

# 下游电子行业复苏带动需求

## —— 东方钽业系列报告之二

### 研究结论

- **下游电子行业增长将带动钽电容器需求** 超过 60% 的钽是用于电子产品，其最大用途是钽电容器。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。最大的芯片代工台积电预期 2010 全年半导体产值将增长 22%，晶圆代工增长 36%。PC 出货量同比增长为 17%，手机出货量同比增长 13%，数字消费电子相关出货量维持 7%。今年一、二季的全球半导体市场需求明显强过一般季节性表现。台湾芯片代工销售额已经连续 8 个月的增长显示下游需求强劲。
- **钽电容器不可替代** 钽电容比陶瓷电容器容量更大，比铝电容器体积小，且更稳定。短期内不存在被其他电容要替代的可能。每年全球钽需求约 2000 吨，钽电容器需求为 200 亿只。
- **公司作为世界第一大钽丝供应商将受益于电子行业迅速增长** 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。公司的主要客户包括美国 Kemet，Vishay，英国的 Avx，日本的东芝等大型电容器制造商。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。
- **公司短期内提高产品价格的概率很高** 钽精矿的价格走势和电子行业紧密相关。钽精矿在过去 40 年间有过 2 波大行情。第一次在 1978 年第一部微电脑诞生到 1982 年微电脑开始普及期间。第二波行情在 1998-2000 年网络，半导体高速增长阶段。其余阶段价格基本维持平稳增长。目前价格从年初的 37 美元/磅已经上升到 51 美元/磅（距离历史高点的 268 美元/磅还有很大距离）。据了解公司具有较强的成本传导能力，钽矿价格上升公司的产品价格也会随之上升。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。
- **盈利预测** 我们的中性假设为 2010 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。我们的乐观假设下钽制品价格在 08 年基础上再增长 20%，预测 10-12 年 EPS 为 0.49/0.63/0.79。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。维持增持评级。
- **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（维持）**

股价（2010 年 5 月 11 日） 14.33 元

目标价格 17.45 元

总股本/A 股（亿股） 3.56/3.56

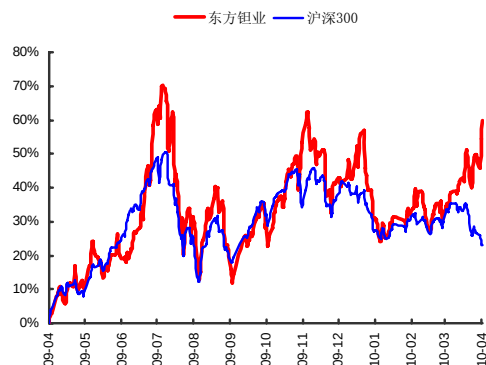
A 股市值（亿元） 51.07

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010 年 5 月 12 日

### 股价表现



|          | 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      | 135.8 | 59.2  | 39.7  | 29.4   |
| P/B      | 4.3   | 4.1   | 3.8   | 3.4    |

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。

## 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。钽电容比陶瓷电容器容量更大，比铝电容器体积更小，且更稳定。短期内不存在被其他电容要替代的可能。钽电容器广泛应用于通讯、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%。最大的芯片代工商台积电预期 2010 全年半导体产值将增长 22%，晶圆代工增长 36%。PC 出货量同比增长为 17%，手机出货量同比增长 13%，数字消费电子相关出货量维持 7%。以往第一季，全球半导体产值季节性需求通常会衰退 2%，第二季比第一季则会成长 2%；今年一、二季的全球半导体市场需求明显强过一般季节性表现，以往第三、四季的季节性需求约季增 7%至 10%，今年下半年可能比一般季节稍弱，但全年半导体仍有 22%的成长。

以台积电，联电为首的芯片代工商销售额已经连续 8 个月的增长表明下游需求强劲。国际大电容器制造商 Vishay 和 AVX 近期都表示需求上涨，产品供不应求。

图 1：钽电容器



资料来源：Kemet、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、避震装置、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

