

深度研究报告

业务横向延伸，实现完美蜕变

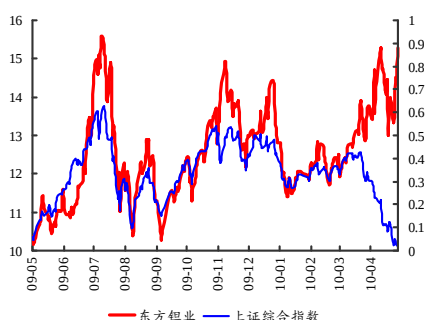
有色金属

2010年5月27日

评级：强烈推荐（首次）

合理价格：23.0元

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所综合组

组长：杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：

曾海

电话：021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——东方钨业（000962.SZ）研究报告

多业态共存的钨业巨头。公司是世界三大钨业公司之一，拥有550吨钨粉，80吨钨丝产能，市场占有率分别达到25%和60%。通过横向并购整合，公司已经形成钨制品、碳化硅刀料、氢氧化镍、钛材加工和房地产等多业务发展模式，

需求旺盛导致价格快速上涨，钨业复苏。公司电容级钨粉、钨丝主要应用于电子IT行业，下游需求旺盛和厂商补库需求导致钨制品价格高速上涨。MB钨铁矿卖价达到50美元/磅，较2009年末的最低点上涨近45.7%，国内Ta₂O₅价格达到1225元/公斤，上涨近61%。

长期价格趋势表明，钨价格呈缓慢上涨态势，1964-2008年的钨精矿价格复合增速为4%。电子IT行业革命性发展是推动钨价格暴涨的主因，以移动互联网为代表的第四次电子信息产业化将推动钨行业强势复苏。

金属业务横向延伸，增长模式完美蜕变。2008-2009年，公司通过投资，横向整合关联方的生产性资产，达到1.5万吨碳化硅刀料、3000吨高性能球形氢氧化镍、3000吨钛材加工生产能力，形成多元化业务发展模式，涉及太阳能光伏，新能源电池等新兴行业及房地产行业。随着整合完成，各项目相继投产，公司增长模式实现完美蜕变，为实现销售收入“2-3年达到30亿”的战略目标提供充足动力。

首次给与“强烈推荐”评级，目标价：23.0元。公司是世界三大钨业公司之一，业绩催化剂：1）钨制品价格上涨；2）新增生产性资产如碳化硅刀料、氢氧化镍等达产等。预计公司10-12年EPS分别为0.34元、0.46元及0.61元，对应PE分别为45、33、25倍。公司处于重大变革时期，主要产品符合未来发展方向，业绩有钨业务，增长有新材料业务；而央企整合、产业调整振兴规划和西部地区振兴规划为公司做大做强创造了外部条件，公司存在生产性资产持续壮大的预期，因此首次给与“强烈推荐”评级，目标价：23.0元。

目 录

一、钽:高科技稀有金属.....	4
1.1、钽的基本性质.....	4
1.2、钽的应用.....	4
二、电子IT行业发展推动钽需求上升.....	5
2.1、钽电容体积小、性能高，高端电子IT产品首选原材料.....	5
2.2、电子IT行业发展推动钽需求上升.....	8
2.3、移动互联网时代拓宽钽电容市场空间.....	9
三、钽供给：国内钽资源稀缺，全球供给弹性大.....	9
3.1、全球钽资源丰富，中国自给率偏低.....	10
3.2、供给跟随需求波动，长期供给弹性较大.....	11
3.3、主要矿山停、限产等因素减少短期供给.....	13
四、长期价格稳定上涨，短期价格强势回升.....	13
4.1、长期价格稳定上涨，需求革新价格驱动脉冲式上涨.....	13
4.2、电子IT行业景气度回升，钽价格快速上涨.....	14
五、东方钽业：横向整合完成，增长模式完美蜕变.....	15
5.1、公司概况.....	15
5.2、规模、技术优势明显的钽业巨头.....	17
5.3、业务分析：横向整合推动公司进入高速增长时代.....	19
5.4、财务分析.....	23
六、盈利预测及投资建议.....	25
6.1、假设条件及盈利预测.....	25
6.2、估值：目标价：23.0 元.....	26
6.3、投资建议：横向整合完成，业绩有望爆发，“强烈推荐”评级.....	26
七、风险因素.....	27

图表目录

图表 1：钽元素的基本性质.....	4
图表 2：钽的主要应用领域.....	4
图表 3：钽的主要下游行业及应用实例.....	5
图表 4：电容的分类.....	5
图表 5：部分电容的性能比较.....	6
图表 6：近年来钽电容器小型化进程.....	6
图表 7：各国钽电容片式化率.....	7
图表 8：片式钽电容的消费结构.....	7
图表 9：全球钽电容产量及增速.....	8

图表 10: 全球钽消费量及增速	9
图表 11: 信息化产业发展十年一周期	9
图表 12: 移动互联网将带动计算产品爆发式增长	9
图表 13: 全球钽资源分布	10
图表 14: 全球主要钽矿山	10
图表 15: 国内主要钽铌矿山	11
图表 16: 全球钽供应结构	12
图表 17: 全球钽产量（金属量，吨）	12
图表 18: 中国钽精矿（Ta ₂ O ₅ ）产量及增速（吨）	12
图表 19: 全球钽精矿均价走势	14
图表 20: 电子行业相关指数显示行业景气度显著回升	14
图表 21: 国内手机、电脑等产品产量保持大幅增长	14
图表 22: MB钽铁矿卖价（30-35%）上涨 45.7%	15
图表 23: 国内金属钽上涨 20%，五氧化二钽上涨 61%	15
图表 24: 公司股权结构及主要子公司（截至 2009 年报）	16
图表 25: 2009 年收入构成	17
图表 26: 2009 年毛利润构成	17
图表 27: 2004-2009 年公司销售区域结构	17
图表 28: 公司经营环境分析—五力模型	18
图表 29: 晶体硅太阳能电池产业链	20
图表 30: 未来国内太阳能晶硅片切割刀料需求强劲（单位：万吨）	20
图表 31: 金瑞科技（600390.SH）氢氧化镍业务毛利率显著回升	21
图表 32: 宝钛股份、西部材料钛业务毛利率	22
图表 33: 营业收入和利润处于上升阶段	23
图表 34: 公司营收存在季节性因素	23
图表 35: 利润率受价格影响较大	24
图表 36: 投资回报率有望触底反弹	24
图表 37: 存货、应收账款周转率	24
图表 38: 存货及波动	24
图表 39: 资产负债率	25
图表 40: 流动比率、速动比率	25
图表 41: 主要产品产量、ASP及毛利率假设	25
图表 42: A股可比公司估值	26

一、钽:高科技稀有金属

1.1、钽的基本性质

钽为银白色金属，1802 年瑞典化学家厄克贝里在钽铁矿中首次发现，1903 年俄国化学家博尔顿首次分离出纯钽。钽具有比重大、熔点高、沸点高、强度高、抗变形、抗腐蚀、超导、单极导电等优良特性。常温下除氢氟酸外，不受其它无机酸碱的侵蚀；高温下能溶于浓硫酸、浓磷酸和强碱溶液中。

图表 1: 钽元素的基本性质

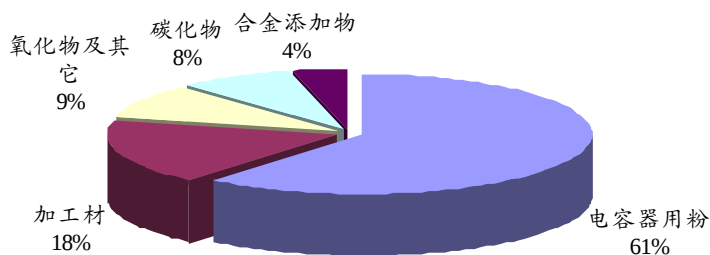
项目	性质	项目	性质
名称	钽	化学符号	Ta
原子量	180.95	原子序数	73
密度(20℃)	16.68 克/立方厘米	硬度	45-125
熔点	2996℃	沸点	5300℃
导热系数 (W/m·℃)	54	电阻率 ($\mu\Omega \cdot \text{cm}$)	12.5

数据来源：国联证券研究所

1.2、钽的应用

针对于其优异特性，特别是超导和单极导电的性质，钽被应用于众多领域，特别是电容器行业。钽的主要产品包括电容器用钽粉、加工材（钽丝、钽箔）、化合物及合金添加物，其中电容器用钽粉是主要用途，占比达到 61%。

图表 2: 钽的主要应用领域



数据来源：国联证券研究所、《2007 年中国钽铌行业市场调查与投资前景分析报告》

钽的主要下游行业包括通讯、电子工业、化工、冶金、航空航天以及国防工业，其主要应用如表 3。

图表 3: 钽的主要下游行业及应用实例

下游行业	产品	应用实例
电子工业	钽电容	主机、芯片、硬盘驱动器
通信	钽电容	程控机、交换机、手机、电话、传真机
化工	钽化合物/合金添加物	蒸发器、加热器、冷却器等
冶金	钽合金添加物	超高硬度、耐腐蚀合金钢
机械	钽化合物/加工材	硬质合金刀具
航空航天	钽化合物/加工材	发动机，零部件
国防工业	钽化合物/合金添加物	美国--TOW2B 导弹

