

“改革+创新”红利兑现，业绩快速增长

2023 年 04 月 12 日

➤ **事件概述:** 2022 年，公司实现营收 9.86 亿元，同比增长 24.09%；归母净利润 1.71 亿元，同比增长 111.05%；扣非归母净利润 1.20 亿元，同比增长 73.49%。2022Q4，公司实现营收 2.62 亿元，同比增加 43.36%，环比增加 11.78%；归母净利润 0.36 亿元，同比增加 873.99%，环比增加 6.59%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比增加 227.54%，环比减少 48.81%。

➤ **点评：“改革+创新”红利兑现，业绩快速增长。**

2022 年归母净利润同比增长 111.05%，主要系改革带来费用减少，西材院稳步增长投资收益增加，处置北京房产资产处置收益增加，汇率变动带来汇兑收益；单季度看，Q4 归母净利润环比增加 6.59%，主要系毛利略微提升以及费用减少。

➤ **量:** 公司加强市场开拓，2022 年主要产品产、销量同比增长明显，主导产品钨粉、钨丝产销两旺，分别同比增长 27%、24%，外销均创十年来最好水平；半导体靶材用超高纯冶金级钨粉销量实现“飞跃式”增长，市占率提升。

➤ **新品开发:** 开展医疗用多孔钨 3D 打印技术攻关，实现多孔钨植入样件销售；突破 Ta-W 基金属粉末制备技术，实现新品销售；开展钨钨合金喷管精密加工与涂层技术深度攻关，成功应用于我国商业航天领域；高纯钨靶用超高纯钨粉实现销售；辐照监督管用高纯钨箔成功应用于核电领域，实现国内首次零突破；12 英寸钨靶坯完成试验样测试评价并实现批量销售。

➤ **核心看点:** 1) **市场化激励改革成效显著，焕发国企新生。** 公司积极推行各类中长期激励政策激发员工生产积极性，公司经营业绩创 10 年来最好水平。2) **创新研发不断突破，增强发展动能。** 公司立足钨丝钨粉主业，积极拓展高温合金、半导体钨靶材、钨医疗用产品、射频超导腔等高端领域应用，未来有望多点开花。3) **定增实现产能扩充支撑长期成长。** 公司定增项目拟对火法冶炼产能、制品加工产能以及射频超导腔产能进行扩充，支撑不断提升的开发新品产能需求。4) **西材院业绩稳步成长增厚公司利润。** 2022 年，西材院实现营收 17.20 亿元，同比增加 255.32%，净利润 2.49 亿元，同比增加 44.79%；公司取得投资收益 7,938.58 万元，同比增加 68.27%，公司利润得到增厚。

➤ **投资建议:** 公司作为传统国企代表，通过积极实施市场化激励改革和持续进行创新研发双管齐下，老国企面貌焕然一新，提质增效效果显著，新品应用不断推出；公司作为国内钨钨钨行业龙头，钨丝钨粉主业稳步成长，同时在高端应用领域不断推出新品增添成长动能，伴随定增项目在产能端进行配套扩充，公司有望实现多点开花，业绩未来可期。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.99/2.30/2.63 亿元，对应 4 月 12 日股价，2023-2025 年 PE 分别为 26/23/20 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 原材料价格波动风险、新品研发不及预期、下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	986	1159	1350	1546
增长率 (%)	24.1	17.5	16.4	14.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	171	199	230	263
增长率 (%)	111.1	16.9	15.3	14.5
每股收益 (元)	0.39	0.45	0.52	0.60
PE	31	26	23	20
PB	3.5	3.1	2.7	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 12 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

