

2011-08-03

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

有色金属

增持/维持评级

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

刘晓

SAC 执业证书编号:S1000511070001

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孙浩中

(021)6849 8635

sunhz@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《2011 年中期策略-把震荡当做节奏》

(2011/04/21)

《钨：被低估的中国优势》

(2011/04/07)

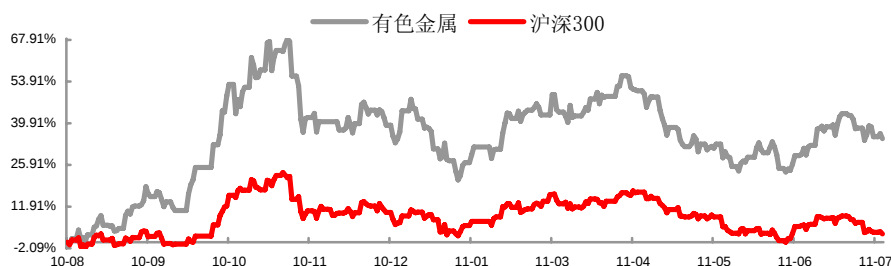
《厦门钨业：集小金属和新材料之大成》

(2011/03/25)

钨价：涨声再次响起

- 目前的形势是，钨精矿价经历 5-6 月的调整后，自 7 月重拾上升趋势。钨价于 8 月初重回 15.7 万元/吨年内高点，较年初价格上涨 40.9%；2011 年 1-7 月钨精矿均价 13.6 万元/吨，较 2010 年均价上涨 56.8%。展望 3 季度钨精矿供需紧张状态依然难以缓解，支撑钨价上涨驱动因素未变，带动产业链各环节产品依次同步提价，且我们观察下游成品毛利有进一步扩张趋势。（图 1、2、3）
- 供应面：紧缩政策老调依旧重弹**
- 在以稀土为代表的“中国优势”稀有金属领域，资源优势转化为定价权优势的良性演变已然出现，钨作为“中国优势”金属之一，我们在前期报告《钨：被低估的中国优势》中同样预期，国内钨矿开采将渐趋节制和有序。
- 自 3 月始占我国钨矿产量约 70%的湖南、江西两省，特别是赣州地区开展环保整治行动，迫使部分矿山停产检修。5 月，据湖南省政府下发的《深入整顿和规范矿产资源开发秩序工作方案》，决定从 2011 年 5 月至 2012 年 5 月，在全省开展专项整顿活动，严厉打击钨矿无证开采、乱采滥挖、超深越界等违法行为，将对矿山开采和供应产生持续影响。
- 受矿山开采配额限制与各类打击非法开采政策影响，2010 年上半年国内钨精矿产量 5.2 万吨，同比增幅仅为 3.9%（表 1）。
- 需求面：终端消费保持快速增长**
- 有色金属工业协会统计显示 1 季度全国硬质合金产量 5400 吨，同比增长 22%；其中硬质合金出口 1006 吨，同比增长 10%；硬质合金深加工产品产量 1084 吨，同比增长 46%。硬质合金行业重点企业主营业务收入 42 亿元，同比增长 41%；实现利润 2.53 亿元，同比增长 101%。2 季度，硬质合金产量继续保持增长。初步统计上半年硬质合金产量约实现 20%同比增长。
- 当前国内钨行业投资多侧重于终端深加工领域。上半年业内两大合作项目：一是厦门钨业与五矿有色的年产 4000 吨硬质合金合作项目，二是德

最近 52 周行业表现



国 H.C. Starck 与江钨集团的年产 30000 吨钨深加工产品合作项目，该等项目的陆续投产，将大幅拉动钨矿需求。

成本面：钨精矿成本在通胀及环保成本显性化背景下水涨船高

钨精矿生产成本包括人力成本、加工成本、税收成本（17%的增值税、2%的资源补偿费、资源税、土地复垦费等）以及环保安全成本等。随人工、环保等成本持续攀升，部分矿区的钨精矿成本已经上升至 9 万元/吨。据统计，赣州地区的 APT 生产成本（从钨精矿到 APT）上调至 1.45 万元左右，中颗粒钨粉（从 APT 到钨粉）生产成本上调至 2.5 万元/吨，粗或细粉为 3 万元/吨。

成本的水涨船高成为抬升钨精矿价的又一重要因素。

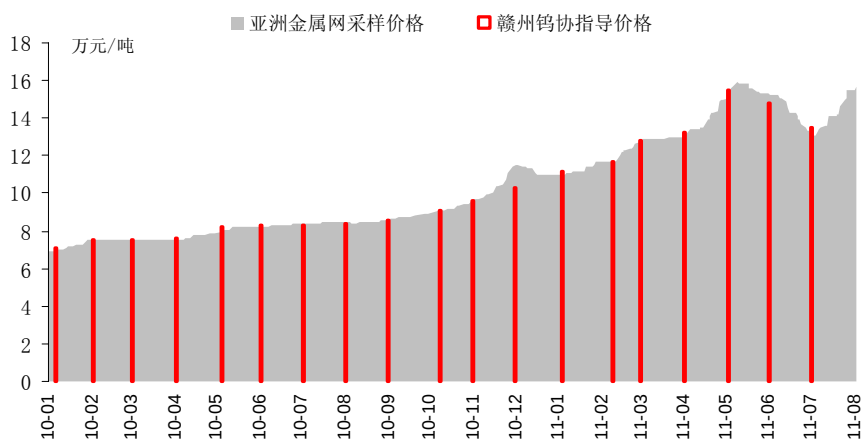
我们在这一背景下的投资策略：延续《2011 年中期策略：把震荡当做节奏》中对具有中国优势资源——钨的精确打击重点推荐，建议在当前随钨价涨势趋势性投资于在钨产业链两端建立起竞争优势的企业，厦门钨业仍是我们的首选

我们判断钨产业链的利润将持续集中分布于两端：稀缺钨矿资源端与高端硬质合金工具制造端，厦门钨业已在此两端建立起资源与技术优势，并将通过与五矿在江西九江项目上的合作，提升其在钨矿资源的占有储量，并大幅扩张其硬质合金产能，进步巩固其龙头地位，其发展战略规划与行业的利润分布走向相一致，是我们的钨产业投资首选。

章源钨业、辰州矿业凭借其所占有的钨矿资源，亦将显著受益于钨精矿价格的持续上扬。

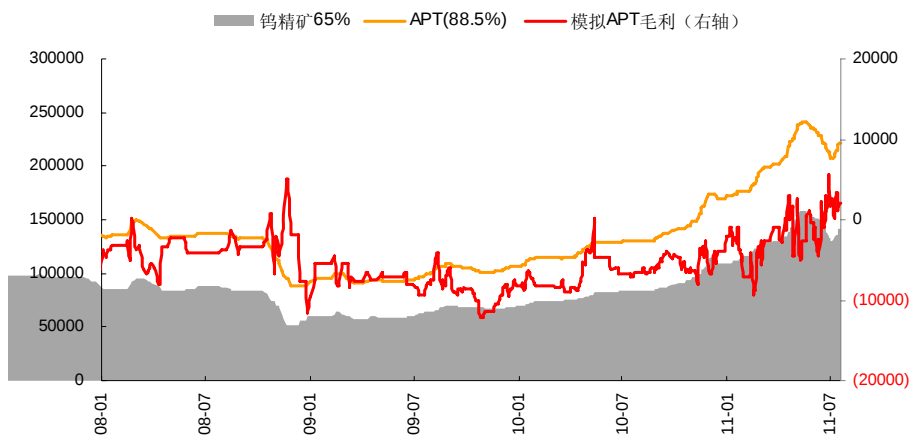
风险提示：开采依然无序分散；下游需求回落；钨为其他材料所替代

图 1：钨精矿历史价格统计 8 月重回历史高位



资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

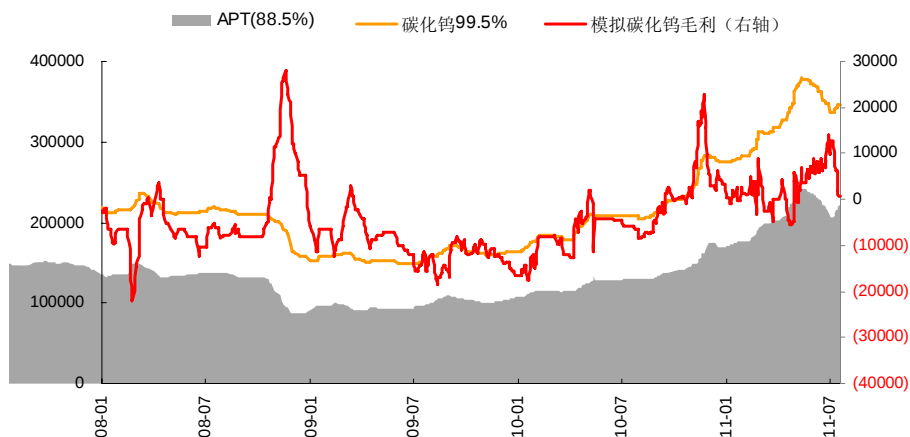
图 2：APT 历史毛利模拟测算



注：APT 模拟测算成本 = 钨精矿价格 $\times 1.45 + 1.45$ 万元（加工费）

资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

图 3：碳化钨粉历史毛利模拟测算



注：碳化钨粉模拟测算成本 = APT 价格 $\times 1.4478 + 2.5$ 万元（加工费）

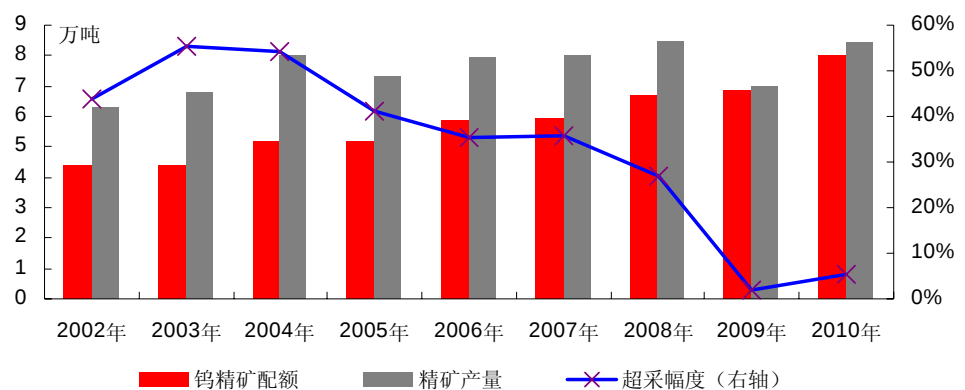
资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

表格 1： 2011 年 1-6 月我国钨精矿分地区产量

地区名称	2011 年 1-6 月产量（吨）	同比（%）
全国总计	52273	3.9
河北	-	-
内蒙古	650	-43.1
辽宁	-	-
吉林	-	-
黑龙江	-	-
浙江	-	-
安徽	110	-40.5
福建	1479	-2.3
江西	23944	19.3
河南	7403	40.0
湖北	170	-48.0
湖南	12998	2.2
广东	1586	20.4
广西	2185	-58.3
海南	-	-
四川	-	-
云南	1749	-29.9
陕西	-	-

数据来源：有色金属工业协会，华泰联合证券研究所

图 4： 钨精矿的无序开采得到有效控制



资料来源：国土资源部，华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。