数据来源：国联证券研究所、公司

此外，钽也可用于核电、医药等领域，如原子能反应堆包壳材料等。

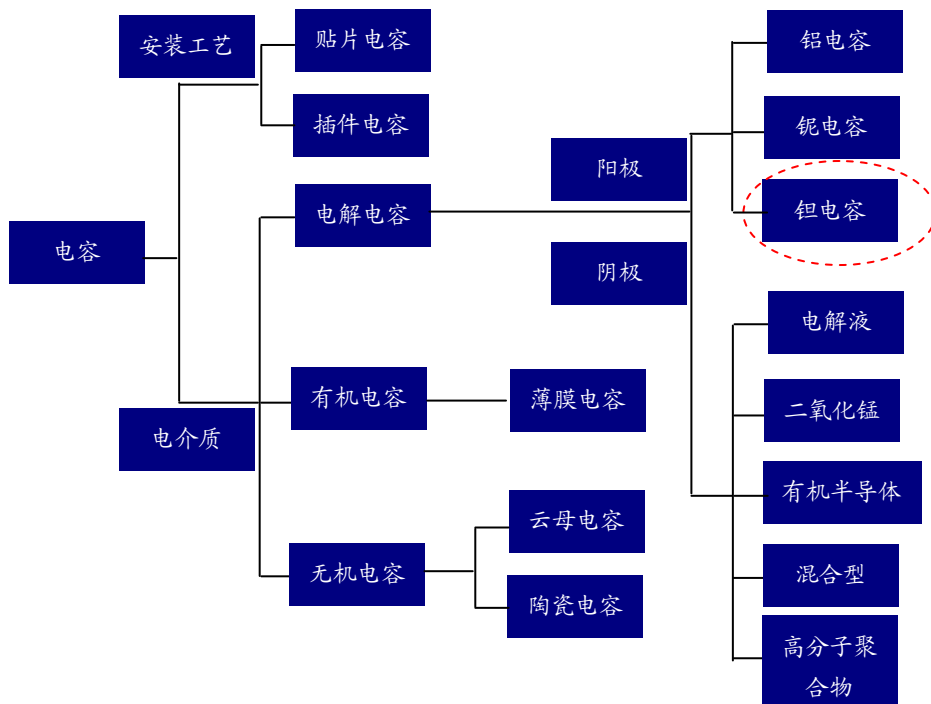
二、电子IT行业发展推动钽需求上升

2.1、钽电容体积小、性能高，高端电子IT产品首选原材料

2.1.1、钽电容：高端、高性能的代名词

电容器种类繁多，包括：固定电容、可变电容、电解电容、瓷片电容、涤纶电容、钽电容等。其中钽电容特以体积小、性能稳定、价格高著称，往往应用于高端市场。

图表 4: 电容的分类



数据来源：国联证券研究所

钽在电容用作阳极，通过和不同的阴极组合，钽电容可以再细分为钽-二氧化锰电容（阴极：二氧化锰）、钽聚合物电容（阴极：高分子聚合物）等。

由于钽的表面能形成致密稳定、介电强度高的无定形氧化膜，易于准确方便地控制电容器的阳极氧化工艺，同时钽粉烧结块可以在很小的体积内获得很大的表面积，因此钽电容器具有体积小、容量大、漏电流低、使用寿命长等优点，是综合性能最优秀的电容器之一。

图表 5：部分电容的性能比较

项目	钽电解电容	铝电解电容	薄膜电容	陶瓷电容	云母电容
电极	烧结的钽块	铝箔	铝箔等金属箔	银等	银等
电解质	固体二氧化锰	各类电解质	聚脂、聚苯乙烯等	电容器级陶瓷	云母片
优点	泄漏电流极小，贮存性良好，寿命长，容量误差小，体积小	容量大，能耐受大的脉动电流	频率特性好，介电损耗小	高频：体积小、耐热性好、损耗小 低频：体积小、容量大	频率特性好，Q 值高，稳定性好，温度系数小
缺点	对脉动电流的耐受能力差	容量误差大，泄漏电流大	不能做成大的容量，耐热能力差	高频：容量小 低频：损耗和温度系数较大	不能做成大的容量
主要应用	超小型高可靠机件替代铝电解电容	低频旁路、信号耦合、电源滤波	滤波器、积分、振荡、定时电路	高频：高频电路 低频：低频电路	用在高频电器中，并可用作标准电容

数据来源：国联证券研究所、公司

2.1.2、片式化巩固高端市场优势地位

电子设备的小型化和智能化成为行业发展趋势，对内部电子设备的集成度和性能都提出了更高的要求，因此使得钽电容器呈现快速小型化发展。钽电容小型化的主要途径通过改变形状，制成片状电容，即通过片式化达到维持或提高性能的同时，减小电容器的体积。

图表 6：近年来钽电容器小型化进程

壳型	长度（毫米）	宽度（毫米）	高度（毫米）
A	3.2	1.6	1.6
P	2.0	1.2	1.2
S	1.6	0.8	0.8

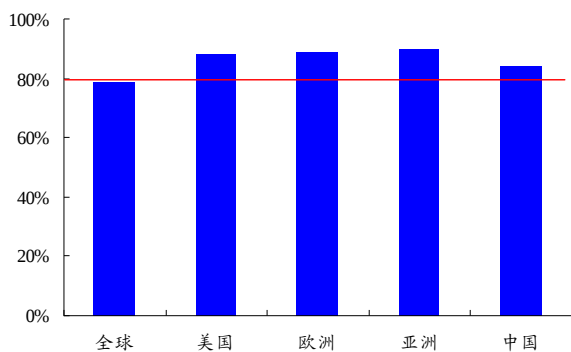
数据来源：国联证券研究所、《中国钽铌工业的进步与展望》-何季麟（2007）

据统计，全球钽电容的片式化率已经达到 80%以上，中国的片式化率达

到 84%左右，目前钽电容产品主要为片式钽电容器。

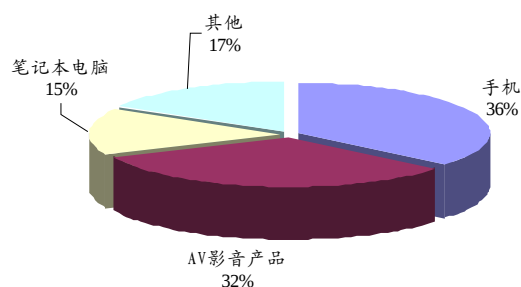
片式钽电容的主要下游领域包括手机，电脑等领域，其中手机行业是最大的片式钽电容消耗方，手机，电脑和 AV 影音产品（如：各类播放器等）共消耗片式钽电容总产出的 83%。

图表 7：各国钽电容片式化率



数据来源：国联证券研究所

图表 8：片式钽电容的消费结构



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，做到相同体积类似性能的有陶瓷电容，它的单层要做的很薄，存在一个成本问题，其成本上不存在优势。

2.1.3、薄膜封装缩体积，拓展无线、移动设备领域

电子 IT 产品的小型化推动电容小型化工艺发展，其中薄膜封装工艺代表了最新的发展方向。从行业整体趋势来看，有引脚的电容市场正在迅速萎缩，几乎看不到成长空间，贴片类电容市场呈现持续增长，其中小尺寸高容量的薄膜封装产品最受市场青睐。

薄膜封装的钽电容主要面向无线网卡、手机、掌上游戏机、LCDTV 等应用，尤以无线网卡类市场成长最快，主要是因为无线网卡、SD 卡、移动存储卡一类的设备在工作时会有电压的变动，需要一个容量相对比较大的电容来稳定电压。与其他电容相比，钽电容优势明显，因为钽电容：

- 1) 电阻比较小，容量可以做的相对较大，在稳定电压方面更有优势。
- 2) 介质是五氧化二钽，性能不会随温度巨幅波动，温度性能比较好。

全球有能力生产薄膜钽电容的制造商不超过 4 家，其中以 Vishay、Kemet 等占市场主导地位，目前国内尚未大规模引进贴片式薄膜封装钽电容，预计未来存在产品大规模升级换代的可能性。

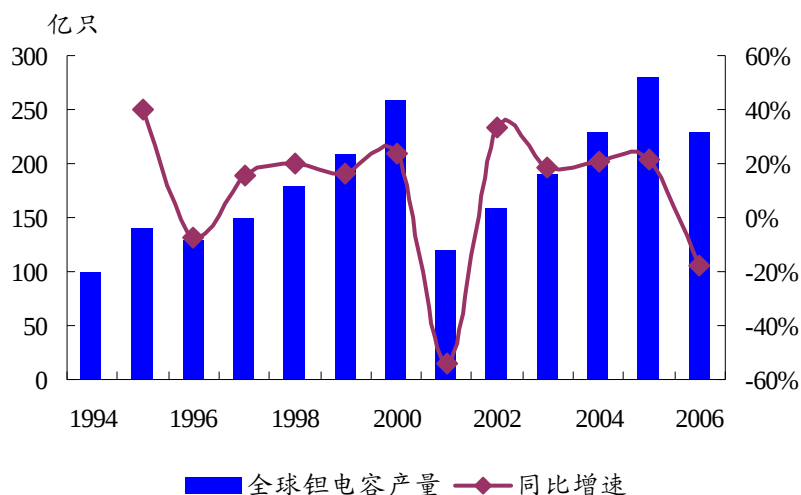
2.2、电子IT行业发展推动钽需求上升

钽电容主要应用于电子 IT 行业，因此其需求也受下游行业的周期性因素影响。1994-2006 年的钽电容产量数据显示，2001 年全球钽电容出现大幅下跌，主要是由于互联网泡沫破裂，导致需求大幅下滑所致。

进入二十一世纪，随着笔记本电脑和手机市场的发展和消费普及，电子 IT 行业，特别是消费类电子 IT 行业步入繁荣周期，对钽电容需求急速回升，全球钽电容产量迅速回升到 2001 年前水平，甚至总体水平有所提升。

近几年来，国内钽电容器也保持高速发展态势，根据中国电子元件行业协会信息中心的数据：系统内企业产量从 1997 年的 2.7 亿只增加到 2003 年的 12.48 亿只，年均增长速度为 29%；销量从 1997 年的 2.2 亿只增加到 2003 年的 12.69 亿只，年均增长 34%。

