

2011-10-10

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

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

相关研究

《黄河旋风半年报点评：在路上》(11/07/27)

《豫金刚石深度报告：击出本垒打》
(11/02/28)

《人造金刚石行业首次评级报告：“钻石”
引领制造业新革命》(10/12/08)

《黄河旋风首次评级报告：老骥伏枥 竞生
新好》(10/12/08)

《豫金刚石首次评级报告：无冕新贵》
(10/12/08)

《厦门钨业半年报点评：进军九江 再添新
翼》(11/08/12)

《钨行业电话会议纪要》(11/08/08)

《钨价：涨声再次响起》(11/08/03)

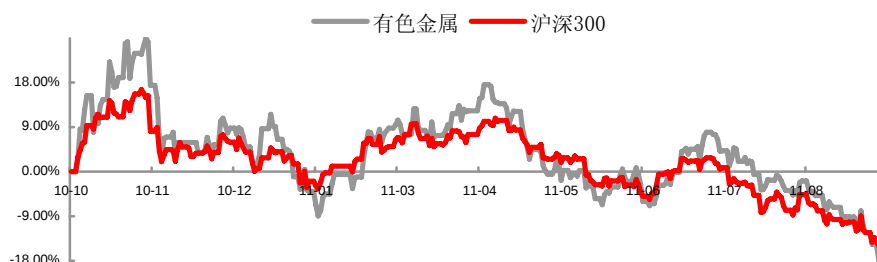
《钨行业深度报告：被低估的中国优势》
(11/04/07)

《厦门钨业年报点评：集小金属和新材料之
大成》(11/03/25)

钨 VS 金刚石：硬碰硬中各自精彩

- **钨与金刚石材料：2011 年我们的重点推荐。**我们切实观察到当下国内正在发生着以钨硬质合金与人造金刚石等高性能工具材料引领的工具升级变革，在 2011 年过去的数月，华泰联合证券有色组以系列的深度报告、多次的产业调研、数次的专家会议与登门路演，向我们的朋友们积极推介在钨硬质合金与人造金刚石领域的优质企业标的：**厦门钨业、豫金刚石、黄河旋风**，并力图揭示我国工具材料产业的变革状貌。
- 我们也体察到市场上一些普遍困惑：金刚石材料是否会对钨材料构成显著替代威胁，从而投资选择将是非此即彼；我们对两类材料的推介是否都沿着市场主流认知的需求增长逻辑展开，从而已被股价充分反应。本报告将着眼于上述困惑做一回应。
- **钨与金刚石消费：共生增长而非彼此替代。**受益于制造业升级、工具替代人工的产业发展趋势，各类工具材料都保持着旺盛增长，彼此的竞争替代还远未来临。同时由于各类材料间非常显著的价格差距，其在某种特定工具的制造中往往是共生共荣，各司其职，而非发生全面的替代。
- **但我们对这两类工具材料的投资推荐角度却存在着根本分野：**
- **金刚石看技术驱动。**金刚石材料仍处于产品导入期，成长空间广阔，但高昂成本是最大阻碍。因而，以一个较长时间窗口寻找标的，其特征应是具备开拓创新能力，在某一应用领域有望获得突破性进展，从而实现爆发增长。目前行业龙头如**豫金刚石、黄河旋风、四方达**都具备这一潜质。
- **钨看资源。**在钨材料推荐中，我们将目光上移至资源端，我们判断钨资源将自 2010 年后持续面对着难以消除的供需缺口（主要源于过去数年及未来极为有限的新增产能投放），目前处于历史高位的价格将因此获得坚实支撑，其资源价值将获得重估。据此推荐资源储量排名前列并有望在未来获得资源增量的**厦门钨业**。
- **风险提示：**我们对钨矿资源价值重估的判断，是基于需求不会出现超预期衰退，供给增量已较为有限的假设做出的。虽然我们的假设判断已具备了较强的稳健性，但仍存在风险。

最近 52 周行业表现



目 录

钨与金刚石：2011 年我们的重点推荐	4
钨与金刚石消费：共生增长而非彼此替代	5
持续膨胀的工具消费市场	5
各司其职	5
需求部分重叠但非完全一致	7
各自精彩的投资主题	9
金刚石产业投资主题 — 技术进步开拓无限应用领域	9
钨产业投资主题 — 资源价值重估	10
风险提示	16

图表目录

图 1:	2011 年初至 9 月末各股参照沪深 300 股价表现.....	4
图 2:	全球各类硬质工具材料市场份额（2009 年）	5
图 3:	金刚石石油钻头图例	6
图 4:	中国市场金属切削刀具消费按材料细分（2004-2009）	7
图 5:	中国钨下游消费构成	8
图 6:	中国金刚石制品下游消费构成.....	8
图 7:	人造金刚石单晶产品长期价格走低的背后是技术进步与成本降低	9
图 8:	钨精矿历史价格统计（2004.04.07-2011.09.30）	11
图 9:	2000 年后钨国内消费量与出口量之间的变化	12
图 10:	钨精矿国内产量增速统计（2001-2011）	13
图 11:	历年钨精矿开采总量控制指标与实际产量对比（2002-2010）	14
图 12:	国内企业钨矿资源储量分布	15
表格 1:	2010 年钨精矿消费量统计.....	11
表格 2:	2010 年钨精矿供应量统计.....	11
表格 3:	未来 3-5 年钨消费复合增速将在 10%以上	11
表格 4:	厦门钨业资源储量概况	15

