

十年磨一剑

——国际新材料企业的东方崛起

研究结论

- **钽铌在军工、航天、电子和医学上应用空间巨大** 钽和铌具高熔点，抗腐蚀，延展性，抗压、耐磨损的特性，也是卓越的超导材料。用钽和铌与其他金属合成的超级合金，是超音速喷气式飞机、火箭和导弹等的良好结构材料。在制造电线、电缆的材料中加入钽和铌可以大幅减少电能的损耗。用碳化钽、碳化铌等硬质合金制造的刀具，能经受近 3000℃ 的高温，其硬度可以与金刚石相媲美。在医学上，钽是理想的生物适应性材料。它与人体的骨骼、肌肉组织以及液体直接接触时，能够与生物细胞相适应，具有极好的亲和性。随着材料创新的不断推进，中国的消费升级，电子、军工方面的更新换代，钽的应用发展空间巨大。
- **世界第一大钽丝供应商 下游电子行业增长将带动钽电容器需求** 东方钽业是世界第一大钽丝供应商，世界市场占有率达到 60%，技术水平和综合质量水平均居世界第一。公司钽粉的市场占有率为 25%，为世界第二大供应商。超过 60% 的钽是用于电子产品，其最大用途是钽电容器。每年全球钽需求约 2000 吨，钽电容器需求为 200 亿只。从大家广泛使用的手机、笔记本电脑、电子书，到汽车安全气囊中都有钽电容器的存在。钽需求的长期复合增长率为 7%，用途中增长最快的为半导体（薄膜）。全球半导体行业预期今年将有 20% 的增长，手机市场将增长 12%，公司作为拥有技术壁垒的电子行业上游龙头企业将受益于电子行业迅速增长。
- **深受国家重视的技术优势企业**：公司 09 年被科技部认定为国家级重点高新技术企业。控股股东中色东方集团是中国唯一的铍生产研究基地。铍作为核工业和航天业的必需原料是国家的重点保护金属。公司的多项产品在多个国家重大航天计划中都有贡献。近年来中央领导人多次参观公司，胡锦涛主席于 3 月底第二次来到公司参观，并对公司的各项成果和先进技术表示表扬。公司作为地处大西北的拥有技术壁垒的新兴产业上游生产企业，将受益于国家政策支持。
- **刃料级碳化硅项目提高公司盈利能力**：刃料级碳化硅用于切割多晶硅片，该项目于 09 年 4 月建成投产，一期产能 1 万吨，目前市场供不应求。2010~2012 年晶硅片切割刃料国内市场需求量预期将分别增长 60% 和 73%，国内晶硅片切割刃料市场仍将存在较大的增长空间。
- **盈利预测** 我们假设 2010-2012 年钽制品价格回到 08 年水平，钽粉产量 550 吨，钽丝 80 吨，刃料级碳化硅产量 1.5 万吨。我们预期公司 2010-2012 年 EPS 为 0.24/0.36/0.49 元。我们对新材料行业未来前景非常乐观，认为公司拥有技术壁垒，相对于其他新材料公司，市值处于较低水平，可以享有一定的溢价。我们首次给予增持评级。
- **风险因素**：1) 钽精矿供应和价格上涨风险 2) 人民币升值对出口产品影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐建花

有色金属行业分析师

8621-63325888 × 6102

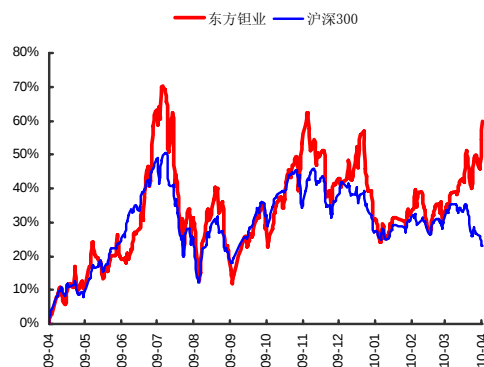
xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121342

投资评级 **买入 增持 中性 减持（首次）**

股价（2010 年 5 月 4 日）	15.04 元
目标价格	17.45 元
总股本/A 股（亿股）	3.56/3.56
A 股市值（亿元）	53.60
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2010 年 5 月 5 日

股价表现



百万	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	15%	33%	34%	21%
EBITA 同比	-79%	760%	50%	34%
ROE	3.15%	6.86%	9.50%	11.69%
ROIC	0.90%	3.78%	4.81%	5.68%
EPS	0.11	0.24	0.36	0.49
每股净资产	3.35	3.53	3.80	4.16
P/E	142.5	62.1	41.7	30.9
P/B	4.5	4.3	4.0	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

钽铌：我也是新材料	4
下游电子行业增长迅速 带动钽电容器需求	6
钽金属价格走势	8
公司概况	10
拥有技术优势的世界级钽制品供应商	10
国家高度重视的新材料企业	10
中国唯一钽研究基地	11
主营业务构成	11
公司钽精矿来源	12
公司扩张经营范围提升盈利能力	13
估值分析	14
风险因素	15
1、钽精矿供应及价格风险	15
2、人民币升值风险	15

图表目录

图 1：世界钽储量	5
图 2：2009 世界钽产量（不包括锡渣提取）	5
图 3：钽的下游用途	5
图 4：钽的供应构成	5
图 5：美国钽表观消费和产量	6
图 6：美国铌表观消费和产量	6
图 7：钽电容器	7
图 8：钽靶材	7
表 1 钽电容器用途：	7
图 9：电子行业 SIASTOTL 指数	8
图 10：电子行业 SEMIBOKN 指数	8
图 11：费城半导体指数	8
图 12：电子产品产量增长迅速 21	8
图 13：钽铁矿价格已从底部复苏	9
图 14：钽精矿历史价格走势（1964-2008）	9
图 15：钽废料价格已从底部复苏（美元/吨）	9
图 16：钽精矿价格已接近 5 年高点（美元/吨）	9
图 17 公司股权结构	10
图 18：钽产量和表观消费	11
图 19：2009 年公司主营业务收入结构	12
图 20：钽制品毛利率逐渐回升	12
图 21：中国钽电容器出口复苏强劲	12
图 22：钽电容器进口也增长迅速	12
图 23：刃料级碳化硅需求量增长迅速	13
图 24：刃料级碳化硅行业上下游关系	13
表 2 国内新材料企业估值情况	14
附表：财务报表预测与比率分析	16

钽铌：我也是新材料

稀有金属铌和钽在元素周期表中属于同族元素，铌钽铁矿是铌和钽的主要矿石，在钨矿和某些稀土矿中也有少量的铌和钽存在。铌的外表很象钢，而钽却呈银白色。铌和钽都是高熔点金属，它们的熔点分别为2468℃和2996℃。钽还有具有极高的抗腐蚀性。无论是冷热条件下，对盐酸、浓硝酸及“王水”（黄金碰到王水都会融化）都不反应。将钽放入200℃的硫酸中浸泡一年，表层仅损伤0.006mm。钽富有延展性，可以拉制成比头发丝还要细的钽丝，或者碾成比纸还要薄的钽箔。铌和钽都具有抗压、耐磨损的特性，也都是卓越的超导材料。

钽在航空航天工业中的应用：制造喷气式飞机、航天飞机、火箭的发动机部件，如燃烧室、燃烧导管、涡轮泵、火箭加速器喷管、宇宙飞船推进加力装置和喷管阀门等。同时，钽也是喷气式飞机、火箭、导弹的良好结构材料，常用于制造整流罩。

钽在军事工业中的应用：制作穿甲弹的衬件，该项应用目前主要在美国，大名鼎鼎的“陶”式反坦克导弹即使用钽金属作为破甲材料。

在电子工业中，铌和钽可用于制造电容器，电子管、超短波发射装置等。由于铌和钽具有良好的超导性，在制造电线、电缆的材料中加入铌和钽可以大大减少电能的损耗，从而节省电能。

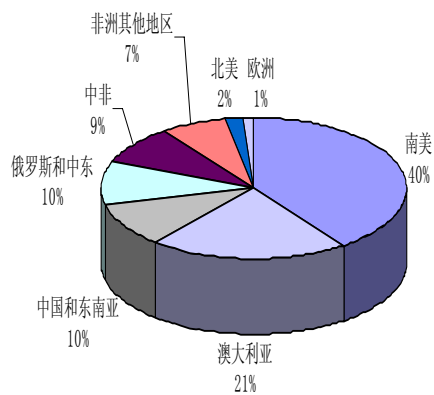
在冶金工业中，铌主要用于制造耐高温的合金钢和提高钢的强度。在冶炼碳素钢时，只需添加万分之几的铌，便可以使钢的强度提高三分之一以上。用铌和钽与钨、铝、镍、钴、钒等一系列金属合成的超级合金，是超音速喷气式飞机、火箭和导弹等的良好结构材料。

在机械工业中，用碳化铌、碳化钽等硬质合金制造的刀具，能经受近3000℃的高温，其硬度可以与世界上最坚硬的物质——金刚石相媲美。

在医学上，钽是理想的生物适应性材料。它与人体的骨骼、肌肉组织以及液体直接接触时，能够与生物细胞相适应，具有极好的亲和性，几乎不对人体产生刺激和副作用。钽不仅可用于制作治疗骨折用的接骨板、螺钉、夹杆等，而且可以直接用钽板、钽片修补骨头和用钽条来代替因外伤而折断的骨头。钽丝和钽箔可以缝合神经、肌腱以及1.5毫米以上的血管，极细的钽丝可以代替肌腱甚至神经纤维。用钽丝织成的钽纱、钽网可以用来修补肌肉组织。