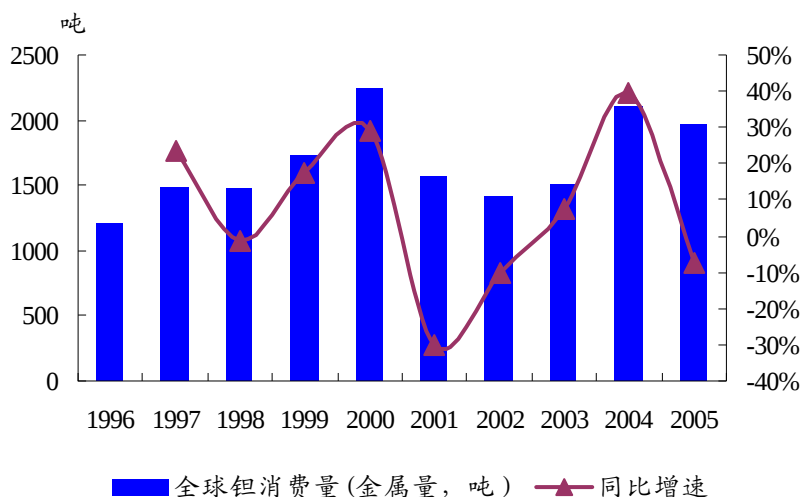
图表 9：全球钽电容产量及增速



数据来源：国联证券研究所、《中国钽铌工业的进步与展望》-何季麟（2007）

电子IT行业主导全球钽电容甚至钽需求，根据目前的技术平和消费模式测算，全球钽电容需求量约为 200 亿只左右，2000 吨的钽金属需求，钽金属需求长期复合增长率达到 7%。

图表 10: 全球钽消费量及增速



数据来源: 国联证券研究所、《中国钽铌工业的进步与展望》-何季麟 (2007)

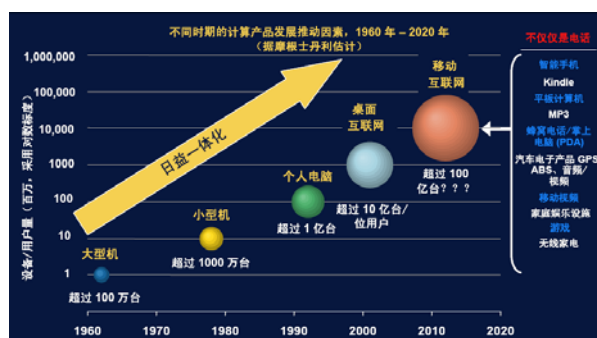
2.3、移动互联网时代拓宽钽电容市场空间

电子信息技术自诞生以来经历了三次产业化浪潮,第四次产业化将以移动互联网为契机。根据摩根士丹利报告估算,至2020年,移动互联网产业将带动计算设备产品需求量提升10倍,达到100亿台。如按每台设备平均5只钽电容测算,全球钽电容需求量增长将达到500亿只,市场发展空间巨大。

图表 11: 信息化产业发展十年一周期



图表 12: 移动互联网将带动计算产品爆发式增长



数据来源: 国联证券研究所、《2009 移动互联网研究报告》--摩根士丹利

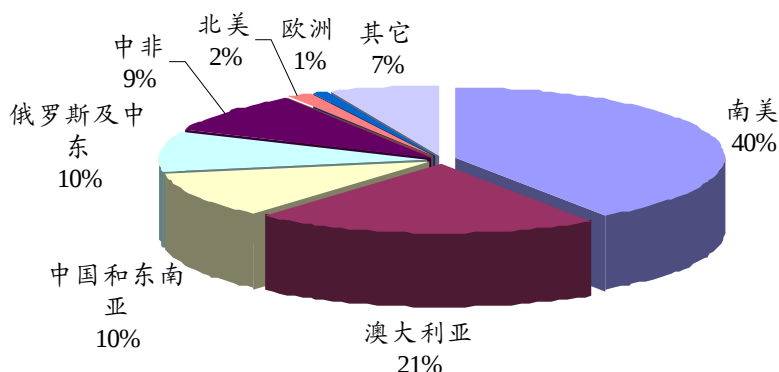
以移动互联网为代表的第四次信息产业化成功实施,对电子元器件的需求将带动钽需求,全球钽需求的长期复合增长率有望超过7%。

三、钽供给: 国内钽资源稀缺, 全球供给弹性大

3.1、全球钽资源丰富，中国自给率偏低

钽在地球上极小的范围内分布，表现出储量小、分布不均和品位低等特征。根据 TIC（国际钽铌研究中心）统计，全世界已探明的钽储量约 32 万吨左右，按当前全球年消耗 2000 吨钽金属测算，能满足约 160 年需求。但全球钽资源分布不均衡，已探明储量中主要集中在南美、澳大利亚和非洲，约占全球储量的 70%以上。

图表 13: 全球钽资源分布



数据来源：国联证券研究所、TIC

澳大利亚的Wodgina矿是全球最大的钽矿山， Ta_2O_5 年产能达到 590 吨，属于澳大利亚最大的钽矿生产企业Talison公司（又名Sons of Gwalia），该公司的钽矿产量占澳大利亚总产量的 90%左右。

图表 14: 全球主要钽矿山

矿山	所在国	所有者	年产能(吨 Ta_2O_5)
Wodgina	澳大利亚	Talison	590
Moarropino	莫桑比克	Noventa	181-249
Pitinga	巴西	Paranapanema SA	91
Kenticha	埃塞俄比亚	Ethiopia Mineral	77
Tanco	加拿大	Cabot Corp	68
宜春矿	中国（江西）	江西宜春钽铌矿	54
南平矿	中国（福建）	福建南平钽铌矿（东方钽业）	52
Mibra	巴西	Metallurg Group	45

数据来源：国联证券研究所、Talison

此外加拿大、埃及、沙特阿拉伯都发现具有潜力的钽矿，其中沙特阿拉

伯的格胡拉伊亚赫 (ghurayyah) 矿, 其储藏量可能比西澳大利亚的钽矿还大。

我国钽资源储量相对较缺乏, 即使与东南亚含钽品位高、储量大的含钽锡渣矿相加也仅占全球的钽资源量的 10% 左右。我国的钽矿主要以低品位的硬岩矿为主, 品位在万分之一左右, 与澳大利亚万分之三左右的品位相比, 开采成本更高。目前, 我国只提供不足世界钽原料供应总量的 4%, 仅能满足中国钽工业所需的 20%, 其余全部依赖进口。

图表 15: 国内主要钽铌矿山

矿山	Ta ₂ O ₅ 品位	Ta ₂ O ₅ 储量 (千吨)
内蒙扎鲁特 801 矿	0.249%	21.5
江西宜春钽铌矿	0.019%	17.65
湖南香花岭 430 矿体	0.026%	5.53
湖南湘东金竹陇矿体	0.024%	3.1
江西打吉山 101 矿	0.024%	2.5
栗木水溪庙钽铌矿	0.030%	2.2
福建南平钽铌矿	0.028%	1.82
广东横山钽铌矿	0.050%	0.7
江西石城钽铌矿	0.028%	0.35
新疆可可托海矿	0.020%	0.17

数据来源: 国联证券研究所、《2007 年我国钽铌行业现状分析》-何季麟 (2007)

3.2、供给跟随需求波动, 长期供给弹性较大

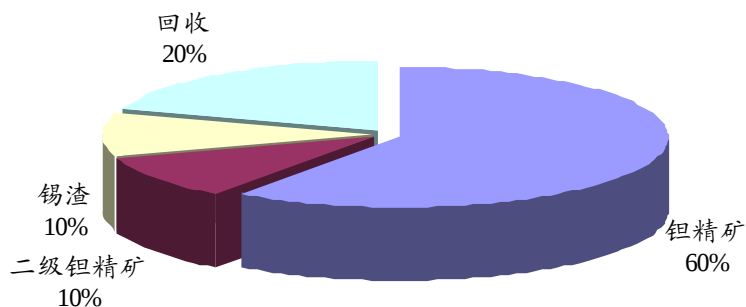
全球钽原料供给来源可以分为矿石采选冶炼和回收利用两部分。

矿石采选冶炼主要包括:

- 风化壳、冲积、沉积钽矿: 这类钽矿具有相对较简单的开采工艺, 开采成本较低。但目前均已枯竭, 只有在非洲陆续发现以下小型钽矿。
- 硬岩钽矿: 目前主要的钽矿资源都是硬岩矿, 此类钽矿开采成本较高, 但由于其储量大, 供货稳定, 已成为当今钽原料供应的主要来源。
- 锡渣中提取钽: 其中分为高钽锡渣 (锡渣中钽含量大于 10%) 和低钽锡渣 (锡渣中钽含量一般在 2% - 5%), 高钽锡渣目前基本很少供应, 钽锡渣的重要产地为东南亚。

