

2010年7月26日

东方钽业

金属新材料先锋

A
买入

000962.SZ - 人民币 14.51

目标价格: 人民币 17.60

乐宇坤

+8621 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

宁夏东方钽业股份有限公司(东方钽业)是全球钽行业三强之一,钽生产规模已达到全球最大,主导产品的技术达到或接近世界领先水平。随着新一代电子产品消费进入了新的高速增长期,钽行业将迎来重大发展机遇;中央政府将新材料列为战略性新兴产业,作为金属新材料的领军企业,公司将获得又一发展机遇。我们预计公司未来3年盈利的复合增长率可近70%。目前公司2011年的市盈率为33倍,低于同业平均水平,我们给予公司的目标价格为17.60元人民币,首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 电子消费品需求进入新的上升期。
- 中央政府将新材料列为战略性新兴产业。
- 可能借助于中色集团获得更广阔的海外资源渠道。

评级面临的主要风险

- 钽需求低于预期。
- 钽原料价格大幅上升。
- 债务负担加重。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	12	(6)	6	8
相对新华富时	37	(8)	17	36
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	356
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,171
3个月日均交易额(人民币 百万)	235
净负债比率(%)	39
主要股东(%)	
中色(宁夏)东方集团有限公司	45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

估值

- 我们以40倍的2011年市盈率给公司估值,与行业平均水平基本一致,也与2008年底金融危机时的阶段性低点市盈率基本一致,由此得出公司的目标价格为17.60元。我们对公司的首次评级为**买入**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,131	1,122	1,528	2,284	2,611
变动(%)	27	(1)	36	49	14
净利润(人民币 百万)	59	38	66	157	186
全面摊薄每股收益(人民币)	0.152	0.106	0.186	0.439	0.523
变动(%)	48.6	(30.7)	76.2	136.3	19.0
市盈率(倍)	95.3	137.5	78.0	33.0	27.7
每股现金流量(人民币)	(0.99)	1.32	0.39	0.27	0.91
价格/每股现金流量(倍)	(14.6)	11.0	37.3	52.8	15.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.7	50.1	31.1	20.1	16.5
每股股息(人民币)	0.094	0.059	0.104	0.245	0.292
股息率(%)	0.6	0.4	0.7	1.7	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

投资摘要及估值.....	3
公司背景.....	5
全球规模最大、技术最先进的钽生产商.....	7
供应短缺推动钽原料价格上升.....	9
钽产品盈利水平有望提高.....	13
新材料行业将得到国家大力扶持.....	17
开拓其它新材料业务.....	19
盈利展望.....	21
主要风险分析.....	24
附录一、钽铌行业概览.....	26
附录二、钽产品生产工艺流程.....	33
附录三、财务数据.....	34
研究报告中所提及的有关上市公司.....	35

投资摘要及估值

投资摘要——受益于行业景气上升及政策扶持

东方钽业是全球钽行业三强之一，如果从产能上来看，公司钽生产规模已达到全球最大。公司除了具有规模优势外，更重要的是具有技术优势，公司主导产品在技术、产品档次和质量等方面与世界同行同步，某些品种甚至达到世界领先水平。

在 3G 网络服务大为推广以及中国中产阶级蓬勃兴起的推动下，以智能手机为代表的新一代电子产品消费进入了一个新的高速增长期，这使得钽电容器迎来重大发展机遇并将推动电容器级钽粉进入一个新的增长期。我们预计东方钽业在钽方面的技术和规模优势将可转化为盈利的大幅增长，我们预计公司未来 3 年净利润的复合增长率可达到近 70%。

中央政府提出要大力扶持包括新材料在内的六大战略性新兴产业，因此整个新材料产业将从原来的高新技术产业层面上升至国家战略层面，中央部委将开始从国家战略层面推动和布局新材料产业的长远发展。根据东方钽业的行业领先地位，我们相信公司将受到国家在政策和资金等各方面的大力扶持，从而获得又一重大发展机遇。

公司的实际控制人中国有色矿业集团有限公司是一家央企，有着丰富的海外矿业建设经验。由于公司所需原料大部分从国外进口，因此公司未来有可能借助于中色集团获得更广阔的海外资源渠道。

考虑到公司的多重优势以及未来盈利处于上升阶段，我们相信公司可以较同类公司获得一定的估值溢价。而目前东方钽业 2011 年的市盈率为 33 倍，低于平均水平，我们认为公司的价值被低估。

市盈率法估值

由于东方钽业自有的上游钽矿资源较少，公司主要是一个稀有金属深加工企业，因此，我们将公司与 A 股的金属新材料公司进行估值比较。

我们使用了市盈率方法对东方钽业进行估值，这主要是因为2010年后公司的盈利将进入快速上升阶段。

目前A股金属新材料上市公司2011年的市盈率为25-71倍，平均市盈率为39倍（如果去掉最高和最低值，则平均值为35倍），而目前东方钽业2011年的市盈率为33倍，低于平均水平。我们认为目前公司的价值被低估，未全面反映公司未来美好的发展前景。

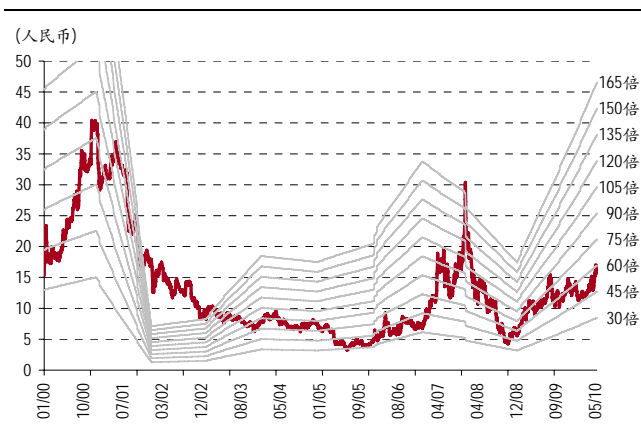
我们以40倍的2011年市盈率给公司估值，与行业平均水平基本一致（较去掉最高和最低值的平均水平溢价14%），但低于同类公司的高端估值水平，另外该估值水平与2008年底金融危机时的阶段性低点37倍市盈率基本一致，也处于公司历史市盈率的低端区域（2005-06年市场低迷阶段形成的低端市盈率区域为30-60倍），因此我们对公司的估值是相对谨慎的，由此得出公司的目标价格为17.60元。我们对公司的首次评级为**买入**。

图表 2. 估值比较

公司	代码	收盘价 (人民币)	市值 (百万元)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)		股息率 (%)		净资产收益率 (%)	
				2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
A股金属新材料公司												
格林美	002340.SZ	53.7	5,011	86.2	59.9	41.0	6.1	5.5	0.5	0.7	15.1	14.1
贵研铂业	600459.SS	24.92	2,784	311.5	35.0	29.2	4.4	3.9	0.7	0.9	13.1	14.1
宝钛股份	600456.SS	19.88	8,554	497.0	93.0	37.6	2.3	2.2	0.4	0.9	2.5	6.0
西部材料	002149.SZ	18.72	3,269	104.1	51.9	35.1	3.7	3.4	0.5	0.7	7.2	10.0
宁波韵升	600366.SS	15.06	5,960	9.2	37.7	24.9	3.5	3.1	0.7	1.0	9.5	13.2
中科三环	000970.SZ	13.12	6,660	93.7	39.9	32.6	4.8	4.3	0.8	0.9	12.7	13.9
博云新材	002297.SZ	22.3	5,960	149.7	113.7	71.2	8.3	7.5	0.2	0.3	7.5	11.1
平均				178.8	61.6	38.8	4.7	4.3	0.5	0.8	9.7	11.8
东方钽业	000962.SZ	14.51	5,171	137.5	78.0	33.0	4.2	3.8	0.6	1.4	5.4	12.0

