	39	4	5	5	获利能力				
管理费用	118	17	18	20	毛利率	1.8%	27.1%	29.6%	32.0%
研发费用	14	1	1	1	净利率	-11.3%	16.7%	18.9%	21.1%
财务费用	90	0	0	0	ROE	-152.2%	27.3%	24.8%	22.8%
资产减值损失	-8	0	0	0	ROIC	-35.3%	12.5%	13.1%	13.5%
营业利润	-252	91	108	128	偿债能力				
营业外收入	2	3	3	3	资产负债率	53.3%	26.3%	23.2%	20.3%
营业外支出	9	10	10	10	流动比率	1.34	1.60	1.39	1.70
利润总额	-259	84	101	121	营运能力				
所得税	12	11	13	16	应收账款周转率	9.84	10.57	41.26	41.26
净利润	-270	73	88	105	存货周转率	6.45	1.66	12.17	12.16
归母净利润	-291	72	87	103	总资产周转率	0.69	0.58	0.68	0.63
每股收益(元)	-0.29	0.07	0.09	0.10	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.29	0.07	0.09	0.10
货币资金	83	205	170	222	每股净资产	0.19	0.27	0.35	0.46
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	103	16	17	12	PE	-86.68	350.49	290.63	244.36
预付款项	0	0	0	0	PB	131.91	95.82	72.06	55.65
存货	354	26	27	28	现金流量表				
流动资产合计	587	251	218	267	净利润	-270	73	88	105
固定资产	171	190	221	249	折旧和摊销	108	4	9	14
在建工程	3	83	146	149	营运资本变动	-42	175	-2	4
无形资产	9	37	64	90	其他	112	7	7	7
非流动资产合计	257	384	505	562	经营活动现金流净额	-93	259	102	129
资产总计	844	635	723	829	资本开支	-48	-137	-137	-77
短期借款	116	116	116	116	其他	-306	0	0	0
应付票据及应付账款	82	9	9	9	投资活动现金流净额	-354	-137	-137	-77
其他流动负债	241	32	32	32	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	439	156	157	157	债务融资	275	0	0	0
其他	11	11	11	11	其他	-148	0	0	0
非流动负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流净额	127	0	0	0
负债合计	450	167	168	168	现金及现金等价物净增加额	-319	122	-35	52
股本	990	990	990	990					
资本公积金	2097	2097	2097	2097					
未分配利润	-3137	-3076	-3002	-2914					
少数股东权益	203	204	205	207					
其他	241	252	265	281					
所有者权益合计	394	468	556	661					
负债和所有者权益总计	844	635	723	829					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048