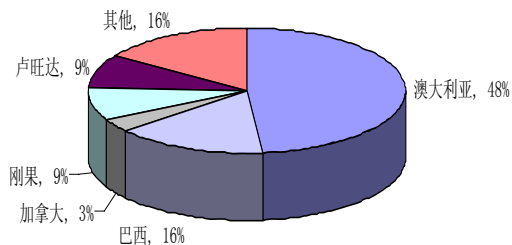
关于钽铌的应用请关注我们近期还将陆续推出的系列报告。

图 1：世界钽储量



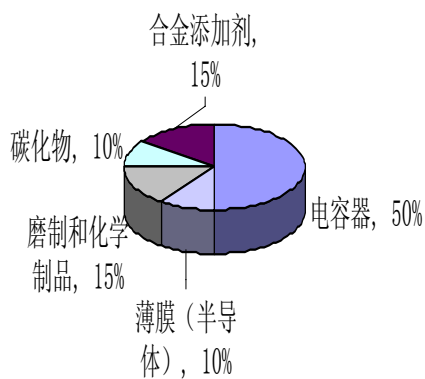
资料来源：TIC，东方证券研究所

图 2：2009 世界钽产量（不包括锡渣提取）



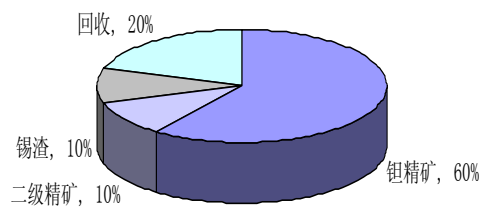
资料来源：USGS，东方证券研究所

图 3：钽的下游用途

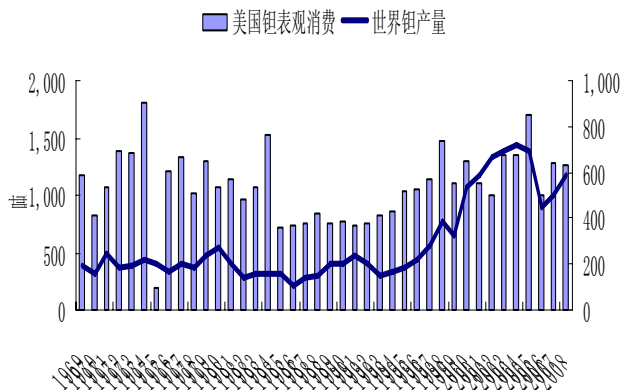


资料来源：Cabot，东方证券研究所

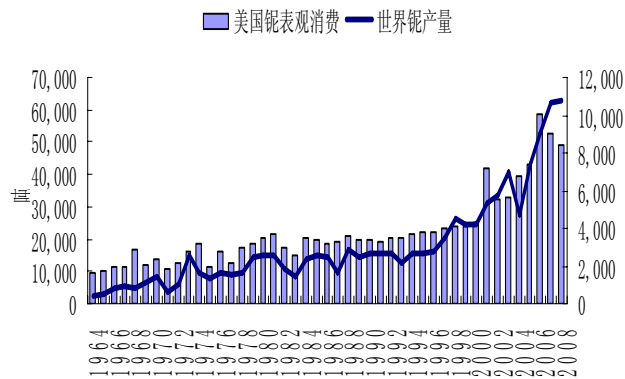
图 4：钽的供应构成



资料来源：TIC，东方证券研究所

图 5：美国钽表观消费和产量


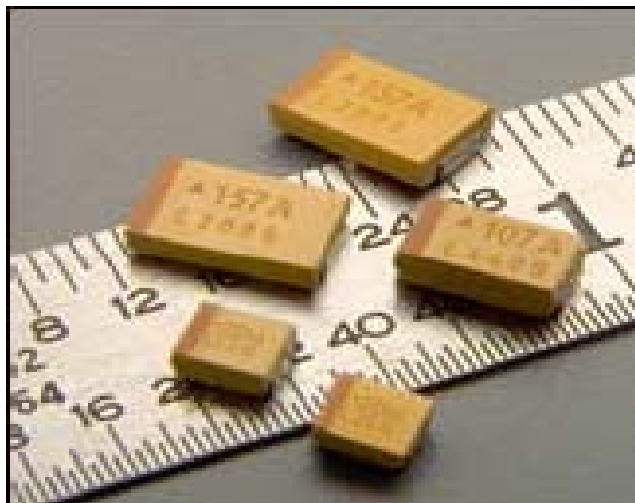
资料来源：USGS，东方证券研究所

图 6：美国铌表观消费和产量


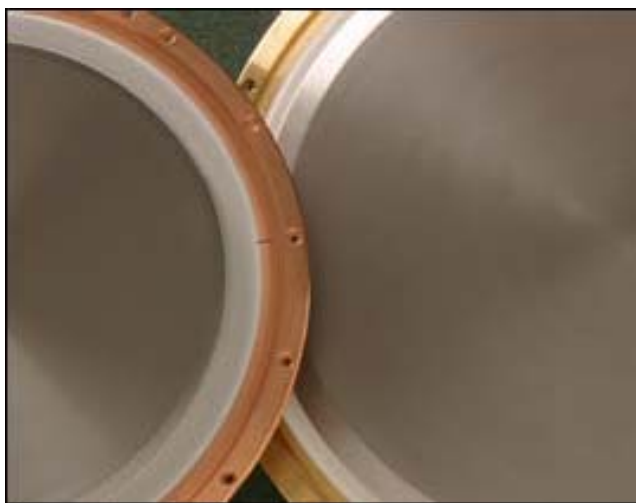
资料来源：USGS，东方证券研究所

下游电子行业增长迅速 带动钽电容器需求

超过60%的钽是用于电子产品。其最大用途是钽电容器。钽电容具有体积小，稳定性好且电容大的特点，其他电容要替代在目前是不可能的。钽电容器的可靠性高、漏电流小、性能稳定，尤其是片式钽电解电容器具有容量高、体积小、自愈能力强、阻抗/等效串联电阻低、可靠性高等诸多优点，因此被广泛应用于通讯、计算机、汽车电子、雷达、导弹、航空、航天、GPS、电子测量仪器等领域。尤其是近年来，在手机、笔记本电脑、电子书等便携式产品的拉动下，片式钽电解电容器的需求旺盛。每年全球钽需求约2000吨，钽电容器需求为200亿只，钽需求的长期复合增长率为7%，用途中增长最快的为半导体（薄膜）。目前电子行业处于大的景气周期的上升阶段，10年1-2月全球半导体产业实现营收426亿美元，同比增长61%。10年半导体行业预期将增长20%左右。