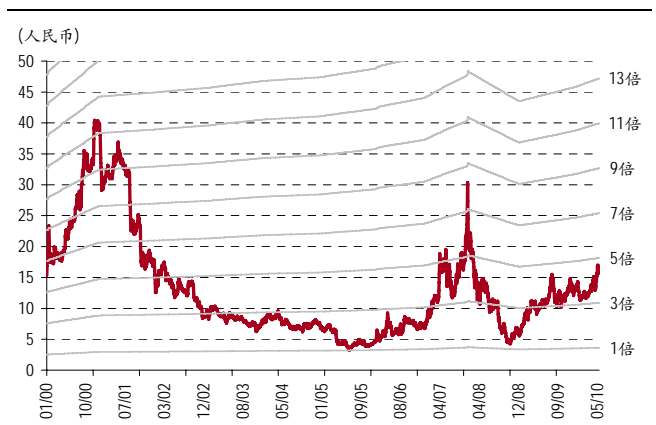
资料来源：万德、彭博，中银国际研究预测

图表 3. 东方钽业历史市盈率图



资料来源：中银国际研究

图表 4. 东方钽业历史市净率图



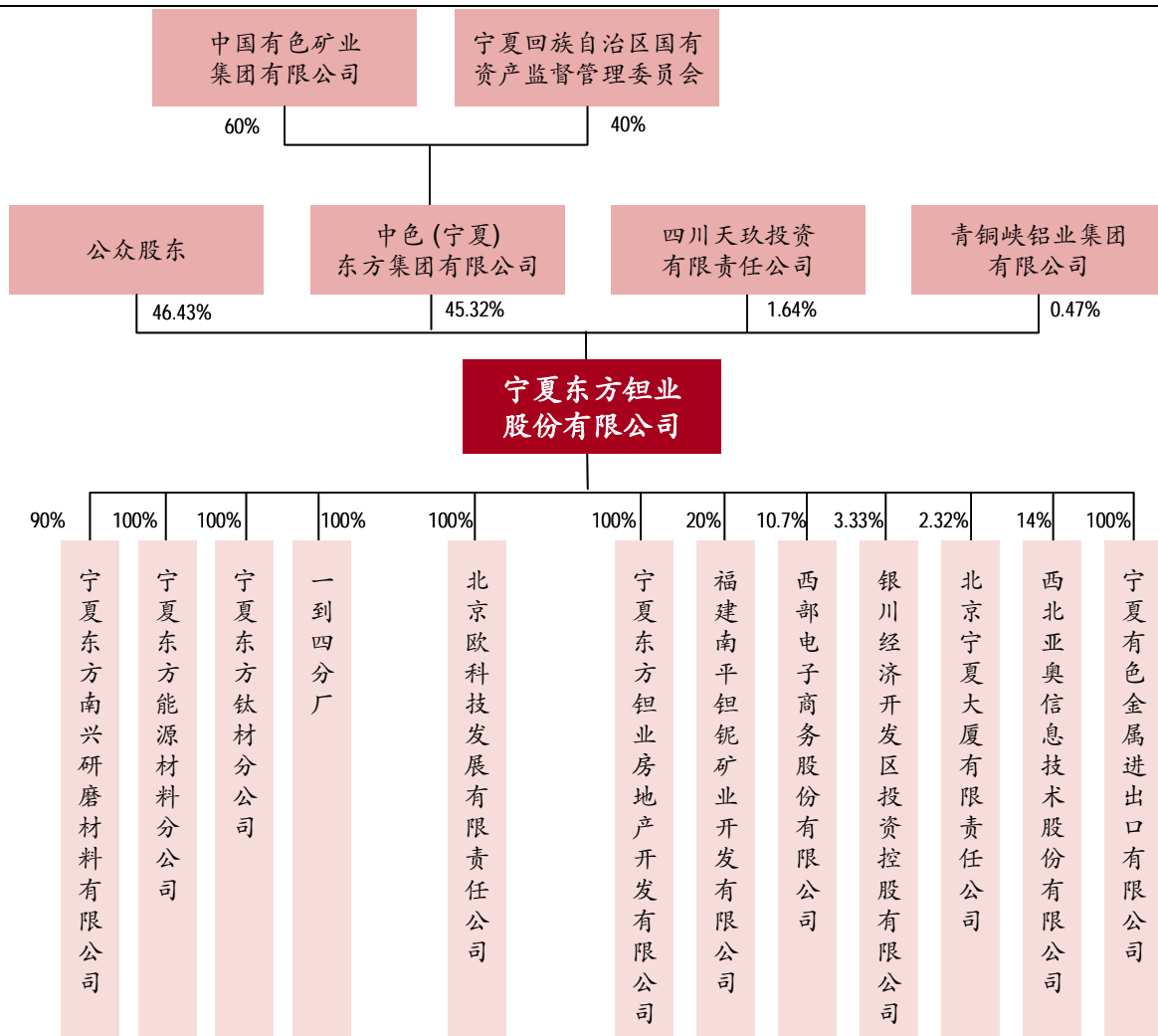
资料来源：中银国际研究

公司背景

东方钽业主要从事钽金属及合金制品的生产和销售，09年，公司约有54%的收入和63%的毛利润来自于钽制品。除钽以外，公司的产品还包括铌金属及合金制品、铍合金材料、钛金属及合金材料、碳化硅刃料和能源材料。公司是国内最大的钽、铌产品生产商。

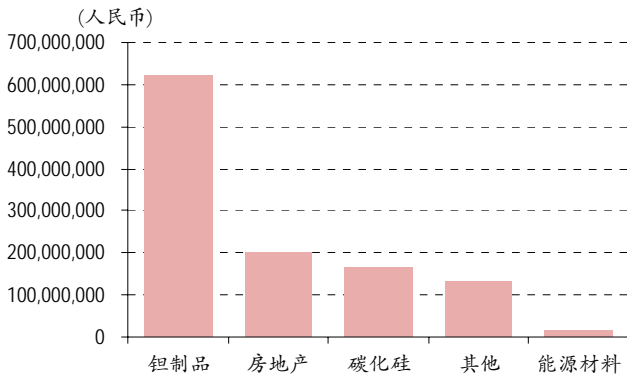
东方钽业的控股股东是中色(宁夏)东方集团有限公司(中色东方)，持有上市公司45.32%的股权，央企中国有色矿业集团有限公司(中色集团)在08年收购了中色东方60%股权，目前是东方钽业的实际控制人。公司于2000年1月20日在深圳证券交易所挂牌上市。

图表 5. 股权结构图



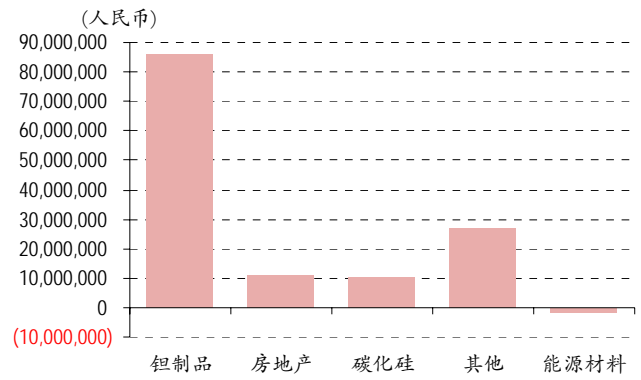
资料来源：公司数据

图表 6. 09 年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 7. 09 年毛利润构成



资料来源：公司数据

全球规模最大、技术最先进的钽生产商

钽生产规模全球最大

东方钽业是全球钽行业三强之一，2008年，全球70-80%的钽精矿消费集中在美国的Cabot公司，德国的H.C.Starck，以及中国的东方钽业。除这三家之外，较大的钽加工公司还有日本的三井金属公司和哈萨克斯坦的UMP。

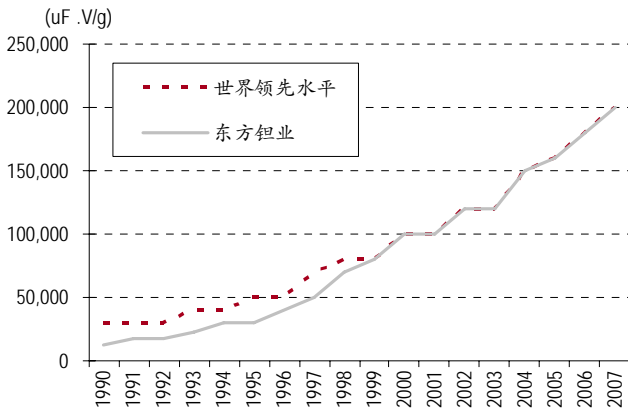
公司主导产品为电子功能材料——电容器级钽粉和电容器用钽丝，其中电容器级钽粉产销量位居世界第二，电容器用钽丝连续十年稳居世界首位，钽粉的全球市场占有率为25%以上，钽丝达到60%以上。公司目前拥有钽粉年生产能力550吨，钽丝80吨，如果从产能上来看，公司钽生产规模已达到全球最大。

公司主导产品60-70%以上销往美国、日本、韩国以及欧洲等国家和地区。

技术达到全球领先水平

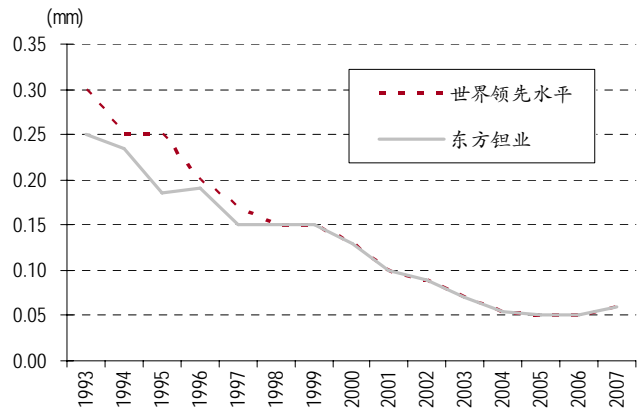
公司除了具有规模优势外，更重要的是具有技术优势，公司主导产品在技术、产品档次和质量等方面与世界同行同步，某些品种甚至达到世界领先水平。钽金属的用途中60%左右用于钽电容器制造，是4大电容器种类中性能最可靠，也是最昂贵的电容器品种，主要用于手机、电脑芯片等。公司生产的电容器级钽粉具有比电容高和漏电流小的特点，适合制作各种型号和规格的钽电容器，比电容最高可达到200,000 μ F.V/g，达到了全球最高水平；公司生产的电容器用钽丝最小直径可达到0.06mm，是世界上最细的钽丝，目前只有东方钽业一家能生产，而且品种多达30多种。

图表 8. 钼粉技术进步图



资料来源：公司数据

图表 9. 钼丝技术进步图



资料来源：公司数据

技术人才实力雄厚

公司的技术人才实力雄厚，拥有宁夏唯一的工程院院士何季麟，此外，包括享受政府特殊津贴专家 25 人，高级职称 90 多人，其它技术人员 1,600 多人（包括母公司中色东方的技术人员）。中色东方现有员工近 5,000 人，技术人员占员工总数的 37%。

近 5 年来，东方钼业在科技投入上达到了销售收入的 4% 左右，目前公司拥有 60 多项自主研发的专利技术。

供应短缺推动钽原料价格上升

钽是一种稀有金属，没有期货市场，因此钽的价格主要是由供需状况决定的。在 2000-01 年间，由于钽供应短缺使得钽矿价格一度大幅升至 350 美元/磅。10 年后，随着钽原料的需求增加供应减少，钽市场再次出现短缺，并推动钽价不断上升。

电子消费品强劲增长带动钽需求上升

钽金属 60% 左右用于钽电容器制造，钽在过去近 20 年里全球需求的年均复合增长率约 5%，增长主要是由电子行业带动的，尤其是在上世纪 90 年代末期。

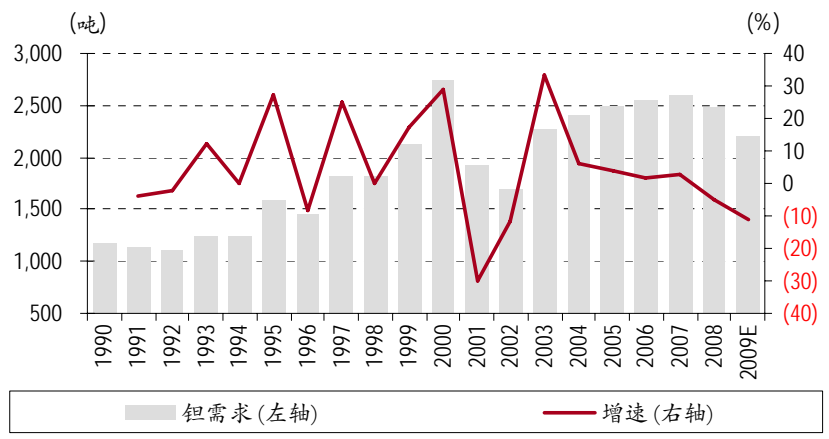
2008-09 年受金融危机的冲击全球电子产品需求低迷，但随着全球逐渐摆脱了深度衰退，2010 年电子产品需求出现强劲的增长。根据全球半导体贸易统计组织 (WSTS) 公布的数据，2010 年 4 月全球半导体销售额为 233.85 亿美元，同比增长 43.0%；1-4 月销售额累计为 925.87 亿美元，同比 54.2%。

另外根据市场调研公司 IC Insight 预测 2010 年全球半导体销售额将达到 2,530 亿美元，同比增长 27%，今年全球半导体行业将迎来过去 10 年内的最大增幅(在此之前最大年度增幅是在 2000 年，为 36.7%)，IC Insight 还预测 2011 年将增长 15%，达 2,900 亿美元。而根据另一家 IT 研究与顾问咨询公司 Gartner 预计，PC 和手机市场将占到 2010 年全球半导体市场增幅的 40%，Gartner 还预计半导体行业的持续增长将持续到 2014 年。

随着 3G 无线通信技术在全球范围的采用，手提电脑、智能手机等热门电子产品的消费需求进一步增强，加上来自企业、汽车行业以及工业部门的需求的恢复，我们对未来电子消费品的增速持乐观态度。

尽管钽也有一些替代品，但这些替代品的效果均大打折扣。因而钽会一直拥有自己的市场，特别是随着笔记本电脑越来越轻薄、手机向智能化方向发展、电子产品的处理速度也不断提高，钽的优势在这些产品中将更加凸现出来，因此我们相信未来钽的需求增速会与热门电子消费品保持同步甚至可能更高。

图表 10. 全球钽市场 (五氧化二钽)需求



资料来源: Talison、中银国际研究

全球钽原料供应能力大幅下降

钽矿供应受到限制

钽矿是全球最主要的钽原料供应来源,但在过去两年,澳大利亚的 Talison、莫桑比克的 Noventa 和加拿大的 Tanco 等矿山已暂停了生产(例如 08 年 11 月 26 日, Talison 宣布暂停在全球最大的矿山 Wodgina 的采矿活动, 08 年 Wodgina 产矿 130 万镑五氧化二钽, 占全球产量的 30% 以上), 这些矿山占了全球钽供应的近 45%。

DLA 耗尽库存

美国国防后勤局 (DLA) 08 年以前是全球第二大钽原料供应渠道, 在 2001-07 年间, 每年可供应 50 多万磅 (约 230 吨) 钽矿, 但 07 年以后, DLA 基本已耗尽了所能提供的储备并停止了销售, 最后一批已在 07 年初出售。

禁止由中非冲突地区购买钽矿

由于战乱以及人道主义危机, 国际社会对中非地区 (包括刚果、卢旺达、乌干达) 的钶钽铁矿 (Coltan) 生产实施越来越严厉的制裁, 禁止其它国家从该地区购买钽铁矿。为了遏制黑市上的血汗钽矿贸易, 现在有越来越多的下游使用者在呼吁建立钽矿及钽金属来源认证, 而且目前已有部分使用者拒绝购买来自该地区的钽矿。Talison 估计 08 年中非 (尤其是刚果) 的钽矿出口量在 90 万镑五氧化二钽, 约占全球用量的近 20%。

消费者的库存已大量消耗

由于受到 2000 年钽矿大幅上升的影响，自 2001 年开始的 4-5 年时间里，钽加工产品生产商不断建立库存。虽然没有确切的报道目前在整个供应链中还有多少库存，但是，到目前为止当初建立的库存至少已下降到低于正常经营所需水平之下，因此生产商也需要进行库存的补充。

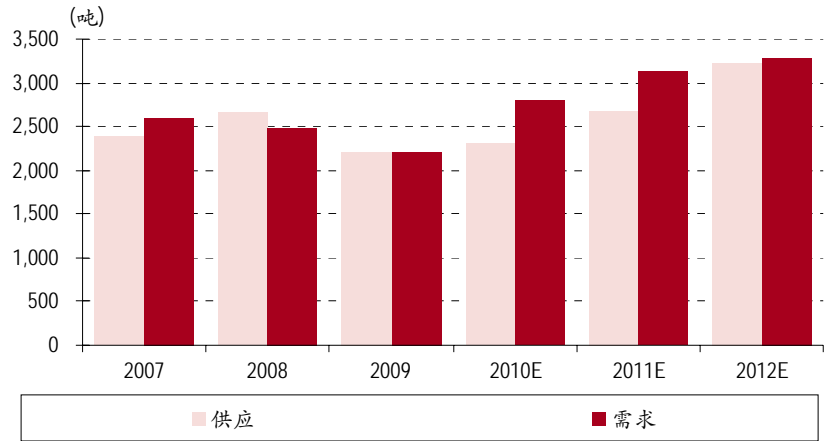
上述原因，进一步恶化了原本就较紧张的全球钽原料供应。虽然我们相信随着钽矿价格走高，原本停止生产的矿山会逐步恢复生产，但目前钽矿价格还只是略高于钽矿的生产成本，还不至于促使他们大规模恢复生产，即使有恢复生产计划，我们估计准备时间还需要半年到 1 年以上，因此，我们预计在 2011 年前，钽原料供应不会有较大的增加。

钽原料价格可能出现超预期的上升

由于上述分析的供求失衡，我们预计 2010 年全球钽市场将出现严重短缺，这种情况在 2011 年仍可能持续，到 2012 年可能才会出现缓解。从下图可见，今年以来国际钽矿价格大幅上升，目前价格已处在近 6 年来的高点，我们预计钽价在未来两年将持续上升。

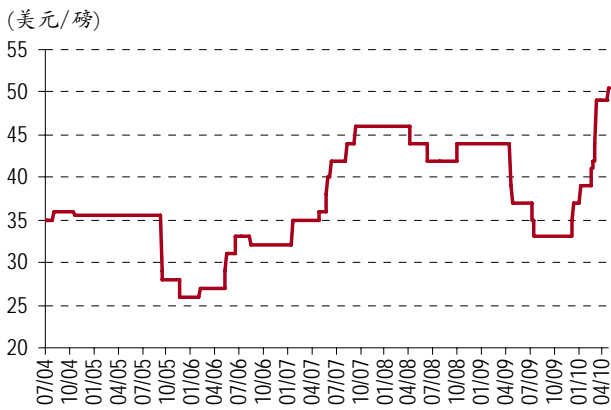
而如果我们放在更长历史范围来审视，钽的价格甚至可能出现超预期的上涨。从下面钽矿的长期历史价格图可以看到，钽矿价格分别在 1980 年和 2000 年达到过高峰，而 1980 年国际黄金价格创下了一个历史高点，2000 年是互联网泡沫高峰的时候。相比较而言，现在我们所处的 2010 年，不仅金价创下了更高的历史价格，而且新一轮的电子产品消费高峰也已逐步浮现，因此钽价在未来 2-3 年内再创历史高点也不是没有可能。

图表 11. 全球钽市场(五氧化二钽)供应和需求预测



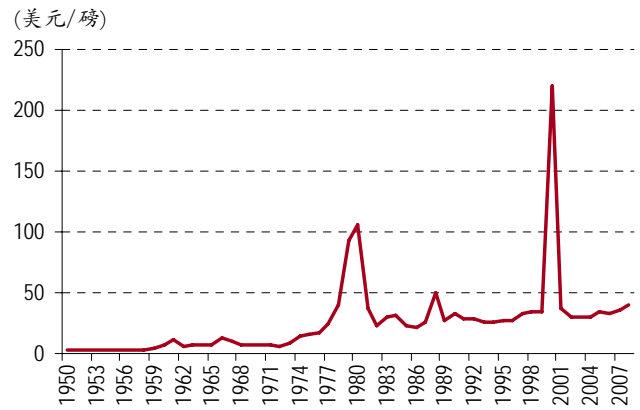
资料来源: Talison、中银国际研究

图表 12. 国际钽矿价格(近 7 年)



资料来源: 亚洲金属网

图表 13. 钽矿长期历史价格



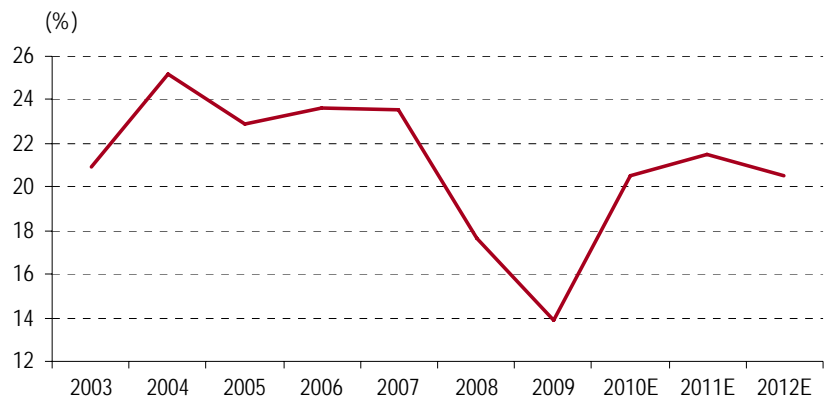
资料来源: USGS

钽产品盈利水平有望提高

钽电容器是高端电子产品不可或缺的电子元器件之一，整个供应链也非常集中，并且在相关高精尖电子产品中所占成本比重非常小，但是这些优势过去并没有给公司带来相应的高额回报，过去7年，公司钽制品的毛利率并不是很高，在08年后更是呈现下降趋势。

我们认为过去公司利润率不高主要有这几个原因：一、打压竞争对手。全球钽粉生产虽然集中在3家企业，但东方钽业和另外两家并没有形成联盟关系，出于战略考虑，公司的高端产品定价并不高，而为了抑制国内的中小生产厂家过度扩张，公司的中低端产品采取的是低价策略，这影响了公司产品的盈利水平；二、消费电子产品总体降价趋势以及用户追求质优价廉产品；三、2003-08年间，全球钽的需求增长平缓，使得公司销量增速不高；四、08年底的金融危机打击了全球电子产品的需求，并进而使得钽的需求出现下降，从而使得公司08年的毛利率有较大下滑，而之前基本保持平稳。

图表 14. 钽制品毛利率



资料来源：公司数据

展望未来，我们认为随着行业供需状况的改变，公司钽制品的盈利能力有望恢复，甚至好于历史高点。

电容器钽粉需求进入新的上升期

钽电容器的两大应用领域为手机和电脑芯片，而近年来迅速发展的智能手机对钽的用量可能更大些。

根据市场研究公司 Gartner 的报告，今年 1 季度全球智能手机销量较去年同期增长了 49%，达 5,430 万部，出现四年来最大增幅。另外根据 iSuppli 最近公布的预测，到 2014 年，智能手机出货量将由 2010 年的 2.469 亿部增加 105% 到 5.06 亿部，年均复合增长率达到近 20%，而智能手机 2010 年销售量将增长 35.5%，高于全球整体手机市场的 11.3% 增长率。

我们初步估计 2010 年来自于智能手机对钽的新增需求可达到近 50 吨，由此可增加电容器级钽粉的需求近 10%，而 2011 年至 2014 年年均对钽的新增需求也可在 30 吨以上。

除了智能手机，我们看到随着便携式电子产品的发展，为这些产品设计的芯片的钽用量也在增加，例如 Intel 新推出的 ION2 主板采用了全钽电容设计。

由此可见，在 3G 网络服务大为推广以及中国中产阶级蓬勃兴起的推动下，以智能手机为代表的新一代电子产品消费将迅猛增长，进入一个新的高速增长期，这也将推动电容器级钽粉进入一个新的增长期，从而迎来重大发展机遇。

对市场的影响力增强

如果行业竞争依然激烈，即使钽需求迅速增长，也难以使盈利能力获得大幅提高。但我们欣喜地看到，目前电容器级钽粉市场的竞争环境已有较大改善。

国外竞争对手关闭产能

由于受到国际金融危机的打击，国外的两大竞争对手 Cabot 和 Starck 在 09 年关闭了自身较大部分的产能，例如 Cabot 基本关闭了美国本土的钽粉生产，由于成本较高，而且 Cabot 将经营重心放在碳黑生产，因此估计短期内不会恢复生产；而 Starck 是经营多元金属的，遇到的情况也类似于 Cabot。

国内竞争对手不构成威胁

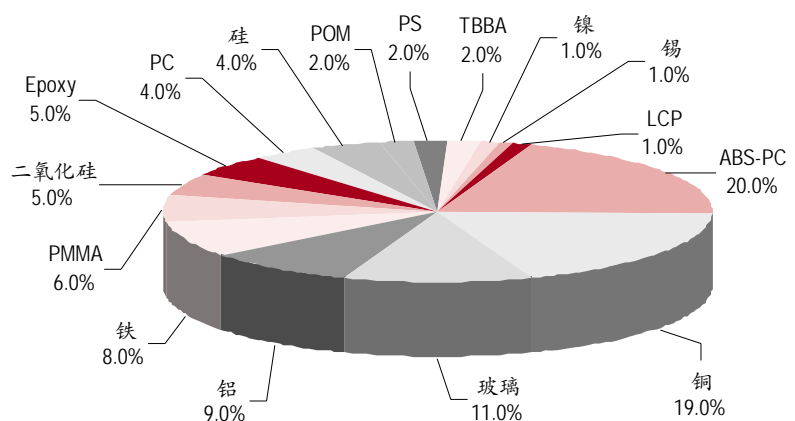
除国外竞争对手，国内还有较多中小规模钽粉生产商，但目前他们只能生产最高比电容 4-5 万 $\mu\text{F} \cdot \text{V/g}$ 的钽粉，而随着电子产品的发展，目前市场上主流的是比电容在 8 万 $\mu\text{F} \cdot \text{V/g}$ 以上的钽粉，国内仅东方钽业能大批量供货。因此国内中小企业对公司威胁不大。

公司生产的钽粉具有比电容高和漏电流小的特点，适合制作各种型号、规格的钽电解电容器。我们相信公司可借助于目前这一难得的市场机遇，大幅度提升市场份额，并进而增强市场的影响力。

下游用户对钽价格上升承受能力强

钽价格上升对电子产品的成本来说影响不是很大，钽在许多电子产品中只是一个极小的组成部分，在整个供应链中成本影响不大，即使钽价格上升 1 倍，对终端用户来说成本的影响也是较小的。钽在手机中一般只占总重量的 0.1-1%，如下图所示，钽在一个诺基亚手机组成中竟然没有被提起。例如一个重量 150 克的手机，需要的钽可能仅 1 克，成本约 2-3 元。因此，我们相信下游电子产品用户是完全有能力承受钽价格上升。

图表 15. 手机原料消耗占比

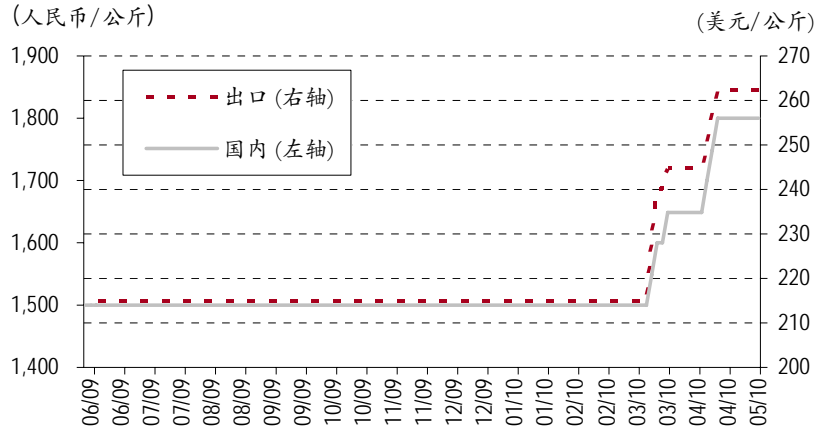


资料来源：诺基亚

综上所述，我们相信在电容器钽粉需求强劲上升可促使公司销量增加，极大的扩大自身的市场份额；而随着公司的市场的影响力加强，我们估计公司有可能利用钽市场供不应求的有利条件，提高钽产品价格，并进而提高钽产品的盈利能力。

因此,我们预计公司钽制品的毛利水平有望恢复至08年以前的水平,如果市场进一步供不应求,毛利率可能超出08年以前的水平。

图表 16. 钽粉价格



资料来源: 亚洲金属网

新材料行业将得到国家大力扶持

政府将加快培育包括新材料在内的战略性新兴产业

2009年9月温家宝总理提出要大力扶持包括新材料在内的六大战略性新兴产业，要求“必须加快微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米材料和器件等领域的科技攻关，尽快形成具有世界先进水平的新材料与智能绿色制造体系”。

相应的，由国家发改委及工信部、财政部等多部门起草的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》代拟稿力争6月前递交国务院，而《战略性新兴产业发展十二五规划》最快将在9月提出。

因此整个新材料产业将从原来的高新技术产业层面上升至国家战略层面，由此带来的一个好处是，中央部委开始从国家战略层面推动和布局新材料产业的长远发展。根据东方钽业的行业领先地位，我们相信公司未来将受到国家在政策和资金等各方面的大力扶持，从而实现加速发展。

出口退税率提高

2009年3月27日，财政部、国家税务总局联合发出财税[2009]43号《关于提高轻纺电子信息等商品出口退税率的通知》，从2009年4月1日开始，将提高部分商品的出口退税率。公司其他钽丝、其他锻轧钽及其制品列入了这一调整范围，即出口退税率由5%提高到9%。这些产品大部分是公司生产的独特产品，而其它大众化的产品，则不退税。

解决二次钽原料回购问题

国家质检总局于2010年5月17日批复，同意宁夏检验检疫局关于中色东方回购二次原料的检验监管方案，即在国外供货企业没有注册登记和装运前检验的情况下，允许其进口，到货检验等工作按照国家新的废物原料管理办法进行。

二次原料（钽废碎料）的可利用率在90%以上，因此，二次钽原料是钽生产商重要的原料渠道之一。

根据 2009 年颁布的《进口可用作原料的固体废物检验检疫监督管理办法》，规定进口废物原料的国外供货商在签订对外贸易合同前，应当取得注册登记，并实行装运前检验制度，检验合格方可启运。因为东方钽业的国外供货商是该公司产品的下游企业电容器生产商，不是专营废物原料的公司，因此国外供货商只同意供货，却不同意按照我国进口废物原料管理制度进行注册登记，致使合同中签订的低价回购二次原料的条款长期无法落实，造成企业原料短缺。

国家质检总局最近的批复将解决上述问题，从而帮助公司获得更多的二次钽原料。假设东方钽业出口 200 吨钽粉、100 吨钽丝，按照钽电容器生产过程中所产生的二次原料计算，钽粉 30%、钽丝 60%都成为二次原料。如果这些原料都由公司回购，将有 120 吨二次原料保证供应，可节省成本上千万元，与使用一次原料相比可降低能耗 40%。这将大大减少企业成本支出和对自然环境的破坏。

稀有金属储备

工业和信息化部原材料工业司司长陈燕海在去年底表示，2010 年，工信部将配合有关部门加大资源保护力度，建立稀有金属储备制度。

虽然我们预计中国政府可能更先考虑建设中国储量比较丰富的稀有金属储备，比如钨、铋、稀土和铟等，但由于钽在高端电子产品中的不可替代性以及其在航天、军工中的应用，我们相信未来中国政府也会向美国一样，建立其它包括钽在内的稀有金属的储备。

中色集团的帮助

公司的实际控制人中国有色矿业集团有限公司是一家央企，有着丰富的海外矿业建设经验。由于公司所需原料大部分从国外进口，因此公司未来有可能借助于中色集团获得更广阔的海外资源渠道。

开拓其它新材料业务

除了钽铌业务外，公司近年还向其它新材料产品拓展，包括钛材、碳化硅和氢氧化镍等。

钛产品可能成为潜在的盈利增长点

公司目前正在建设钛及钛合金熔炼加工技改项目，计划总投资达到 6.27 亿元，这是公司发展史上一次重大投资行为。由于钛和钽有很多的相近性，因此公司在技术和生产工艺上没有较大障碍。钛材设计年产能 3,000 吨，目前已有部分钛产品投放市场，我们估计全部项目完工要到 2011 年初，由于有个市场推广过程，我们估计 11 年该项目还不能为公司贡献较多利润，但 12 年以后可能成为公司新的利润增长点。

碳化硅业务

2009 年 4 月 18 日，公司控股 90% 的子公司宁夏东方南兴研磨材料有限公司（南兴研磨）1 万吨刃料级碳化硅研磨材料生产线正式投产试车，实现了当年建设当年投产的目标。刃料级碳化硅研磨材料主要用于太阳能材料领域。09 年由于部分原料储备跌价较多，投产当年产品成材率低，质量不稳定，资金短缺、产品价格受太阳能多晶硅价格剧降而下滑等因素，导致南兴研磨虽然实现营业收入 1.65 亿元，但却亏损近 370 万元。但由于太阳能光伏市场增长潜力大，我们估计随着产品质量逐步稳定，该产品未来有望给公司贡献利润。

此外，2009 年 8 月，公司决定对碳化硅微粉（干法）项目进行技术改造，计划在公司原有碳化硅生产线基础上，利用宁夏石嘴山市大武口工业园区项目用地 32 亩，新建防风沙轻钢结构的生产厂房 10,000 平方米左右，进行改造和更新，形成年生产能力 15,000 吨碳化硅微粉的规模。项目计划总投资 6,975.6 万元，目前正在建设中。

氢氧化镍业务

球形氢氧化镍是镍氢电池、镍镉电池等二次电池的主要正极活性材料，是决定电池容量高低和寿命长短的关键材料，广泛应用于移动通信和移动计算机、电动工具、视频设备、无绳化真空设备以及个人便携设备、远程通信设备的 UPS 系统和电动车辆。

2009 年 9 月底公司从中色东方购买“3000 吨高性能球型氢氧化镍项目”相关资产。该项目在 2009 年 9 月在石嘴山市经济开发区开工建设，计划总投资 1.18 亿元，项目分二期建设，第一期主厂房和辅助部分按 3,000 吨产能配置，主要生产设备按 1,500 吨产能配置。2010 年 5 月 8 日，该项目正式投产。

该生产线具备柔性生产线的的能力，除可生产普通球镍产品外，新开发的动力电池用包覆钴球镍和锂电池用镍钴锰三元素前躯体等材料都可在这条生产线上生产，可以有效提高设备利用能力，为产品升级换代和市场转型提供平台。中国已成为世界第一大电池生产国，国内电池制造企业对传统球形氢氧化亚镍，覆钴球镍和锂电池用镍钴锰三元材料等的需求增加，因此该项目市场需求前景不错。预计达产后可新增销售额 2 亿元，实现利税 1,000 万元。

盈利展望

我们预计东方钽业未来 3 年的净利润复合增长率可到 70%，这主要是受益于钽产品价格上升以及销量增加，另外其它新材料业务以及房地产业务也可贡献利润。

钽价格回升

由于钽市场供应紧张，将推动钽产品价格上升。我们预计今年公司钽产品价格可同比上升 20%，2011 年可上升 15%。

图表 17. 主要产品价格假设

	单位	2010E	2011E	2012E
钽产品	(人民币/公斤)	2,796	3,215	3,376
	同比增长 (%)	20.0	15.0	5.0
钛材	(千元/吨)	65	72	79
	同比增长 (%)	n/a	10.0	10.0
刃料级碳化硅	(千元/吨)	24	27	28
	同比增长 (%)	10.00	10.0	5.0
氢氧化镍	(千元/吨)	125	131	135
	同比增长 (%)	n/a	5.0	2.5

资料来源：中银国际研究预测

销量上升

公司目前钽粉的年产能有 550 吨，设备并没有完全利用。我们估计随着下游需求的上升，公司的销量有望大幅增长。

图表 18. 主要产品销量假设

	单位	2010E	2011E	2012E
钽产品	(吨)	300	345	380
	同比增长 (%)	20.0	15.0	10.0
钛材	(吨)	1,000	1,900	2,600
	同比增长 (%)	n/a	90.0	36.8
刃料级碳化硅	(吨)	10,000	10,000	10,000
	同比增长 (%)	33.12	0.0	0.0
氢氧化镍	(吨)	1,600	2,000	2,500
	同比增长 (%)	n/a	25.0	25.0

资料来源：中银国际研究预测

大量价格较低的钽原料库存

公司所需钽原料绝大部分依靠外购，因此钽矿价格上升对公司盈利不利。可喜的是，公司在 08 年购入了大量的原料，这反映在原材料库存由 07 年底的 2.65 亿元增加 08 年底的 4.2 亿元，除去价格上涨的因素，我们估计原料的库存量增加了 40% 以上，增加的钽原料库存可能在 170 吨以上。如果原材料库存大部分是钽原料，我们估计公司的钽原料库存可足够近 1 年的用量。因此，虽然今年以来国际钽矿价格大幅上升，目前价格已处在近 6 年来的高点，但我们估计这对公司今明两年的业绩不会有很大影响。

银川房地产项目今年可逐步实现盈利

公司全资子公司宁夏东方钽业房地产开发有限公司 09 年实现营业收入 20,076.17 万元，但亏损了 545.89 万元，这主要是由于一期、二期开发周期较长，而当初一期和二期的商品房销售采用了团购方式，价格较低，因此亏损。预计随着尚未销售的附加值较高的小区商业街、二期部分商品房及三期商品房售价的上升，公司房产项目今年将逐步实现盈利。

敏感性分析

钽价格变动

东方钽业的盈利对于钽产品价格的走势十分敏感。我们的敏感性分析显示，2010 年钽的平均售价较我们的盈利预测每上升 1%，公司盈利将增加 10.8%。

图表 19. 盈利敏感性分析

钽产品价格变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	107.6	60.2
5	53.8	30.1
1	10.8	6.0
(1)	(10.8)	(6.0)
(5)	(53.8)	(30.1)
(10)	(107.6)	(60.2)

资料来源：中银国际研究预测

钽产品销量变动

东方钽业的盈利对于钽产品销量也较为敏感。我们的敏感性分析显示，2010 年公司钽产品销量每上升 1%，盈利将提高 2.1%。

图表 20. 盈利敏感性分析

钽产品销量变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	21.0	12.3
5	10.5	6.2
1	2.1	1.2
(1)	(2.1)	(1.2)
(5)	(10.5)	(6.2)
(10)	(21.0)	(12.3)

资料来源：中银国际研究预测

钽矿价格变动

由于东方钽业自给的钽矿比例很低，因此公司的盈利对于钽矿价格也很敏感。我们的敏感性分析显示，2010 年公司外购钽原料价格每上升 1%，盈利将下降 5.6%。

图表 21. 盈利敏感性分析

外购钽矿价格变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	(56.0)	(33.1)
5	(28.0)	(16.5)
1	(5.6)	(3.3)
(1)	5.6	3.3
(5)	28.0	16.5
(10)	56.0	33.1

资料来源：中银国际研究预测

主要风险分析

所需钽原料大部分外购

我国钽资源禀赋不佳，钽矿床规模小，矿石品位低，嵌布粒度细而分散，多金属伴生，造成难采、难分、难选，回收率低；赋存状态差，大规模露采的矿山较少，多不具备经济开采条件。目前，东方钽业生产所需原料国内供应只占 15% 左右，剩下的需要从国外进口。铌资源则更为缺乏，国内所需铌铁 95% 以上需从国外进口。

公司参股 20% 的福建省南平市闽宁钽铌矿业开发有限公司，氧化钽储量约 4,700 吨，每年钽精矿（25-35% 五氧化二钽）产能约 100 多吨，全部供给公司，我们估计占公司每年所需钽原料的不到 20%，如果按所占权益计算，占全部钽原料需求不到 4%。

钽矿占公司生产成本近 65%，虽然目前公司有充足的钽矿库存，但如果钽矿价格持续上升，对公司未来业绩仍会有负面影响。我们预计 2011 年公司外购钽原料价格每上升 1%，盈利将下降 3.3%。

汇率风险

公司的主导产品 60-70% 销往美国、日本、韩国以及欧洲等国家和地区，因此汇率变动对公司盈利影响较大，但好在公司所需的原料大部分也从国外进口，使得汇率风险得到较大程度对冲。我们预计 2010 年人民币升值 1%，公司盈利将下降 1.8%。

图表 22. 盈利敏感性分析

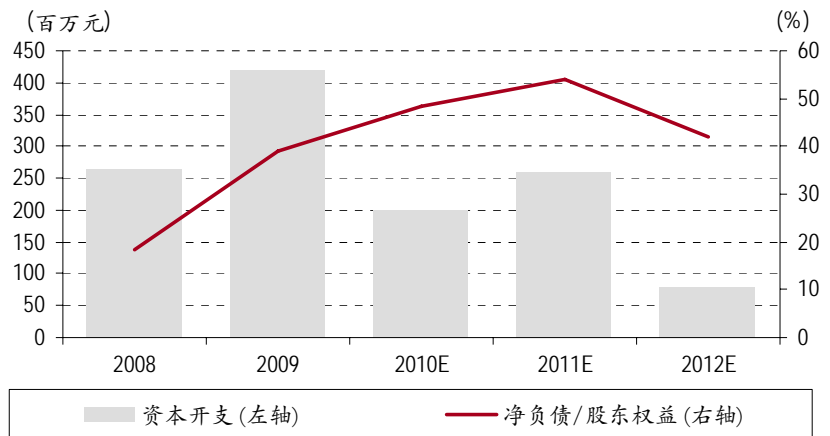
外购钽矿价格变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	(17.8)	(10.3)
5	(8.9)	(5.1)
1	(1.8)	(1.0)
(1)	1.8	1.0
(5)	8.9	5.1
(10)	17.8	10.3

资料来源：中银国际研究预测

债务负担有所加重

我们预计随着公司钛材等项目的资本投入，公司的净负债/股东权益比率将由 2009 年底的 39% 增加至 2011 年底的 58%，这使得公司的债务负担有所加重。

图表 23. 资本开支与净负债/股东权益比率



资料来源：公司数据，中银国际研究

产品升级及替代风险

由于钽粉比容越高，钽丝越细，单位钽电容器所用钽材料成本就会降低。因此，未来从需求和竞争的角度看，仍会是一个钽粉追求高比容、钽丝追求细化的过程。由于钽粉比容越高，制造越复杂、单位重量钽粉所耗钽精矿原料就越多，会使钽粉、钽丝生产企业成本增加，如果增加的成本不能通过产品价格调高来消化，会影响企业的盈利水平。

另外，如果电子产品终端厂家以牺牲产品的可靠性和高档次，或纯粹从降低成本出发，一部分钽电容器将会被其它类型的电容器所替代，比如陶瓷电容器、铝电容器、铌电容器等。虽然如此，但由于在可预见的未来，我们仍将继续看到电子产品的微型化和处理速度的提高，因此钽电容器市场仍将继续增长。

附录一、钽铌行业概览

钽——“金属王国”的多面手

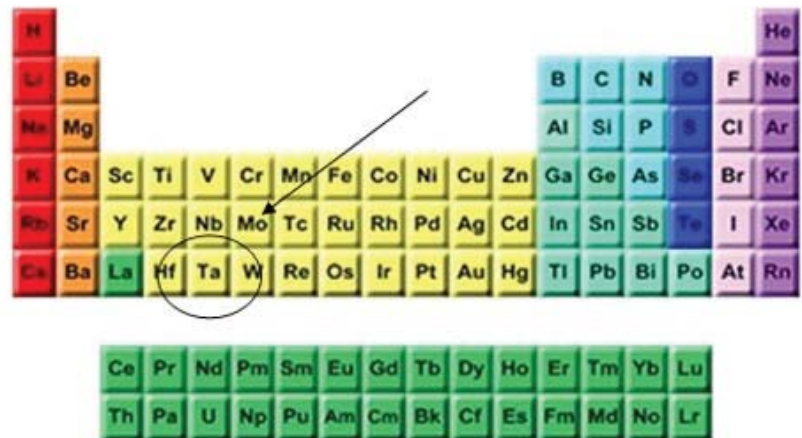
1804年, Anders Gustaf Ekeberg 发现了钽, 并用宙斯之子 Tantalus 来命名这种新元素。作为 73 号元素, 钽在元素表中位于铌的正下方。

钽是一种略呈蓝色的浅灰色金属, 钽的质地十分坚硬, 硬度可以达到 6-6.5。钽有极高的熔点——2996°C, 仅次于铼和钨。钽富有延展性, 可以拉成细丝或制成薄箔。其热膨胀系数很小, 每升高一摄氏度只能膨胀百万分之六点六。钽的韧性很强, 比铜还要优异。在低于 150°C 的条件下, 钽是化学性质最稳定的金属之一。与钽能起反应的只有氟、氢氟酸、含氟离子的酸性溶液和三氧化硫。除此之外, 钽在低温下不仅无毒性, 而且能有效防止酸碱的腐蚀。

在制取各种无机酸的设备中, 钽可用来替代不锈钢, 寿命可比不锈钢提高几十倍。此外, 在化工、电子、电气等工业中, 钽可以取代过去需要由贵金属铂承担的任务, 使所需费用大大降低。钽所具有的特性, 使钽在电容器、高温合金、化工和原子能工业、医学等领域有十分广阔的应用前景。

由于钽具有许多奇异的特性, 有着广泛的应用领域, 因此, 被誉为“金属王国”的多面手。

图表 24. 元素周期表



H																	He																												
Li	Be											B	C	N	O	F	Ne																												
Na	Mg											Al	Si	P	S	Cl	Ar																												
K	Ca	Sc	Ti	V	Cr	Mn	Fe	Co	Ni	Cu	Zn	Ga	Ge	As	Se	Br	Kr																												
Rb	Sr	Y	Zr	Nb	Mo	Tc	Ru	Rh	Pd	Ag	Cd	In	Sn	Sb	Te	I	Xe																												
Cs	Ba	La	Hf	Ta	W	Re	Os	Ir	Pt	Au	Hg	Tl	Pb	Bi	Po	At	Rn																												
<table border="1"> <tr> <td>Ce</td><td>Pr</td><td>Nd</td><td>Pm</td><td>Sm</td><td>Eu</td><td>Gd</td><td>Tb</td><td>Dy</td><td>Ho</td><td>Er</td><td>Tm</td><td>Yb</td><td>Lu</td> </tr> <tr> <td>Th</td><td>Pa</td><td>U</td><td>Np</td><td>Pu</td><td>Am</td><td>Cm</td><td>Bk</td><td>Cf</td><td>Es</td><td>Fm</td><td>Md</td><td>No</td><td>Lr</td> </tr> </table>																		Ce	Pr	Nd	Pm	Sm	Eu	Gd	Tb	Dy	Ho	Er	Tm	Yb	Lu	Th	Pa	U	Np	Pu	Am	Cm	Bk	Cf	Es	Fm	Md	No	Lr
Ce	Pr	Nd	Pm	Sm	Eu	Gd	Tb	Dy	Ho	Er	Tm	Yb	Lu																																
Th	Pa	U	Np	Pu	Am	Cm	Bk	Cf	Es	Fm	Md	No	Lr																																

资料来源: 中银国际研究

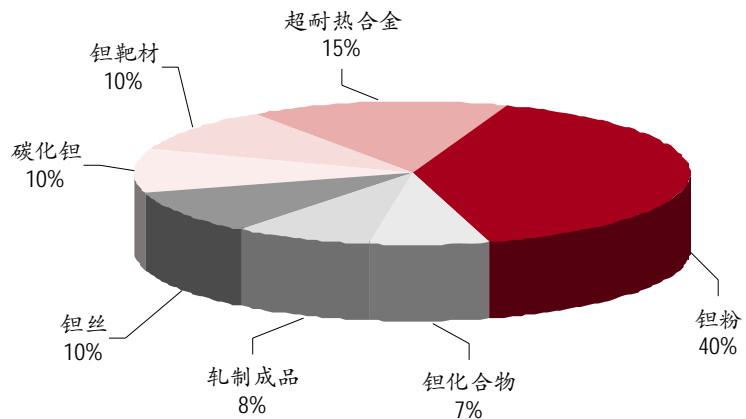
钽的主要应用

钽大部分用于电容器，钽在其他方面的主要用途包括超耐热合金、碳化钽、钽靶材、钽轧制产品、钽化合物等。

钽主要用于电容器

作为近代才被发现的金属，钽的用途也堪称现代，主要用于电容器等电子产品中。2007年，尽管钽电容只占整个电容市场的3-5%份额，但电容市场对钽丝和钽粉的需求占全球钽需求的50%(约2,000吨钽金属)。而根据USGS的研究，这一比例甚至更高，达到了60%以上。