根据 TIC 统计, 目前钽供应结构中, 钽精矿供应占主要部分, 其中一级钽精矿占比达到 60%, 二级精矿占比达到 10%, 锡渣提炼约占 10% 左右。

图表 16: 全球钽供应结构



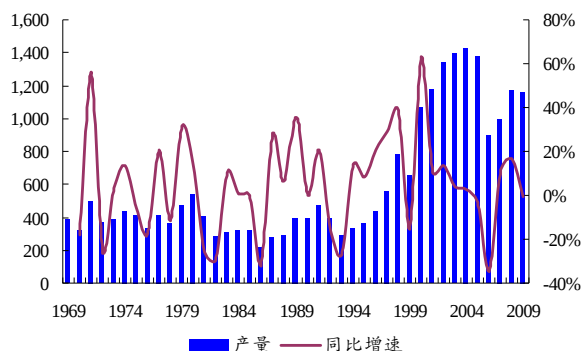
数据来源: 国联证券研究所、TIC

矿石采选冶炼根据原材料来源的不同, 开采利用的成本也不相同, 其按成本由高到低为: 高钽锡渣 < 风化壳、冲积、沉积钽矿 < 低钽锡渣 < 硬岩矿。

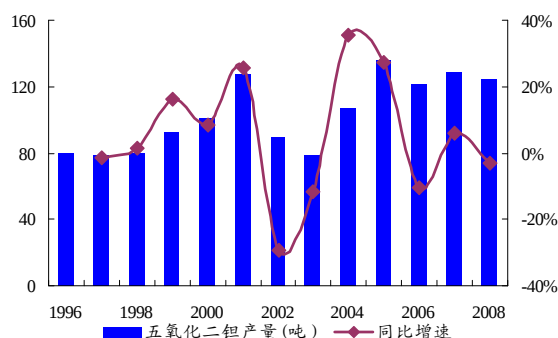
回收利用包括钽加工过程回收的边角聊、残渣, 已经一次应用后的残旧成品和废品。其主要的成本为人工成本, 一般比一次原料供给的成本小, 但总量也受废、脚料供给的限制。钽回收利用供给约占总供给的 20% 左右。

钽供给与需求密切相关, 长期弹性较大。根据 USGS 的数据, 全球钽供给波动性较强, 但总体可以分为三个阶段, 即 1969-1993 年: 稳定需求阶段; 1994-2005 年的快速增长阶段; 2006-2009 的复苏阶段。其中第二阶段: 快速增长主要是由于互联网兴起, 导致对半导体元器件需求增加, 钽产量复合增长率达到 13.8%; 第三阶段的钽产量复合增长率达到 8.9%。

图表 17: 全球钽产量 (金属量, 吨)



图表 18: 中国钽精矿 (Ta₂O₅) 产量及增速 (吨)



数据来源: 国联证券研究所、USGS、《2007 年我国钽钨行业现状分析》-何季麟 (2007)

国内钽资源相对匮乏，总体产量较小，其供给趋势与全球钽供给的波动性相似。

3.3、主要矿山停、限产等因素减少短期供给

经济危机导致下游电子 IT 产业遭受困境，需求急剧下滑，钽价格出现下降。与其它有色金属行业相似，国际钽生产企业也采取了限产保价的措施。如全球最大的钽矿供应商 Talison 公司，由于开采成本在 55-65 美元/磅左右，远高于市场价格，因此于 2008 年底宣布停止开发澳大利亚 Wodgina(乌津纳)矿等。从长期角度来看，只有当钽价格上升到开采有利可图的时候，限产、停产的矿上才可能恢复生产；由于投资周期的制约，短期内限产、停产将对供给形成负面影响。

此外，非洲、南美是全球钽矿的主要产地，由于地区的社会不稳定、罢工等因素的存在，也对短期供给产生一定影响。

四、长期价格稳定上涨，短期价格强势回升

4.1、长期价格稳定上涨，需求革新价格驱动脉冲式上涨

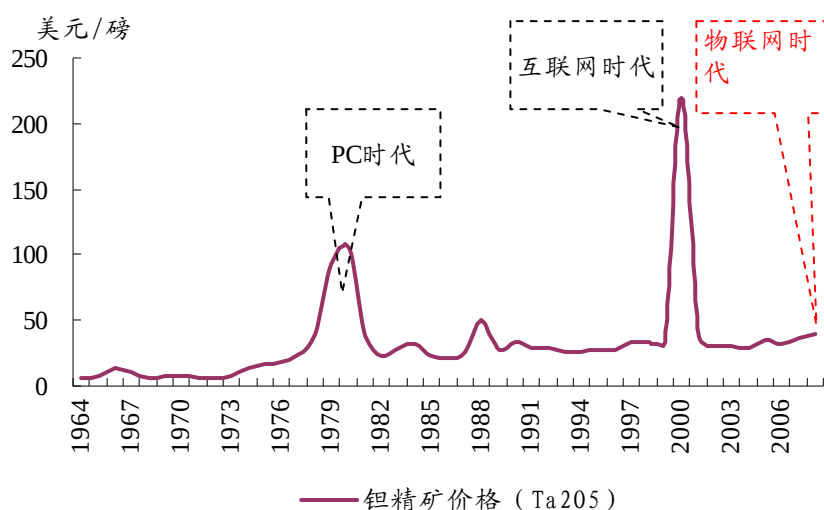
相对于其它金属价格走势，钽价格除在 1980 年和 2000 年时期出现过两次暴涨外（涨幅超过 200%以上），长期钽价格呈缓慢上涨态势。不考虑期间价格波动，1964-2008 年的钽精矿价格复合增速仅为 4%。钽价格长期稳定增长的主要原因包括：

- 1) 应用领域较狭窄，专业性强，需求稳定增长
- 2) 上游、下游都属于垄断竞争，下有冶炼生产企业与矿山签订长期供货协议稳定价格
- 3) 美国国防部后勤属钽储备对调节钽价格有指导意义。

短期来看，钽价格经历了几次快速上涨，其中两次涨幅巨大，第一次是 1980 年代，涨幅超过 200%；一次是 2000 年代，涨幅超过 600%。价格巨幅波动的主要原因是需求出现革命性变化，市场对钽长期需求的乐观，因此大量囤货，导致供不应求。如 1980 年代的个人 PC 开始普及应用；2000 年代的电子产品和手机等出现爆发时增长。

当前，移动互联网正逐渐成为电子信息产业发展的主要方向，如果技术成熟，并普及应用，钽需求可能出现爆发时增长，价格也有可能重演历史，甚至突破历史最高水平。

图表 19: 全球钽精矿均价走势

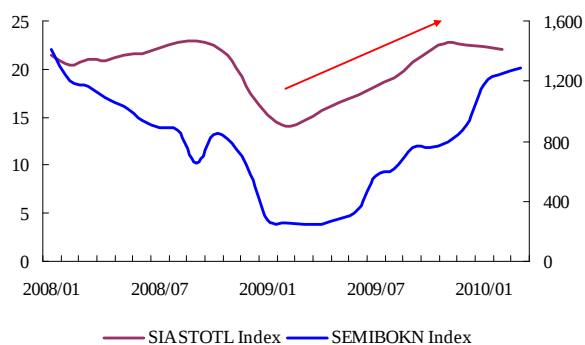


数据来源: 国联证券研究所、USGS

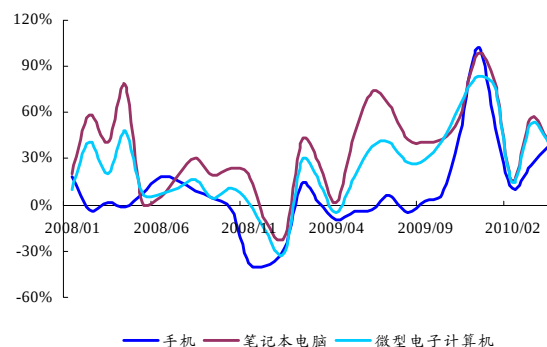
4.2、电子IT行业景气度回升，钽价格快速上涨

2008 年经济危机随着时间的推移和经济刺激政策的实施，负面影响逐渐减小。从 2009 第二季度开始，电子 IT 行业景气度强势回升，国内手机、笔记本以及微型电脑的产量也在国家消费政策的刺激下呈爆发式增长。

图表 20: 电子行业相关指数显示行业景气度显著回升



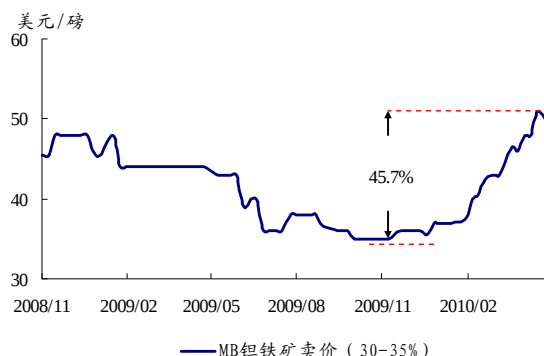
图表 21: 国内手机、电脑等产品产量保持大幅增长



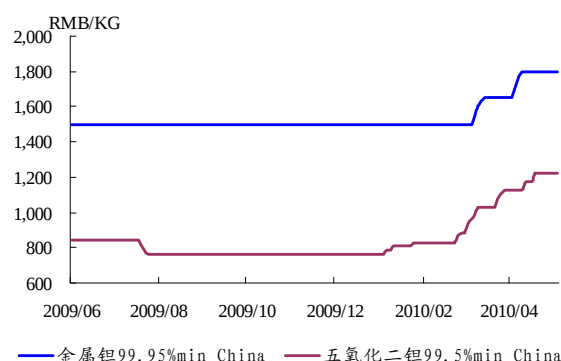
数据来源: 国联证券研究所、WIND、Bloomberg

下游电子 IT 行业的复苏带动钽需求的增长以及钽价格的上涨，钽制品价格突破前期高点，MB 钽铁矿卖价达到 50 美元/磅，较 2009 年末的最低点上涨近 45.7%。国内金属钽、五氧化二钽价格摆脱横盘局面，价格大幅上涨，其中五氧化二钽价格达到 1225 元/公斤，较前期低点上涨近 61%。

图表 22: MB 钽铁矿卖价 (30-35%) 上涨 45.7%



图表 23: 国内金属钽上涨 20%，五氧化二钽上涨 61%



数据来源：国联证券研究所、WIND、亚洲金属网

综合供给、需求及价格走势，我们认为当前钽价格已经回到长期增长的通道中，短期钽价格已经出现强势回升，行业复苏明显，预计未来钽价格有可能在下游电子 IT 行业发生质变出现大幅上涨行情。

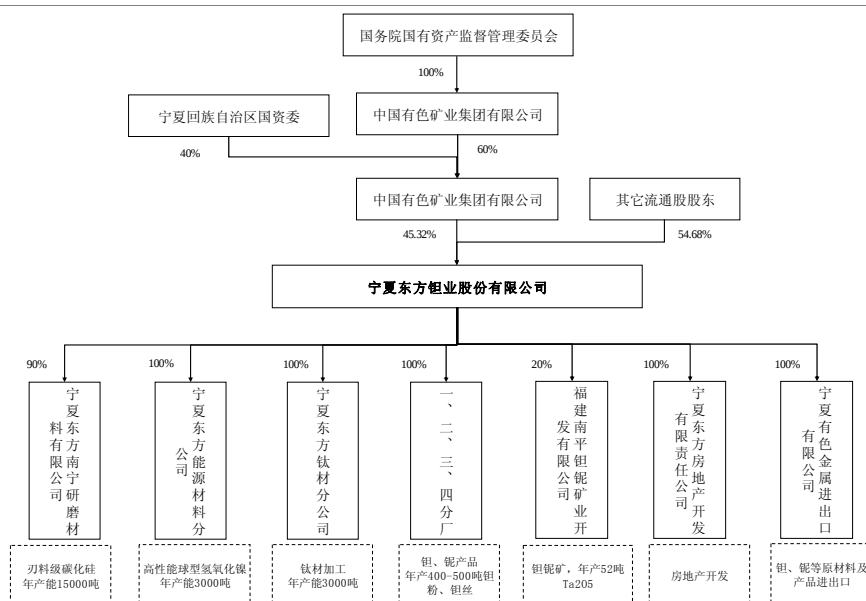
五、东方钽业：横向整合完成，增长模式完美蜕变

5.1、公司概况

5.1.1、实际控制人实力雄厚，支持公司长期发展

公司成立于 1999 年，并于当年 A 股上市。实际控制人中国有色矿业集团有限公司是国内最大的有色金属资源开发企业之一，拥有境外重有色金属资源量 1000 万吨，铝土矿资源量逾 3 亿吨，是开展境外有色矿业领域投资合作最多的中国企业之一。实际控制人雄厚的资源储备和海外拓展经验有助于支持公司未来的长期发展。

图表 24: 公司股权结构及主要子公司 (截至 2009 年报)



数据来源：国联证券研究所、公司

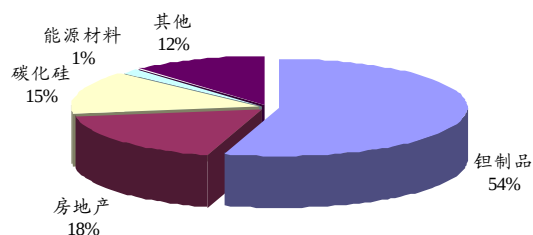
中色集团还拥有多家上市公司，包括中色股份、澳大利亚特拉明矿业有
限公司、澳大利亚 ORD 公司、恰拉特（Chaarat）黄金控股有限公司等。

央企整合、有色金属产业调整规划及西部地区振兴规划为公司发展创造
外部政策条件，作为中央国资和地方国资共同控制的地方性支柱企业，未来
理顺产权关系，做大做强势在必行。2008-2009 年公司先后从集团或关联方
收购了碳化硅、氢氧化镍等生产线，未来仍有持续扩张的预期。

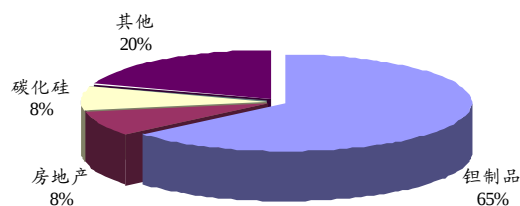
5.1.2、围绕钽主业核心，积极拓展新型材料业务

公司创立时以钽、铌、铍为主要经营范围，经过多年的发展公司已经形
成了已形成以钽金属及合金制品为核心，铌金属及合金制品、铍合金材料、
钛金属及合金材料、碳化硅刃料和能源材料五大类产品为辅助的主营结构。
2009 年年报数据显示，钽制品仍然贡献公司 54% 的销售收入和 65% 的毛利润。
随着公司在新能源材料方面的拓展，公司的收入结构日趋多样化。

图表 25：2009 年收入构成



图表 26：2009 年毛利润构成



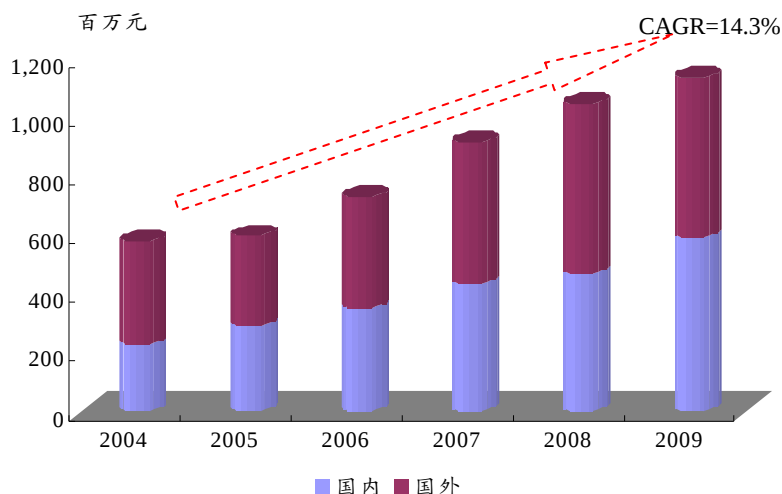
数据来源：国联证券研究所、WIND、亚洲金属网

新型材料业务是 2008-2009 年通过向集团或关联方收购而来，部分已经投产，部分仍处于建设期，随着市场好转和整合完成，未来业绩将获得突破。

5.1.3、业务重心逐年向国内市场转移

钽铌产业起步于发达国家，国外钽铌相关产业链发达，早期公司产品主要以出口为主。随着国内经济发展、技术水平提高和产业转移，国内电子 IT 行业兴起，公司业务重心也逐年向国内市场转移。数据显示，公司海外销售收入从 2000 年 90%下降至 2009 年的 48%。

图表 27：2004-2009 年公司销售区域结构



数据来源：国联证券研究所、公司

5.2、规模、技术优势明显的钽业巨头

公司是全球三大钽业公司之一，具有 630 吨钽粉、钽丝的生产能力，主产品电容器级钽粉、电容器用钽丝无论品种、规格、质量均居同行之首。电容器级钽粉产销量多年位居世界前三名，全球市场占有率达到 25%以上；

电容器用钽丝连续十年稳居世界首位，全球市场占有率达到 60%以上。

图表 28：公司经营环境分析—五力模型



数据来源：国联证券研究所、公司

我们以五力模型来分析公司的经营环境：

- 上游矿石供应商。公司没有自有矿山，仅参股 20%福建南平钽铌矿，该矿 Ta_2O_5 储量大约 1800 吨左右，年产钽矿 52 吨左右，远不能满足公司需求。目前公司主要通过国内、国外采购精矿原材料，对市场价格波动较为敏感。由于公司规模大，因此具有一定的议价能力。
- 下游钽电容生产商。公司主要产品为电容器级钽粉和钽丝，下游厂商是以 Kemet、Vishay 为代表的全球钽电容巨头，这些主要客户占公司产品销售收入的 60%以上，公司对下游主要客户的依赖程度较高。近年来，国内电子 IT 行业发展迅速，下游电容制造商均在国内设立生产基地，进一步强化公司在国内市场的竞争优势。由于 Talison 主要矿山停产，导致 Cabot、斯达克集团资源供给不足，大部分下游厂商开始转移采购中心至中国，特别是公司。
- 潜在进入者。国内钽铌工业源于军事国防的需要，产业布局以三线地区为主。由于钽铌属于稀有金属，受关注程度不高，因此钽铌冶炼技术主要集中在现有厂商手中及少数研究机构，潜在进入者相对较少。
- 替代者。钽的应用领域主要是电容器，因此其替代者以生产电容的原材料为主，如陶瓷、化学聚合物、铝等。钽的性能较为优越，在小型化、高端产品领域，具有较强的优势。能对钽形成替代影响的是铌，由于公司具有铌的生产技术和能力，因此铌电容的规模化应用将进一步增强公司的竞争能力。

- 竞争者。公司是全球三大钽业公司之一，同等规模的竞争者主要是 Cabot、斯达克集团，其主要生产基地均位于海外，因此相对在国内市场竞争力较弱。国内目前有近 40 多家钽铌冶炼企业，其中株洲硬质合金有限公司、九江有色金属冶炼厂、广西栗木有色金属工业公司、广东从化钽铌冶炼厂和公司组成国内钽铌冶炼的主要力量。相对其他国内钽铌冶炼企业，公司拥有规模优势和技术优势，年产 630 吨钽粉、钽丝的生产能力，确保公司市场占有率稳居前沿；国际领先的钽粉、钽丝生产技术水平，如钽粉已达 250,000 微法·伏/克，钽丝达到直径 0.06 毫米以下等技术，帮助公司在最新的市场中取得优势。

综合以上分析，公司作为全球最大的钽业公司之一，规模助其取得成本优势；技术助其占据市场主导地位，公司的竞争优势显著。

5.3、业务分析：横向整合推动公司进入高速增长时代

5.3.1、钽业务：并购扩充产能，价格上升推动业绩回升

公司是全球三大钽业公司之一，2008 年完成钽铌相关生产线经技术改造后，形成了钽粉 550 吨，钽丝 80 吨的产能。公司 2009 年通过收购关联方西北稀有金属材料研究院的有色金属深加工生产线以扩充特种钽铌金属、合金板、带、材产品产能，进一步巩固公司在行业中的领先地位。