图 7：钽电容器


资料来源：Cabot，东方证券研究所

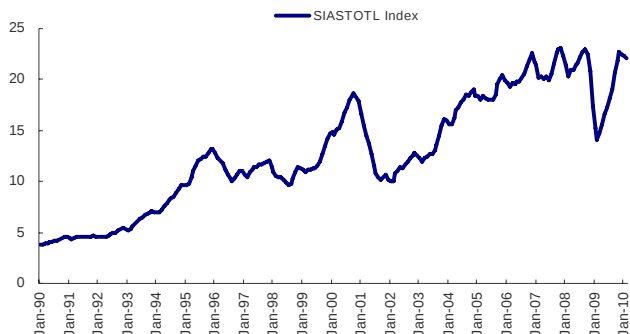
图 8：钽靶材


资料来源：Cabot，东方证券研究所

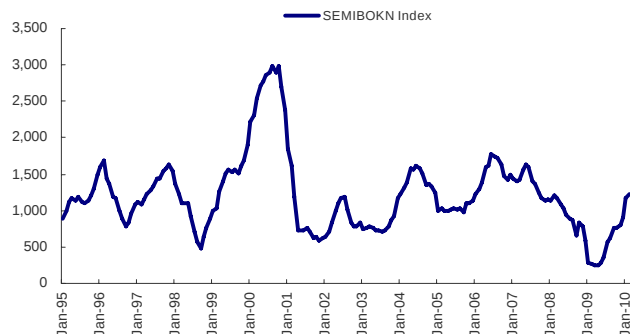
表 1 钽电容器用途：

应用领域	应用举例
通讯	程控机、专用交换机、手机、传呼机、无绳电话、传真机
计算机	主机、芯片、硬盘驱动器、软盘驱动器、传真解码器、其它插入式卡片
汽车	发动机控制、燃料控制、尾气排放控制、噪声控制、刹车装置、空气袋、避碰装置、音响系统、汽车电视、汽车随机故障诊断系统、汽车结构优化设计系统、汽车性能计算机化测试系统
家用和办公用电器	手机，笔记本电脑，游戏机，彩电、液晶电视、录像机、立体声音响系统、CD 唱机、VCD 影碟机、电视摄像机、随身听、收录机、传真机、复印机
仪器仪表	石油勘探用仪器仪表，其它各种实验与生产用仪器仪表
航空航天	航天飞机、民用航空飞机、卫星发射
国防军工	现代军事武器和装备

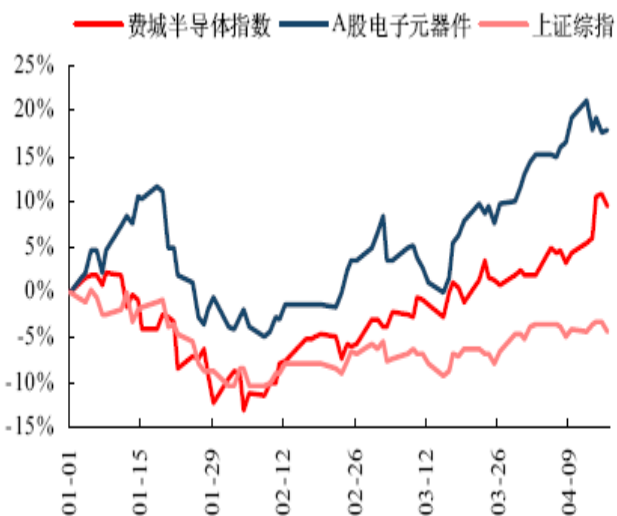
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：电子行业 SIASTOTL 指数


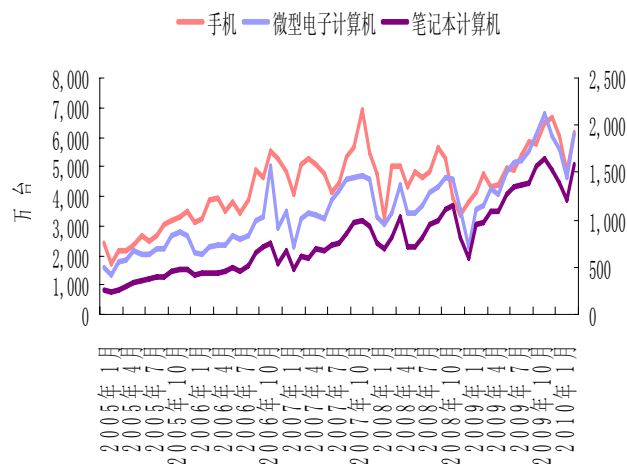
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：电子行业 SEMIBOKN 指数


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 11：费城半导体指数


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 12：电子产品产量增长迅速 21


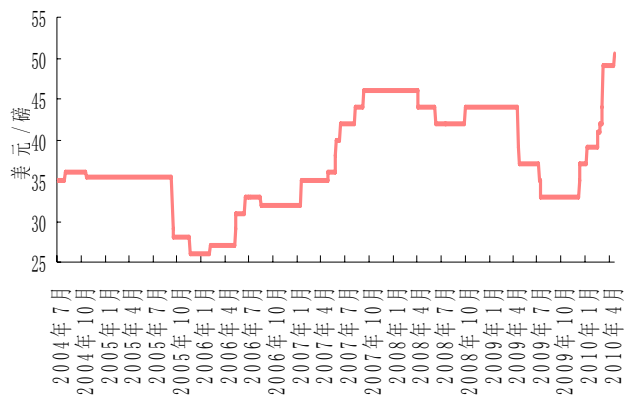
资料来源：WIND，东方证券研究所

钽价格从底部回升

钽精矿除了在1980年和2000年发生过大幅增长外，基本维持平稳增长。目前价格维持在37—42美元/磅（9.9—11.3万美元/吨）。目前冶金级钽粉的价格在1700元/公斤左右较全年同期增长13%，钽电容器的价格从09年9月至今已上涨近10%。我们预期随着下游电子行业强劲复苏，如电子书、平板电脑等新电子产品的推出和更新换代带来的钽电容器需求将带动钽的价格上升。目前公司钽丝、钽粉的国际市场占有率达到60%和25%，有比较高的议价能力，公司短期内提高产品价格的概

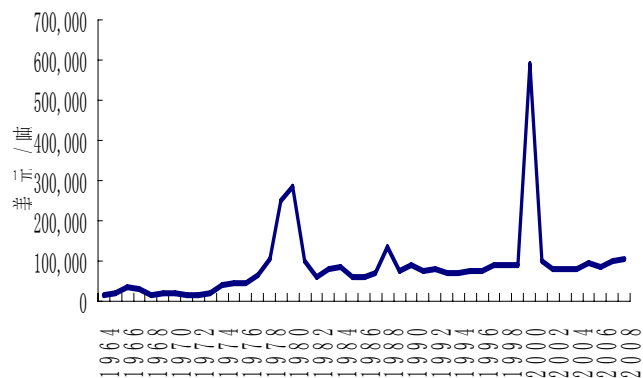
率很高。

图 13: 钽铁矿价格已从底部复苏 (30%)



