

东方钽业 (000962)

增持/维持评级

股价: RMB25.63

分析师

刘晓

SAC 执业证书编号:S1000511070001

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

祁禾

(0755)82492290

qihe@mail.htlhsc.com.cn

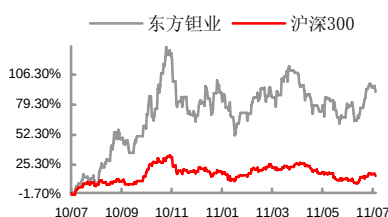
相关研究

《东方钽业:新材料孵化基地》2011/06/07

基础数据

总股本 (百万股)	356
流通 A 股 (百万股)	356
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	9,135

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩好转趋势得到确认

事件

东方钽业发布 2011 年半年度业绩预告修正公告, 修正后上半年业绩同比增长 580%~630%, 修正后上半年每股盈利 0.38~0.41 元/股。修正后业绩比原来一季报中预增的 0.25~-0.28 元/股增加 0.13 元/股。

业绩向上修正的原因有三点: 1. 主导产品销售价格较上年同期有较大幅度上涨; 2. 新产业项目对利润贡献逐步显现; 3. 转让房地产子公司实现利润 6346 万元。

点评

- 修正后的业绩符合我们此前预期, 但高于市场预期。维持 2011-2013 年 EPS 0.72/1.03/1.35 元/股的盈利预测, 维持“增持”评级。现针对公告中业绩修正的原因做出如下点评:

- 1. 产品销售价格有较大幅度上涨。我们在 6 月 7 日的首次覆盖报告中分析, 受钽电容对钽粉需求的提升和钽矿涨价的双轮驱动, 钽粉价格自 2010 年以来有较大幅度的上涨。(我们 11 年均价假设 300 万元/吨 Vs. 2010 年 205 万元/吨)。公司业绩也自 2010 年以来, 处在持续上升的通道。

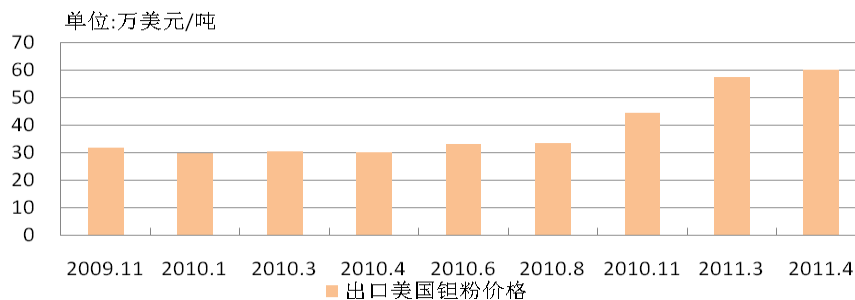
以出口美国的钽粉为例。价格从 2010 年初的 30 万美元/吨上涨至 2011 年 4 月的 60 万美元/吨。因为东方钽业为中国主要的钽粉出口企业, 美国为中国钽粉的主要出口目的地, 此数据能较为真实的反映东方钽业钽粉销售价格的变化趋势。另外由于钽粉出口不征收关税并享受 13% 的增值税退税, 此数据应该与最终销售价格较为接近。

最新的情况表明, 自 5 月初以来, 部分钽电容的交货周期自 2010 年高点 35 周回落至 15 周, 显示从 2010 年至今的供货紧张状况有所缓解。缓解的原因主要为: 经过 10 年的高速增长, 目前的库存相对较高; 11 年消费电子的增速趋缓, 钽电容的需求也受到部分影响。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1637.4	2356.0	3305.0	4210.0
(+/-%)	36.6	43.9	40.3	27.4
归属母公司净利润(百万元)	82.2	258.0	366.0	480.0
(+/-%)	118.5	213.9	41.9	31.1
EPS(元)	0.23	0.72	1.03	1.35
P/E(倍)	111.1	34.2	24.2	18.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 中国出口美国的钽粉单价



资料来源: 中国海关、华泰联合证券研究所

尽管供给紧张状况有所缓解,但交货周期仍较历史平均水平(12周)要高,而且钽电容价格没有明显回落。驱动钽粉价格上涨的需求端因素仍然存在。此外我们盈利预测中11年钽粉均价300万元/吨与目前现价390万元/吨(60万美元/吨)相比,留有较大安全边际。

展望全年,钽电容的需求不可避免会受消费电子整体增速回落的影响,但是在2010年拉动其需求的主要下游产品-智能手机和平板电脑,在2011年仍维持较高增速。按照华泰联合电子行业研究小组的观点,智能手机和平板电脑在2011年的增速分别为30%和238%,未来三年的复合增速分别为22%和45%。

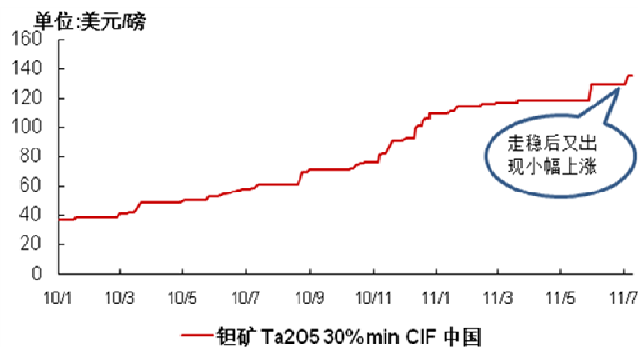
表格 1: 钽电容的用途

设备名称	具体应用部位
电脑	微处理解码器
手机	音频处理&电池
液晶电视	视频转换器
汽车	引擎控制&安全设备
军工航天	导航&通信

资料来源: 公司公告、华泰联合证券研究所

驱动钽粉价格上涨的供给端因素也未消失。在大型钽矿山完全复产前,2011年钽矿供应的紧张局面不会得到完全解决。近期钽矿需求的上升又小幅拉高了钽矿的价格。按照我们此前报告中的分析,在需求向好的情况下,钽粉企业的成本压力将得以转嫁。

图 2: 钽精矿价格



资料来源: 亚洲金属网、华泰联合证券研究所

- 2. 新产业项目对利润贡献逐步显现。我们此前报告中分析，2012 年及以后的业绩增长主要靠新材料业务贡献。

以刃料碳化硅为例，此前我们的报告中判断，2010 年 3 万吨/年技改完成后，2011 年刃料碳化硅的盈利能力将有较大改善，贡献 15% 的营业利润。

2009 年和 2010 年，刃料碳化硅受产能利用率低、产品成品率低的影响，并未实现盈利。2010 年下半年的技改一方面将产能提升至 3 万吨/年，降低了产品单位成本；一方面提高了产品成品率。上市公司新大新材的刃料碳化硅毛利率一直维持在 20% 左右，若东方钽业能保证产能和成品率，毛利率提升的空间较大。

表格 2：东方南兴财务数据（单位：万元）

	收入	利润	毛利率
2009	16525	-370	6.30%
2010	24406	-970	10.30%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

*：刃料碳化硅业务由公司绝对控股子公司—宁夏东方南兴研磨材料有限公司实施

除了刃料碳化硅外，其它新材料业务均稳步推进。公司一季报显示钛材已经实现了 1600 万元的收入，随着 3000 吨/年的产能逐步达产，钛材的盈利能力将会改善；受日本的地震影响，作为世界上少数能生产高纯钽靶材的企业，公司钽靶材业务也将受益于震后产能的转移。

- 3. 转让房地产子公司实现利润 6346 万元，增厚 EPS0.17 元/股。公司于 2011 年 3 月公开挂牌转让房地产子公司股权，房地产子公司账面净资产 2.1 亿，2011 年 4 月 27 日公告以 2.7 亿成交，买方为公司控股股东中色（宁夏）东方集团。剥离房地产业务使公司更加专注于主业。

风险提示

- 钽精矿供给受限。尽管中国有显著的钽矿储量，但目前对外依存度高达 70%。CABOT 和 HCST 均通过参股或者长期合同方式与国外钽矿山建立了长期合作方式。在中国钽矿实现大比例自给之前，不排除钽矿供应受到竞争对手或者采矿商的限制。
- 下游电子行业需求下滑。历史上公司的业绩受电子行业的波动影响大。尽管新材料业务可以平滑公司的业绩波动，但是钽电容需求的下滑还是会对公司业绩产生很大的影响。
- 管理风险。由于公司是由科研院所和军工企业转制而成，历史上承担了许多国家的科研任务，不排除公司今后可能会承接国家某些战略意义重大，但是短期内经济性较难体现的科研项目，造成对盈利的一定影响。
- 新材料业务推进低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2055	2782	3698	4551	营业收入	1637	2356	3305	4210
现金	556	442	469	489	营业成本	1309	1764	2483	3232
应收账款	296	448	639	792	营业税金及附加	10	16	27	29
其他应收款	5	9	13	14	营业费用	30	39	56	72
预付账款	175	387	461	580	管理费用	155	165	198	211
存货	991	1463	2060	2603	财务费用	54	104	123	113
其他流动资产	0	34	56	72	资产减值损失	10	6	6	7
非流动资产	1480	1338	1210	1077	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	22	19	20	20	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	829	906	873	785	营业利润	72	265	414	548
无形资产	211	211	211	211	营业外收入	0	47	0	0
其他非流动资产	0	201	107	61	营业外支出	20	20	0	0
资产总计	3535	4120	4908	5627	利润总额	84	292	414	548
流动负债	1467	1960	2397	2650	所得税	2	44	62	82
短期借款	110	739	568	500	净利润	81	248	351	465
应付账款	281	457	753	837	少数股东损益	-1	-11	-15	-15
其他流动负债	0	765	1076	1313	归属母公司净利	82	258	366	480
非流动负债	798	642	642	642	EBITDA	126	478	663	796
长期借款	622	622	622	622	EPS (元)	0.23	0.72	1.03	1.35
其他非流动负	161	20	20	20	主要财务比率				
负债合计	2265	2602	3039	3292	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	9	-2	-16	-31	成长能力				
股本	356	356	356	356	营业收入	36.6%	43.9%	40.3%	27.4%
资本公积	394	394	394	394	营业利润	178.9	269.5	56.3%	32.4%
留存收益	511	769	1135	1615	归属母公司净利	118.5	214.3	41.7%	31.1%
归属母公司股	1261	1520	1886	2366	获利能力				
负债和股东权	3535	4120	4908	5627	毛利率(%)	0.0%	25.1%	24.9%	23.2%
现金流量表					净利率(%)	5.0%	11.0%	11.1%	11.4%
单位:百万元					ROE(%)	6.5%	17.0%	19.4%	20.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	6.2%	11.7%	15.6%	16.8%
经营活动现金	96	-369	234	156	偿债能力				
净利润	81	248	351	465	资产负债率(%)	64.1%	63.2%	61.9%	58.5%
折旧摊销	0	110	127	135	净负债比率(%)	97.09	62.27	50.52	45.91
财务费用	57	104	123	113	流动比率	1.40	1.42	1.54	1.72
投资损失	-2	-2	-2	-2	速动比率	0.73	0.67	0.68	0.74
营运资金变动	0	-678	-367	-555	营运能力				
其他经营现金	41	-151	1	-1	总资产周转率	0.51	0.62	0.73	0.80
投资活动现金	-302	33	1	1	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	303	-10	0	0	应付账款周转率	3.51	4.78	4.11	4.07
长期投资	0	-22	1	1	每股指标(元)				
其他投资现金	0	2	2	2	每股收益(最新)	0.23	0.72	1.03	1.35
筹资活动现金	382	221	-208	-136	每股经营现金流	0.27	-1.03	0.66	0.44
短期借款	30	629	-171	-68	每股净资产(最	3.56	4.26	5.29	6.64
长期借款	41	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	111.15	34.21	24.15	18.41
资本公积增加	4	0	0	0	P/B	7.19	5.82	4.69	3.74
其他筹资现金	307	-409	-37	-69	EV/EBITDA	79	20	14	12
现金净增加额	0	-115	27	20					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn