

新材料项目前景广阔

—— 东方钽业系列报告之三

我们近期调研了东方钽业，就公司经营状况和未来发展规划与公司管理层进行了沟通。我们认为 1) 下游需求强劲将带动钽制品价格和毛利率上升，2) 公司在巩固主业的基础上近期重点开发的多项新材料项目前景广阔。

- **下游需求强劲将带动钽制品价格和毛利率上升** 钽精矿的价格走势和电子行业紧密相关。目前钽精矿价格从年初的 33 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%，有较高的议价能力，我们了解到下游钽电容器价格仅 4 月一个月已经上涨 20%，公司的主要客户 Vishay 和 AVX 等电容器厂商目前满负荷运转，产品供不应求。我们认为在上、下游均开始提价，下游产品需求强劲的情况下，公司短期内提高产品价格的概率很高。
- **深受国家重视的技术优势企业**：公司控股股东中色东方集团是中国唯一的铍生产研究基地。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。张德江副总理也于近日赴公司视察。公司作为深受国家重视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。
- **光伏产业高速增长带动刃料级碳化硅需求** 从 2006 年开始，国内的太阳能电池制造业快速发展，至 2008 年，中国的太阳能电池产量占全球总产量的 37.03%，居世界第一。在 2006-2008 年，作为其生产过程中必不可少的切割刃料的国内需求增速也保持在 100% 以上，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%，公司该项目拥有日本南兴的国际领先技术，于 09 年 4 月建成投产，一期产能 1 万吨，未来将达到 3 万吨产能。将受惠于下游光伏产业高速发展带来的机遇。
- **高性能球形氢氧化镍项目和钛合金项目** 公司 09 年进入高性能球型氢氧化镍相关项目。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。项目于近期正式投产，设计产能为 3000 吨。显示公司正式介入新能源产业。钛合金项目预期有 3000 吨产能。目前已有部分产品投放市场。预期 2010 年年底或明年一季度将全部完工。
- **盈利预测** 我们假设 2010-2012 年钽制品价格较 09 年水平增长 30%，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 0.36/0.58/0.68 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，市场占有率很高，可以享受到下游电子需求强劲带来的价格和毛利率上升。公司新增新材料项目未来盈利前景广阔，可以享有一定的溢价。上调至买入评级。
- **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

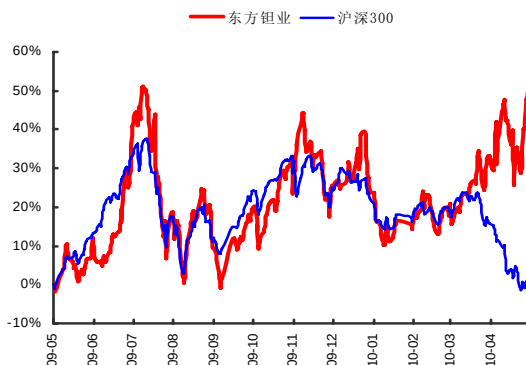
8621-63325888 × 6102

xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121342

投资评级	买入 增持 中性 减持 (上调)
股价 (2010 年 5 月 25 日)	15.76 元
目标价格	20.00 元
总股本/A 股 (亿股)	3.56/3.56
A 股市值 (亿元)	55.24
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2010 年 5 月 25 日

股价表现



百万	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1199	1459	2236	2437
营业总成本	1188	1326	2022	2182
净利润	35	129	205	243
ROE	3%	10%	14%	15%
EPS	0.11	0.36	0.58	0.68
每股净资产	3.35	3.62	4.05	4.56
P/E	149.4	43.6	27.3	23.1
P/B	4.7	4.4	3.9	3.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

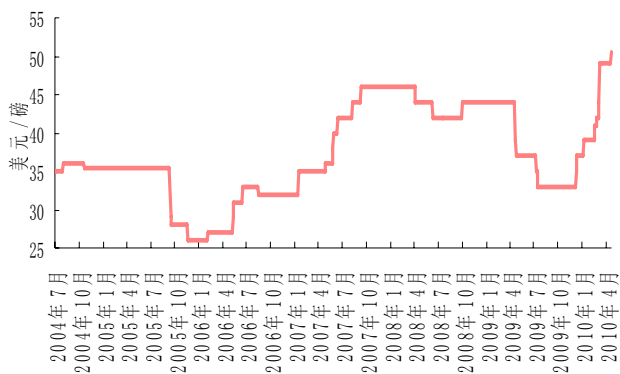
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。

