

金铋钨完美组合

买入(首次)

投资要点:

- 供给趋紧、需求旺盛，铋价上涨有望维系
- 金价维持高位震荡，利润贡献逐步下降
- 五个不低于，重点在资源

报告摘要:

- 供给趋紧、需求旺盛，铋价上涨有望维系。作为一种稀有的金属品种，铋的静态可采年限不足14年，近年来的保护性开采政策和出口配额政策也双管齐下，严控铋产量；另外自去年开始的环保整顿，使得铋供给偏紧局面更加严峻。需求方面，阻燃剂和铅酸蓄电池是铋的两个主要应用领域，预计未来几年将保持平稳小幅增长，因此我们认为铋的供需缺口将逐步加大，铋价上涨趋势有望维系。
- 金价维持高位震荡，利润贡献逐步下降。黄金和铋产品是公司收入和利润的主要来源。黄金作为避险和保值最优选择的贵金属，在市场风险上升或是通胀预期升温时，以及地缘政治动荡加剧的情况下，都不可避免的成为投资的首选品种。由于全球即将结束定量宽松的预期在不断加强，对黄金价格上涨空间产生一定抑制，但我们预计未来黄金价格维持高位震荡应该是大概率事件。考虑到公司冶炼金产量的不断增加和铋价的上涨，公司黄金的利润贡献度将逐步下降。
- 五个“不低于”，重点在资源。时至“十二五”开局之年，公司也制定了五个“不低于”的“十二五”规划：分别是产量、收入和利润增长不低于15%；储量增长不低于10%；员工收入增长不低于5%，但重点还是在资源。公司将主要通过外延式增长（与地方地质队合作的模式）和内部挖潜来实现增储。
- 预计2011年EPS1.26元，给予“买入”评级。我们预计公司11-13年每股收益分别为1.26元、1.65元和2.08元，对应的动态PE分别为26.3倍、20.1倍和15.9倍，作为资源自给率较高的优质资源股，公司估值相对较低，另外，公司未来三年的增长情况较好，且业绩对于价格敏感性较高，因此我们首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	169241.50	287,949.98	344664.17	421301.69	504276.32
同比增长率	24.79%	70.14%	19.70%	22.24%	19.69%
净利润	10063.85	21,797.74	68871.35	90067.54	113645.44
同比增长率	43.44%	116.59%	215.96%	30.78%	26.18%
每股收益(元)	0.18	0.4	1.26	1.65	2.08

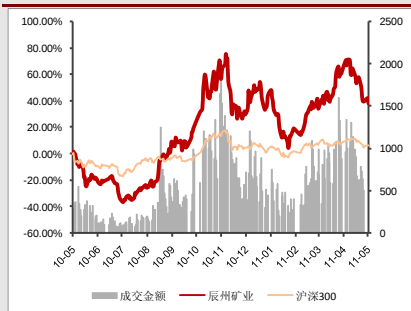
分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	5.47
流通股本: 亿	5.47
第一大股东	湖南金鑫黄金集团有 限责任公司
第一大股东 持股比例	40.09%

数据来源: 宏源证券

相关研究

宏源证券*行业报告*政策+技术，关注小金属与深加工 03.31

宏源证券*行业报告*五年规划促稀土行业健康发展 02.14

宏源证券*行业报告*大金属，小金属，携手步入景气周期 12.02

宏源证券*行业报告*基本金属难超预期，战略金属彰显活力 06.06

宏源证券*行业研究*2010年投资策略报告：或将演绎先抑后扬

目录

一、公司概况：金锑钨资源自给率分别达到 50%、70%和 100%.....	4
二、锑：供给趋紧、需求旺盛，价格上涨有望维系.....	5
（一）可采年限不足 14 年	5
（二）需求保持小幅平稳增长	7
（三）供给偏紧促锑价维持高位	9
三、黄金：价格维持高位震荡，利润贡献逐步下降.....	10
四、钨：价格仍有上涨空间，未来市场容量巨大.....	11
五、未来发展战略：五个不低于，重点在资源	13
六、盈利预测	14

插图

市场表现	1
图 1: 毛利率.....	4
图 2: 2009 年收入构成.....	5
图 3: 2010 年收入构成.....	5
图 4: 2009 年利润构成.....	5
图 5: 2010 年利润构成.....	5
图 6: 全球锑资源分布.....	6
图 7: 2007-2010 我国锑产量及增速	6
图 8: 总量配额.....	7
图 9: 出口配额.....	7
图 10: 美国锑消费结构.....	8
图 11: 我国锑消费结构.....	8
图 12: 我国精锑月产量及同比增速 (单位: 吨/月)	10
图 13: 精锑价格走势图 (单位: 元/吨)	10
图 14: 黄金与美元走势.....	11
图 15: 全球黄金的消费结构.....	11
图 16: 全球钨资源分布.....	12
图 17: 中国钨精矿产量 (单位: 吨)	12
图 18: 欧洲钨消费结构.....	13
图 19: 中国钨消费结构.....	13
图 20: 钨精矿价格 (单位: 元/吨)	13
图 21: APT 价格 (单位: 美元/吨度)	13

表格

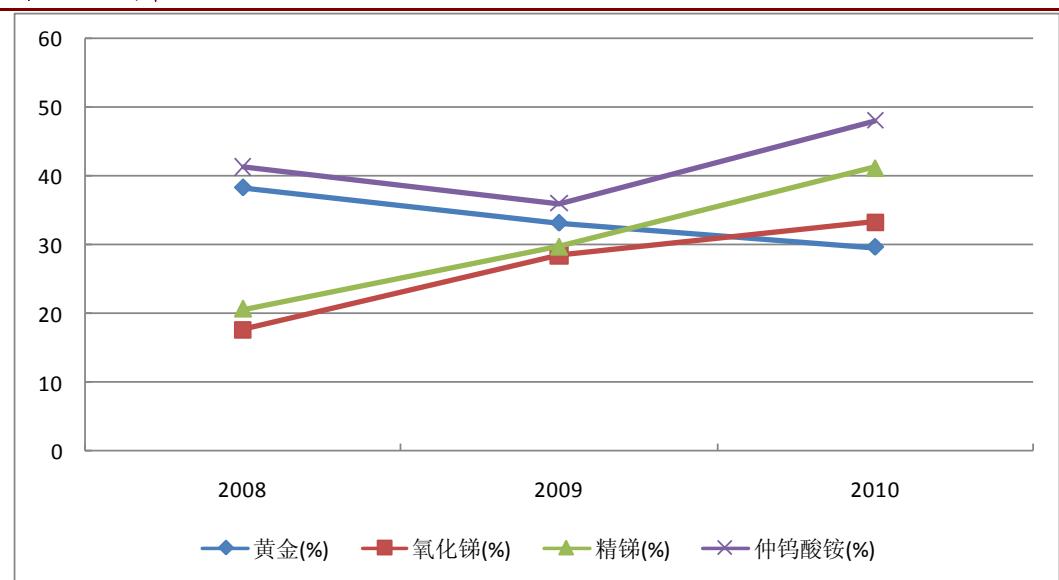
基本情况	1
相关研究	1
表 1: 国内个地区锑矿产品含锑量 (单位: 吨)	10
表 2: 钨精矿开采总量 (单位: 万吨)	10
表 3: 产能及产量假设 (单位: 吨)	14
表 4: 价格假设.....	14
表 5: 业绩敏感性.....	14
表 6: 盈利预测.....	14

一、公司概况：金锑钨资源自给率分别达到 50%、70%和 100%

公司是全球第二大精锑和氧化锑生产企业，主要从事金锑钨伴生矿和金锑伴生矿的勘探、采选、冶炼和加工，拥有国际领先的金锑矿选矿和冶炼分离技术。截止 2010 年底公司拥有和控制矿业权 39 个，其中探矿权 21 个，面积 359.31 平方公里；采矿权 18 个，面积 40.0036 平方公里；保有黄金金属量 41643 千克，同比增长 13.05%，锑 194252 吨，同比增长 11.18%，钨 44828 吨，同比减少 1.56%。2010 年公司共生产黄金 5060 千克，同比增长 15.63%，其中自产 2456 千克，同比减少 2.55%；共生产锑品 23077 吨，同比增长 20.78%，其中精锑 19589 吨（包括生产氧化锑内部转化 10957 吨），氧化锑 13496 吨，含量锑 949 吨，锑品自产量 16551 吨；共生产钨品 2042 标吨，全部为自产，其中仲钨酸铵 1940 吨，同比增长 13.78%，钨精矿 102 标吨。金锑钨资源自给率分别可达到 50%、70%和 100%，是优质的资源股，可以充分享受金属价格上涨带来的业绩增长。

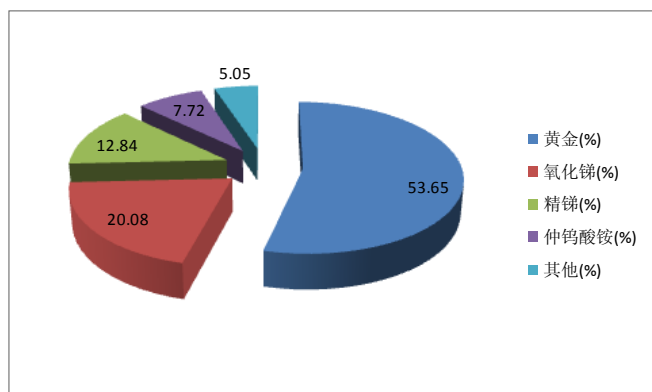
黄金和锑产品是公司收入和利润的主要来源，分别占公司销售收入的 46.74%和 43.38%，由于 2010 年锑价上涨，因此锑产品的利润贡献由 2009 年的 32.52%提升至 2010 年的 48.38%，已经超过了黄金产品利润贡献的 42.78%，成为公司的第一大利润贡献产品，产品毛利率也由 2009 年接近 30%提升至 2010 年的 33.31%和 41.25%。伴随着黄金、锑和钨产品价格的上涨，公司四种主要产品的毛利率除黄金外，均呈现上升态势，黄金毛率的下滑主要是由于公司冶炼金占比提高所致。我们预计，伴随着锑价的上涨，未来锑产品在公司利润构成中的占比将逐渐提升。