11.94 元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

研究助理 李挺

执业证书: S0100122090040

邮箱: liting@mszq.com

相关研究

1. 东方钨业 (000962.SZ) 深度报告: “改革” + “创新” 双轮驱动，钨业龙头的新生-2023/01/29

目录

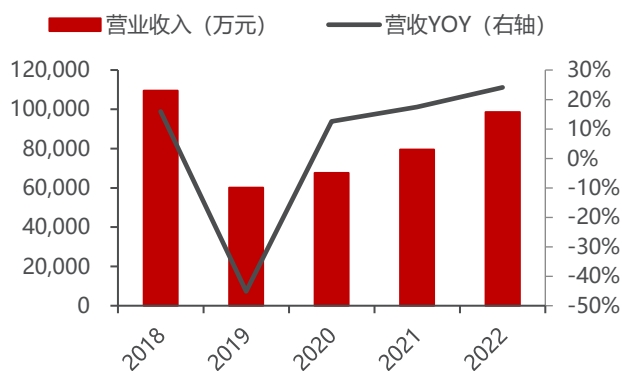
1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 点评：“改革+创新”红利兑现，业绩快速增长	4
2.1 主导产品销售显著增长，业绩同比快速提升	4
2.2 2022Q4 费用下降，公司业绩稳步增长	6
3 核心看点：钽铌龙头地位稳固，创新助力未来多点开花	9
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司发布 2022 年年报

公司发布 2022 年报：2022 年，公司实现营业收入 9.86 亿元，同比增长 24.09%，归母净利润 1.71 亿元，同比增长 111.05%，扣非归母净利润 1.20 亿元，同比增长 73.49%。业绩增长主要系：1) 公司加强市场开拓，2022 年主要产品产、销量与 2021 年相比增长明显，营业收入同比增加；2) 西材院净利润比去年同期增长，公司投资收益增加；3) 提质增效，降本节支，费用端减少；4) 2022 年公司转让了部分闲置固定资产（北京房产）产生收益。

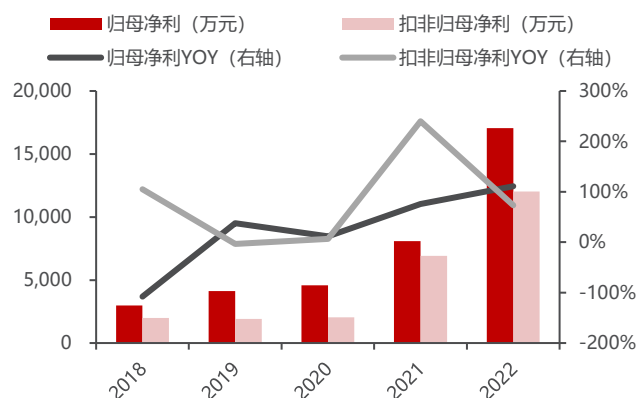
2022Q4，公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增加 43.36%，环比增加 11.78%。归母净利润 0.36 亿元，同比增加 873.99%，环比增加 6.59%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比增加 227.54%，环比减少 48.81%。

图1：2022 年公司实现营收 9.86 亿元



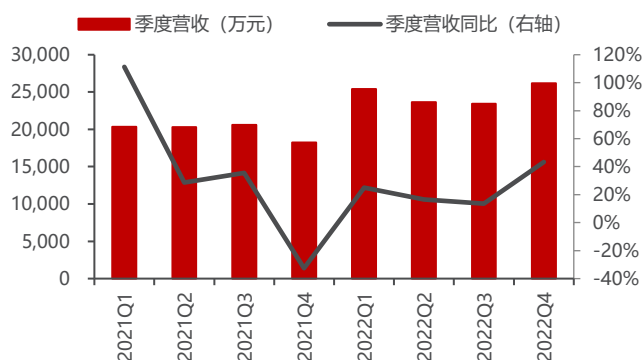
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年公司实现归母净利润 1.71 亿元



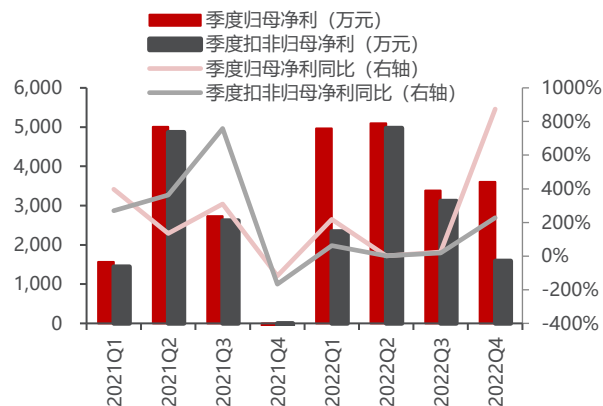
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4 公司实现营收 2.62 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4 公司实现归母净利润 0.36 亿元



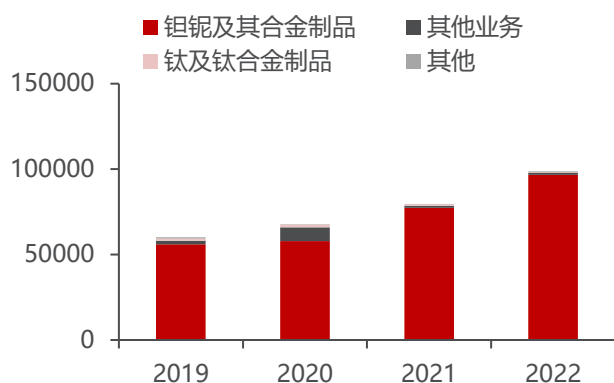
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：“改革+创新”红利兑现，业绩快速增长

2.1 主导产品销售显著增长，业绩同比快速提升

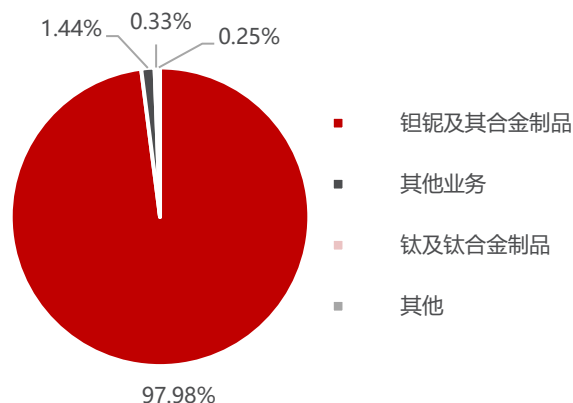
2022年，公司实现营收9.86亿元，同比增长24.09%。分产品来看，公司钽铌及其合金制品收入9.66亿元，同比增长24.80%，占比总营业收入97.98%；钛及钛合金制品收入321.34万元，同比减少60.63%，占比总营业收入0.33%。分地区来看，国内销售收入3.92亿元，同比减少1.50%，占总营业收入39.79%；国外销售收入为5.94亿元，同比增加49.82%，占总营业收入60.21%。

图5：2019-2022 公司分产品营收变化（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

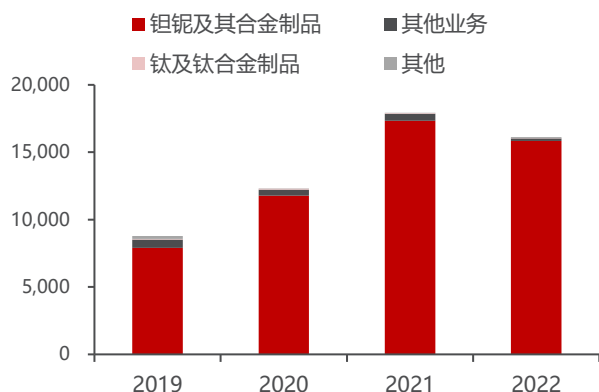
图6：2022 年公司产品收入结构



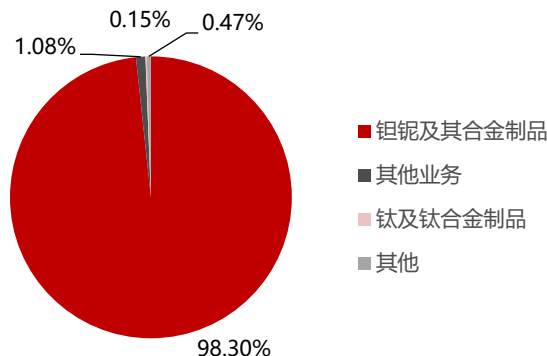
资料来源：wind，民生证券研究院

2022年，公司实现毛利1.61亿元，同比减少10.02%，其中钽铌及其合金制品毛利为1.59亿，同比减少8.52%，占比总毛利98.30%；钛及钛合金制品毛利为24.43万元，同比减少43.74%，占比总毛利0.15%。

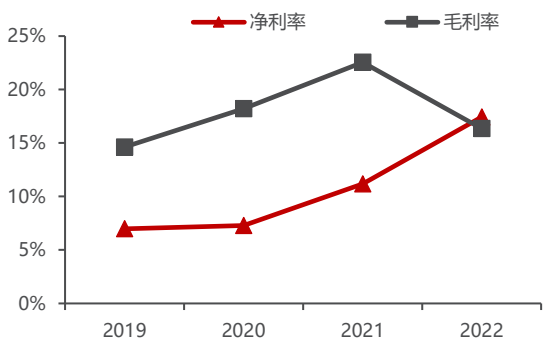
2022年，公司毛利率下降6.20pct到16.35%，净利率增加6.24pct到17.43%。分产品来看，钽铌及其合金制品毛利率为16.40%，同比下降5.98pct；钛及钛合金制品毛利率为7.60%，同比增加2.28pct。

图7：2019-2022 公司产品毛利 (单位：万元)


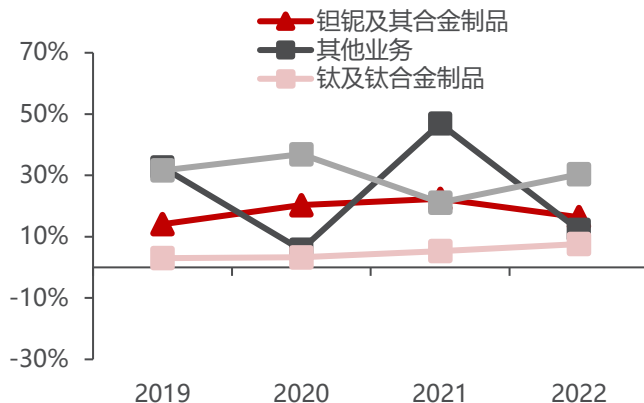
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022 年公司产品毛利结构


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2019-2022 公司毛利率及净利率变化


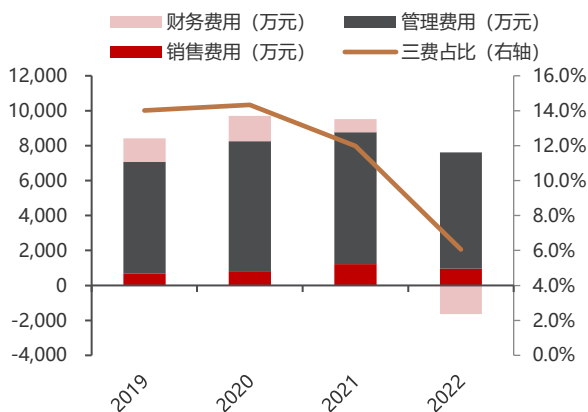
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2019-2022 公司分产品毛利率变化


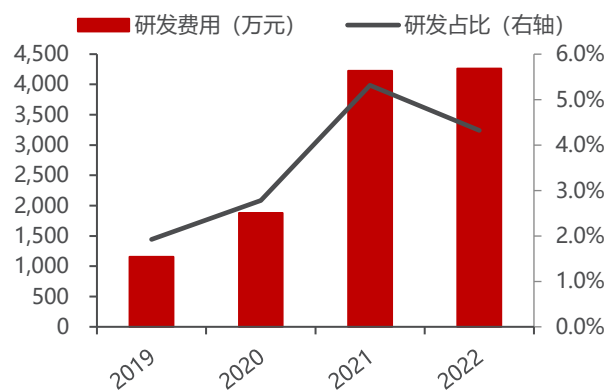
资料来源：wind，民生证券研究院

费用方面，公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重稳步下降，研发费用稳步提升。期间费用：2022 年公司期间费用为 1.02 亿元，期间费用率下降 6.91pct 到 10.38%，其中销售费用同比下降 21.01%至 968.97 万元，主要系销售运费核算方式及出口信保费用支付方式变化，影响销售费用同比减少；管理费用同比下降 11.57%至 6640.61 万元，主要系修理费核算方式变化影响；财务费用同比下降 317.50%至 1632.92 万元，主要系报告期内汇率变化影响汇兑收益增加；研发费用略微增加 0.90%到 4262.37 万元，主要系报告期内加大技术开发力度，研发投入增加所致。**投资收益：**2022 年，公司投资收益 7,938.58 万元，同比增加 68.27%，主要系报告期权益法核算的参股公司损益调整及处置其他非流动金融资产影响。

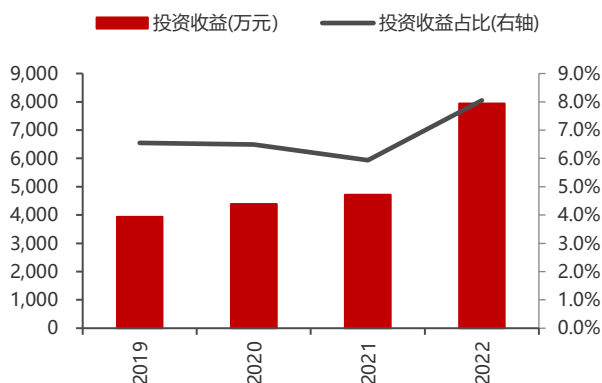
综合来看，2022 年业绩同比增长主要系费用减少以及投资收益大幅增加。增利项主要来自其他/投资收益等 (+6215 万元)、费用和税金 (+3405 万元)、减值损失等 (+524 万元)，减利项主要来自毛利 (-1795 万元)、所得税 (-34 万元)、少数股东损益 (-71 万元)、营业外收支 (-21 万元)。

图11: 公司三费 (管理、销售、财务) 情况


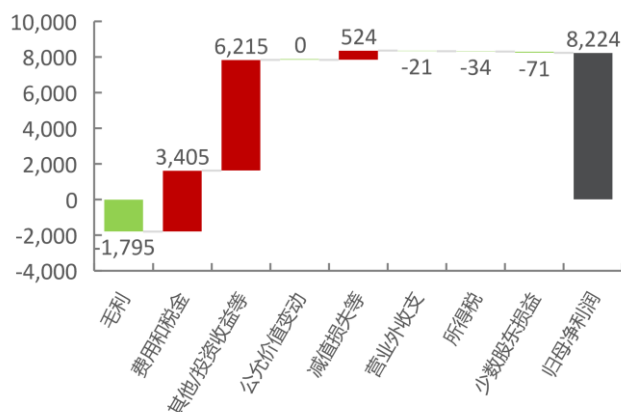
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 公司研发费用率情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022 年公司投资收益情况


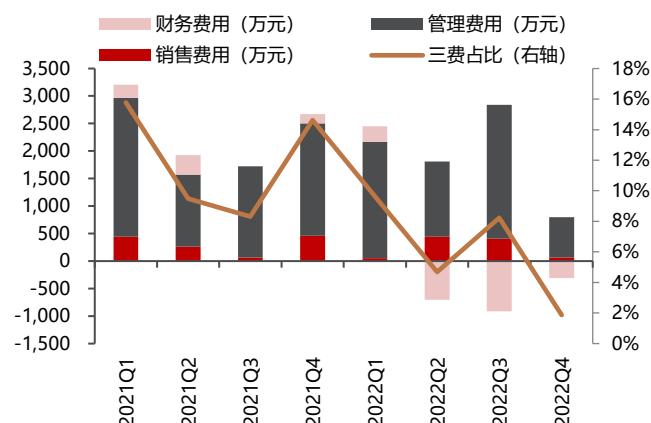
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2022 年公司归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)


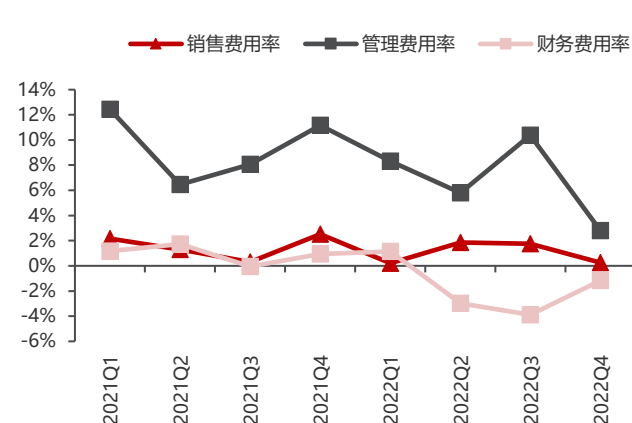
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 2022Q4 费用下降, 公司业绩稳步增长

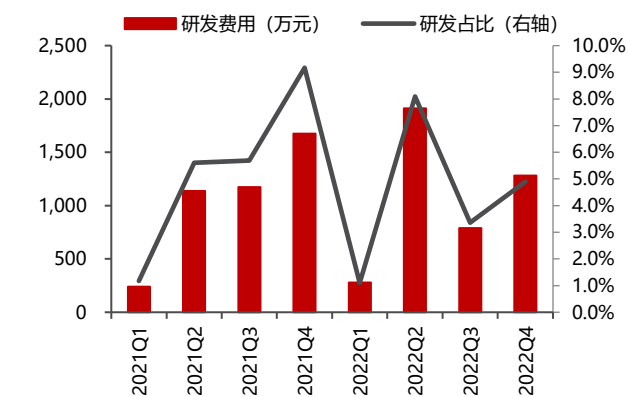
2022Q4, 公司期间费用率环比下降 4.82pct 至 6.77%, 其中销售费用率环比下降 1.5pct 到 0.2%, 管理费用率环比下降 7.6pct 到 2.8%, 财务费用率环比提升 2.7pct 到 -1.2%, 研发费用率环比提升 1.5pct 至 4.9%。公司毛利率环比下降 1.22pct 至 14.21%, 净利率环比下降 0.49pct 至 14.02%。

图15: 公司分季度三费 (管理、销售、财务) 情况


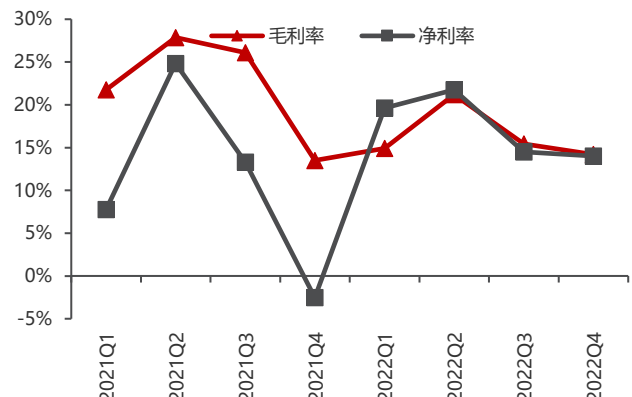
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 公司分季度费用率情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 公司分季度研发费用率情况


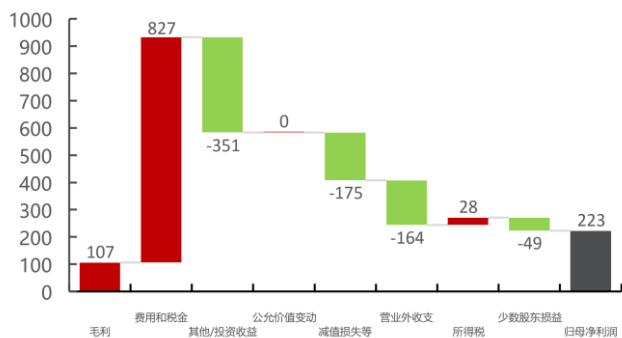
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 公司分季度毛利率与净利率情况


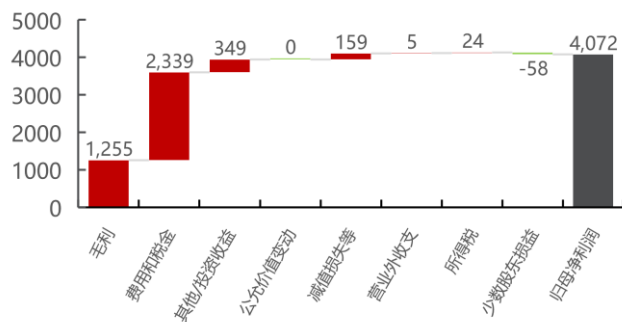
资料来源: wind, 民生证券研究院

同比来看, 2022Q4 v.s. 2021Q4: 2022Q4, 公司归母净利润同比增加 873.99%。增利项主要在于毛利 (+1255 万元)、费用和税金 (+2339 万元)、其他/投资收益等 (+349 万元)、减值损失等 (+159 万元)、营业外收支 (+5 万元)、所得税 (+24 万元); 减利项主要在于少数股东损益 (-58 万元)。

环比来看, 2022Q4 v.s. 2022Q3: 2022Q4, 公司归母净利润环比增加 6.59%。增利项主要在于毛利 (+107 万元)、费用和税金 (+827 万元)、所得税 (+28 万元); 减利项主要在于其他/投资收益等 (-351 万元)、减值损失等 (-175 万元)、营业收支 (-164 万元)、少数股东损益 (-49 万元)。

图19: 2022Q4 归母净利润环比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2022Q4 归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点：钽铌龙头地位稳固，创新助力未来多点开花

东方钽业深耕钽铌行业近 60 年，是国内唯一的覆盖钽铌矿石的湿法冶炼、火法冶炼以及钽粉、钽丝、射频超导腔等钽铌制品制备的全流程生产企业，钽铌业务行业领先，为世界钽铌行业三强之一。

市场化改革焕发老国企新生：公司近年积极推行各项市场化改革措施，加快现代企业制度体系建设，包括灵活开展各类中长期激励政策激发员工发展潜能，实施“三个不低于”薪酬激励与专项奖励机制强化薪酬与业绩紧密挂钩。正向激励改革措施成效也十分显著，员工“主人翁”意识大大增强，企业发展动能得到提升，公司盈利显著向好创 10 年来最好水平，母公司中色东方经营业绩更是创 57 年来最好水平。

自主创新突破高端应用增添成长新动力：公司围绕钽铌铍业务不断做精做强，公司在核工程、航空航天、集成电路等高端领域实现创新突破，包括高压高比容钽粉、12 英寸钽靶材、高端医疗用钽材料、钽射频超导腔、高温涂层、铍铝合金、ITER 铍材、铍窗口材料等，解决了众多制约我国发展的“卡脖子”问题，公司未来成长有望多点开花。

定增项目有望实现产能扩充支撑长期成长：公司发布定增预案拟对火法冶炼产能、制品加工产能进行扩充，包括火法冶金项目拟新增熔炼产品产能 180t/年、熔铸产品产能 140t/年、锻造通过量 6018t/年，制品项目达产后钽铌板带制品产能预计将达到 70t/年；超导腔项目拟新增钽超导腔 70 支/年达到年产 100 只钽超导腔产能。公司定增项目聚焦钽铌主业高端化路线，预计定增项目达产后公司产能将得到有力补充，未来成长得到有力支撑。

西材院为国内唯一铍材研究加工基地，稳步增长增厚公司利润：持股 28%的西材院为国内唯一铍材研究加工基地，铍金属业务主要对接国防军工领域，主要产品应用于航天航空、核工业等领域，其子公司中色新材料承接铍金属非军工业务，覆盖铍铜业务、电子浆料以及靶材等。西材院业绩成长迅速，2022 年西材院实现营收 17.20 亿元，同比增加 255.32%，净利润 2.49 亿元，同比增加 44.79%。

4 盈利预测与投资建议

公司作为传统国企代表，通过积极实施市场化激励改革和持续进行创新研发双管齐下，老国企面貌焕然一新，提质增效效果显著，新品应用不断推出；公司作为国内钽铌铍行业龙头，钽丝钽粉主业稳步成长，同时在高端应用领域不断推出新品增添成长动能，伴随定增项目在产能端进行配套扩充，公司有望实现多点开花，业绩未来可期。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.99/2.30/2.63 亿元，对应 4 月 12 日股价，2023-2025 年 PE 分别为 26/23/20 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格波动风险。公司主要原材料为钽矿石、铌矿石等，原材料价格的波动或影响公司的毛利和净利水平。

2) 新品研发不及预期。新品研发进展存在不确定性，或影响公司认证进度从而最终影响公司业绩。

3) 下游需求不及预期。国内外疫情因素或导致经济复苏节奏缓慢，从而影响下游消费意愿导致上游材料放量不及预期，影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	986	1159	1350	1546
营业成本	825	940	1094	1253
营业税金及附加	7	8	8	9
销售费用	10	14	13	15
管理费用	66	81	88	96
研发费用	43	46	51	57
EBIT	54	92	121	145
财务费用	-16	4	4	3
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	79	99	115	124
营业利润	174	201	232	266
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	173	201	232	266
所得税	1	1	1	1
净利润	172	201	232	265
归属于母公司净利润	171	199	230	263
EBITDA	109	151	186	213

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	249	256	322	373
应收账款及票据	229	159	185	212
预付款项	26	28	33	38
存货	422	515	600	687
其他流动资产	72	9	9	9
流动资产合计	998	967	1148	1317
长期股权投资	606	705	819	943
固定资产	251	245	241	237
无形资产	59	50	57	63
非流动资产合计	1001	1076	1186	1306
资产合计	1999	2043	2334	2624
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	135	0	45	51
其他流动负债	137	115	129	144
流动负债合计	272	115	174	195
长期借款	151	151	151	151
其他长期负债	71	71	71	74
非流动负债合计	221	221	221	225
负债合计	493	336	396	420
股本	441	441	441	441
少数股东权益	11	12	13	15
股东权益合计	1506	1707	1939	2204
负债和股东权益合计	1999	2043	2334	2624

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.09	17.53	16.43	14.52
EBIT 增长率	16.81	71.67	32.05	19.74
净利润增长率	111.05	16.92	15.31	14.46
盈利能力 (%)				
毛利率	16.35	18.91	18.92	18.93
净利润率	17.29	17.20	17.04	17.03
总资产收益率 ROA	8.53	9.76	9.85	10.03
净资产收益率 ROE	11.40	11.76	11.95	12.03
偿债能力				
流动比率	3.67	8.40	6.59	6.74
速动比率	1.99	3.60	2.91	2.99
现金比率	0.92	2.22	1.85	1.91
资产负债率 (%)	24.66	16.47	16.95	16.02
经营效率				
应收账款周转天数	60.15	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	186.60	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.54	0.57	0.62	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.45	0.52	0.60
每股净资产	3.39	3.85	4.37	4.96
每股经营现金流	0.14	0.08	0.30	0.27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	31	26	23	20
PB	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	47.26	34.21	27.46	23.75
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	172	201	232	265
折旧和摊销	56	59	64	68
营运资金变动	-48	-118	-56	-97
经营活动现金流	61	35	132	118
资本开支	8	-18	-56	-61
投资	10	0	0	0
投资活动现金流	18	-18	-56	-61
股权募资	3	0	0	0
债务募资	51	0	0	0
筹资活动现金流	56	-10	-10	-7
现金净流量	141	7	66	51

插图目录

图 1: 2022 年公司实现营收 9.86 亿元.....	3
图 2: 2022 年公司实现归母净利润 1.71 亿元.....	3
图 3: 2022Q4 公司实现营收 2.62 亿元.....	3
图 4: 2022Q4 公司实现归母净利润 0.36 亿元.....	3
图 5: 2019-2022 公司分产品营收变化 (单位: 万元)	4
图 6: 2022 年公司产品收入结构.....	4
图 7: 2019-2022 公司产品毛利 (单位: 万元)	5
图 8: 2022 年公司产品毛利结构.....	5
图 9: 2019-2022 公司毛利率及净利率变化.....	5
图 10: 2019-2022 公司分产品毛利率变化	5
图 11: 公司三费 (管理、销售、财务) 情况.....	6
图 12: 公司研发费用率情况.....	6
图 13: 2022 年公司投资收益情况.....	6
图 14: 2022 年公司归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)	6
图 15: 公司分季度三费 (管理、销售、财务) 情况.....	7
图 16: 公司分季度费用率情况.....	7
图 17: 公司分季度研发费用率情况	7
图 18: 公司分季度毛利率与净利率情况.....	7
图 19: 2022Q4 归母净利润环比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 20: 2022Q4 归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026