资料来源: WIND, 东方证券研究所

图 14: 钽精矿历史价格走势 (1964-2008)



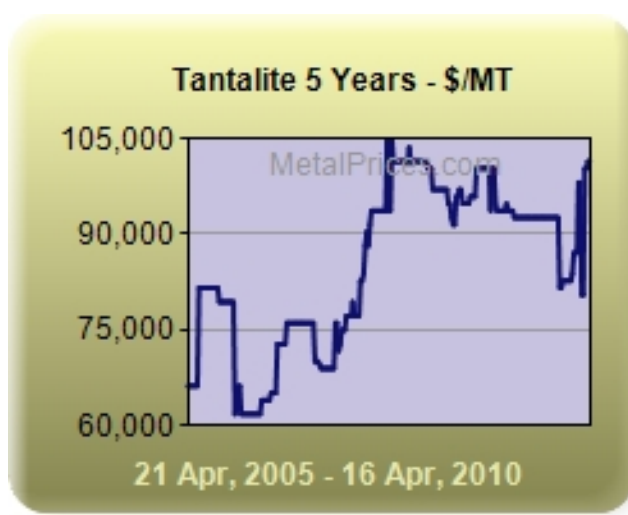
资料来源: USGS, 东方证券研究所

图 15: 钽废料价格已从底部复苏 (美元/吨)



资料来源: MetalPrices, 东方证券研究所

图 16: 钽精矿价格已接近 5 年高点 (美元/吨)



资料来源: USGS, 东方证券研究所

公司概况

拥有技术优势的世界级钼制品供应商

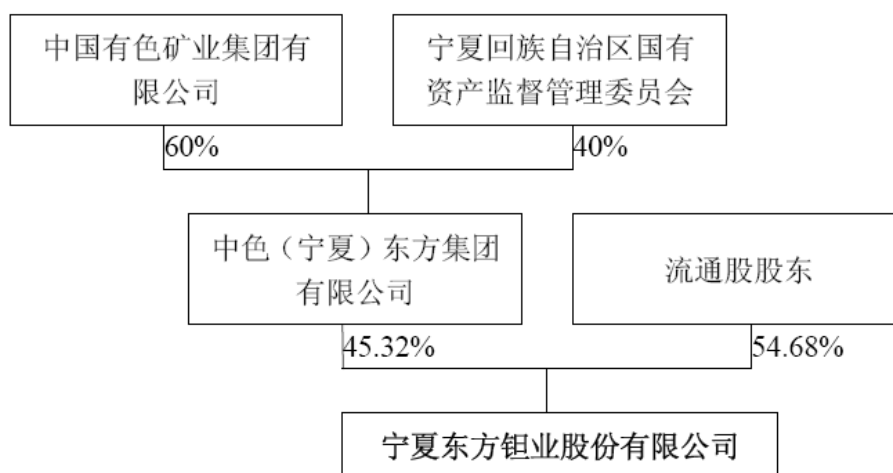
东方钼业的钼丝综合质量水平和市场占有率均居世界第一位，全球市场占有率达到60%。目前市场上主流的钼丝产品的技术规格是直径0.10-1.15 毫米，而公司现在的技术储备，已经达到了0.06 毫米，比头发丝还要细，目前是世界上唯一可以做到这么细的企业。

公司钼粉的市场占有率为25%，为世界第二大供应商。公司2009年被科技部认定为国家级重点高新技术企业。拥有国内大部分造诣很深的钼铌铍冶炼、加工专家。30多年来共完成国家和省部级等科研课题594项、新产品试制1604项、获国家和省部级科技进步奖82项、有国家级产品24项。公司是国际钼铌研究中心（TIC）组织在中国最早的正式成员，是科技部认定的国家重点高新技术企业和国家高新技术研究发展计划成果产业优化基地，设有宁夏第一个国家级博士后工作站、宁夏新材料工业科技园和宁夏特种材料重点实验室，是集科技、开发、生产为一体的稀有金属大型企业。

国家高度重视的新材料企业

钼金属由于其用途广泛，而且大部分都是国防等高科技应用，所以钼金属的开采和使用受到国家的高度重视。近年来中央领导人多次参观集团公司，胡锦涛主席于3月底第二次来到公司参观，并对公司的各项成果和先进技术表示表扬。胡主席更提出了要“紧紧围绕钼铌铍把主业做精，紧紧围绕相关金属和产业把企业做大、紧紧围绕人才与科研实力把企业做强”的发展思路，努力实现“钼铌铍固本强基为国争光，新材料做大做强百亿企业”的指示。集团公司更是中国唯一的铍研发基地，在国家军工和航天发展中做出很大贡献。公司作为国内技术领先的多种稀有金属生产企业，未来发展空间巨大。

图 17： 公司股权结构



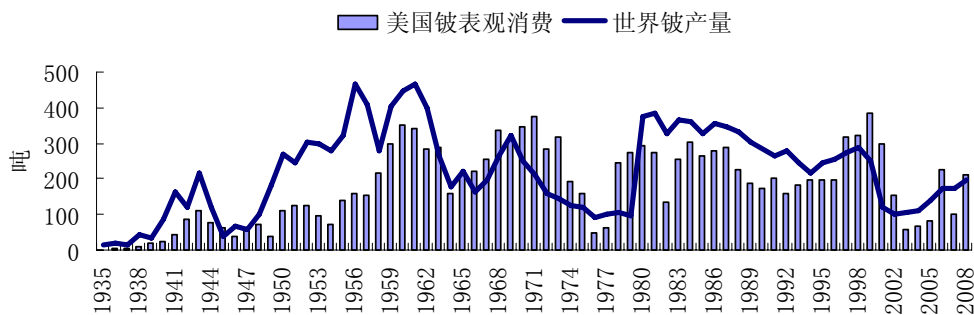
资料来源：公司公告、东方证券研究所

集团是中国唯一铍研究基地

铍主要用于制伦琴射线管、铍铝合金、铍铜合金（不生火花），又可用于原子反应堆中作减速剂（效果比氢、氘、氚均佳）以及中子反射体、电气和电子工业以及航天材料等。中色东方集团是中国唯一的铍研究基地。在国家军工航天产业中起主要作用。