图 1：毛利率



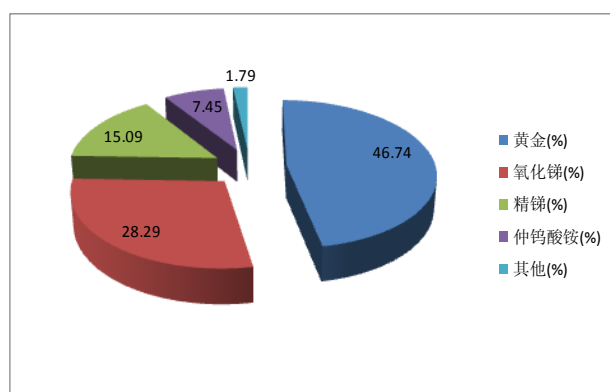
资料来源：Wind，宏源证券

图 2：2009 年收入构成



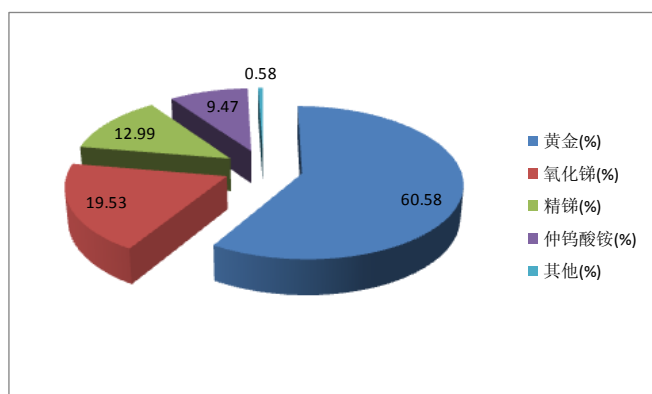
资料来源：Wind，宏源证券

图 3：2010 年收入构成



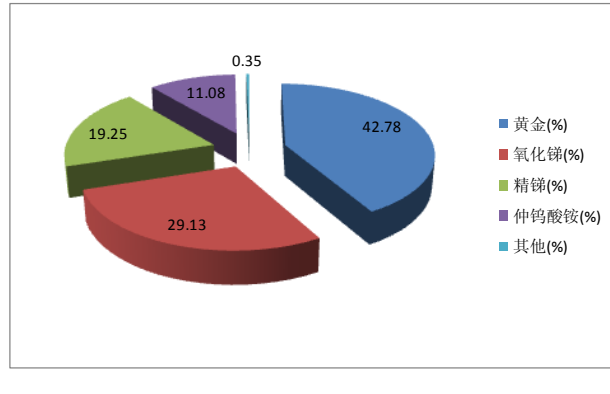
资料来源：Wind，宏源证券

图 4：2009 年利润构成



资料来源：Wind，宏源证券

图 5：2010 年利润构成



资料来源：Wind，宏源证券

二、铈：供给趋紧、需求旺盛，价格上涨有望维系

（一）可采年限不足 14 年

1、我国铈储量和产量位居世界第一

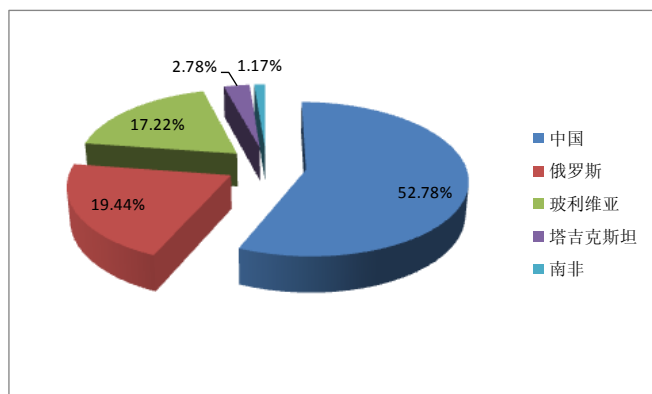
铈在地壳中的含量为 0.0001%，主要以单质或辉铈矿、方铈矿、铈华和铈赭石的形式存在，目前已知的含铈矿物多达 120 种。根据美国地质局(USGS)2011 年数据，全球铈储量为 180 万吨，中国储量位居全球第一，为 95 万吨，占全球储量的 52.78%；其余四大铈矿储量大国分别是俄罗斯、玻利维亚、塔吉克斯坦和南非，储量分别为 35 万吨、31 万吨、5 万吨和 2.1 万吨，占全球储量的 19.44%、17.22%、2.78%和 1.17%。

我国铈矿具有储量丰富，矿床多、规模大、矿石质量好等特点，一直以来都被归于传统优势矿种行列，但其也存在资源分布明显不均的缺点。据统计，从 2001 年到 2009 年，我国铈矿区数从 119 个增长到 171 个，查明的资源储量主要分布于湖南、广西、西藏、云南、贵州和甘肃，6 省（区）查明资源储量合计占总查明资源储量的 87.2%。

我国的锑产量居世界第一，近年来占世界锑产量约 90%。湖南和广西是我国主要的精锑生产省份，其产量分别占全国总量约 76%和 10%。2010 年我国锑产量达到 11.8 万吨，同比增长 13.46%，占世界锑产量的 91%。按照年消耗 13 万吨计算，世界锑矿资源的静态可采年限不到 14 年，面临枯竭危险，形势非常严峻。

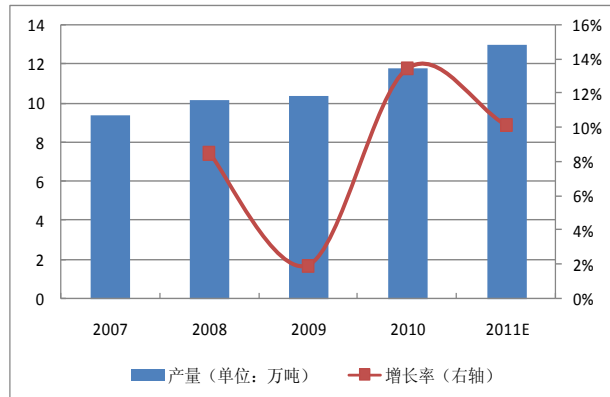
我国锑矿利用程度较高，主要原因是开发条件较好，多为单锑型矿石，容易采选和冶炼。但这也导致了可利用的查明资源储量逐年减少，后备基地不足。这些都将会使未来锑的供应趋紧。

图 6：全球锑资源分布



资料来源：USGS, 宏源证券

图 7：2007-2010 我国锑产量及增速

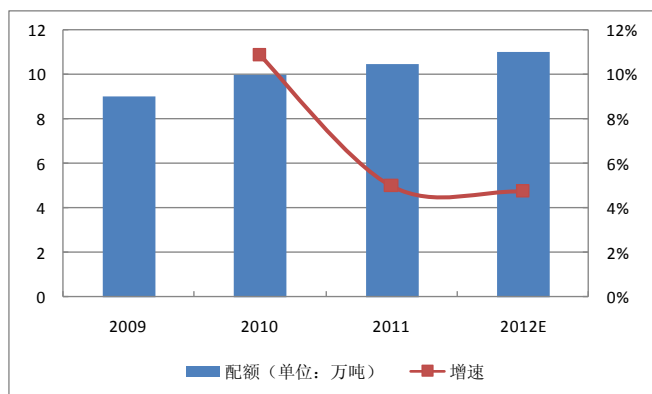


资料来源：Wind, 宏源证券

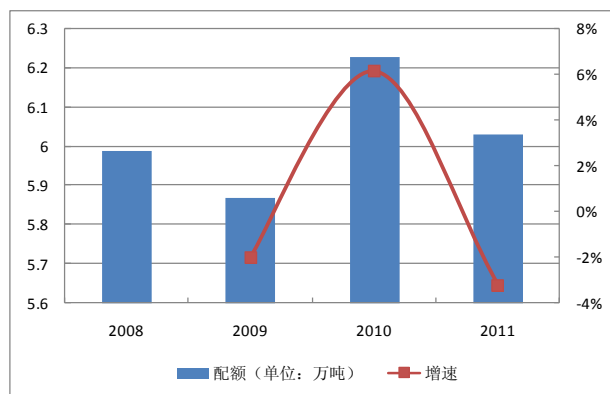
2、保护性开采政策和出口政策双管齐下，严控锑产量

我国目前保护性开采的特定矿种一共有五种，分别是金、钨、锡、锑和稀土。这五种矿是我国重要的优势矿产资源，储量、产量、出口量居世界前列，在国际市场上有着举足轻重的地位。近年来，政府进一步规范了锑的探矿权、采矿权的发证权限，2009 年规定，2010 年 6 月 30 日前，除国务院批准的重点项目和使用中央地质勘查基金或省级地质专项资金开展的普查和必要的详查项目，可以设置钨、锑和稀土矿探矿权外，全国暂停受理钨、锑和稀土矿探矿权和采矿权申请。今年又再度提出，2012 年 6 月 30 日前，全国原则上继续暂停受理新的钨矿、锑矿和稀土矿勘查、开采登记申请。此外，2009 年开始对锑矿实行开采总量控制。每年国土资源部按年度分矿种下达保护性开采的特定矿种勘查、开采计划，依法设立探矿权、采矿权，并分年度下达省（区、市）控制指标。

2009-2011 年全国锑矿（金属量）开采总量控制指标分别为 90180 吨、100000 吨和 105000 吨，在全球需求量不断攀升的形势下，总量适当小幅提升符合市场规律。此外，国家逐年减少锑出口配额，不断下调出口退税。从 2002 年实施出口配额制以来，每年出口配额限制在 7 万吨以下，近年来每年的出口配额更是下调至 6 万吨左右。锑及其制品出口退税 2005 年为 13%，从 2006 年开始全部取消，并在 2007 年对锑锭出口征收 5% 关税。而政府持续对锑等保护品种产量规模进行控制，标志着对资源的保护思路将持续。

图 8: 总量配额


资料来源：商务部，宏源证券

图 9: 出口配额


资料来源：商务部，宏源证券

（二）需求保持小幅平稳增长

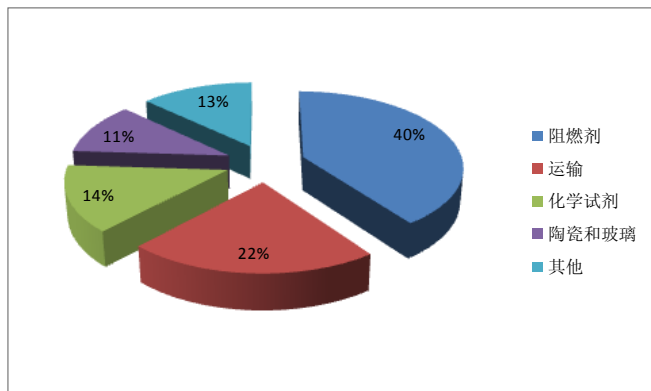
1、锑消费结构

锑在自然界里主要以硫化物形式存在。锑比重 6.68、熔点 630.5 摄氏度、沸点 1590 摄氏度、性脆、耐酸，无延展性，是电和热的不良导体，在常温下不易氧化，有抗腐蚀性能。锑在合金中的主要作用是增加强度，常被称为金属或合金的硬化剂。锑与锑化合物首先用于耐磨合金、印刷铅字合金、铅酸蓄电池等，随着科学技术的发展，目前已被广泛应用于阻燃剂、陶瓷、玻璃和其他化学制品等。锑的主要产品为精锑、氧化锑（ Sb_2O_3 ，俗称锑白）、硫化锑等。

我国的锑消费模式已由锑金属产品的直接消耗转移至用于防火阻燃剂业、瓷漆及纺织业、玻璃业及电池业等行业的产品组合。随着近几年我国塑料工业和汽车行业的快速发展，以及一批合资或独资企业进入中国，国内对锑，尤其是三氧化二锑的需求逐年增长。目前我国精锑的年消费量大概稳定在 6 万吨左右，已经成为世界上最大的锑消费国之一。

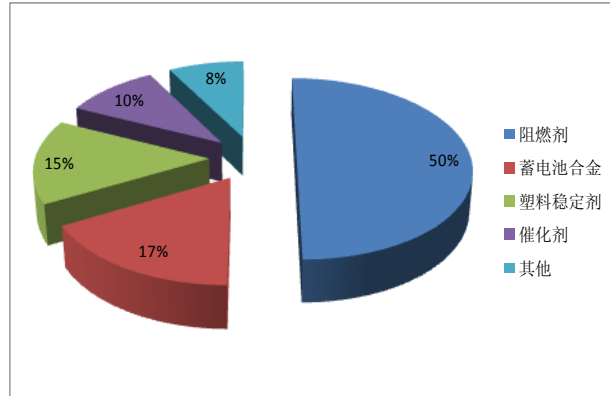
在锑的消费结构中，阻燃剂占据了半壁江山。美国的锑消费结构中，阻燃剂占 40%，运输（包括汽车用蓄电池）占 22%，化学制品占 14%，陶瓷和玻璃占 11%。我国的锑消费结构中，阻燃剂消费大幅度上升，目前约占 50% 以上，其次是蓄电池合金占 17%，塑料稳定剂占 15%，催化剂占 10%，其他约占 8%，这主要是我国电子电器和汽车工业的增长所致。在阻燃剂方面，三氧化二锑因既能阻燃又能增加塑料耐热性，所以是许多塑料的理想阻燃剂。除此之外，氧化二锑还可作为防火涂料，用于合成纤维、建筑材料、高温绝缘材料、汽车内部装饰等，目前汽车塑料配件用锑占我国阻燃剂用锑 80% 以上。

图 10: 美国锑消费结构



资料来源: 宏源证券

图 11: 我国锑消费结构



资料来源: 宏源证券

2、全球防火阻燃剂年均增速约 5%，亚大约 7%，我国 10-15%

国外阻燃剂自 70 年代开始迅速发展，消费量和品种急剧上升，每年大约以 6-8% 的速度增长。在塑料行业众多的助剂中阻燃剂消费量已跃居第 2 位，成为仅次于增塑剂的大品种。阻燃剂按化学结构可分为无机阻燃剂和有机阻燃剂，无机阻燃剂主要有锑化合物、无机硼化合物、无机磷系阻燃剂、无机氢氧化物等，有机阻燃剂包括有机卤系阻燃剂和有机磷系阻燃剂。氧化锑中作为阻燃剂使用的主要是三氧化二锑、五氧化二锑和醋酸锑。它们单独作为阻燃剂使用时阻燃性能比较差，几乎没有阻燃性能。但是其与卤系阻燃剂并用时可以大大提高卤系阻燃剂的效能，因此它作为几乎所有卤系阻燃剂中不可缺少的协同剂而与卤系阻燃剂联合使用。

卤系阻燃剂主要存在两大缺点，即燃烧时产烟量大且产生的气体有毒。由于这两大不利因素使得近年来阻燃材料非卤化要求越来越迫切。发达国家的一些塑料制品已开始禁止使用卤素阻燃剂，欧盟关于环保的“两个指令”已明确限制卤素阻燃剂，瑞典 TC095 规定在电气及电子设备中凡是超过 25 克的塑料零件均禁用有机溴化物及有机氯化物。关于卤锑阻燃剂产生毒烟问题，有专家认为是卤锑阻燃剂本身在燃烧时有毒，也有专家认为燃烧的塑料等合成材料也能产生有毒气体，所以解决卤锑系阻燃剂气体有毒的一个有效方法是减少燃烧时产烟量，而产烟量的减少主要是通过使三氧化二锑颗粒不断细化来达到，细化后的三氧化二锑颗粒不仅可大大减少用量、提高阻燃性，而且发烟量也大大减少。现在的细度一般均在几个微米到 $0.01\mu\text{m}$ 。另外采用三氧化二锑与氢氧化铝、硼酸锌、氟硼酸盐等复配，不仅可减少三氧化二锑的用量且发烟量也大为降低。尽管近年来对无卤化阻燃剂的呼声越来越高，但是由于卤锑系阻燃剂卓越的阻燃性能以及非常高的性价比优势，卤锑阻燃剂在今后一段时间内仍将占据阻燃剂市场的主导地位。这使得对氧化锑的需求仍有一定的增长空间。

世界锑的消费量变化不大，每年为 10 万吨-12 万吨锑金属，阻燃剂仍然是锑的主要应用领域，约占世界锑总消耗的 70%，占三氧化二锑消耗总量的 90%。据不完全统计，全世界三氧化二锑消耗为 12 万吨/年，其中阻燃剂就用了 10 万吨/年。根据美国商业通讯公司(BCC)的数据，以数量计算 2008 年全球阻燃剂消费超过 145 万吨，估计 2014 年将达到 195 万吨，期间年增长率 4.9%。另据美国市场咨询机构 Freedonia 的数据，全球阻燃剂需求的年均增长率约为 4.8%，2010 年达到 230 万吨，其中未来五年亚太市场阻燃剂需求将

以年均 7% 的速度增长, 预计 2010 年需求量将达到 86 万吨, 超过北美的 74 万吨成为全球最大的助燃剂消费市场。按 2010 年亚太和北美的 160 万吨阻燃剂的需求量的假设, 按照 20% 溴系阻燃剂占比计算, 并假设溴系阻燃剂中溴化物与三氧化二锑配比在 2:1-2.5:1, 则预计 2010 年氧化锑消耗量为 $160 \times 20\% \times 30\% = 9.6$ 万吨, 这与其他统计数据得到的 10 万吨三氧化二锑年消耗量基本吻合。从 2002 年起, 我国对阻燃剂的需求急剧上升, 年均消费增长率超过 20%。消费量的大幅增加主要来源于电子电器设备和汽车等制造行业的发展。预计未来几年, 我国阻燃剂消费量仍可保持 10-15% 的增长。

3、铅酸蓄电池领域依然保持较快增长

近年来, 随着我国汽车、交通、电信等基础产业的快速发展, 我国铅酸蓄电池工业进入高速增长期。据不完全统计, 我国铅蓄电池制造企业已达到 1500 家左右, 产量约占世界产量的 1/3, 并以年均约 20% 的速度高速增长。我国汽车工业的发展也将继续拉动铅蓄电池工业持续、快速增长。由于启动型汽车铅蓄电池技术逐渐成熟, 铅资源较丰富, 废电池回收利用率高, 性能稳定并具有价格优势, 预计今后 10 年乃至更长时间铅蓄电池仍将在汽车用蓄电池中占据主导地位。

2008-2010 年, 我国汽车产量分别为 965 万辆、1420 万辆、1876 万辆, 增长率都在 30% 以上, 显示出强劲的增速。据亚洲制造业协会预测, 到 2010 年, 全球汽车保有量将达到 10 亿辆, 中国将突破 7000 万辆。假设保有量按 2 亿计算, 每辆汽车年需一只蓄电池计算, 则全球一年需要 2 亿只蓄电池, 按目前每只蓄电池用锑 0.15 千克左右计, 汽车蓄电池行业的用锑量应在 30000 吨/年。据中国汽车工业协会预测, 2011 年中国汽车产销增长速度为 10%-15%。所以在未来几年对锑的需求将比较稳定。

(三) 供给偏紧促锑价维持高位

基于以上对供需的分析, 可以预计在未来几年锑的供应为趋于稳定甚至是比较紧张, 而锑的下游需求增速将保持平稳水平。由于锑矿资源储量的日益耗尽, 供需缺口将逐步加大。

2002 年开始的出口配额管理和 2009 年开始的总量控制, 都对锑的供给产生重要影响, 除此之外, 著名的“世界锑都”——冷水江市, 2010 年 3 月开展的环保整顿, 严重限制了锑的生产, 更进一步加剧了锑的供应紧缺态势。我国锑产地的集中度非常高, 湖南是我国最大的锑产区, 2010 年湖南省的锑产量占全国总产量的 76.62%, 其次是广东和广西两省区, 分别占全国总产量的 9.85% 和 8.26%。在冷水江市开展的涉锑企业关闭整顿工作, 取缔所有非法手工选矿小作坊、非法浮选厂、整合改造现有合法涉锑冶炼企业, 关闭未列入整合计划的涉锑冶炼企业。受锑行业整顿影响, 国内锑产量从去年 3 月起增速逐渐放缓, 今年 1 和 2 月更是出现负增长, 下滑幅度分别为 3.84% 和 11.10%, 3 月份受冷水江地区环保整顿基本完成影响, 产量略有回升, 达到 16781.9 吨, 同比增长 25.8%。

供应偏紧的同时, 全球锑需求量呈现平稳上涨态势, 我国锑消费量在 2002-2008 年间的年均复合增长率更是达到 14.6%。受供应紧缺影响, 锑价从去年 3 月起开始迅猛上涨。去年全年精锑和氧化锑的平均价格分别为 6.21 万元/吨和 5.5 万元/吨, 同比上涨 52.4% 和 36%。由于 3 月份冷水江地区环保整顿基本完成, 锑产量同比上升, 精锑价格较高点略有回落, 达到 10.85 万元/吨, 但年初至今的平均价格已达 9.87 万元/吨, 较去年均价大

幅上涨 58.94%。我们预计由于受冷水江市整顿结束的影响，短期产量有所回升，锑价面临一定回调压力，但长期来看，作为战略性稀有金属，可采年限不足 14 年，锑行业的供给偏紧的状况很难得到改变，我们认为锑价在供给偏紧和政策护航的双重支撑下有望维持高位，持续上涨。

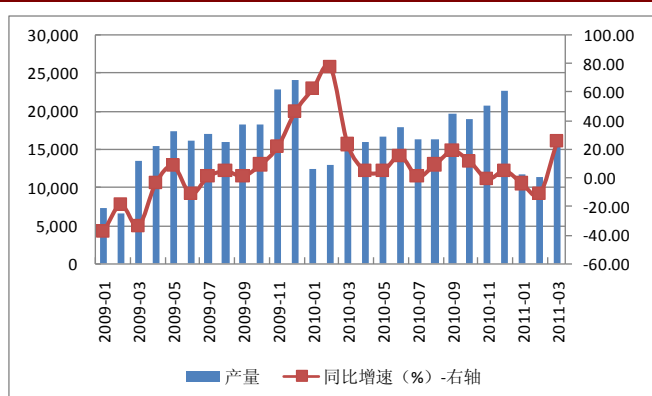
公司是全球第二大精锑和氧化锑生产企业，拥有锑资源量 194252 吨，2010 年共生产锑产品 23077 吨，同比增长 20.78%，其中精锑 19589 吨（包括生产氧化锑内部转化 10,957 吨），氧化锑 13,496 吨，含量锑 949 吨，锑品自产量 16551 吨，自给率达 71.72%，充分受益于锑价上涨。由于公司目前各条生产线已基本处于满产状态，因此未来产量的增长主要来自新基地的建设投产，其中渣滓溪扩建项目完成后，其生产规模有望从目前的 2800 吨增加至 5000 吨；另外，甘肃加鑫未来有计划再扩建 1000 吨。如果这两个项目扩建完成，公司精锑的产能将增加 3200 吨。

表 1：国内各地区锑矿产品含锑量（单位：吨）

地区	产量	占比
湖南	116738.81	76.62%
广东	15000.00	9.85%
广西	12587.03	8.26%
云南	2591	1.7%
河南	2009.00	1.32%
陕西	1177.58	0.78%
甘肃	1164.04	0.76%
合计	152359.26	100%

资料来源：Wind，宏源证券

图 12：我国精锑月产量及同比增速（单位：吨/月）



资料来源：Wind，宏源证券

图 13：精锑价格走势（单位：元/吨）



资料来源：中华商务网，宏源证券

三、黄金：价格维持高位震荡，利润贡献逐步下降

公司主要从事金锑钨伴生矿和金锑伴生矿的勘探、采选、冶炼和加工，保有黄金金属

量 41643 千克,2010 年公司共生产黄金 5060 千克,其中自产 2456 千克,同比减少 2.55%;黄金自给率达到 48.54%,略有下降,这主要是由于公司冶炼金产量有所增加所致。未来公司黄金收入占比还将提高,但由于自产金产量相对有限,所以黄金产品的综合毛利率的下降趋势在未来较长一段时期内还将延续。

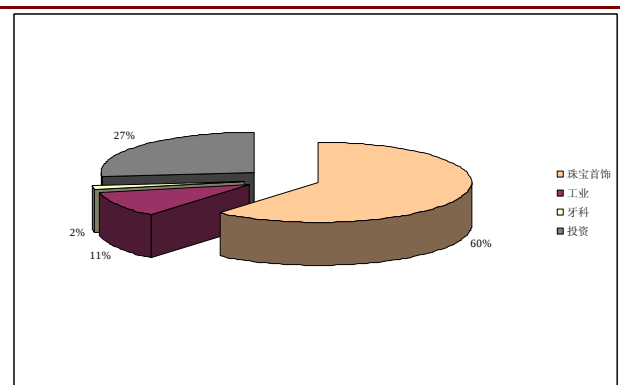
作为一种避险和保值最优选择的贵金属,在市场风险上升或是通胀预期升温时,都不可避免的会推高其价格水平。自美国开启第二轮 6000 亿美元定量宽松的大幕,全球通胀预期就不断升温,2011 年 1-3 月份,我国 CPI 分别为 4.9%、4.9%和 5.4%,未来可能还将持续,全球通胀形势不容乐观。除此之外,中东和北非等地的地缘政治动荡,也让全球的避险情绪不断升温,黄金价格受此影响不断创出新高,更加凸显了黄金的避险需求。但随着全球定量宽松即将结束的预期越来越强烈,对黄金价格的上涨空间构成一定压力,但我们预计全年黄金均价有望维持在 1400 美元/盎司,未来黄金价格维持高位震荡概率较大。

图 2: 黄金与美元走势



资料来源: Wind, 宏源证券

图 3: 全球黄金的消费结构



资料来源: Wind, 宏源证券

四、钨: 价格仍有上涨空间, 未来市场容量巨大

截至 2010 年底,公司拥有钨资源量 44828 吨, 年产钨产品 2042 标吨,全部为自产,其中仲钨酸铵 1940 吨,同比增长 13.78%,钨精矿 102 标吨,钨资源自给率达到 100%。虽然公司钨产品的收入和利润占比较低,只有 7.45%和 11.08%,但 100%的自给率还是可以确保公司充分受益于钨价格的上涨。

目前,全球探明钨总储量为 290 万吨,可供开采年限不足 40 年,其中中国探明的基础储量约为 180 万吨,占全球总量的 62.1%,主要分布在湖南、江西、河南和福建,作为一种不可或缺的战略资源,美国和俄罗斯等军事大国先后建立了钨的战略储备。

作为世界第一大钨生产国和消费国,国家对钨行业也实行了总量控制和配额管理。2010 年我国的钨精矿产量(折合为三氧化钨 65%)约为 12.76 万吨,同比增加 13.02%,显示了良好的需求前景。钨主要用于生产硬质合金和照明产品,具体应用于军工、航空航天、机械加工、冶金、石油钻井、矿山、电子和建筑等领域。根据国际钨业协会(ITIA)2008 年的统计数据,欧洲国家硬质合金的钨消费占到总消费量的 72%,我国仅占 48%。近几年我国硬质合金的产能和产量均有所增长,已经占到全球硬质合金产量的三分之一,

但产品技术含量较低，高技术含量和高附加值的产品，如高性能合金、研磨涂层合金、特异性制品和精密工具等产品所占份额很小，且质量与国外同行存在较大差距，导致这些产品的价格往往只有高档产品的几分之一甚至几十分之一。

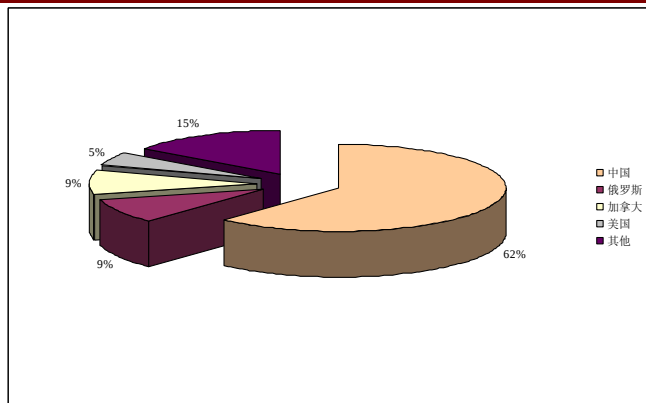
目前全球经济正在相继实现朱格拉周期的切换，根据宏源证券首席经济学家房四海教授的分析结论，美国朱格拉周期继续而强劲，是全球最早启动朱格拉周期的国家，目前，中国的朱格拉周期尚未成功切换，未来全球经济增长的动力主要来自朱格拉周期的启动。朱格拉周期理论是针对资本主义经济中一种为期约 10 年的周期性波动而提出的理论，一般从设备投资占 GDP 的比例看出。对设备投资占 GDP 的名义上的比例、以及 2 年后的投资收益先行指数（投资收益指总资本付息前利润率，简单地说就是从企业的收益率减掉有利息负债利息率或金融成本）进行比较，可以看出投资收益的走势预示着设备投资占 GDP 的比例。由此可见，朱格拉周期一旦启动，设备投资和设备更新将大幅增加，作为装备制造业加工辅具的钨硬质合金深加工和钨基高性能合金有望迎来广阔的发展空间，高精度高性能硬质合金的进口替代空间巨大；另外，在钨的主要应用领域，目前尚未发现有效的替代金属，作为一种重要的不可再生稀缺金属，发展前景值得期待。因此我们预计钨价格仍有上涨空间，未来市场空间较大。

表 2: 钨精矿开采总量指标 (单位: 万吨)

年份	总量配额	增速 (%)	出口配额	增速 (%)
2003	4.366		1.81	
2004	5.20	19.1	1.63	-9.94
2005	5.20	0.0	1.63	0.0
2006	5.906	13.58	1.58	-3.07
2007	5.93	0.41	1.54	-2.53
2008	6.685	12.73	1.49	-3.25
2009	6.855	2.54	1.46	-2.01
2010	8.00	16.7	1.43	-2.05

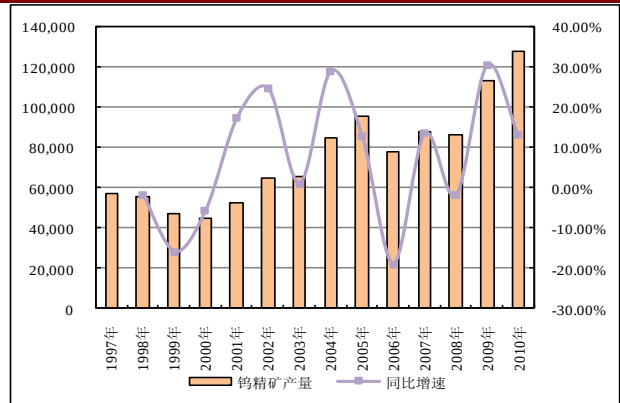
资料来源: 国土资源部, 宏源证券

图 4: 全球钨资源分布



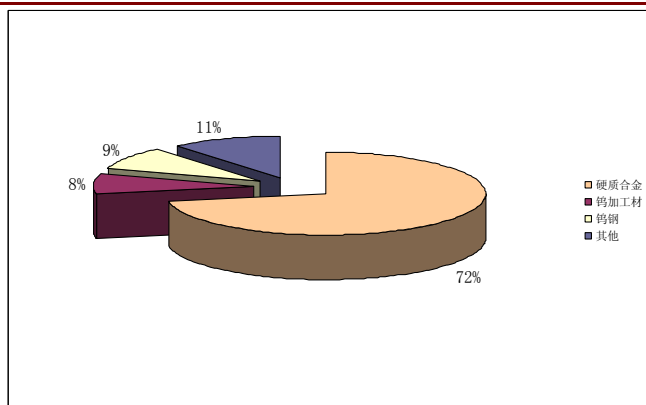
资料来源: USGS, 宏源证券

图 5: 中国钨精矿产量 (单位: 吨)



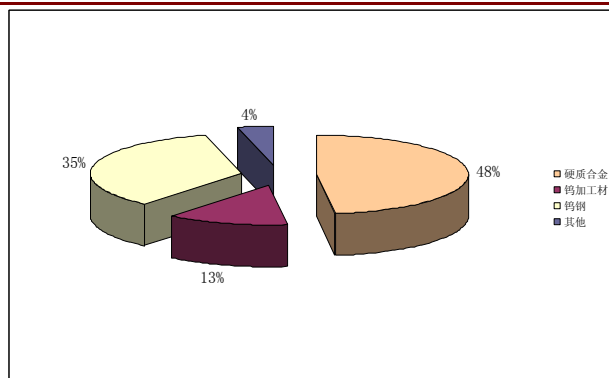
资料来源: Wind, 宏源证券

图 6: 欧洲钨消费结构



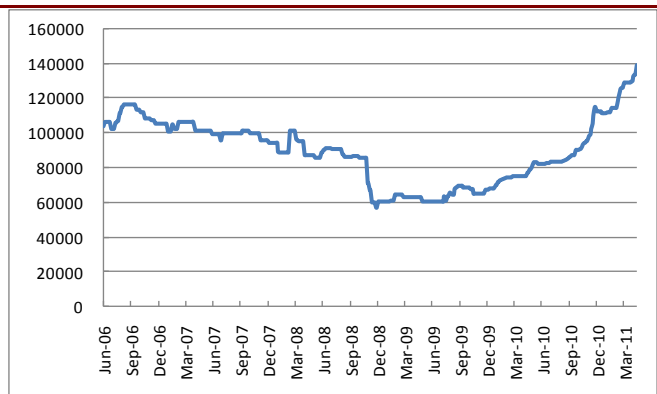
资料来源: ITIA, 宏源证券

图 7: 中国钨消费结构



资料来源: ITIA, 宏源证券

图 8: 钨精矿价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 中华商务网, 宏源证券

图 9: APT 价格 (单位: 美元/吨度)



资料来源: 中华商务网, 宏源证券

五、未来发展战略: 五个不低于, 重点在资源

时至“十二五”开局之年, 公司也为其自身的良好发展制定了五个“不低于”的“十二五”规划: 分别是产量增长不低于 15%; 收入增长不低于 15%; 利润增长不低于 15%; 储量增长不低于 10%; 员工收入增长不低于 5%。其中, 最值得关注和期待的应该还属储量增长不低于 10%, 为此公司将主要通过外延式增长和内部挖潜来实现增储。内部挖潜主要来自公司现有矿山的深度找矿; 外延式扩张未来的途径主要有以下两条途径: (1) 与地方地质队合作找矿, 如公司目前已经和湖南省地质矿产勘查开发局 413 地质队合资组建新疆辰州矿产投资有限公司, 注册资本 2000 万元, 其中公司以自有资金出资 1600 万元, 占注册资本的 80%, 经营范围为黄金、锑、钨、铜等固体矿产资源的投资、勘查与开发。新公司成立后, 将与四一三队签署协议收购其拥有的新疆地区十一个探矿权, 上述探矿权总面积 213.73 平方公里, 主要矿种为金、铜矿, 目前只开展了少量地质勘查工作。上述探矿权区域位于阿尔金山金铜铅锌矿成矿带上, 具有一定找矿前景。我们认为这种和地方地质局合作的模式, 对于公司而言, 是一种高效、互补的运行模式, 它可以充分利用地质队在勘探方面的技术优势, 来弥补自身的不足, 同时又拥有了优先获取采矿权的资格。(2) 公司坚持每年考察 30-40 个矿山, 对于符合公司未来发展方向, 以及具有一定经济价值的

矿山，进行合理收购，争取每年收购 1-2 个矿山。

六、盈利预测

我们认为公司未来产量的增长相对有限，利润的增长将更多的依赖产品价格的上涨。在下述产量和价格假设下，我们预计公司 11-13 年每股收益分别为 1.26 元、1.65 元和 2.08 元，对应的动态 PE 分别为 26.3 倍，20.1 倍和 15.9 倍，作为资源自给率较高的优质资源股，公司估值相对较低，另外，公司未来三年的增长情况较好，且业绩对于价格敏感性较高，因此我们首次给予“买入”评级。

表 3: 产能及产量假设 (单位: 吨)

	产能	2010	2011E	2012E	2013E
矿产金	2.5	2.5	2.5	2.75	3
也炼金	3.5	2.5	2.75	3	3.3
精锡	20000	9000	9000	10000	11000
氧化锡	20000	13600	13700	15000	15800
APT	5000	2000	2000	2500	3000

资料来源: 宏源证券

表 4: 价格假设

	2011E	2012E	2013E
黄金 (美元/盎司)	1400	1500	1600
精锡 (万元/吨)	10	12	14
氧化锡 (万元/吨)	8.5	9.0	9.5
APT (万元/吨)	18.5	20	22

资料来源: 宏源证券

表 5: 业绩敏感性

	黄金	精锡	氧化锡
价格变化	10 (元/克)	1000 (元/吨)	1000 (元/吨)
EPS 变化	0.02	0.01	0.01

资料来源: 宏源证券

表 6: 盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
单位 (万元)				
一、营业总收入	287,949.98	344664.17	421301.69	504276.32
营业收入	287,949.98	344664.17	421301.69	504276.32
二、营业总成本	254,855.44	244038.84	289781.01	338394.40

营业成本	192,172.18	191649.88	225743.15	261744.40
营业税金及附加	2,632.38	3446.64	4213.02	5042.76
销售费用	2,225.56	3446.64	4213.02	5042.76
管理费用	38,621.32	34466.42	42130.17	50427.63
财务费用	3,052.56	4135.97	5055.62	6051.32
资产减值损失	16,151.42	6893.28	8426.03	10085.53
三、其他经营收益				
投资净收益	-187.73	-241.26	-294.91	-352.99
四、营业利润	32,902.32	100384.07	131225.77	165528.92
加：营业外收入	908.30	723.79	884.73	1058.98
减：营业外支出	5,045.74	1344.19	1643.08	1966.68
五、利润总额	28,764.87	99763.67	130467.43	164621.23
减：所得税	9,651.47	30926.74	40444.90	51032.58
六、净利润	19,113.40	68836.93	90022.52	113588.65
减：少数股东损益	-2,684.34	-34.42	-45.01	-56.79
归属母公司所有者 净利润	21,797.74	68871.35	90067.54	113645.44
七、每股收益				
股本（万股）	54740	54740	54740	54740
基本每股收益（元）	0.4	1.26	1.65	2.08

资料来源：宏源证券

分析师简介:

闵丹: 宏源证券研究所有色行业研究员, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。