下游需求强劲将推动钨制品价格和毛利率上升

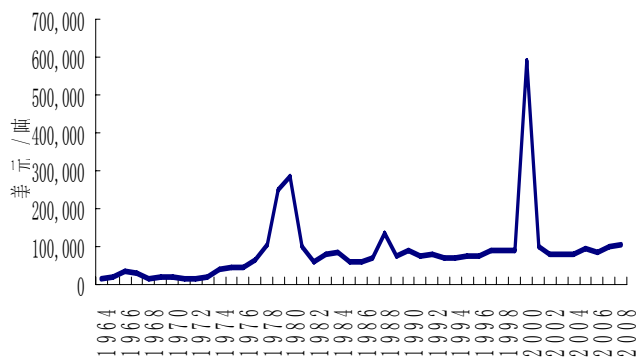
钨精矿的价格走势和电子行业紧密相关。钨精矿在过去40年间有过2波大行情。第一次在1978年第一部微电脑诞生到1982年微电脑开始普及期间。第二波行情在1998-2000年网络、半导体高速增长阶段。其余阶段价格基本维持平稳增长。目前钨精矿价格从年初的33美元/磅已经上升到51美元/磅（距离历史高点的268美元/磅还有很大距离）。据了解公司具有较强的成本传导能力，钨矿价格上升公司的产品价格也会随之上升。目前国内钨电容器的价格仅4月1个月已上升20%，且供不应求。国外主要电容器制造商Vishay和AVX等公司也公布目前满负荷运转仍无法满足下游需求。公司钨丝、钨粉的国际市场占有率达到60%和25%，有比较高的议价能力，公司短期内提高产品价格的概率很高。

图 1：钨铁矿价格已从底部复苏（30%）



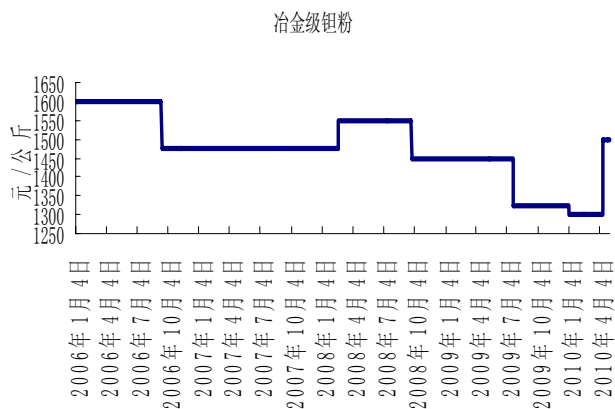
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2：钨精矿历史价格走势（1964-2008）



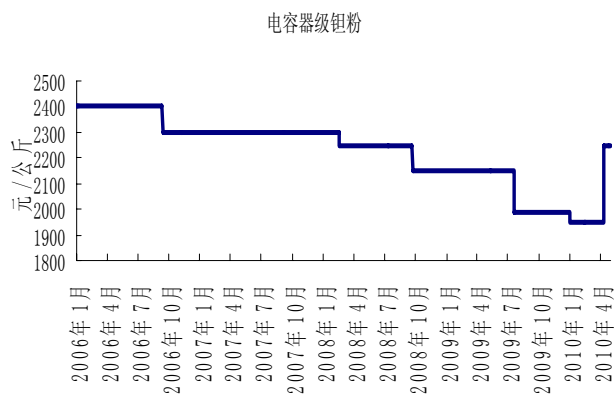
资料来源：USGS，东方证券研究所

图 3：冶金级钨粉价格近期显著回升（元/公斤）



资料来源：AsianMetal，东方证券研究所

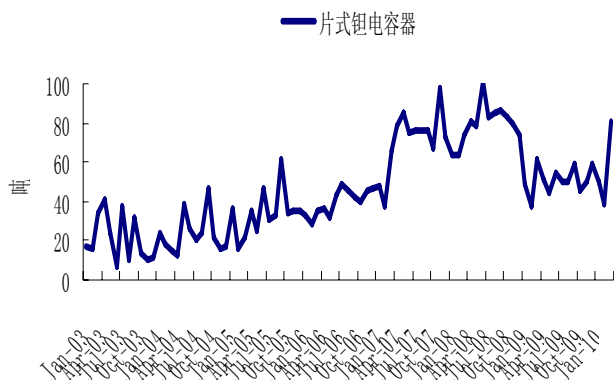
图 4：我们预测电容器级钨粉也从底部大幅回升（元/公斤）



资料来源：AsianMetal，东方证券研究所

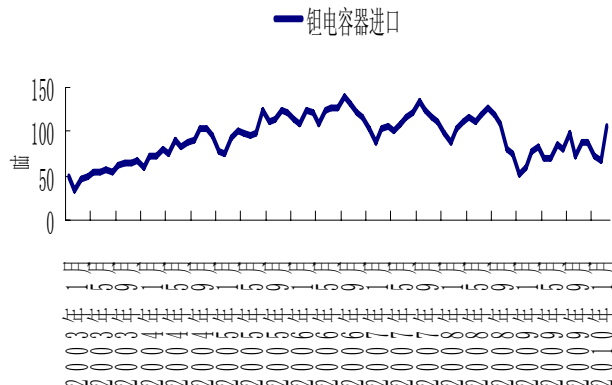
中国钽电容器出口和进口均增长迅速，显示钽电容器需求增长强劲。

图 5：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 6：钽电容器进口也增长迅速



资料来源：CEIC，东方证券研究所

新材料项目前景广阔

公司目前的钽丝全球市场占有率已经达到60%，钽粉占有率达到25%。公司为了拓宽业务模式，近来重点开发多渠道建设项目。集团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。

光伏产业高速增长带动刀料级碳化硅需求

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刀料需求迅速增长。晶硅片切割刀料是太阳能晶体硅电池产业链的上游环节—晶硅片生产不可缺少的专用切割材料。

晶硅片切割刀料是影响晶硅片切割质量的重要因素之一。切割质量不仅影响到后续的研磨、抛光、刻蚀等工序，而且还将影响到太阳能电池的转换效率或半导体器件制成品的最终质量。切割刀料对提高晶硅片的成品率、质量、提高加工效率、降低加工成本、增大晶硅片的加工直径具有重要意义。

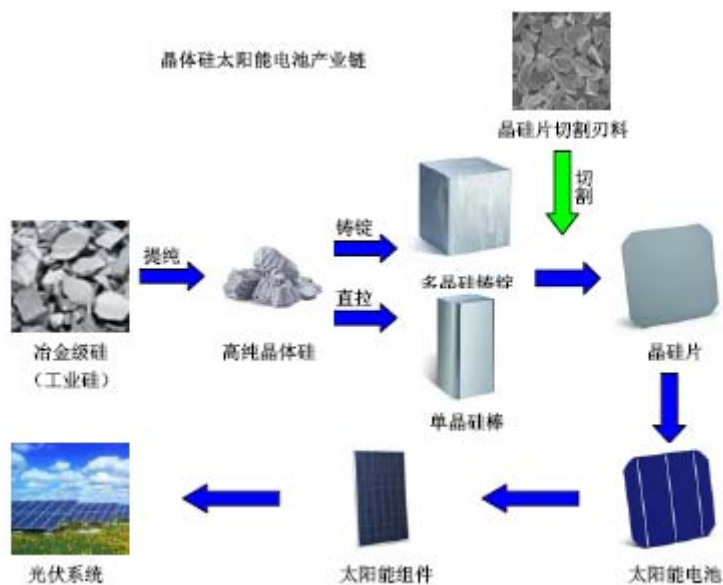
2006~2008 年亚洲晶体硅太阳能电池产量约占世界晶体硅太阳能电池产量的65%。亚洲的晶体硅太阳能电池生产主要集中在我国大陆及台湾地区和日本。2008 年，中国生产的晶体硅太阳能电池的产量达到了2,440MW，居世界第一。针对光伏材料、半导体及电子元器件加工量越来越大、加工精度越来越高的要求，高品质的晶硅片切割刀料与普通磨料相比，在微粉的化学成分、粒度组成、锋线度、堆积密度等方面具有特殊或严格的标准。局限于落后的微粉制备技术，国内晶硅片切割刀料的生产起步较晚，国内的半导体生产企业一般采用进口产品，如进口日本富士美株式会社（Fujimi Incorporated）、德国ESK-SIC GmbH所生产的切割刀料。

2008年我国晶硅片切割刀料总产量为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，预计2009~2011年全球太

太阳能电池产量将保持30%左右的增长，未来三年新增装机量分别达到8.2GW、10.6GW和15.4GW。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。

公司刃料级碳化硅项目采用日本南兴的国际领先技术，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。未来将达到3万吨产能。，将受益于下游光伏产业的高速发展。

图 7：光伏产业链：



资料来源：新大新材招股说明书、东方证券研究所

图 8：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

表 1：国内多晶硅生产商产能扩产计划

公司名称	晶硅片产能及扩产计划
1 江西赛维 LDK 太阳能高科技公司	2008 年 1,100MW；2009 年 2,000MW。
2 保定天威英利新能源有限公司	2007 年 200MW；2008 年 400MW；2009 年 600MW。
3 浙江昱辉阳光能源有限公司	2008 年 645MW；2009 年 1,000MW。
4 晶龙实业集团有限公司	年产能 6,000 万片；“十一五”期末达到 1 亿片。
5 常州天合光能有限公司	2008 年 350MW；2009 年 700MW。
6 常州亿晶光电科技有限公司	2008 年 5,000 万片。
7 江苏顺大半导体发展有限公司	2007 年 1.2~1.5 亿片；2010 年前达到 2 亿片。

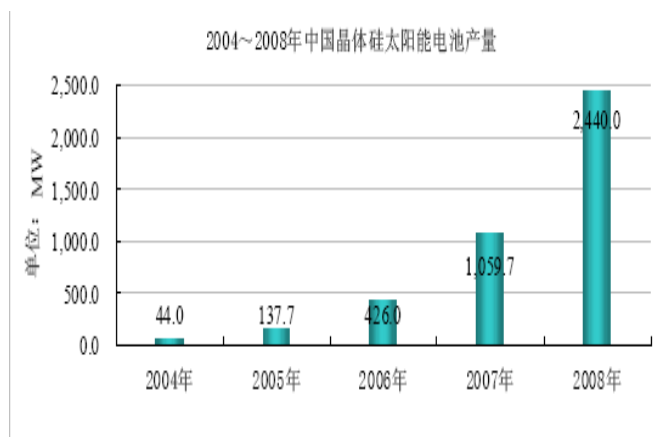
资料来源：新大新材招股说明书、东方证券研究所

表 2 晶体硅太阳能电池增长前景广阔

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
全球晶体硅太阳能电池产量 (GW)	8.2	10.6	15.4	20.8
全球晶体硅需求量 (万吨)	6.6~8.2	8.5~10.6	12.3~15.4	16.6~20.8
项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
国内晶体硅太阳能电池产量 (GW)	2.82	4.5	8.1	11.8
国内晶体硅需求量 (万吨)	2.3~2.8	3.6~4.5	6.5~8.1	9.4~11.8

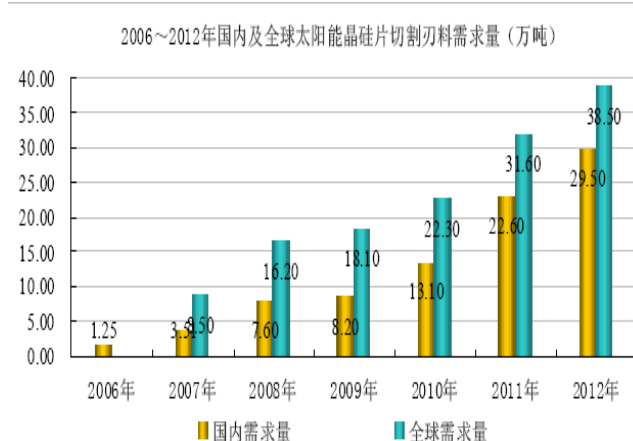
资料来源：新大新材招股说明书、东方证券研究所

图 9：中国晶体硅太阳能电池产量高速增长

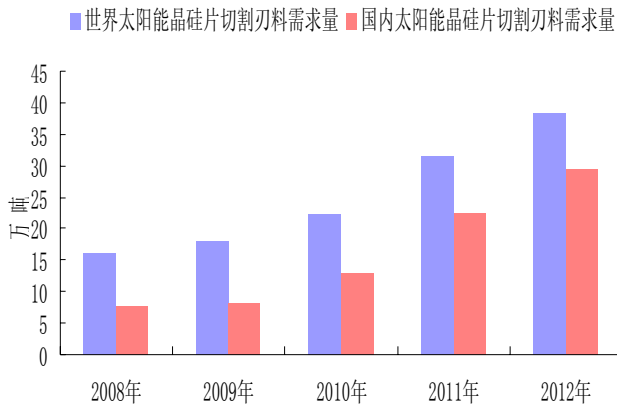


资料来源：《太阳能电池半导体晶圆片用碳化硅微粉行业调研报告》、东方证券研究所

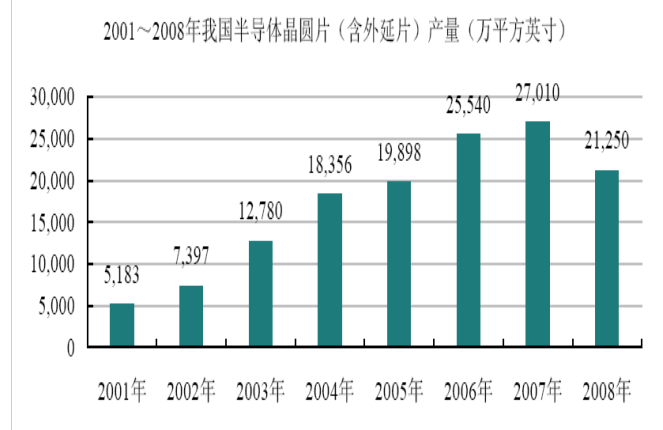
图 10：刃料级碳化硅需求量增长迅速



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 11：太阳能晶硅片切割刃料需求增长前景广阔


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 12：半导体晶圆片增长迅速


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

球形氢氧化镍项目

2009 年 8 月,公司以 1,75 万元购买了控股股东中色(宁夏)东方集团高性能球形氢氧化镍相关资产。球形氢氧化镍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 LiNiO_2 的原材料,近期开始投产,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。

其他新项目

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。

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。

估值分析

我们假设 2010—2012 年钽制品价格较 09 年水平增长 30%,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 0.36/0.58/0.68 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。上调至买入评级。

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
流动资产	1859	1494	2080	2526	营业总收入	1199	1459	2236	2437
现金	408	239	165	457	营业总成本	1188	1326	2022	2182
应收票据	19	15	22	24	营业成本	1065	1173	1789	1929
应收账款	246	248	380	414	销售费用	20	23	36	39
预付账款	217	59	89	96	管理费用	61	85	131	143
存货	962	927	1414	1524	财务费用	25	29	44	47
非流动资产	1022	1108	1209	1294	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	133	214	255
在建工程	258	278	298	318	营业外收入减支出	17	18	28	30
无形资产	30	29	45	49	利润总额	43	152	242	286
资产合计	2881	2602	3289	3820	减：所得税	8	23	36	43
应付项目	784	469	716	772	净利润	35	129	205	243
付息负债	670	824	1108	1211	少数股东损益	-3	0	0	0
短期借款	80	593	850	752	归属母公司净利润	38	129	205	243
长期付息负债	590	231	259	459					
其他负债	225	0	0	0	成长能力				
负债合计	1679	1293	1824	1983	营业收入同比	15%	22%	53%	9%
所有者权益	1202	1309	1465	1837	EBITA同比	-79%	1203%	59%	18%
实收资本	356	356	356	356	归属母公司净利润同比	-45%	243%	59%	18%
资本公积	390	390	390	390	利润水平				
留存收益	446	543	697	879	销售毛利率	11%	20%	20%	21%
少数股东权益	10	19	22	211	销售净利率	3%	9%	9%	10%
负债和权益合计	2881	2602	3289	3820	整体绩效				
					ROE	3%	10%	14%	15%
经营活动现金流	371	69	-137	240	ROIC	1%	6%	8%	9%
净利润	35	129	205	243	运营效率				
折旧摊销	76	63	63	93	应收账款周转率	5.6	5.9	7.1	6.1
营运资金变动	275	-123	-406	-96	存货周转率	1.4	1.5	1.9	1.7
投资活动现金流	-455	-149	-165	-178	偿债能力				
资本支出	-473	-137	-154	-172	流动比率	2.2	1.4	1.3	1.7
长期投资	10	0	0	0	速动比率	1.0	0.5	0.4	0.7
筹资活动现金流	131	-89	228	230	EBITA / I	#DIV/0!	10.0	10.9	12.3
短期借款	-340	513	257	-98	资产负债率	58%	50%	55%	52%
长期借款	380	-359	28	201	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.11	0.36	0.58	0.68
资本公积	-61	0	0	0	每股净资产	3.35	3.62	4.05	4.56
其他	153	-243	-57	127	P/E	149.4	43.6	27.3	23.1
现金净增加额	47	-169	-75	292	P/B	4.7	4.4	3.9	3.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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