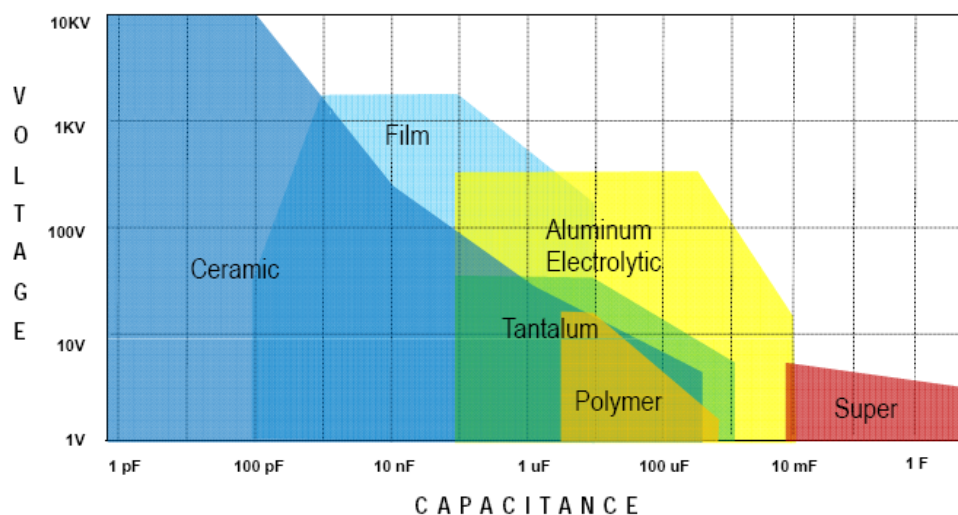
钽电容比陶瓷电容器容量更大，比铝电容器体积更小，且更稳定。不存在被其他电容器替代的问题。

**表 2 各种电容器的区别：**

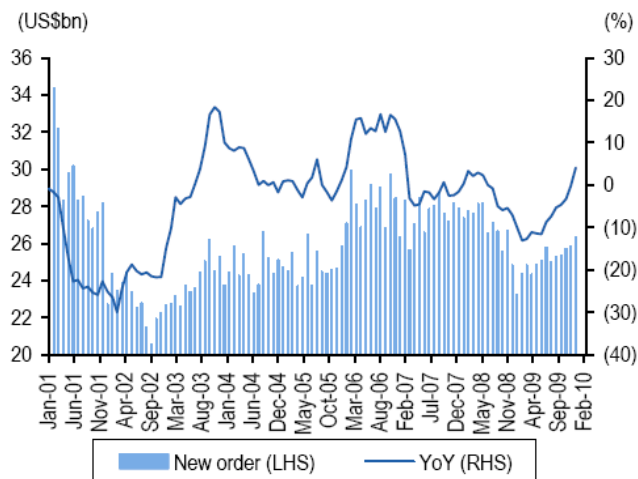
|               | 特性                                                                       |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <b>钽电容器</b>   | 体积小、容量大、性能稳定、寿命长。绝缘电阻大。温度性能好，用在要求较高的设备中                                  |
| <b>陶瓷电容器</b>  | 体积小、耐热性好、损耗小、绝缘电阻高，但容量小，适用于高频电路。铁电陶瓷电容容量较大，但损耗和温度系数较大，适用于低频电路            |
| <b>铝电解电容器</b> | 容量大、但是漏电流大、稳定性差、有正负极性，适于电源滤波或低频电路中                                       |
| <b>薄膜电容器</b>  | 涤纶薄膜电容，介质常数较高，体积小、容量大、稳定性较好，适宜做旁路电容。聚苯乙烯薄膜电容器，介质损耗小、绝缘电阻高，但温度系数大，可用于高频电路 |

资料来源：东方证券研究所

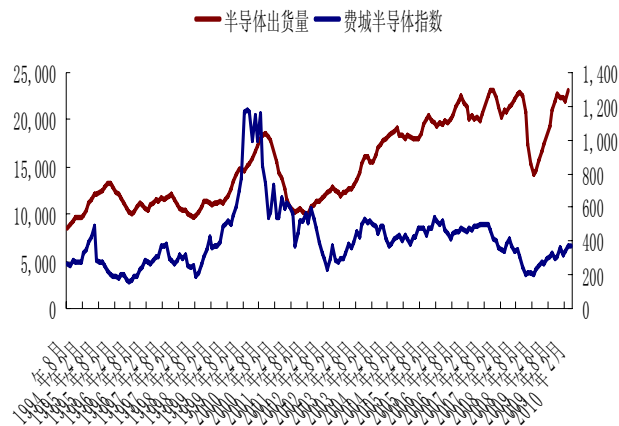
**图 2 各种电容器：**



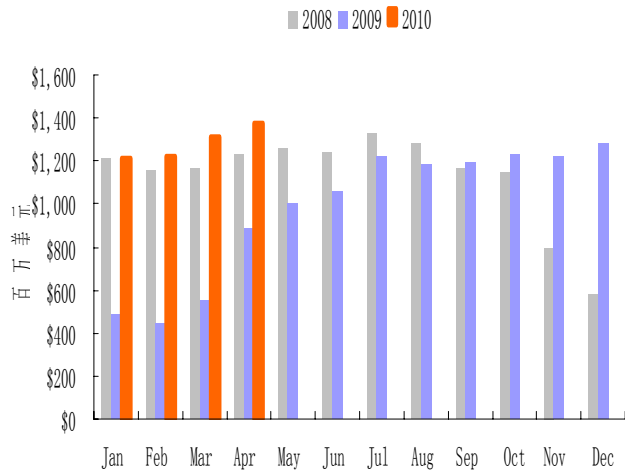
资料来源：Kemet，东方证券研究所

**图 3：美国电子产品新订单**


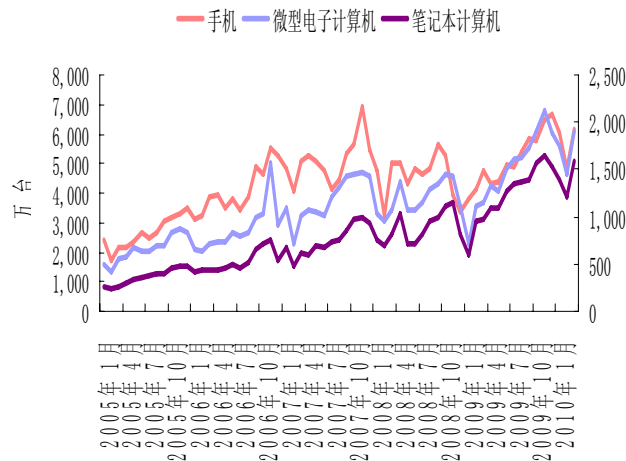
资料来源：US Commerce Dept，东方证券研究所

**图 4：半导体指数和出货量增长迅速**


资料来源：CEIC，东方证券研究所

**图 5：台湾台积电和联电芯片代工销售额**


资料来源：TSMC，UMC，东方证券研究所

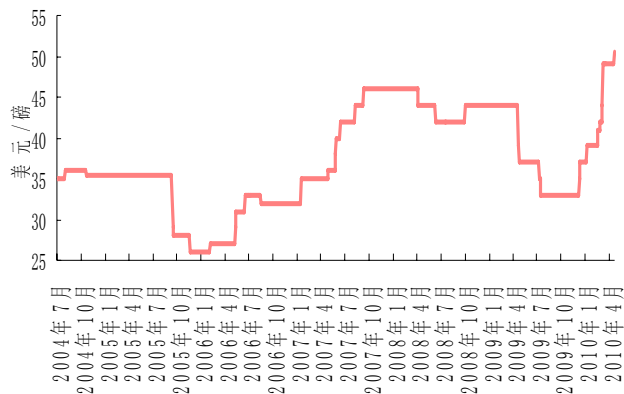
**图 6：电子产品产量增长迅速**


资料来源：WIND，东方证券研究所

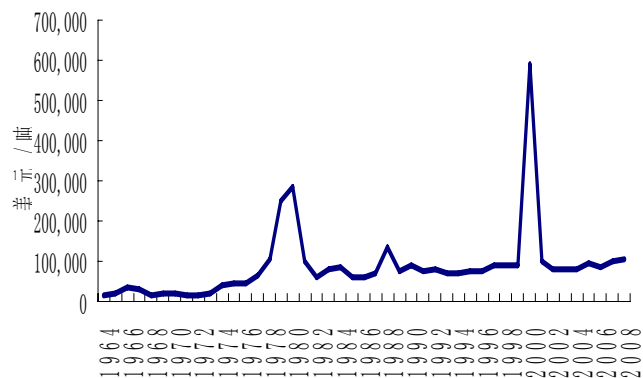
## 钽价格和电子行业精密相关

钽精矿的价格走势和电子行业的相关度非常高。钽精矿在过去40年间有过2波大行情。第一波在1978年第一部微电脑诞生到1982年微电脑开始普及期间。第二波行情在1998—2000年网络，半导体高速增长阶段。其余阶段价格基本维持平稳增长。目前价格从年初的37美元/磅已经上升到51美元/磅。据了解公司具有较强的成本传导能力，钽矿价格上升公司的产品价格也会随之上升。钽电容器的价

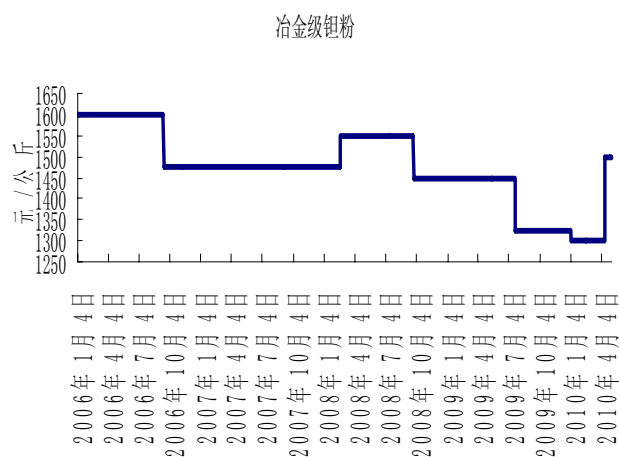
格从09年9月至今已上涨近10%。我们预期随着下游电子行业强劲复苏，如电子书、平板电脑等新电子产品的推出和更新换代带来的钽电容器需求将带动钽的价格上升。目前公司钽丝、钽粉的国际市场占有率达到60%和25%，有比较高的议价能力，公司短期内提高产品价格的概率很高。

**图 7：钽铁矿价格已从底部复苏（30%）**


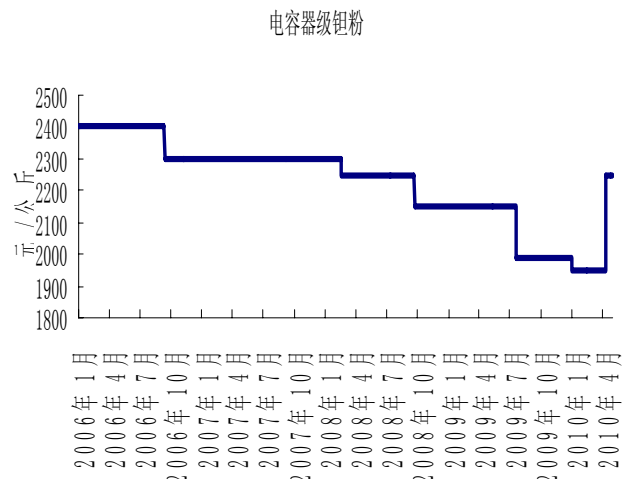
资料来源：WIND，东方证券研究所

**图 8：钽精矿历史价格走势（1964-2008）**


资料来源：USGS，东方证券研究所

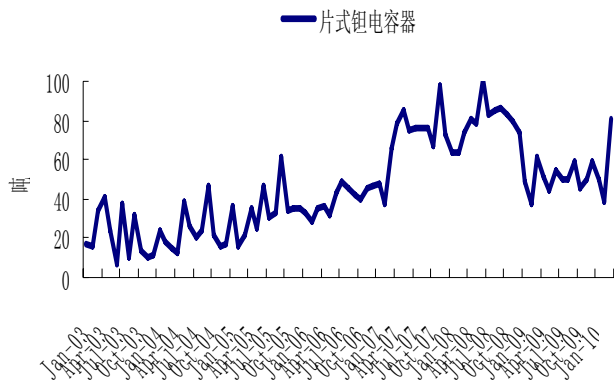
**图 9：冶金级钽粉价格近期显著回升（元/公斤）**


资料来源：AsianMetal，东方证券研究所

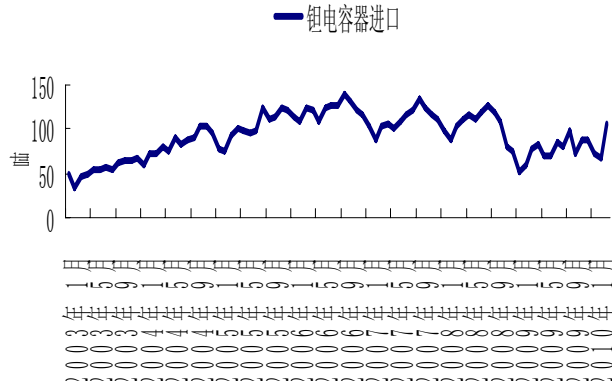
**图 10：我们预测电容器级钽粉也从底部大幅回升（元/公斤）**


资料来源：AsianMetal，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 11：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 12：钽电容器进口也增长迅速**


资料来源：CEIC，东方证券研究所

## 估值分析

中性假设：

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。

乐观假设：

假设2010—2012年钽制品价格在08年水平上再增长20%（均价202万元/吨），其余假设不变。我们预期公司2010—2012年摊薄EPS为 0.49/0.63/0.79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。我们维持增持评级。

## 风险因素

### 1、钽精矿供应及价格风险

公司钽精矿原料主要购买自澳大利亚和非洲。公司利用钽价低迷时期大量储备了原材料。但是如果未来国内外钽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       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>1859</b> | <b>1545</b> | <b>1986</b> | <b>2460</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1199</b> | <b>1600</b> | <b>2151</b> | <b>2594</b> |
| 现金             | 408         | 115         | 77          | 174         | <b>营业总成本</b>    | <b>1188</b> | <b>1519</b> | <b>2027</b> | <b>2422</b> |
| 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          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1022</b> | <b>1105</b> | <b>1197</b> | <b>1287</b> | <b>其他经营收益</b>   | <b>14</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| 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         | <b>营业利润</b>     | <b>26</b>   | <b>82</b>   | <b>124</b>  | <b>172</b>  |
| 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          | <b>利润总额</b>     | <b>43</b>   | <b>102</b>  | <b>151</b>  | <b>204</b>  |
| <b>资产合计</b>    | <b>2881</b> | <b>2650</b> | <b>3183</b> | <b>3747</b> | 减：所得税           | 8           | 15          | 23          | 31          |
| <b>应付项目</b>    | <b>784</b>  | <b>540</b>  | <b>721</b>  | <b>861</b>  | <b>净利润</b>      | <b>35</b>   | <b>86</b>   | <b>129</b>  | <b>174</b>  |
| <b>付息负债</b>    | <b>670</b>  | <b>833</b>  | <b>1088</b> | <b>1209</b> | 少数股东损益          | -3          | 0           | 0           | 0           |
| 短期借款           | 80          | 608         | 846         | 790         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>38</b>   | <b>86</b>   | <b>129</b>  | <b>174</b>  |
| 长期付息负债         | 590         | 225         | 243         | 419         |                 |             |             |             |             |
| <b>其他负债</b>    | <b>225</b>  | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>成长能力</b>     |             |             |             |             |
| <b>负债合计</b>    | <b>1679</b> | <b>1374</b> | <b>1809</b> | <b>2070</b> | 营业收入同比          | 15%         | 33%         | 34%         | 21%         |
| <b>所有者权益</b>   | <b>1202</b> | <b>1276</b> | <b>1374</b> | <b>1677</b> | 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         | <b>利润水平</b>     |             |             |             |             |
| 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%          |
| <b>负债和权益合计</b> | <b>2881</b> | <b>2650</b> | <b>3183</b> | <b>3747</b> | <b>整体绩效</b>     |             |             |             |             |
|                |             |             |             |             | ROE             | 3%          | 7%          | 9%          | 12%         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>371</b>  | <b>-77</b>  | <b>-102</b> | <b>35</b>   | ROIC            | 1%          | 4%          | 5%          | 6%          |
| 净利润            | 35          | 86          | 129         | 174         | <b>运营效率</b>     |             |             |             |             |
| 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         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-455</b> | <b>-146</b> | <b>-155</b> | <b>-184</b> | <b>偿债能力</b>     |             |             |             |             |
| 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         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>131</b>  | <b>-71</b>  | <b>219</b>  | <b>246</b>  | 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         | <b>每股指标</b>     |             |             |             |             |
| 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             | 135.8       | 59.2        | 39.7        | 29.4        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>47</b>   | <b>-293</b> | <b>-39</b>  | <b>97</b>   | P/B             | 4.3         | 4.1         | 3.8         | 3.4         |

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](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)