东方钨业的铍产品主要是铍青铜。铍青铜是一种含铍的铜基合金。其铍的用量占铍总消费量的70%。铍青铜经固溶时效处理后具有很高的强度、硬度、弹性极限和疲劳极限，并具有耐蚀、耐磨、耐低温、无磁性、导电性好、冲击无火花等特点。因此，铍青铜是导电弹性材料的王牌产品。

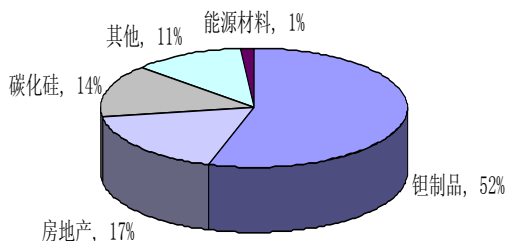
图 18：铍产量和表观消费



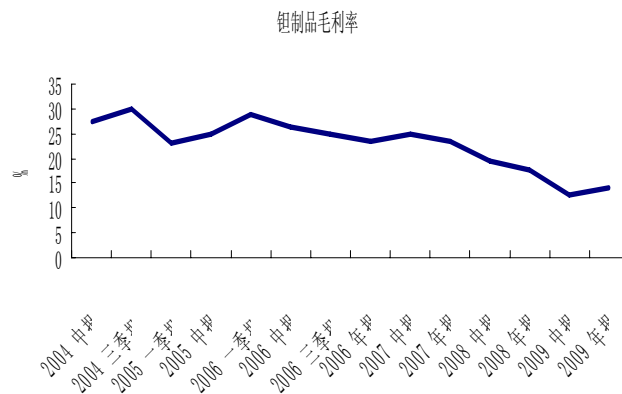
资料来源：USGS、东方证券研究所

主营业务构成

公司的主要产品有钨粉、钨丝、等钨制品，铌制品，铍青铜棒等铍制品，三大类型35个系列180多个品种的产品广泛应用于电子、核能、航天、航空等高新技术领域。公司还开拓了钛和刀料级碳化硅，球形氢氧化镍等产品，将在未来2年作出贡献。

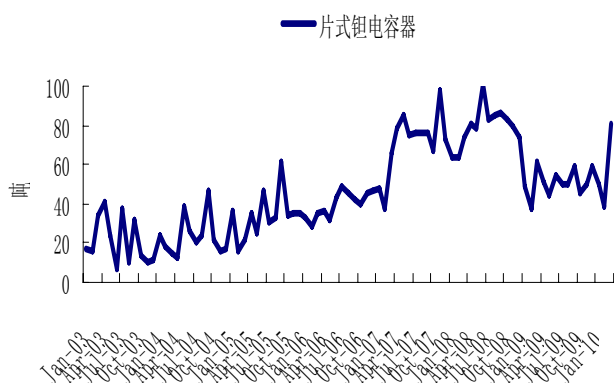
图 19：2009 年公司主营业务收入结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

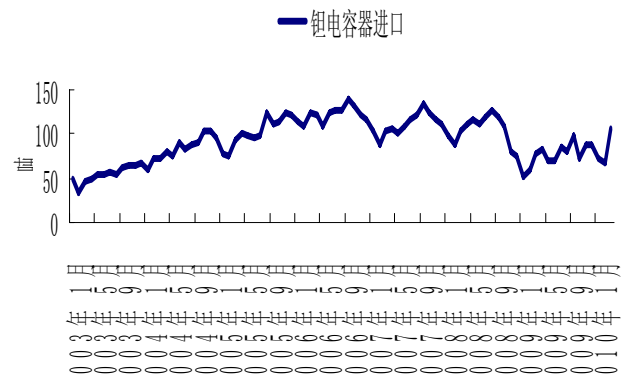
图 20：钨制品毛利率逐渐回升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

中国钽电容器出口和进口均增长迅速，显示钽电容器需求增长强劲。

图 21：中国钽电容器出口复苏强劲


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 22：钽电容器进口也增长迅速


资料来源：CEIC，东方证券研究所

公司钽精矿来源

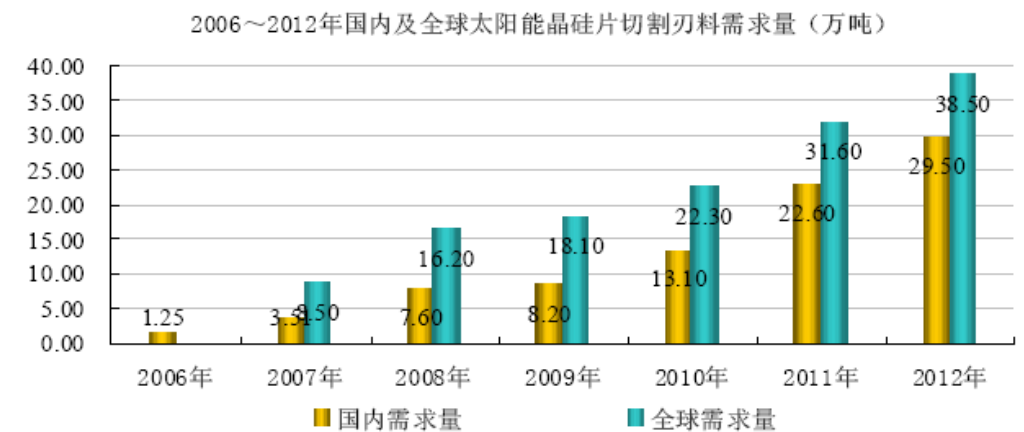
我国钽矿床规模小，矿石品位低，嵌布粒度细而分散，多金属伴生，造成难采、难分、难选，回收率低；赋存状态差，大规模露采的矿山较少。公司目前钽精矿的来源主要是澳大利亚和非洲采购。由于公司钽精矿来源主要是以现货采购为主，因此公司抓住了近几年钽精矿价格极度低迷的时机，大量采购低价钽精矿。公司目前的钽精矿库存能够满足未来1—2 年的生产需求。公司所属中国有色集团拥有海外资源开发的的优势，从而使公司在未来的竞争中处于了非常有利的地位。