钽铌属于稀有金属，钽铌行业属于小行业，作为世界钽业三巨头之一，钽粉市场占有率达到 25%，钽丝市场占有率达到 60%，公司钽业务未来在量的增长主要取决于市场需求的变化。作为反映需求和企业盈利能力同步指标，价格的上升将推动公司业绩的回升。当前电子 IT 行业正处于历史性转变过程中，钽需求有可能随着下游行业的转型和升级出现爆发式增长，从而推动钽制品价格快速上涨。短期来看，由于上游供应商减产和下游厂商的补库需求，钽制品价格已经上涨 20-60% 左右。钽制品价格已经进入上升通道，2010 年均价有望恢复至 2007-2008 年水平之上，预计公司钽业务业绩将大幅增长。

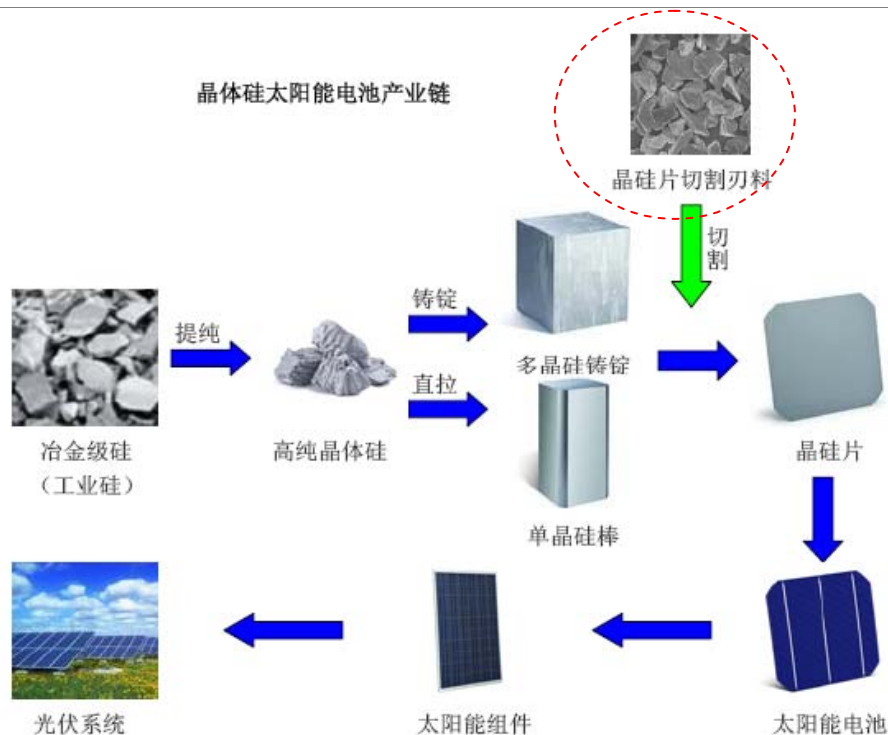
5.3.2、碳化硅：产品升级，进军太阳能光伏产业

公司碳化硅项目由宁夏东方南宁研磨材料有限公司经营，早期以普通碳化硅材料为主业。2009 年公司碳化硅刃料项目建成投产，产能达到 10000 吨。2009 年末公司投资 6975.60 万元开展“年产 15000 吨碳化硅微粉技术改造（干法）”项目，项目建成后，最终形成 1.5 万吨碳化硅刃料产能。

碳化硅微粉主要用于磨料、半导体材料和太阳能晶硅片切割专用刃料，

其中太阳能晶硅片切割用刃料是随着全球太阳能光伏产业发展而来的新兴市场。

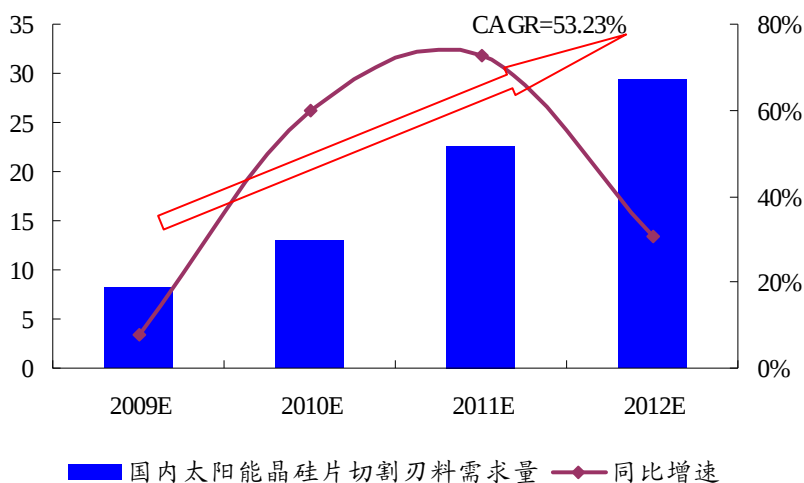
图表 29: 晶体硅太阳能电池产业链



数据来源：国联证券研究所

据统计 2006-2008 年国内切割刃料需求量分别为 1.25 万吨、3.51 万吨及 7.60 万吨，2007、2008 年增幅分别为 180.80%和 116.52%，预计至 2012 年国内太阳能晶硅片切割刃料需求量将达到 29.5 万吨，复合增长率约为 53.23%。全球需求量将达到 38.5 万吨，复合增长率达到 28.61%。

图表 30: 未来国内太阳能晶硅片切割刃料需求强劲（单位：万吨）



数据来源：国联证券研究所、《太阳能电池半导体晶圆片切割用碳化硅微粉行业调研报告》

我国目前碳化硅年产能 70 万吨左右，其中大部分都是普通型，无法满足日益增长的碳化硅刃料需求。如果 2012 年需求 29.5 万吨碳化硅刃料需求量，每吨 3 万元测算，该行业产值将达到 100 亿元左右。

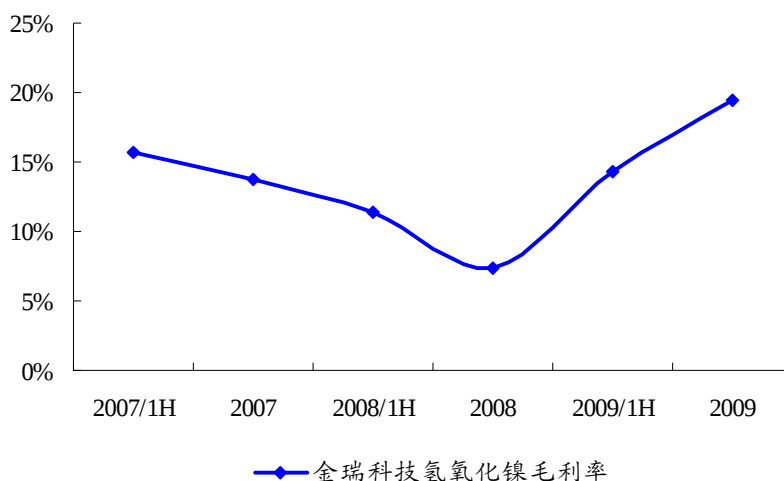
公司碳化硅微粉技术改造项目已于 2009 年投产，当年实现销售收入 1.6 亿元，毛利 1000 万元左右。随着生产技术的成熟和后续产能的扩张，未来公司碳化硅刃料的生产成本将进一步降低，业绩贡献进一步提升。

5.3.3、氢氧化镍：生产线竣工投产，实现盈利指日可待

公司 2009 年以 1.18 亿元收购能源材料在建项目，形成 3000 吨高性能球形氢氧化镍产能，正式踏入新能源电池行业。高性能球形氢氧化镍主要应用领域是二次镍氢电池（MH/Ni）的正极活性材料、片式多层陶瓷电容器（MLCC）用溅金属镍电极浆料的原材料和锂离子电池正极材料 LiNiO₂ 的原材料。被广泛的应用在移动通讯电源、计算机存储器后备电源、电动汽车、航空航天电源等领域。特别是新能源汽车行业的兴起，导致需求急剧上升，目前市场上供不应求，市场需求空间很大。

该项目于 2009 年下半年进行试生产，当期实现销售收入 1600 余万元，亏损 160 万元；2010 年 5 月该项目正式竣工投产。由于缺少历史数据，我们以 A 股上市公司金瑞科技（600390.SH）为参照进行分析，从毛利率趋势来看，随着需求复苏，行业盈利逐步恢复正常水平甚至有所超越。我们认为公司高性能球形氢氧化镍项目达产后，毛利率至少能达到 10-15%。

图表 31：金瑞科技（600390.SH）氢氧化镍业务毛利率显著回升



数据来源：国联证券研究所、WIND

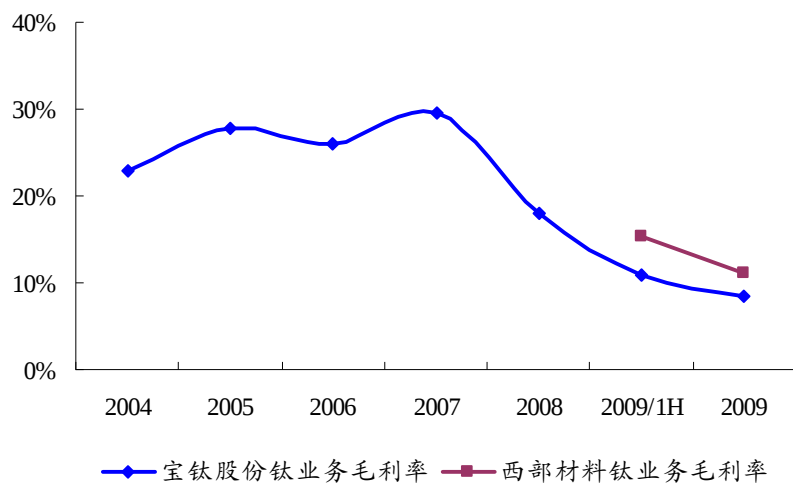
根据公司项目可行性分析，该项目建成投产后，将年新增销售收入 3.3 亿元以上，新增利润总额 3452 万元，相当于增厚 EPS0.1 元。