图表 25. 钽需求分布 (2007 年)

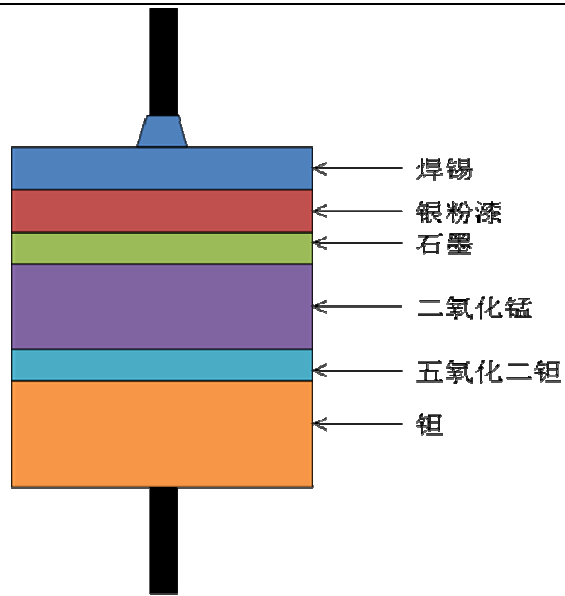


资料来源: Talison

在电子领域，电容器主要用来储藏电荷。在数码电路系统中，电容可以根据需要将能量更快传输。可以这么理解，电容在电路中的作用与水箱在供水系统中的作用类似，后者是在自来水总管和水龙头之间起缓冲作用。

钽电容主要用于以下领域：手机、电脑、数码相机、游戏机、汽车零部件，以及起搏器、助听器等医学器材。

图表 26. 概念化的钽电容

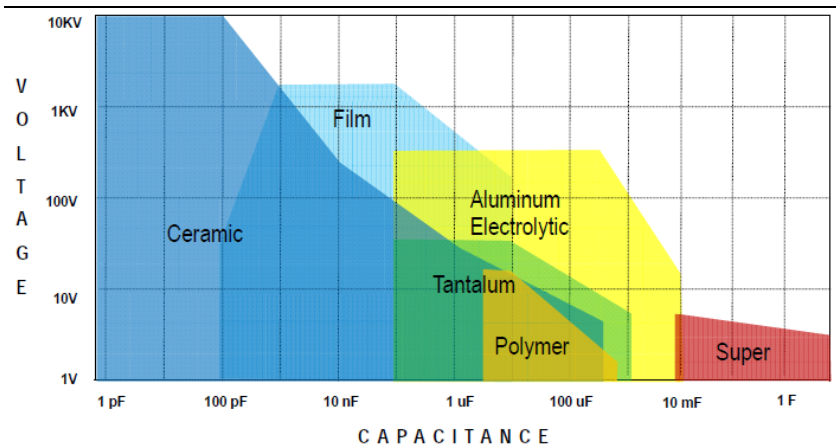


注：上述的概念化钽电容中应用了锰氧化物作为极板，但在现有技术水平下，钽电容运用导电聚合物材料制作极板

资料来源：中银国际研究

钽电容它的性能优异，是电容器中体积小而又能达到较大电容量的产品。钽电容工作温度范围宽，可从-55°C至200°C，在高温下也可以保持电容水平。钽电容可靠性高、漏电低，可抵抗强烈的振动。钽电容器外形多种多样，可制成适于表面贴装的小型 and 片型元件。由于钽电容在工作过程中，具有自动修补或隔绝氧化膜中的疵点所在的性能，使氧化膜介质随时得到加固和恢复其应有的绝缘能力，而不致遭到连续的累积性破坏。这种独特自愈性能，保证了其长寿命和可靠性的优势。

图表 27. 不同电容器比较



资料来源：Kemet

超耐热合金

由于质地坚硬并有很高的熔点，包含钽的合金广泛应用于飞机零部件、飞机引擎及陆用汽轮机上涡轮叶片的生产。由于全球主要的飞机制造商正大批量生产新一代的节油长航程飞机，因此来自于这个行业的钽需求在未来几年将呈现稳步增长。

碳化钽

和碳化钨一样，钽碳化物应用于钻头和切割片制作，这方面主要是用于汽车行业。

钽靶材

钽靶材用于半导体装置和液晶显示技术，可保持铜基半导体或玻璃外层的金属涂层。

钽轧制产品

钽可以制成片状、线状、及管状，从而能广泛应用于不同的领域，主要包括：高炉零部件，人工髋关节及缝合夹（人体对钽不会产生反应），抗腐蚀器材及军事用品。例如，用于枪筒涂层及 EFP (炸成型侵彻体) 的衬板等领域，在 EPF 中，衬板的密度是非常重要的。

钽化合物

钽化合物主要用于相机镜头，印刷机器及 X 光胶片中。

铌的主要应用

钽铌属难熔稀有金属，它们的物理化学性质很相似，在自然界中总是相互伴生。铌的热中子俘获截面小，抗酸和液态金属腐蚀能力强，具有超导性能等一系列特性。

铌的主要产品有铌铁、铌镍、铌粉、铌条、铌及其合金锭、铌及其合金加工材（板、带、管、棒、线）、氧化铌（工业、光玻、高纯）、碳化铌、铌酸锂单晶等。

在冶金工业中，铌主要用于生产高强度低合金钢、不锈钢、耐热钢、间隙钢、碳钢、工具钢、轨道钢、铸造钢。铌在这些合金中除保持其耐高温和抗腐蚀等性能外，还起到细化晶粒和固溶强化作用，能有效提高钢材在高温下的强度、硬度，改善钢材的加工和焊接性能，防止钢材在恶劣的工作环境中被腐蚀和发生脆裂等。全世界 90% 左右的铌用于钢铁工业。

将钽或铌添加到镍、钴、铁基合金中或以钽、铌为基添加其它金属元素可生产超合金，超合金是航天航空发动机、陆基气流涡轮发动机、现代武器、恶劣工业环境设施的重要结构材料。

钽、铌靶材用于半导体装置和液晶显示技术，氧化铌、铌粉、铌丝用于制造陶瓷电容器和铌电容器，钽酸锂单晶和铌酸锂单晶用于制作声表器件和光通讯元件。

在机械工业中，用碳化钽、碳化铌等硬质合金制造的刀具、钻具等工具能经受近 3,000°C 的高温，其硬度可与金刚石媲美。

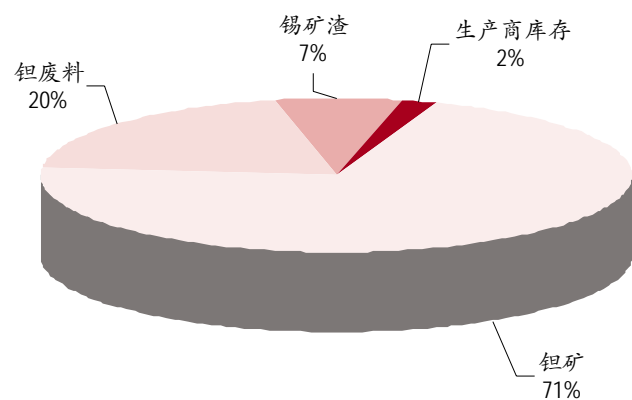
在化学工业中，钽铌是优质耐酸和耐液态金属腐蚀的材料，可用于蒸煮器、加热器、冷却器和各种器件器皿等。

此外，钽铌金属及其合金可用作原子能反应堆包壳材料、高能物理超导装置和医学外科手术材料等。

钽原料供给

目前钽原料的供应主要来源于钽矿，除此之外，部分需求通过回收钽废料和从锡矿渣提取钽以及生产商库存来得以满足。据 USGS 统计，美国 30% 的需求是通过从进口的钽废料中提取钽来满足的，而美国从 1959 年即停止了钽矿开采。

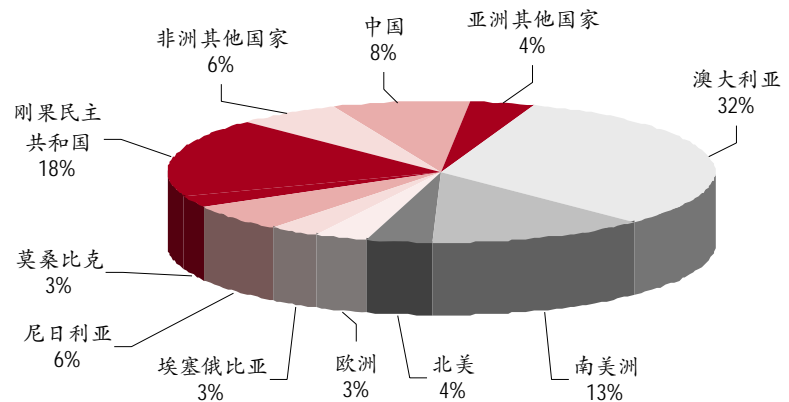
图表 28. 钽供应占比 (2008 年估计)



资料来源: Talison

全球钽矿采选在地理位置上比较集中，但并非所有重要的钽开采企业都在钽矿供应最稳定的地区。08年占世界30%份额的澳大利亚钽精矿主要是来源于 Talison 的 Wodgina 钽矿，非洲的钽精矿最多是来源于 Noventa 在莫桑比克的 Marropino 钽矿，这是全球第二大钽矿。

图表 29. 钽矿供应分布



资料来源: CABOT

图表 30. 08 年主要钽矿开采

国家	矿山	产量-五氧化二钽 (磅)	所有者
澳大利亚	Wodgina	1300000	Talison
莫桑比克	Marropino	200-300,000	Noventa
埃塞俄比亚	Kenticha	100-170,000	国有
巴西	Pitinga	150-200,000	Parapananema
巴西	Mibra	100,000	Metallurg
中国	宜春	>120,000	中国五矿集团
中国	南京	116000	五矿及深圳九威行公司
加拿大	Tanco	150000	Cobot

资料来源: CABOT

除上述矿区外，还有相当一部分生产是来源于巴西和非洲的小型矿山，特别是在刚果民主共和国、莫桑比克、纳米比亚、尼日利亚以及津巴布韦。

图表 31. 全球新开发的主要钽矿

矿山	所属公司	国家	资源量 (吨, Ta205)	计划年产量 (吨, Ta205)	投产时间
Abu Dabbab	Gippsland	埃及	11,125	295	2011
BlueRiver	Commerce Resources	加拿大	12,870	453.6	2011-2013 年, 未确定具体时间
Ghurayyah	Tertiary Minerals	沙特阿拉伯	95,000	272.4	原计划 2010 年底完成建设, 但因更新勘探许可证问题而推迟, 新时间还未定

资料来源: 中银国际研究

钽加工商

目前全球的钽加工商主要分为这几类:

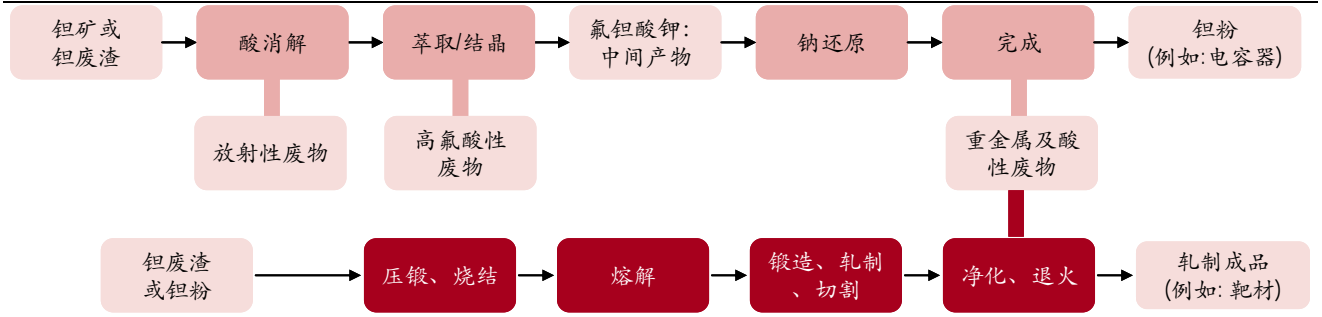
图表 32. 全球的钽加工商

加工商分类	生产过程	主要企业
一体化的加工商	从矿石到高纯产品	Cabot, 东方钽业和 Starck
中间产品生产商	从矿石到氧化物	中国的九江有色金属冶炼厂和株洲硬质合金厂
钽粉生产商	从氟碳酸钾等中间产品到钽粉的生产商	Niotan Melters
	从钽粉和钽废料到高纯产品的生产商	Allegheny Wah Chang, Tokyo Electron
冶金加工	通过切削、混和、成型等步骤进一步加工成用户需要的金属产品	Rembar, Titan

资料来源: CABOT

附录二、钽产品生产工艺流程

图表 33. 钽生产工艺流程图



资料来源: 中银国际研究

附录三、财务数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,131	1,122	1,528	2,284	2,611
销售成本	(953)	(1,002)	(1,323)	(1,941)	(2,212)
经营费用	(59)	(7)	(20)	(47)	(47)
息税折旧前利润	119	112	185	296	352
折旧及摊销	(57)	(76)	(82)	(95)	(116)
经营利润(息税前利润)	62	36	102	202	237
净利息收入(费用)	(19)	(25)	(33)	(26)	(26)
其他收益/(损失)	17	31	9	9	9
税前利润	60	43	78	184	219
所得税	(4)	(8)	(12)	(28)	(33)
少数股东权益	3	3	0	0	0
净利润	59	38	66	157	186
核心净利润	59	38	66	157	186
每股收益(人民币)	0.152	0.106	0.186	0.439	0.523
核心每股收益(人民币)	0.152	0.106	0.186	0.439	0.523
每股股息(人民币)	0.094	0.059	0.104	0.245	0.292
收入增长(%)	27	(1)	36	49	14
息税前利润增长(%)	(15)	(42)	182	97	17
息税折旧前利润增长(%)	(8)	(6)	64	60	19
每股收益增长(%)	49	(31)	76	136	19
核心每股收益增长(%)	49	(31)	76	136	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	369	408	550	330	475
应收帐款	225	265	303	453	518
库存	782	962	937	1,219	1,267
其他流动资产	286	224	271	397	453
流动资产总计	1,663	1,859	2,062	2,400	2,713
固定资产	676	960	1,079	1,246	1,212
无形资产	54	30	28	26	25
其他长期资产	36	33	27	27	28
长期资产总计	765	1,022	1,134	1,300	1,265
总资产	2,428	2,881	3,196	3,700	3,977
应付帐款	193	555	529	776	885
短期债务	420	294	180	180	180
其他流动负债	93	228	266	398	455
流动负债总计	706	1,077	975	1,354	1,519
长期借款	200	582	950	950	950
其他长期负债	148	20	20	20	20
股本	356	356	356	356	356
储备	982	836	885	1,010	1,122
股东权益	1,339	1,193	1,241	1,366	1,479
少数股东权益	36	10	10	10	10
总负债及权益	2,428	2,881	3,196	3,700	3,977
每股帐面价值(人民币)	3.76	3.35	3.48	3.83	4.15
每股有形资产(人民币)	3.60	3.26	3.40	3.76	4.08
每股净负债/(现金)(人民币)	0.70	1.31	1.63	2.24	1.84

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	60	43	78	184	219
折旧与摊销	57	76	82	95	116
净利息费用	19	25	33	26	26
运营资本变动	(498)	363	(86)	(179)	(3)
税金	(19)	(22)	32	(28)	(33)
其他经营现金流	(2)	(14)	(1)	(1)	0
经营活动产生的现金流	(383)	471	139	98	325
购买固定资产净值	(282)	(397)	(200)	(260)	(80)
投资减少/增加	33	70	1	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(250)	(327)	(199)	(260)	(80)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	465	255	255	0	0
支付股息	(36)	(29)	(18)	(31)	(74)
其他融资现金流	226	(333)	(34)	(26)	(26)
融资活动产生的现金流	656	(106)	203	(58)	(101)
现金变动	23	39	142	(220)	145
期初现金	346	369	408	550	330
公司自由现金流	(633)	145	(61)	(162)	245
权益自由现金流	(185)	374	160	(188)	219

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	10.5	10.0	12.1	13.0	13.5
息税前利润率	5.5	3.2	6.7	8.8	9.1
税前利润率	5.4	3.8	5.1	8.1	8.4
净利率	5.2	3.4	4.3	6.9	7.1
流动性(倍)					
流动比率	2.4	1.7	2.1	1.8	1.8
利息覆盖率	3.3	1.5	3.1	7.6	9.0
净权益负债率(%)	18.2	38.8	46.4	58.1	44.0
速动比率	1.2	0.8	1.2	0.9	1.0
估值(倍)					
市盈率	95.3	137.5	78.0	33.0	27.7
核心业务市盈率	95.3	137.5	78.0	33.0	27.7
目标价对应核心业务市盈率	130.0	187.6	106.5	45.1	37.8
盈率					
市净率	3.9	4.3	4.2	3.8	3.5
价格/现金流	(14.6)	11.0	37.3	52.8	15.9
企业价值/息税折旧前利润	45.7	50.1	31.1	20.1	16.5
周转率					
存货周转天数	240.1	317.5	262.0	202.8	173.7
应收帐款周转天数	59.4	79.8	67.9	60.5	67.9
应付帐款周转天数	52.7	121.8	129.6	104.3	116.1
回报率(%)					
股息支付率	57.0	55.7	55.7	55.7	55.7
净资产收益率	4.6	3.0	5.4	12.0	13.1
资产收益率	2.8	1.1	2.9	5.0	5.2
已运用资本收益率	3.7	1.8	4.6	8.2	9.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

东方钨业 (000962.SZ/人民币 14.51, 买入)

格林美 (002340.SZ/人民币 53.70, 未有评级)

贵研铂业 (600459.SS/人民币 24.92 持有)

宝钛股份 (600456.SS/人民币 19.88, 未有评级)

西部材料 (002149.SZ/人民币 18.72, 未有评级)

宁波韵升 (600366.SS/人民币 15.06, 未有评级)

中科三环 (000970.SZ/人民币 13.12, 未有评级)

博云新材 (002297.SZ/人民币 22.30, 未有评级)

以 2010 年 7 月 23 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 7 月 22 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371