

分析师：葛军 (8627) 65799505 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120019

联系人：杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

龙头企业尽享行业高景气，多业务布局助力公司业绩持续增长

事件描述

公司拜访。

事件评论

对于公司未来发展，我们认为有以下看点：

● 产品结构优化，钽主业将继续保持增长

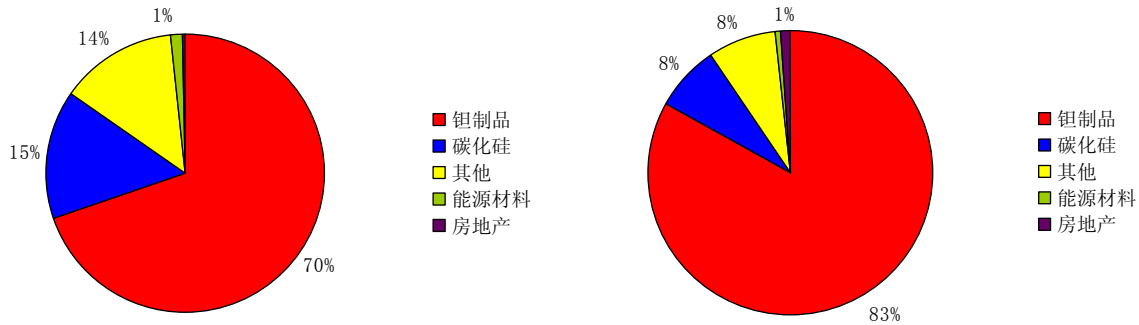
钽制品是公司最重要的业务之一，2010 年贡献收入和利润占比分别为 70%和 83%。目前公司钽产品包括电容器级钽粉、钽丝、钽靶材以及钽棒、钽管等其他钽制品。产能合计 550 吨钽粉（公司钽粉部分外售，部分自用生产钽丝以及其他钽制品，此处为下游产品向上折算产能），其中电容器级钽丝 80 吨。

公司是全球前三的钽制品生产企业，在技术和生产规模上都拥有一定优势。经过多年持续的技术创新，公司钽粉的最高比容已达 25 万 uF.V/g，2010 年比容达 5 万以上的钽粉供货占比已超 70%，比容 10 万以上钽粉出口量是 2009 年的 2 倍以上；此外，直径在 0.2mm 以下的电容器级钽丝已形成规模供货，公司钽丝最小直径可达 0.06mm，全球第一。我们认为，下游客户对钽粉比容要求不断增大，加之公司坚持不懈的技术进步，公司高比容产品的占比将有望继续扩大。此外，公司拟建设 80 吨集成电路用钽靶材等高端钽制品，我们预计，未来公司钽业务的产品结构将进一步优化。

全球钽制品（特别是高端产品）的供给集中度较高，公司的竞争对手主要是 CABOT 和 HCST，三者的市场占有率合计 90%以上，其中，公司的市场占有率一直保持在 30%左右的水平。中国钽资源并不丰富，公司钽矿原料主要依赖进口，占比达 65%以上，其余的则主要源自国内的南平矿（公司参股 20%，以市场价购买）和宜春矿。较低的资源自给率使得公司面临着一定的上游成本大幅上涨的风险，但钽行业供给集中度较大使得龙头企业具有较强的成本转嫁能力，公司成本转嫁率接近 100%。

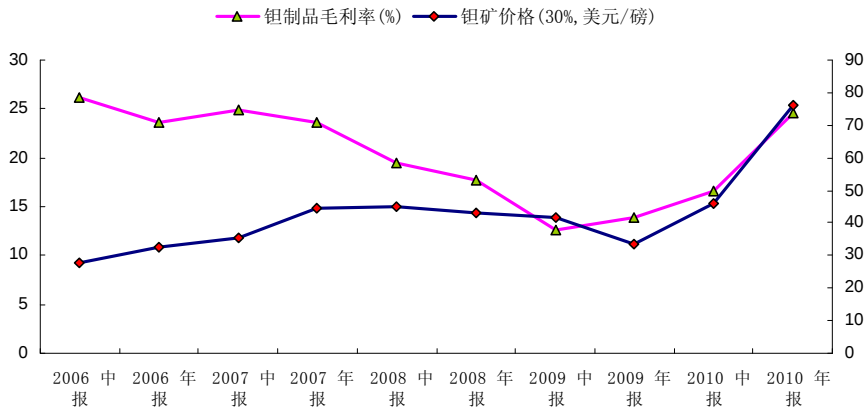
钽的下游需求主要集中在高端消费电子领域，其中，钽电容器和半导体薄膜需求占比分别为 50%和 10%。我们预计，随着全球经济的稳步复苏，电子行业的景气度也逐渐回升，特别是智能手机、平板电脑等高端电子产品出货量将保持快速增长，而钽电容因其漏电流小、寿命长且体积小等优点，在高端电子消费领域应用的优势地位将得以维持。我们认为，受益于电子行业的高景气度，钽制品需求也将实现增长，加之自身产品结构不断优化，公司钽制品业务将继续保持增长。

图：钽制品贡献收入和利润占比分别为 70%和 83%（2010 年）



资料来源：公司公告

图：公司具有较强的成本转嫁能力，毛利率跟随钽矿价格上涨



资料来源：公司公告、亚洲金属网

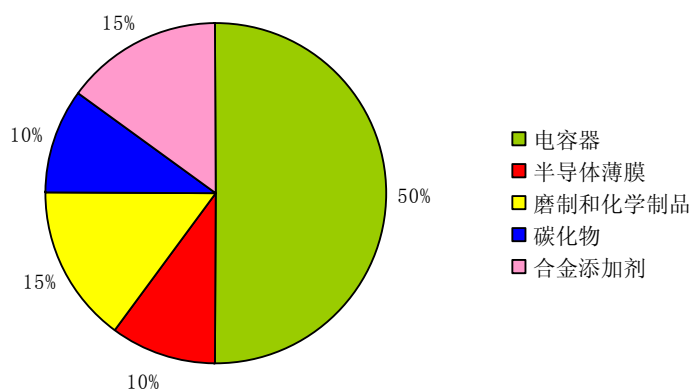
表：不同类型电容器性能对比

项目	钽电解电容器	铝电解电容器	薄膜电容器	陶瓷电容器
优点	漏电流小、寿命长、电容误差小、体积小	比容量大、耐脉波电流能力强、成本低	频率特性好、介电损耗小	高频：损耗小、耐脉波电流能力强、体积小；低频：比容量大、体积小
缺点	耐脉波电流能力弱、成本高	漏电流大、体积大	比容量小、耐脉波电流能力弱	高频：比容量小；低频：损耗大
优势应用领域	精密度要求高的小型消费电子领域	辅助旁路、工频整流、电源滤波	电源滤波、振荡、定时电路	高低频电路