公司扩张经营范围提升盈利能力

铝钼是个小行业，公司目前的市场占有率已经很高。公司为了扩展经营范围，近来重点开发多渠道建设项目，目标是五年内实现销售收入100 亿元，把公司打造成中国有影响力的新材料产业基地。公司近年的新项目主要包括：

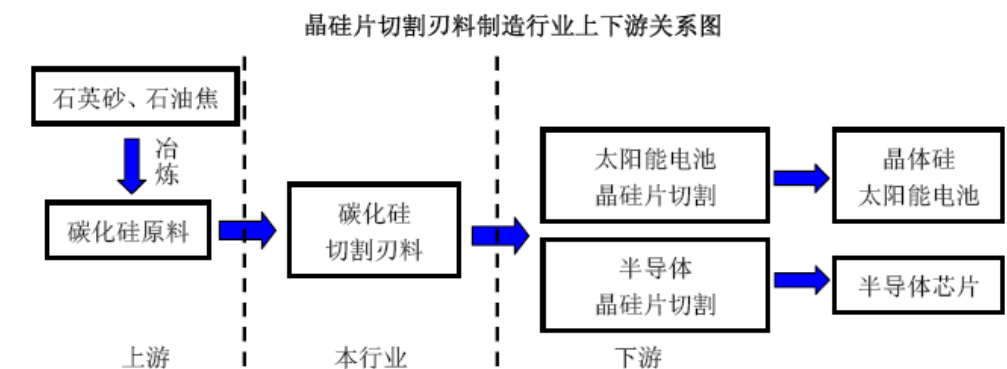
(1) **刃料级碳化硅技改项目**：近年来，光伏产业链中的下游太阳能晶硅片制造行业进入了快速发展阶段，拉动太阳能晶硅片切割刃料需求迅速增长。公司刃料级碳化硅项目于09年4月建成投产，一期产能1万吨，2009年共实现销售收入1.65亿元。碳化硅微粉（干法）项目目前正在建设。2008年我国晶硅片切割刃料总产量为7.7万吨，其中6.7万吨用于满足国内市场，而2008年国内市场需求量为7.6万吨，供不应求；根据中国电子材料行业协会预测，2009~2012年晶硅片切割刃料国内市场需求量将分别增至8.2万吨、13.1万吨、22.6万吨和29.5万吨，国内晶硅片切割刃料市场仍将存在较大的增长空间。

图 23：刃料级碳化硅需求量增长迅速



资料来源：《太阳能电池半导体晶圆片用碳化硅微粉行业调研报告》、东方证券研究所

图 24：刃料级碳化硅行业上下游关系



资料来源：《太阳能电池半导体晶圆片用碳化硅微粉行业调研报告》、东方证券研究所

(2) **高性能球型氢氧化镍项目**：2009 年8 月，公司购买了控股股东中色(宁夏)东方集团球镍相关资产。主要用于二次镍氢电池的正极活性材料以及锂离子电池正极材料的LiNiO₂的原材料。目前高性能球型氢氧化镍项目中的球镍主车间建设已接近尾声，辅助车间建设进入设备安装阶段，硫酸镍车间开始了部分前期设计工作。预期产能为3000吨。短期对公司不会带来利润，但此举显示公司正式介入新能源产业。

(3) **镁合金项目** 宁夏拥有丰富的镁矿资源，公司有当地政府支持，具有资源优势。我们预期公司远期规划可能会建立镁矿山，冶炼、合金加工等一体化的镁产业链。

(4) **钛及钛合金熔炼加工技改项目**：项目总投资约6.27 亿元，目前已经完成项目投资1.6 亿元。3000吨产能。钛熔铸车间主体厂房完成施工；辅跨正在施工，主体厂房已封闭，具备送暖和设备安装条件；无缝管车间主体厂房已完成施工，工艺参数和设备选型工作全部完成；精锻车间已于去年7 月份交付使用，并已有部分产品投放市场。预期2010年下半年将全部完工。

(5) **房地产项目**：09年完成投资额9,300 万元，09年回笼资金1.16 亿元。东方尚都三期项目预期将在10年8月开始出售，预期平均售价为4380元/平米。预计将增厚EPS 0.06。

估值分析

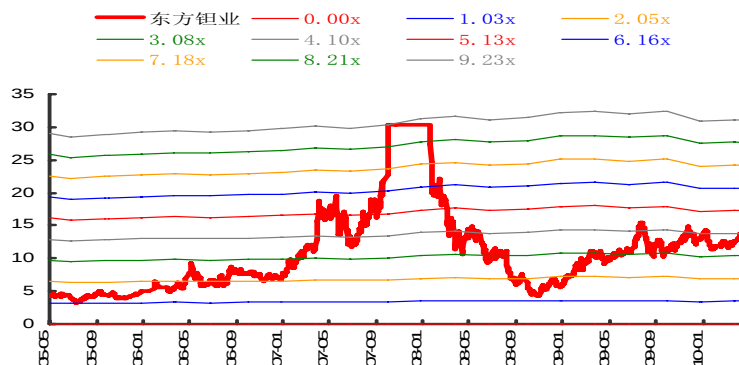
我们假设2010—2012年钽制品价格恢复到08年水平，钽粉产量550吨，钽丝80吨，刃料级碳化硅产量1.5万吨。我们预期公司2010—2012年摊薄EPS为 0.24/0.36/0.49元。