5.3.4、钛材加工：积极推动项目实施，未来增长新亮点

公司拥有钛材分公司，并投资约 6.27 亿元建设生产线，建设 3000 吨钛材加工能力。该项目已经完成投资 1.6 亿元，钛熔铸车间主体厂房完成施工；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。

2008 年金融危机导致航空业萎缩，钛行业经历从高峰到低谷的阶段。比较宝钛股份和西部材料的毛利率，可知目前钛行业正处于低谷，近期航空市场开始复苏，钛产品价格出现上涨势头，钛行业处于上升阶段，企业盈利水平将出现显著提升。当公司钛材加工生产线投产时，市场景气度提升将有助于钛材业务开展，为公司提供新的增长点。

图表 32：宝钛股份、西部材料钛业务毛利率



数据来源：国联证券研究所、WIND

根据公司可行性报告，项目达产后将年增销售收入 7.7 亿元，年净利润 9216.7 万元，相当于增厚 EPS0.25 元左右。

5.3.5、房地产等业务也有贡献

此外公司还拥有房地产分公司、铌、钽等多项业务，其中房地产业务 2009 年贡献销售收入 1.89 亿元，占公司总收入的 18%。由于主要是内部销售，因此仅实现毛利 1100 万元，毛利率仅为 5.53%。正在施工的东方尚都三期项目

预计 2010 年下半年开始预售, 基于公司房地产业务定位和国家房地产新政的影响, 短期房地产业务处于增收不增利局面。

公司在铌、钽等领域也拥有技术优势和市场影响力, 能为公司业绩增长做出贡献。此外公司还在储备其他金属的生产技术, 如: 钼、镁等, 为公司未来发展进行战略储备。

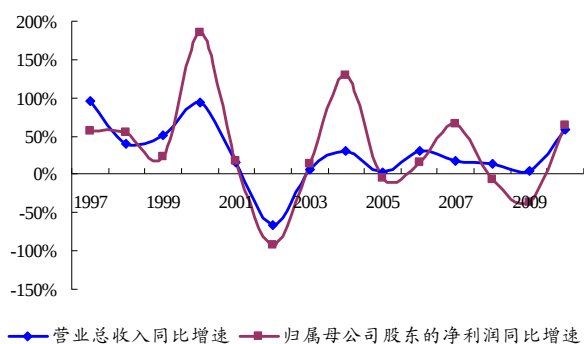
5.4、财务分析

5.4.1、成长性指标: 公司业绩处于从底部上升阶段

营业收入和利润同比指标显示公司运营具有周期性特征, 2008 年的经济危机是公司运营周期的一个低点, 2009 年和 2010 年 Q1 的数据显示公司业绩已经步入上升周期, 公司未来业绩将在外部和内部因素刺激下大为改善。

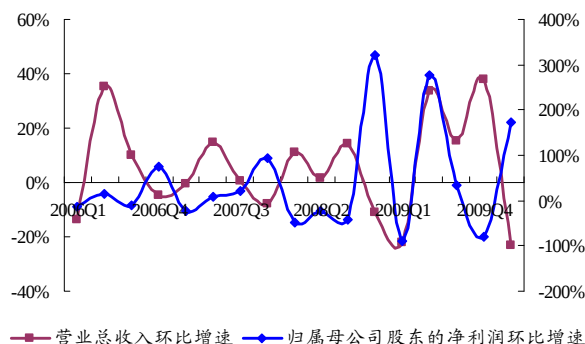
季度环比数据显示, 公司的营收具有季节性, 通常第四季度是公司销售收入和营业利润增长较快的时期。

图表 33: 营业收入和利润处于上升阶段



— 营业总收入同比增速 — 归属母公司股东的净利润同比增速

图表 34: 公司营收存在季节性因素



— 营业总收入环比增速 — 归属母公司股东的净利润环比增速

数据来源: 国联证券研究所、WIND

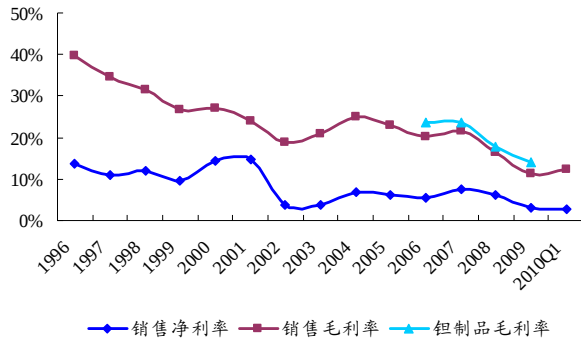
5.4.2、盈利指标: 钽价影响盈利能力, 价格上升提高回报率

公司盈利能力和投资回报率受钽制品价格波动影响较大, 1996-2010Q1 公司的盈利经过三个阶段变化:

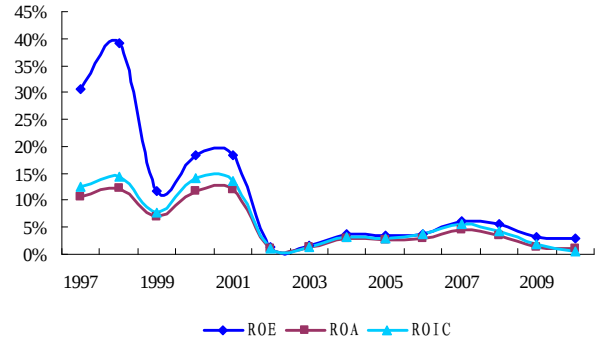
- 第一阶段: 2001 年之前, 此期间钽产品价格出现暴涨, 公司盈利能力和回报率普遍较高;
- 第二阶段: 2001-2007 年, 价格暴跌导致公司积累大量高价库存, 随着库存的消耗和价格的稳定, 盈利能力和回报率呈先降后升态势。
- 第三个阶段: 2008 年至今, 经济危机导致需求下降和钽制品价格下降, 公司盈利水平和回报率也随之下降。

随着钽价格的回升, 公司的盈利能力和投资回报率有望得到改善。

图表 35: 利润率受价格影响较大



图表 36: 投资回报率有望触底反弹



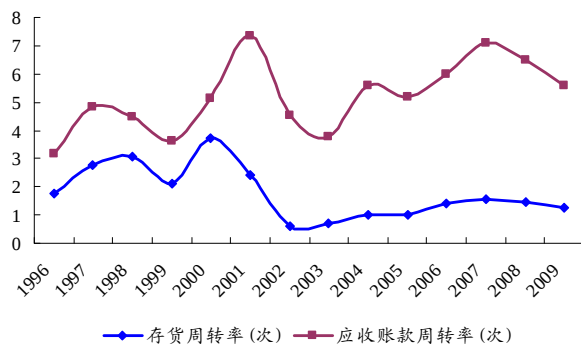
数据来源: 国联证券研究所、WIND

5.4.3、运营指标: 库存快速下降表明公司订单和运营状况良好

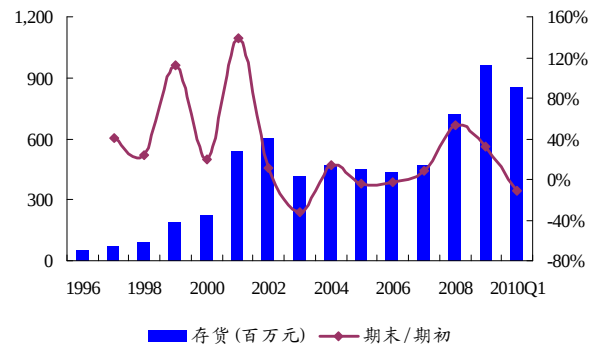
公司是钽铌冶炼加工企业, 精矿资源主要通过外购获得, 为了稳定经营, 公司需要储备大量的原材料库存, 通常公司会储备相当于销售收入 60%左右的存货, 2009 年的存货相当于全年销售收入的 80%。在价格上升周期中, 低价存货有望降低企业成本, 提高利润率。

2010 年一季度数据显示, 公司期末存货相对于期初存货下降 11%, 表明公司销售情况良好, 市场需求旺盛。

图表 37: 存货、应收账款周转率



图表 38: 存货及波动



数据来源: 国联证券研究所、WIND

5.4.4、偿债指标: 负债收购生产性资产, 助力横向整合

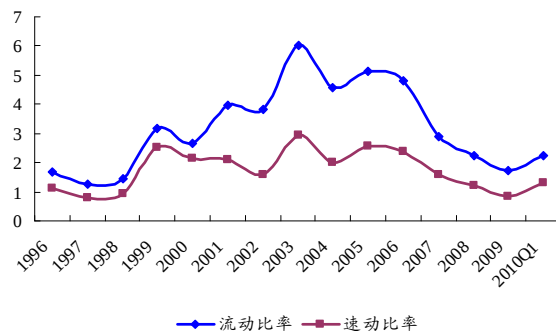
公司自 1999 年上市以来, 资产负债率通常较低, 保持在 20-30%的水平。2008 年公司利用自筹资金先后收购控股股东及关联方的生产性资产: 1) 钽铌深加工生产线; 2) 球形镍及镁合金生产线; 3) 3000 吨/年球形氢氧化镍项目。总投资额度近四亿元。此外公司还在筹建钛材深加工深产线, 投资额超过六亿元。大规模的投资导致公司资产负债率上升一倍左右, 达到 60%左右。

偿债指标显示，虽然因负债率上升导致偿债能力有所减弱，但公司仍具有较强的债务偿还能力。

图表 39: 资产负债率



图表 40: 流动比率、速动比率



数据来源：国联证券研究所、WIND

公司正处于历史性的转折期，市场好转，产品价格上升改善盈利能力，业绩处于上升通道中；大规模投资建设的生产性设施相继投产竣工，将为公司未来的增长提供强劲动力。

六、盈利预测及投资建议

6.1、假设条件及盈利预测

公司通过并购整合，形成钽制品、碳化硅、能源材料和钛加工等业务为主的多元化经营体系。根据公司历史数据及市场数据，我们盈利预测假设条件如下：

1. 所得税率假定 15%。
2. 产品产量、销售均价及毛利率假设条件如图表 41。

图表 41: 主要产品产量、ASP 及毛利率假设

产品	项目	2009	2010E	2011E	2012E
钽制 品	销量(吨)	n/a	370	440	500
	平均销售价格(万元/吨)	n/a	250	270	290
	销售收入(百万元)	622	925	1188	1450
	毛利率	14%	24%	24%	24%
碳化 硅	销量(吨)	n/a	9000	12000	13500
	平均销售价格(万元/吨)	n/a	2.0	2.2	2.4
	销售收入(百万元)	165	180	264	324
	毛利率	6%	10%	10%	10%
氢氧	销量(吨)	n/a	1500	1800	2100

化镍	平均销售价格(万元/吨)	n/a	14	15	16
	销售收入(百万元)	16	210	270	336
	毛利率	-10%	15%	15%	15%
	销量(吨)	n/a	900	1800	2400
钛材	平均销售价格(万元/吨)	n/a	12	13	14
	销售收入(百万元)				
	毛利率	n/a	10%	15%	20%

鉴于以上假设条件, 根据我们的估值模型, 预计公司 2010-2012 年将实现每股收益 0.34 元、0.46 元和 0.61 元。

6.2、估值：目标价：23.0 元

公司所属行业为有色金属稀贵难熔金属子行业, 我们选取同类型公司进行估值比较, 根据 Wind 一致性盈利预期测算, 2010 年可比公司平均 PE 为 56 倍, 2011 年 33 倍。

图表 42: A 股可比公司估值

证券代码	公司简称	最新价	EPS			PE		
		2010-5-23	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
002149.SZ	西部材料	16.25	0.18	0.40	0.59	90	40	27
000969.SZ	安泰科技	19.61	0.39	0.42	0.57	51	47	35
600390.SH	金瑞科技	10.93	-0.96	0.19	0.49	-11	57	22
600111.SH	包钢稀土	37.71	0.07	0.64	0.93	546	59	41
600456.SH	宝钛股份	25.35	0.04	0.28	0.58	634	90	44
600459.SH	贵研铂业	25.43	0.08	0.62	0.79	318	41	32
		算术平均				328	56	33

注: 平均 PE 测算剔除负值

数据来源: 国联证券研究所、WIND

公司钽业务正处于复苏阶段, 业绩增长明确, 可以给与 30 倍 PE 估值; 随着横向整合完成和下游产业升级, 公司成为移动互联网、新能源、新材料的上游供应商, 给与 10 倍 PE 溢价; 此外实际控制人实力雄厚, 公司未来存在资产持续注入的可能性, 给与 10 倍 PE 溢价。根据我们的盈利预测, 公司 2011 年的合理价格因为 23.0 元, 对应估值水平 50 倍 PE。

6.3、投资建议：横向整合完成，业绩有望爆发，“强烈推荐”评级

公司是世界三大钽业公司之一, 近几年通过自筹资金投资, 收购控股股东或关联方的生产性资产, 形成了以钽制品、碳化硅、能源新材料及钛材加工为主导的多业务发展模式, 为实现公司销售收入“2-3 年内达到 30 亿”的

目标奠定基础。

公司业绩催化剂来自：1）钽制品需求旺盛，价格快速上涨；2）新增生产性资产如碳化硅刃料、氢氧化镍等达产；3）房地产等辅助业务。

公司正处于重大转变时期，主要产品符合未来产业发展方向，如电容级钽粉、钽丝应用于移动互联网电子设备；碳化硅刃料应用于太阳能硅晶切割；氢氧化镍应用于电动汽车等。而央企整合、产业调整振兴规划和西部地区振兴规划为公司做大做强创造了外部条件，公司存在生产性资产持续壮大的预期，因此给与“强烈推荐”评级。

七、风险因素

- 1.钽制品价格下跌风险。
- 2.在建项目延迟竣工风险。
- 3.经济二次探底，需求下降风险。

财务报表预测与财务指标

单位: 亿元

更新日期: 2010/5/25

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	10.45	11.99	18.58	24.35	29.73	流动资产	15.61	18.59	20.56	25.54	29.55
YOY	14.0%	14.7%	55.0%	31.0%	22.1%	货币资金	3.61	4.08	3.85	5.76	7.77
营业成本	8.75	10.65	15.24	19.90	24.12	短期投资净额	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
营业税金及附加	0.02	0.14	0.21	0.28	0.34	应收票据	0.08	0.19	0.21	0.28	0.34
销售费用	0.16	0.20	0.32	0.45	0.58	应收帐款	1.85	2.46	3.32	4.34	5.28
占营业收入比	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	预付帐款	2.81	2.17	1.09	-0.50	-2.68
管理费用	0.86	0.61	0.94	1.22	1.47	存货	7.24	9.62	11.98	15.54	18.69
占营业收入比	8.3%	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%	其它流动资产	0.03	0.06	0.09	0.12	0.15
财务费用	0.17	0.25	0.45	0.57	0.65	非流动资产	6.29	10.22	11.52	12.33	12.75
占营业收入比	1.7%	2.1%	2.4%	2.4%	2.2%	长期股权投资	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
资产减值损失	0.04	0.03	0.00	0.00	0.00	固定资产	4.78	7.01	8.37	9.44	10.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	0.69	2.58	2.54	2.29	1.98
投资收益	0.02	0.14	0.00	0.00	0.00	工程物资	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
其它损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	0.46	0.26	0.24	0.23	0.21
营业利润	0.46	0.26	1.42	1.93	2.58	其它长期资产	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
营业外净收入	0.25	0.17	0.00	0.00	0.00	资产总计	21.90	28.81	32.08	37.87	42.29
利润总额	0.70	0.43	1.42	1.93	2.58	流动负债	6.91	10.77	14.13	19.15	22.54
所得税	0.04	0.08	0.21	0.29	0.39	短期借款	4.20	0.80	3.60	6.24	7.47
所得税率	6.3%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%	应付票据	0.83	0.91	1.25	1.63	1.97
净利润	0.66	0.35	1.21	1.64	2.19	应付帐款	1.10	4.64	4.11	5.36	6.50
少数股东权益	-0.03	-0.03	0.01	0.01	0.02	其它流动负债	0.78	4.42	5.18	5.92	6.60
归属母公司净利润	0.69	0.38	1.20	1.63	2.17	非流动负债	2.18	6.01	5.85	5.52	5.09
YOY	-5.8%	-45.3%	219.3%	35.4%	33.6%	长期借款	2.00	5.82	5.65	5.32	4.90
EPS(元)	0.19	0.11	0.34	0.46	0.61	其它长期负债	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20
						所有者权益	12.81	12.02	13.06	14.15	15.61
主要财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	股本	3.56	3.56	0.36	0.36	0.36
成长能力						留存收益	8.89	8.36	12.59	13.68	15.12
营业收入	14.0%	14.7%	55.0%	31.0%	22.1%	少数股东权益	0.36	0.10	0.11	0.12	0.14
营业利润	-34.6%	-43.8%	454.8%	35.4%	33.6%	母公司股东权益	12.45	11.93	12.95	14.04	15.48
归属于母公司净利润	-5.8%	-45.3%	219.3%	35.4%	33.6%	负债和所有者权益	21.90	28.81	33.03	38.82	43.25
获利能力											
毛利率	16.3%	11.2%	18.0%	18.3%	18.9%	现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利率	6.3%	2.9%	6.5%	6.7%	7.4%	经营活动现金流	-2.08	-0.85	0.71	2.32	3.85
ROE	5.2%	2.9%	9.3%	11.6%	14.0%	净利润	0.66	0.35	1.21	1.64	2.19
ROA	3.0%	1.2%	3.8%	4.3%	5.2%	折旧	0.56	0.74	0.68	0.77	0.85
偿债能力						摊销	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
流动比率	2.26	1.73	1.46	1.33	1.31	营运资本增加额	-3.64	-2.18	-1.65	-0.68	0.15
速度比率	1.33	0.88	0.74	0.81	0.85	其它	0.34	0.22	0.45	0.57	0.65
资产负债率	41.5%	58.3%	62.3%	65.1%	65.3%	投资活动现金流	-1.86	-1.79	-2.00	-1.60	-1.28
营运能力						处置资产收回的现金	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.55	0.47	0.61	0.70	0.74	购建资产支付的现金	-2.00	-1.95	-2.00	-1.60	-1.28
应收帐款周转率	6.50	5.57	6.42	6.35	6.18	其它	0.11	0.16	0.00	0.00	0.00
存货周转率	1.46	1.26	1.41	1.45	1.41	融资活动现金流	4.04	2.14	2.01	1.20	-0.57
每股指标(元)						吸收投资	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.19	0.11	0.34	0.46	0.61	取得借款	8.90	9.19	4.20	5.24	4.99
每股净资产	3.59	3.37	3.66	3.97	4.38	偿还债务	-4.26	-6.62	-1.56	-2.93	-4.18
估值比率						支付股利	-0.53	-0.66	-0.18	-0.54	-0.73
P/E	78.60	143.79	45.03	33.27	24.89	其它	-0.08	0.23	-0.45	-0.57	-0.65
P/B	4.22	4.50	4.14	3.82	3.46	现金净增加额	0.08	-0.50	0.72	1.91	2.01

数据来源: 国联证券研究所, 公司

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。