资料来源：CNKI、公司公告、长江证券研究部整理

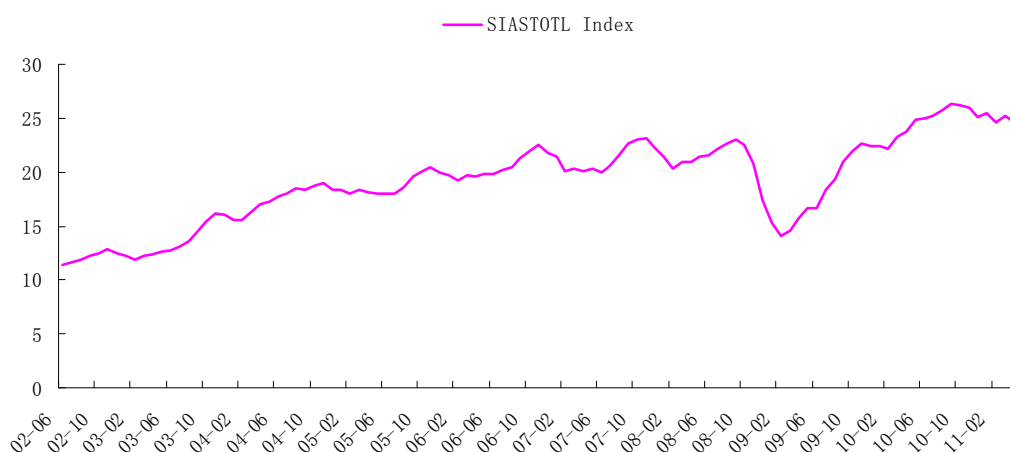
图：钽下游应用集中于消费电子领域

钽下游需求分布



资料来源：公司公告

图：电子行业景气度逐渐回升（全球半导体行业销售指数）



资料来源：Bloomberg

图：电子行业景气度逐渐回升（中国电子元件价格指数）



资料来源：公司公告

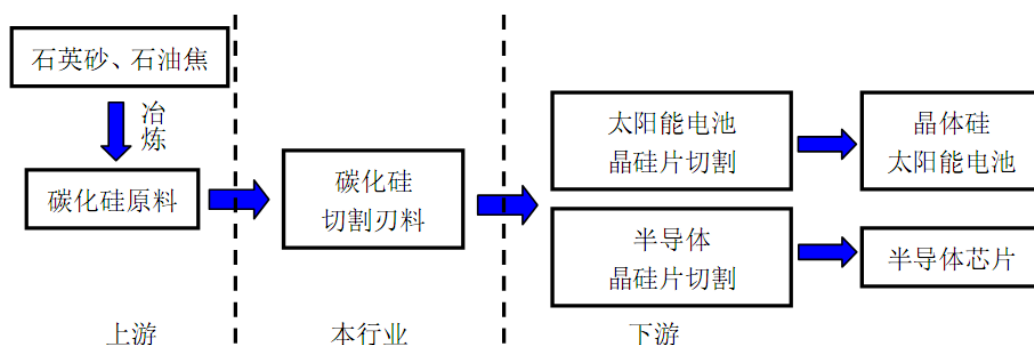
● 光伏产业稳步发展，业绩贡献有望实现较大幅度增长

3万吨刀料级碳化硅产能已建成，贡献利润将实现较大幅度增长。2008年，公司与日本南兴合资成立东方南兴公司，开始建设1万吨刀料级碳化硅项目，随着光伏及半导体行业的发展，碳化硅刀料市场需求不断增大，2010年公司完成技改项目，现产能已增长至3万吨，我们预计2011年产量可达2万吨，2012年将增至3万吨。国内碳化硅刀料市场生产企业较多，目前已基本达到充分竞争的状态。因此，我们认为，未来公司碳化硅产能进一步扩大的可能性较小。

近年来公司刀料级碳化硅毛利率稳步上升，目前稳定在13-15%的水平。按照目前2.5-3万元/吨的市场均价来测算，我们预计，2011年公司碳化硅业务将实现收入5-6亿元，贡献毛利超过6500万，较2010年同比增长157%。

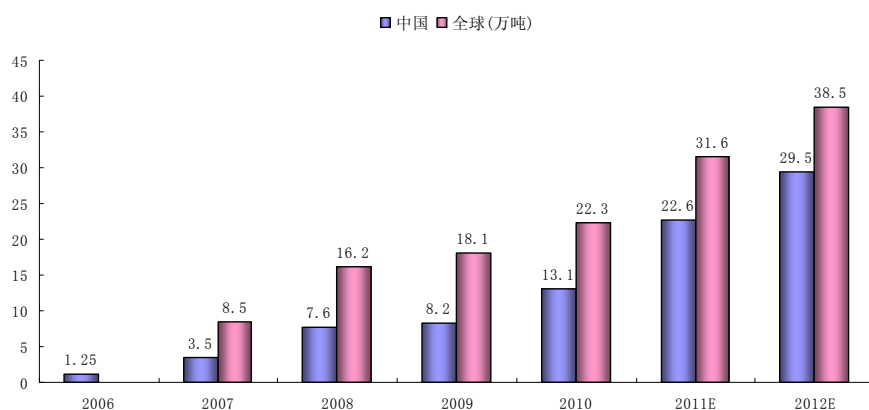
硅片切割线2012年即可开始贡献业绩。2011年5月，公司公告拟建设12000吨太阳能硅片用高强切割线项目，分两期建设，2012、2013年分别建成6000吨产能。由于硅片切割线技术壁垒较高（主要是对切割线的强度和均匀度要求较高），国内生产商较少，目前市场处于供不应求的状态，因此，产品价格较高，盈利能力较强（毛利率大于50%），虽然目前在建产能将在未来1-2年内逐步释放，需求缺口将有所缩小，但我们认为，毛利率仍有可能维持在40%以上的水平。我们预计公司2012年产量可达6000吨，按照10万元/吨以及40%的毛利率假设，2012年切割线将为公司新增6亿元的营业收入，贡献毛利2.4亿元，预计可增厚eps 0.40元（暂不考虑未来股份增加的摊薄效应）。

图：晶硅片切割刀料制造行业上下游关系图



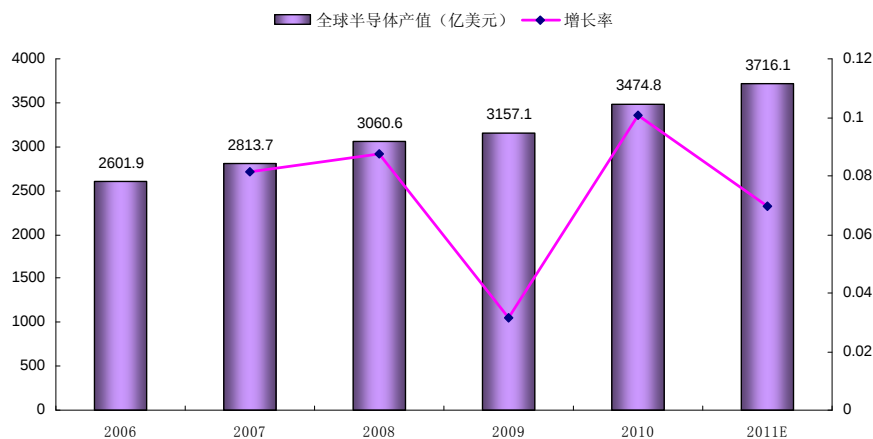
资料来源：公司公告

图：中国及全球太阳能晶硅片切割刀料需求将保持高增长



资料来源：《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（2009）》

图：全球半导体产值将保持增长



资料来源：iSuppli

● 多业务发展，公司积极培育多项业绩增长点

除传统钽、铌、铍产品外，公司积极布局多业务发展，有望逐步形成钽铌制品、光伏产品、能源产品和钛加工材四大业务板块，而过硬的技术和产品研发能力（多年来公司一直保持着钽行业的全球领先地位，技术水平可见一斑）也为公司发展多领域新材料业务打下了坚实基础。

目前 3 万吨碳化硅刃料技改已完成，产能将逐步释放，12000 吨硅片切割线、3000 吨钛材以及新型高端钽铌制品项目都在稳步推进中，此外，公司还在积极培育镁合金、三元材料等锂电池正极产品，多业务的发展思路为公司未来业绩提供了较大的增长空间，为公司实现“十二五”利润翻番的目标提供保障。

表：公司布局多领域新材料产业

业务	产品	（预计）产能	下游应用	备注
钽制 品	钽粉	550 吨（含下游产品折算）	钽电容器（50%）、半 导体薄膜（10%）	5 万以上比容的钽粉销量占比达 70%，在研比容最高 25 万；550 吨钽粉技改项目于 08 年 10 月建成投产
	钽丝	80 吨		直径 0.2mm 以下产品已规模供货，直径最小达 0.06mm
	钽靶材	80 吨，预计 13 年建成	集成电路	11 年配股项目，毛利率 30%
	其他钽制品	钽铤，钽带材等其他钽制品	军工、半导体薄膜等	
铌制 品	超导铌材	10 吨，预计 13 年建成	超导加速器	10 年与北京大学合作成立东方超导，毛利率 40% 左右
	化工防腐铌 基管	30 吨，预计 13-14 年建成		11 年配股项目

	电光源铍锆管	30 吨, 预计 13-14 年建成		11 年配股项目
	一氧化铍	60 吨, 预计 13 年建成	铍电容器 (主要用于低端领域, 替代 10% 铝电市场)	11 年配股项目
	铍锭、铍合金锭		军工等	
光伏产品	刃料级碳化硅	30000 吨	光伏太阳能、半导体行业	08 年成立东方南兴, 建设 1 万吨刃料级碳化硅, 10 年完成 3 万吨技改
	太阳能硅片切割丝	12000 吨	光伏太阳能、半导体	11 年 5 月开始项目建设, 分两期建设, 12、13 年各 6000 吨; 目前售价 11-12 万元, 毛利率高达 50%; 原材料盘条进口自日本新日铁、神钢、德国萨斯特或韩国浦项
能源产品	氢氧化镍	3000 吨	生产镍氢电池正极、镍钴锰酸锂前驱体	09 年收购集团相关资产, 后技改项目已完成
	锂电池正极材料 (以三元材料为主)		生产锂动力电池	处于筹划阶段
其他新材料产品	钛材	3000 吨 (棒材 1400 吨、锻件 300 吨、无缝管 1000 吨、焊接管 200 吨、丝材 100 吨)	航空航天、军工、海水淡化、石油化工、冶金、体育休闲等	08 年启动, 现仍处于建设期; 产品先以民用化工、海水淡化等产品为主, 后将涉足军工等领域, 以取得军工产品认证
	镁合金		3C 电子产品	09 年收购集团镁合金资产, 在重庆成立合资公司盛镁镁业, 处于培育阶段, 主要还是电子产品用镁合金

资料来源: 长江证券研究部整理

● 给予“推荐”评级

我们认为, 作为全球领先的钽行业龙头企业, 公司将极大的受益于电子行业景气度的持续攀升, 碳化硅刃料产能的逐步释放以及硅片切割线、钛材、能源材料等新产品的建设也将为公司未来业绩的持续增长提供动力。我们预计, 公司 2011、2012 年 eps 分别为 0.68 和 1.05 元, 给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010	2011	2012	2013	资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012	2013
营业收入	1637	2385	3497	4447	货币资金	556	955	1224	1334
营业成本	1309	1906	2710	3380	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	328	479	787	1067	应收账款	301	438	642	816
% 营业收入	20.1%	20.1%	22.5%	24.0%	存货	991	1442	2050	2557
营业税金及附加	10	15	22	28	预付账款	175	255	362	451
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	30	43	63	80	流动资产合计	2055	3137	4349	5248
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	155	155	227	289	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.5%	6.5%	6.5%	6.5%	长期股权投资	22	22	22	22
财务费用	54	67	86	124	投资性房地产	18	0	0	0
% 营业收入	3.3%	2.8%	2.5%	2.8%	固定资产合计	1689	1993	2514	2742
资产减值损失	10	0	0	0	无形资产	211	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	11	0	0	0
营业利润	72	200	389	547	其他非流动资产	-472	-472	-472	-472
% 营业收入	4.4%	8.4%	11.1%	12.3%	资产总计	3535	4678	6411	7538
营业外收支	12	60	60	60	短期贷款	674	0	995	1327
利润总额	84	260	449	607	应付款项	393	572	813	1014
% 营业收入	5.1%	10.9%	12.8%	13.6%	预收账款	232	337	495	629
所得税费用	2	39	67	91	应付职工薪酬	44	64	91	113
净利润	81	221	381	516	应交税费	-49	-208	-344	-458
归属于母公司所有者的净利润	82.2	215.6	372.4	503.5	其他流动负债	174	245	349	436
少数股东损益	-1	5	9	12	流动负债合计	1467	1010	2399	3061
EPS (元/股)	0.231	0.605	1.045	1.413	长期借款	622	1022	1022	1022
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010	2011	2012	2013	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	96	-231	-169	38	其他非流动负债	176	176	176	176
取得投资收益					负债合计	2265	2208	3597	4259
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	1261	1455	1790	2244
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	211	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-303	-372	-605	-333	股东权益	9	14	23	35
其他	1	18	0	0	负债及股东权益	1270	1470	1814	2279
投资活动现金流净额	-302	-142	-605	-333	基本指标	3535	3678	5411	6538
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.231	0.605	1.045	1.413
股权融资	0	1000	0	0	BVPS	3.54	4.08	5.02	6.30
银行贷款增加 (减少)	419	-274	995	332	PE	202.13	77.06	44.61	33.00
筹资成本	66	45	49	73	PEG	2.44	0.93	0.54	0.40
其他	-103	0	0	0	PB	13.17	11.41	9.28	7.40
筹资活动现金流净额	382	772	1044	405	EV/EBITDA	79.50	49.44	31.19	22.74
现金净流量	176	398	269	110	ROE	6.5%	14.8%	20.8%	22.4%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。