公司作为国际领先的钽业公司，具有很强的技术优势，在军工和航天方面做出很大贡献。受到国家高度重视。下游电子行业增长迅速将推动钽电容器需求。同时铌和钽作为新兴材料，在医学，机械等方面用途不断拓宽。未来刃料级碳化硅，钛合金等业务也将提高公司的盈利能力。我们对公司未来前景非常乐观，认为公司技术优势明显，市值和其他新材料公司相比属于较低位置，可以享有一定的溢价。我们首次给予增持评级。

表 2 公司在国内新材料企业中市值处于较低位置

证券代码	证券	总市值	股价	PE	PB	2010 EPS
600390.SH	金瑞科技	21.59	13.49	70.79	3.93	0.19
002182.SZ	云海金属	28.57	14.88	36.21	3.28	0.41
002297.SZ	博云新材	36.59	34.20	87.14	6.72	0.39
002149.SZ	西部材料	36.69	21.01	52.34	4.30	0.40
600478.SH	科力远	46.18	16.13	56.26	7.20	0.29
000962.SZ	东方钽业	54.07	15.17	63.21	4.30	0.24
300080.SZ	新大新材	60.76	43.40	68.69	2.99	1.02
002340.SZ	格林美	68.87	73.80	68.66	6.90	1.07
600456.SH	宝钛股份	105.37	24.49	80.86	2.91	0.30
000969.SZ	安泰科技	145.92	18.12	43.40	6.47	0.42
600111.SH	包钢稀土	310.02	38.40	54.86	16.98	0.70
	平均值	80.44	26.81	49.58	5.83	0.44

资料来源：WIND，东方证券研究所

图 25 东方钨业目前 PB 情况


资料来源：WIND，东方证券研究所

表 3 钨制品价格提升对公司盈利影响

	2010	2011	2012
钨制品价格增长 10%	24%	29%	33%

资料来源：东方证券研究所

风险因素

1、钨精矿供应及价格风险

公司钨精矿原料主要购买自澳大利亚和非洲。公司利用钨价低迷时期大量储备了原材料。但是如果未来国内外钨精矿价格发生剧烈变化，将会给公司产业链各环节产品的生产成本带来一定不确定性。

2、人民币升值风险

由于公司主要产品出口占比很大，人民币升值将对公司盈利造成影响。

由于市场对公司未来高增长性的乐观判断，目前其整体估值水平较高，但是市场如果出现波动，估值中枢存在下移风险，但是我们仍然认为公司是其中基本面较为优质的公司之一。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1859	1545	1986	2460	营业总收入	1199	1600	2151	2594
现金	408	115	77	174	营业总成本	1188	1519	2027	2422
应收票据	19	16	22	26	营业成本	1065	1351	1802	2153
应收账款	246	272	366	441	销售费用	20	26	34	42
预付账款	217	68	90	108	管理费用	61	94	126	152
存货	962	1067	1423	1701	财务费用	25	32	44	50
非流动资产	1022	1105	1197	1287	其他经营收益	14	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	14	0	0	0
固定资产	701	756	811	866	营业利润	26	82	124	172
在建工程	258	278	298	318	营业外收入减支出	17	20	27	32
无形资产	30	32	43	52	利润总额	43	102	151	204
资产合计	2881	2650	3183	3747	减：所得税	8	15	23	31
应付项目	784	540	721	861	净利润	35	86	129	174
付息负债	670	833	1088	1209	少数股东损益	-3	0	0	0
短期借款	80	608	846	790	归属母公司净利润	38	86	129	174
长期付息负债	590	225	243	419					
其他负债	225	0	0	0	成长能力				
负债合计	1679	1374	1809	2070	营业收入同比	15%	33%	34%	21%
所有者权益	1202	1276	1374	1677	EBITA同比	-79%	760%	50%	34%
实收资本	356	356	356	356	归属母公司净利润同比	-45%	130%	49%	35%
资本公积	390	390	390	390	利润水平				
留存收益	446	511	607	738	销售毛利率	11%	16%	16%	17%
少数股东权益	10	19	20	193	销售净利率	3%	5%	6%	7%
负债和权益合计	2881	2650	3183	3747	整体绩效				
					ROE	3%	7%	9%	12%
经营活动现金流	371	-77	-102	35	ROIC	1%	4%	5%	6%
净利润	35	86	129	174	运营效率				
折旧摊销	76	63	63	93	应收账款周转率	5.6	6.2	6.7	6.4
营运资金变动	275	-226	-294	-232	存货周转率	1.4	1.6	1.7	1.7
投资活动现金流	-455	-146	-155	-184	偿债能力				
资本支出	-473	-140	-149	-177	流动比率	2.2	1.3	1.3	1.5
长期投资	10	0	0	0	速动比率	1.0	0.4	0.4	0.5
筹资活动现金流	131	-71	219	246	EBITA / I	#DIV/0!	6.0	6.6	8.2
短期借款	-340	528	238	-56	资产负债率	58%	52%	57%	55%
长期借款	380	-364	17	177	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.11	0.24	0.36	0.49
资本公积	-61	0	0	0	每股净资产	3.35	3.53	3.80	4.16
其他	153	-234	-36	125	P/E	142.5	62.1	41.7	30.9
现金净增加额	47	-293	-39	97	P/B	4.5	4.3	4.0	3.6

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn