



有色金属行业研究

买入（维持评级）
行业点评
 证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

钨：供需持续向好，低库存助推价格

事件：

自然资源部发布 2024 年第一批钨矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标 62000 吨；不再区分主采指标和综合利用指标。

点评：

配额增长缓慢。2020-2024 年当年第一批配额量同比增速分别为 5%、20%、0%、0%、-2%，此次配额量缩减为近 5 年来的首次。2023 年我国钨精矿开采总量指标为 11.1 万吨，2015-2023 年 CAGR 仅为 2%；我国钨矿配额供给长期处于缓慢增长的水平。

钨矿品位下滑，全球资源瓶颈或现。根据 USGS 我国钨矿产量自 2015 年开始呈下滑趋势，2022 年产量为 7.1 万吨，7 年 CAGR 为 -0.9%，全球占比为 85%；2022 年我国钨矿储量为 180 万吨，占比全球 47%，储量数值和储量占比分别较峰值（2010 年）下滑 5% 和 18pct。根据目前的产量和储量，全球钨资源可采年限仅为 40 余年；随着钨资源不断被开采，我国的钨冶炼原料品质逐渐下降，根据《中国钨工业年鉴》2018 年钨矿山主要技术经济指标-坑采品位、露采品位分别下降至 0.32%、0.16%，分别较 2004 年下降 0.16pct、0.56pct。

传统需求有望回升，“以旧换新”政策带来存量与增量并举。根据华经情报网，全球约 55% 的钨资源用于硬质合金的生产与制备。硬质合金具有较高的硬度、耐磨性等优异力学性能，广泛用于刀具材料，被称为工业牙齿，下游遍布机械制造、航空航天、国防等重要领域。截至 2024 年 2 月，我国制造业固定资产投资完成额累计同比为 9.4%，处于缓慢回升的过程中；美国 2 月制造业 PMI 为 52.2，较 1 月抬升。我们认为全球制造业有望复苏的大背景下，硬质合金需求有望逐步回升。随着大规模设备换新政策推行，刀具需求拉升亦将利好钨整体需求。

钛合金刀具和光伏钨丝贡献增长新动力。随着钛合金材料逐步导入消费电子领域，钛材具备硬度较高、弹性模量较低、化学活性较高、导热性较差等特点，导致刀具磨损严重，因此有望进一步拉升硬质合金需求。在光伏领域硅片大尺寸、薄片化进程加速的背景下，由于钨丝凭借其抗疲劳性好、高强度、耐腐蚀、断线率低等优势，在 35um 以下仍有足够的潜力可供挖掘开发，细线化潜力高于碳钢丝金刚线，渗透率仍有显著提升空间。厦门钨业已建成新增年产 88 亿米、年产 200 亿米细钨丝产线，新增年产 600 亿米光伏用钨丝产线已投入生产，正在规划新的 1000 亿米光伏用钨丝产线建设项目。截至 2023 年 9 月，中钨高新 100 亿米的光伏用高强度细钨丝项目产线（主要为 36/37 线径）已经拉通、投产；线径 35 的细钨丝已取得重大技术突破，2023 年 Q4 可望达产。

库存持续历史低位。由于供应增长缓慢，产业链库存持续去化：根据百川盈孚，截至 2024 年 3 月 15 日，我国钨精矿和仲钨酸铵库存分别为 310 吨和 240 吨，同比分别下滑 18% 和 32%，从季节性来看处于 2019 年来的历史低位。

投资建议与估值

在传统领域有望受益设备更新和制造业复苏、光伏和钛合金等新兴领域贡献增长新动力，供应端国家掌控、增长缓慢的大背景下，且库存持续低位，钨价中枢有望稳步上行，布局刀具业务或优秀矿山资源的标的有望充分受益，建议关注中钨高新（高端刀具龙头，矿山注入增厚业绩）、章源钨业（钨矿资源优质，发力深加工）、厦门钨业（新材料平台，光伏钨丝龙头）。

风险提示

钨供应超预期；制造业复苏不及预期；钛合金和光伏钨丝等新兴领域需求不及预期。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究