钨与金刚石：2011 年我们的重点推荐

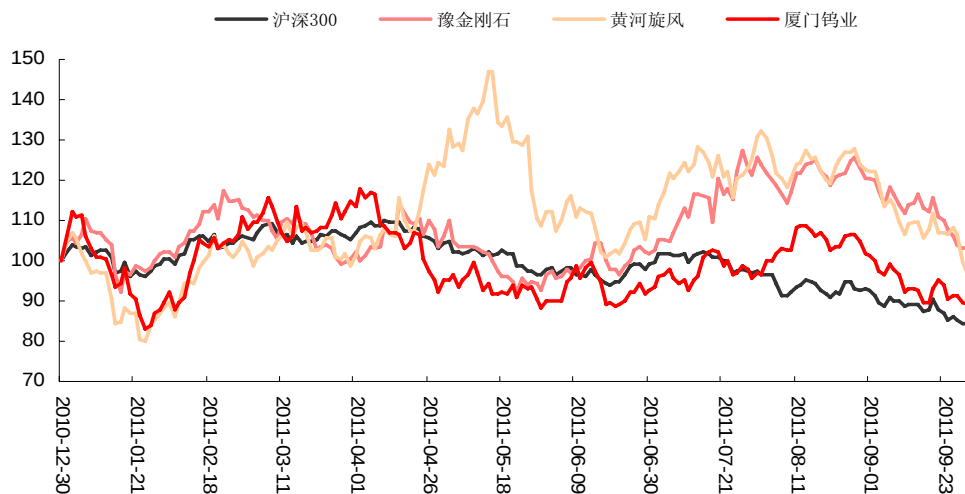
我们切实观察到当下国内正在发生着以钨硬质合金与人造金刚石等高性能工具材料引领的工具升级变革，在 2011 年过去的数月，华泰联合证券有色组以系列的深度报告、多次的产业调研、数次的专家会议与登门路演，向我们的朋友们积极推介在钨硬质合金与人造金刚石领域的优质企业标的：厦门钨业、豫金刚石、黄河旋风，并力图揭示我国工具材料产业的变革状貌。

各标的在 2011 年中也分别录得相较沪深 300 指数标准，相对优异的股价表现，同时我们相信，我们的推介只是序曲而非尾声，各类高端工具材料产业在未来将演绎更多精彩。

在与朋友们的推介交流中，我们也体察到市场上普遍存在一些困惑：如金刚石材料是否会对钨硬质合金材料构成显著替代威胁，从而我们的投资选择将是非此即彼；我们对两类材料的推介是否都沿着市场主流认知的需求增长逻辑展开，从而已被股价充分反应。

我们本篇报告将着眼于上述困惑而做一回应，进一步阐明我们对钨硬质合金与金刚石材料分别的推荐逻辑。

图 1： 2011 年初至 9 月末各股参照沪深 300 股价表现



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

钨与金刚石消费：共生增长而非彼此替代

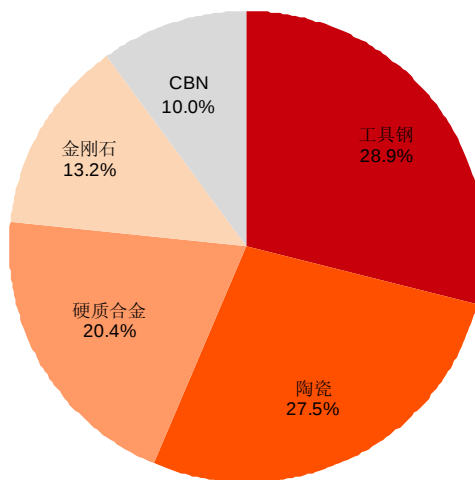
持续膨胀的工具消费市场

资本市场一个有所偏差同时根深蒂固的观念是一种工具材料的兴起必将蚕食其余工具材料的市场，这只发生在市场已较为成熟稳定的阶段，而中国的工具消费市场整体仍方兴未艾，换言之，面对一个持续膨胀的终端消费市场，各类工具材料都在保持着旺盛增长，彼此的竞争替代还远未来临。

虽然缺乏足够精确的下游消费统计数据，如刀具、钻具的产量增速，来直接刻画终端消费增速，但首先需提醒在劳工工资持续上扬，机器替代人工的产业变革背景下，我们可以据此预测工具的消费增速在一个加速增长阶段；其次，目前的工具材料主要包括工具钢、硬质合金、超硬材料、陶瓷材料这四大类，我们观察到各类工具材料都保持着快速的增长，即便是最为传统的高速工具钢材料，这也间接证实了终端需求在高速增长的事实：

据各行业协会统计，2011 年上半年，高速工具钢产量同比增速 **27%**，合金结构钢产量增速 **22%**，硬质合金产量增速 **19.95%**；虽然在人造金刚石单晶材料方面缺乏准确的统计数据，但据行业专家估计，2010 年同比增速接近 **80%**。

图 2： 全球各类硬质工具材料市场份额（2009 年）



资料来源：Dedalus Consulting，华泰联合证券研究所

各司其职

随工具制造技术的不断推进，性能更好的工具材料必然在获得更好的性价比前提下，逐步取代传统的工具材料；但我们需强调其替代的有限性，并非如臆想的，一种工具之前由某类材料制造，随技术进步，100%的更换为另一种材料。由于各类材料间非常显著的价格差距：

高速工具钢单价：约 2 万元/吨

碳化钨粉单价：约 30 万元/吨

金刚石单晶材料：约 200 万元/吨

其在某种特定工具的制造中往往是共生使用，各司其职。

以金刚石石油钻头为例：所谓金刚石钻头由金刚石、胎体和钻头体三部分组成。

金刚石是钻头的刃部。

胎体是钻头底部包镶金刚石的一圈合金，其主要功用是牢固地包镶金刚石颗粒并与钻头钢体焊接在一起。胎体一般用碳化钨粉末作为骨架材料，用铜镍等金属作为粘结材料，以粉末冶金方式制造，改变胎体的成分可以改变胎体的性能，以适应钻进各种岩层的需要。

钻头体是指钻头钢体部分，采用中碳钢管材制造，上部有螺纹与扩孔器下端相应螺纹连接，下端加工成楔形、阶梯形、螺纹形或方形，以加强与胎体的粘结强度，便于胎体压实，传递更大扭矩。

图 3： 金刚石石油钻头图例

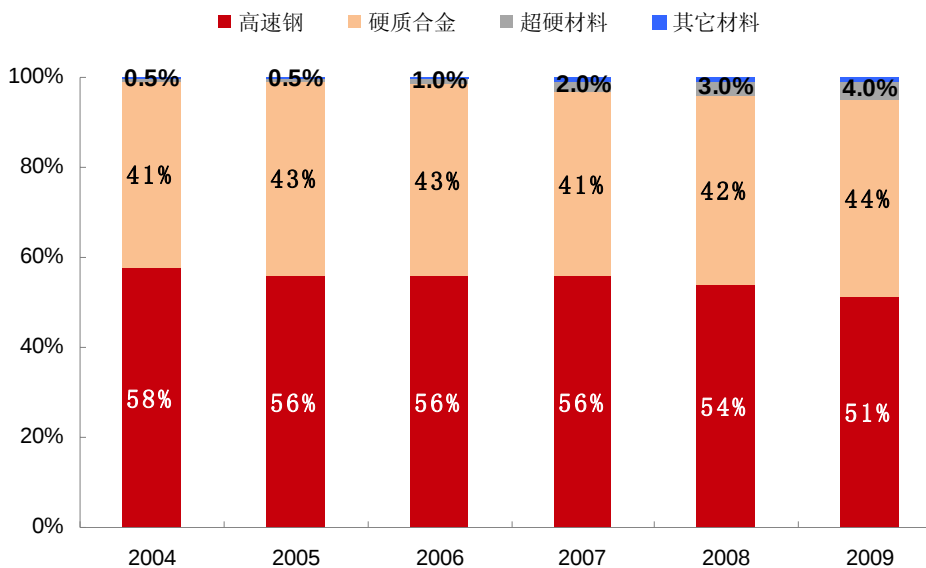


资料来源：华泰联合证券研究所

由上例可知，虽然依据业界反馈目前国内约 80%以上的油田钻井都已普遍使用金刚石钻头替代传统的钨硬质合金牙轮钻头，但这一事实并不意味着碳化钨材料乃至钢材就退出了油田钻井市场，其更多的表现为一种有限替代下的共生增长。

又如刀具市场，虽然统计数据显示硬质合金刀具与金刚石刀具的市场份额在不断扩大，工具钢刀具的份额在缩小，但考虑到 1)、市场总体容量在高速增长；2)、硬质合金刀具与金刚石刀具仍会使用钢材料、金刚石刀具仍会使用硬质合金材料。统计数据仅表明我国的刀具产品处于不断升级发展阶段，并不意味着某种材料绝对消费量的滑落。

图 4： 中国市场金属切削刀具消费按材料细分（2004-2009）



资料来源：中国机床工具工业协会工具分会，上海刀具技术研究所，SunFAITH，华泰联合证券研究所

需求部分重叠但非完全一致

还需强调的一点是，钨与人造金刚石材料的下游需求在工具领域基本重叠，但两类材料还在其它很多领域拓展应用，致使我们在判断两类材料的需求景气时不宜完全等同。（依我们的判断，金刚石材料对其它材料更为切实的冲击主要发生在建筑建材加工领域对如碳化硅等传统磨料的替代）由下游需求构成比较分析产生的一个推论是，近期我国固定资产投资增速的可能滑落，对金刚石材料需求的冲击或更为显著。

钨下游需求构成

我们在《钨行业深度报告：被低估的中国优势》中，对钨材料下游需求进行了较为详尽的分析。我们对钨金属未来的总体需求增长持乐观态度，判断未来 3-5 年钨总体消费复合增速将在 10% 以上。

钨下游应用领域主要包括：

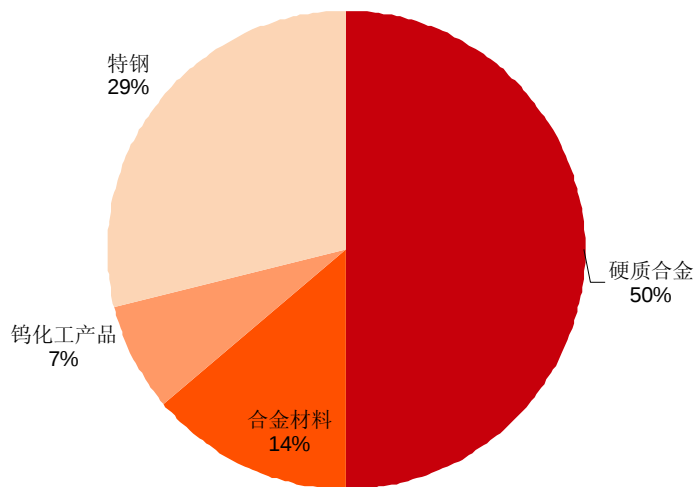
硬质合金。硬质合金产品从应用上基本可分为切削刀片、矿用工具和耐磨零件三大类。硬质合金是消费钨最多的一个领域，约占国内消费的 **50%**；

含钨特钢。包括高速工具钢、合金工具钢、合金结构钢、合金弹簧钢，钨在特钢中的消费约占国内钨消费的 **29%**；

钨合金材料。作为最难熔的金属钨，加入一些其他金属元素，用粉末冶金的方法，制成各种钨合金材料，如高比重合金、钨铜、钨电极、电工合金（钨电触头材料）、钨条、杆、丝，钨在钨合金材料中的消费约占国内钨消费的 **14%**；

钨化工产品。包括钨酸、钨酸钠、偏钨酸铵、六氟化钨、四溴化钨、二硫化钨等，应用于颜料、染料、催化剂、化学蒸镀等领域，钨在化工中的消费约占国内钨消费的 **7%**。

图 5： 中国钨下游消费构成



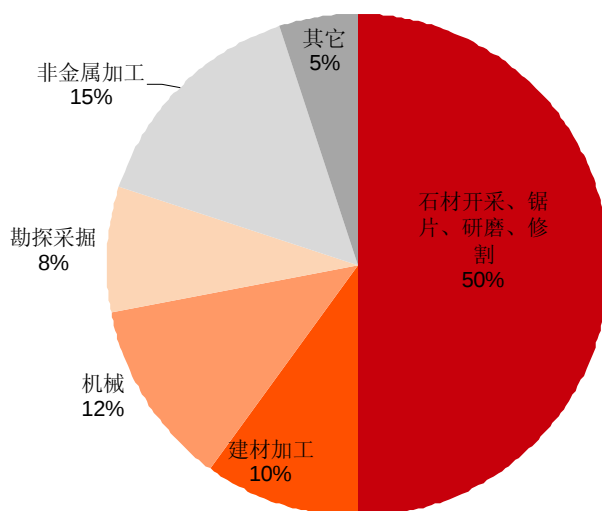
资料来源：中国钨业协会，华泰联合证券研究所

人造金刚石下游需求构成

我们在《金刚石行业首次覆盖报告：“钻石”引领制造业新革命》中，对人造金刚石材料下游需求进行了较为详尽的分析。

金刚石工具的应用下游包括石料建材、汽车机械、矿山油田、电子、光伏等各主要制造业领域，我们预计其在各领域的市场渗透将呈阶梯状良好结构依次发展推进：光伏、LED 等领域应用将实现从无到有突破，伴随产业高速增长而迅速壮大；汽车机械等领域将主要在中国市场实现突破；石料建材等传统领域将依旧保持稳定增长。

图 6： 中国金刚石制品下游消费构成



资料来源：《高速发展的中国超硬材料》，华泰联合证券研究所

各自精彩的投资主题

虽然钨与金刚石材料同为工具类材料，在很大程度上分享着相同的终端需求市场，但以投资视角观察，我们对这两类材料的投资推荐角度却存在着根本分野。

一个显而易见却易被忽略的事实是，钨的年消费量已具有了一个较大的基数，而金刚石材料仍处于产品的导入期阶段，与当前微薄的消费量相比，未来的成长空间广阔。2010 年我国钨精矿产量 11.5 万吨，对应钨金属量 7.5 万吨；人造金刚石单晶材料产量约 90 亿克拉、1800 吨，约为钨金属年产量的 3%。

换言之，在较为谨慎的假设下，钨消费量的年复合增速将保持在 10% 以上；而人造金刚石消费量的年复合增速则有望在 25% 以上持续增长（基于我们在之前报告中更为翔实测算所估计的增速）。

面对人造金刚石材料，我们可以讲述激动人心的应用不断拓展的故事，标的从而获得远高于市场平均的估值溢价；

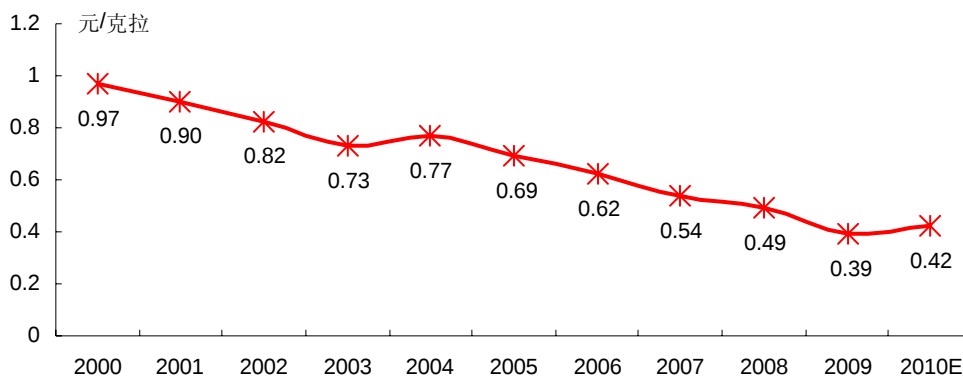
但在钨材料方面，需求的故事相较略显黯淡，但当我们目光上移至资源端，我们发现作为少数为中国控制全球供给量、具备定价权的中国优势资源——钨矿资源，其自 2010 年后持续面对着难以消除的供需缺口，因而其资源价值将被不断重估。在这一意义上，其投资价值并未被市场充分认知。

金刚石产业投资主题 —— 技术进步开拓无限应用领域

行业属性 —— 技术密集型的研发驱动产业

金刚石材料一方面拥有一些自然界最优质的材料属性，如硬度、导热性、化学稳定性等，因而是材料应用领域的钻石瑰宝；另一方面又因其高昂的成本阻碍了大面积的推广应用。因而，以一个较长时间窗口去寻找金刚石产业的投资机会，必将着眼于技术进步推动下的成本持续降低，性能不断提升，在某一应用领域获得突出的性价比优势，从而实现需求的爆发增长。

图 7： 人造金刚石单晶产品长期价格走低的背后是技术进步与成本降低



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

我们在前期报告中对可能的应用领域突破做了扫描前瞻并在持续观察验证:

光伏领域 — 金刚石切割线在多晶硅切割环节的应用, 在日、欧等发达国家处于爆发式的应用推广前期;

电子产业 — 在电子产业上游晶圆切割等环节已在日本、台湾市场大范围推广, 目前方兴未艾的 LED, 特别是蓝宝石切割环节将是金刚石切割线又一新兴领域;

机械 — 在欧美市场已处于应用推广中期, 在我国尚处于推广初期;

矿山油田 — 在国内石油采掘业市场渗透率在 50%以上, 但仍以进口及合资企业产金刚石钻头为主导, 将进入进口替代阶段; 在煤矿开采领域还未大规模推广, 煤矿整合将带动推广进程;

石料建材 — 在全球市场发展已较为成熟, 国内市场也已处于应用推广中期。

标的选择 — 企业研发创新能力

目前行业, 主要是单晶材料环节, 已处于三分天下的寡头垄断状况, 中南钻石、黄河旋风、豫金刚石已与其它追随者形成了明显的鸿沟。

回顾 3 家企业阶段性胜出的原因, 中南钻石与黄河旋风引领了片状触媒技术向粉状触媒技术的变革, 豫金刚石引领了缸梁一体化压机制造工艺的变革, 从而获得显著低于竞争者的成本优势, 实现优胜劣汰。

金刚石产业的技术革新仍在持续进行中, 因而我们偏爱的是在研发上持续投入, 并能引领产业发展方向的优秀企业。

目前豫金刚石与黄河旋风在金刚石切割线上的研发, 四方达在聚晶复合材料上的研发, 都令市场期待, 我们将在持续的观察评估中判断哪家企业具备更大的增长潜力, 有望成为更好的投资标的。

钨产业投资主题 — 资源价值重估

统计显示钨行业自 2010 年出现供需缺口 (表 1、2), 至 2011 年上半年供需缺口呈持续扩大趋势, 这是钨价自 2010 年加速上涨的根本推动力。据我们预测, 虽然面临全球主要经济体增速下滑风险, 但由于近年来中国政府在新批钨矿采矿证方面的严格控制, 钨精矿的供应挖潜能力已极为有限, 供需缺口仍将持续存在, 支持钨精矿价格维持在 15 万元/吨以上的历史高位, 并有望进一步抬升。

我们认为随市场逐步认识到现处于高位的钨精矿价格将获得持续性而非昙花一现, 钨精矿资源价值将获得重估, 资源将成为钨产业未来的投资主题。

供需缺口推动钨价持续上涨

钨行业自 2010 年出现供需缺口约 1.1 万吨 (钨精矿消费量约 16.0 万吨, 钨精矿供应量约 14.9 万吨), 2011 年上半年这一供需缺口进一步扩大 (2011 年上半年消费增速在 15%以上, 其中高速工具钢增长 27%, 硬质合金增长 19.95%, 钨丝产量增长 16.9%, 钨品出口增长 8.7%, 而国内钨精矿产量仅增长 3.9%)。

钨行业供需缺口的持续存在，是钨价自 2010 年加速上涨的坚实基础（考虑到钨矿交易中不存在金融期货市场的干扰，同时产业链库存在持续滑落，当前钨价虽处于历史高位，但并无泡沫）。基于供需两方面的分析判断，我们预测未来这一供需缺口将持续存在。

表格 1：2010 年钨精矿消费量统计

消费方向	钨化工产品	钨合金材料	含钨特殊钢	硬质合金产品	钨冶炼中间产品出口	合计
消费钨精矿量（吨）	8127	25707	21143	46990	58512	160479

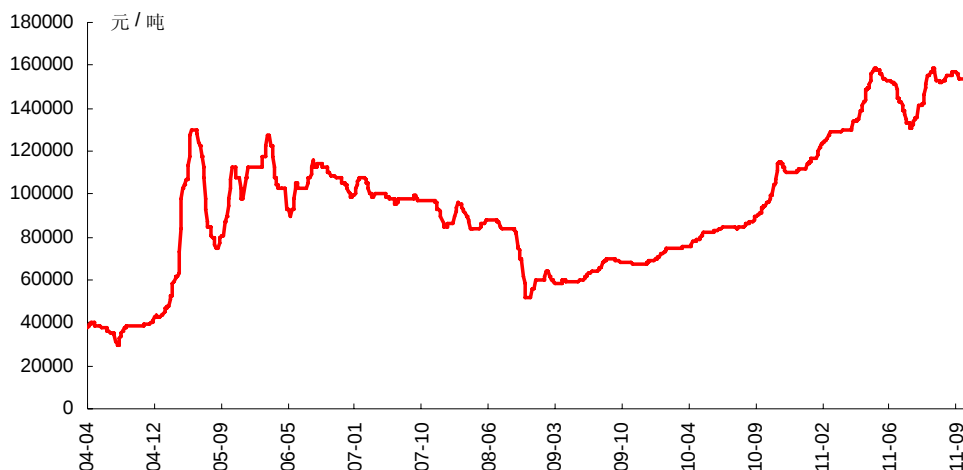
资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：2010 年钨精矿供应量统计

钨精矿来源	国内生产	进口	废钨回收	合计
钨精矿供应量（吨）	115097	7561	26627	149285

资料来源：华泰联合证券研究所

图 8： 钨精矿历史价格统计（2004.04.07-2011.09.30）



资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

需求虽存放缓风险，但仍将稳健

我们对钨金属未来的总体需求增长持乐观态度，谨慎估计未来 3-5 年钨总体消费复合增速将保持在 10%以上。

表格 1：未来 3-5 年钨消费复合增速将在 10%以上

	消费增速	驱动因素	替代风险
硬质合金	切削刀具 20%	产业升级拉动高阶硬质合金刀具需求及国产化占比提升	低。与更高端超硬材料刀具适用于不同细分市场，共同替代低端钢质刀具
	地矿开采钻头 8%	油田矿山开采量的增长	中。逐步被金刚石钻头替代。
	PCB 钻头 10%	PCB 制造基地向国内转移进程加速	低。目前是 PCB 打孔的主流技术。
	耐磨零件 8%	应用领域广泛，主要受产业升级带动	中低。

钢铁添加剂/超合金	10%	特种钢在我国钢产量占比不断提升	中。特种钢被硬质合金逐步替代。
钨轧制品	5%	照明消费的自然增长。	高。被 LED 等新照明技术逐步替代。

资料来源：华泰联合证券研究所

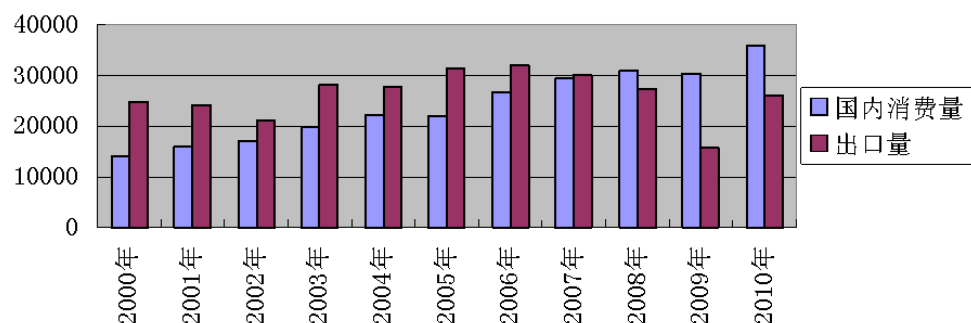
在目前整体宏观经济环境动荡背景下，我们更多强调钨需求的稳健性。

需求稳健性首先体现在钨金属的下游消费遍布主要的制造业、采掘业各领域，风险分散；

同时受益于制造业升级、工具替代人工的产业发展趋势，工具材料因而获得内生增长动能，以抵抗经济周期涨落。

自 08 年后，国内钨消费量超过出口量，钨消费更多依赖国内而非海外市场，一方面使得钨行业景气程度与发达经济体关联度降低，另一方面最终使得国内市场获得钨矿的全球定价权，国外价格基本跟随国内市场价格。

图 9： 2000 年后钨国内消费量与出口量之间的变化



资料来源：中国钨业协会，华泰联合证券研究所

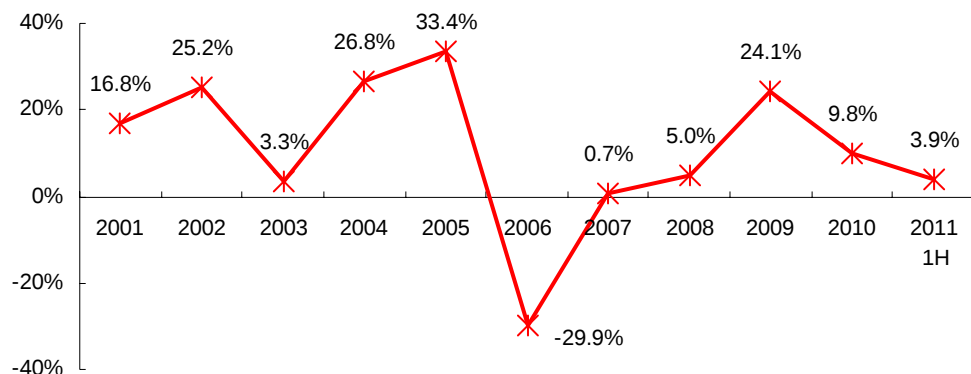
在 08-09 年整体消费失速的“类压力测试”中，钨精矿价格自 09 年初就率先稳定，重入上升通道，侧面证明了钨消费的稳健与强劲。

供给已近产能利用率上限，未来增速有限

一个悖于常理的现象

在 2011 年上半年钨消费增速 15% 以上，吨钨精矿毛利达到历史峰值的背景下，国内钨精矿产量仅增长 3.9%！

图 10： 钨精矿国内产量增速统计（2001-2011）



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

我们的解释 — 产能利用率已达上限

对上半年产量增速急剧下滑唯一合理的解释是目前国内矿山的产能利用率已达上限！同时由于国内钨精矿产量占全球的 80% 以上，据业界反馈北美钨业的矿山也已全面启动生产（由于吨矿开采毛利处于历史高位），全球的增量空间预计都将有限。

一个侧面的例证是当前除赣州地区外的多数 APT 厂商由于得不到充足的钨精矿供应，开工率仅达到 5、6 成，市场上资源已日趋紧张。

背后原因 — 多年产业政策效果的显现，但非限产政策，而是停发采矿证政策

我们首先回顾一下钨行业历年出台的管控政策：

1991 年 1 月 15 日，国务院发出国发[1991]5 号《国务院关于将钨、锡、锑、离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采的特定矿种的通知》；

1999 年 5 月 19 日，国土资源部下发国土资发[1999]104 号《关于对稀土等八种矿产暂停颁发采矿许可证的通知》，决定对稀土、钨、锡、锑等八种矿产自通知下发之日起至 2000 年 12 月 31 日暂停颁发采矿许可证。之后，一再将对钨矿产停发采矿许可证的规定延续，直到现在；

2001 年 3 月 20 日，国土资源部下发国土资[2001]80 号《关于加强钨矿开发管理工作的通知》；

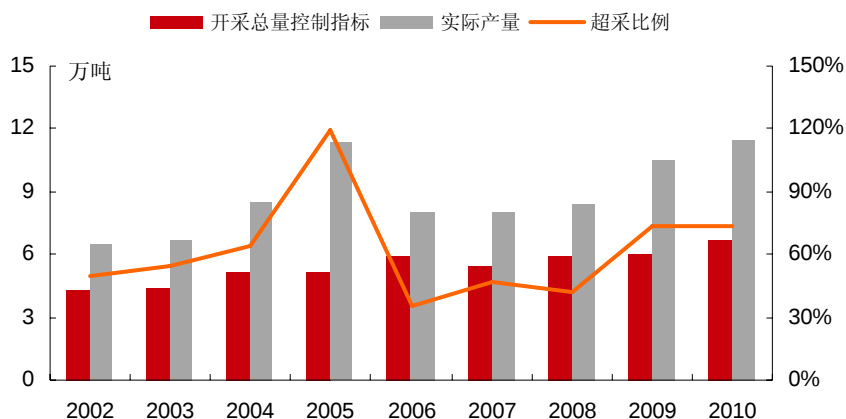
11 月 20 日，2002 年 4 月 11 日国土资源部分两批批准了 129 家具有采矿资格的矿山名单；

2002 年 7 月 11 日，国土资源部发布 2002 年第 15 号公告，下达 2002 年钨矿开采总量。同时下达国土资发[2002]222 号《关于下达钨精矿总量控制指标，加强钨矿开采企业监督管理的通知》。从 2002 年开始，每年均由国土资源部下达当年钨精矿开采总量控制指标。

总结一下，政府主要以两种手段来管制钨矿资源：年度生产配额管制，包括冶炼中间产品出口配额管制；停发新的采矿证。

市场主要关注生产配额的管控力度，即限产政策是否会进一步收紧，依此判断供给面的紧缩状况；但从实际产量对比配额控制指标，很难说这一政策得到很好的实施。据业界反馈实际的情况是国营大矿较好受指标限制，但私采小矿很难被限产影响。

图 11： 历年钨精矿开采总量控制指标与实际产量对比（2002-2010）



资料来源：国家统计局，中国钨业协会，华泰联合证券研究所

但如果我们将关注点转移到采矿证停发政策上，这一政策得到了更好的执行。2002年后，国土资源部仅新批准了甘肃新洲矿业小柳沟矿区、湖南新田岭矿区等极少数矿区的采矿证。虽然地方上也以多金属矿、铜矿、铅锌矿等矿种的名义颁发了钨矿采矿证，但新增产量也比较有限。

换言之，数年间钨精矿的新增产能是比较有限的，同时展望未来数年，由于采矿证停发政策只可能进一步趋紧而非放松，未来可预见的新增产能也是极为有限的。随 09 年需求复苏并得以加速增长，钨矿山的产能利用率逐步达到上限，并且这一产能趋紧状况将在未来数年维持。

钨精矿社会库存持续滑落，价格上涨或将加速

由于自 2010 年始钨精矿供应缺口持续存在，社会库存持续滑落。库存起着平抑价格过快上涨，调节供需矛盾的蓄水池作用，当蓄水池几近枯竭，价格上涨或将加速。

近年产生了两次较大的钨精矿或 APT 库存。第一次是从 2008 年 4 季度开始，由于金融危机影响，钨精矿价格急剧下降，钨精矿加工企业、钨冶炼企业在 3 季度进的原料价格与市场价格形成很大差异，产生了大量的跌价库存；第二次是 2009 年由于国外经济受金融危机影响，对我国钨的需求下降，钨品出口量较上年减少 42.4%，但国内钨精矿产量却仍然增长 17.34%，因此再次产生大量库存。粗略估计两次库存意外累积，除正常库存（按 1 个月的消耗库存，1 万多吨的库存属正常）外，所产生的非正常库存超过 3 万吨。

随 2010 年和 2011 年上半年的大量消耗，非正常库存大量减少，目前估计非正常库存已不超过 1 万吨。因供需缺口的持续存在，非正常库存或将在未来的某个时点接近枯竭，对价格快速上涨的平抑作用将随之大幅减弱。

价格上涨的持续性将带来资源价值重估

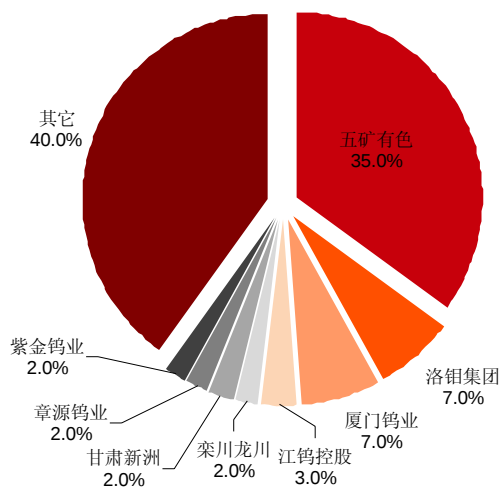
有色资源股票投资在关注资源价格的涨跌幅度之外，通常会将预测窗口拉得更长，去关注若资源价格出现显著上涨后，这一上涨是否具有可持续性。只有当持续性获得市场的普遍认可后，资源价值才会发生重估。

基于我们对供需两方面的分析，我们认为钨资源供求缺口将持续存在，进而支持钨精矿价格维持在历史高位，并有望进一步上行。随市场逐步认同钨价在历史高位的可持续性，钨精矿资源价值将获得重估，资源将成为钨产业未来的投资主题。

投资标的选择

基于资源将成为钨产业未来投资主题的判断，我们最为偏爱厦门钨业。作为国内企业中资源占有量排名第三位，并是极少数未来有望获得资源占有量增量的标的（厦门钨业目前在江西省九江市筹划的新建硬质合金项目未来将获得当地钨矿资源的配套划归），厦门钨业有望在未来的钨矿资源价值重估中充分受益。

图 12： 国内企业钨矿资源储量分布



资料来源：中国钨业协会，华泰联合证券研究所

表格 4： 厦门钨业资源储量概况

	矿名	储量（万吨）	权益	权益储量（万吨）	2010 年产量
现有	豫鹭矿业	40	60%	24	2500
	宁化行洛坑矿	29.5	98.95%	29.2	2800
存在注入可能	武宁县大湖塘钨矿	35（初步勘探）			600
	阳储山钨钼矿	10（初步勘探）			50

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

我们对钨矿资源价值重估的判断，是基于需求不会出现超预期衰退，供给增量已较为有限的假设做出的。虽然我们的假设判断已具备了较强的稳健性，但仍存在风险。

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。