

非晶带材有望获突破

买入(维持)

事件:

公司今日公告称,拟与国网电力科学研究院签署《共同设立合资公司的框架协议》,公司以现有4万吨非晶带材、6万吨非晶带材项目的前期投入以及万吨级非晶项目等的评估作价出资,公司持股51%;而国网电科院以现金方式出资,最终出资不超过6.5亿元,持股49%。

点评:

- 公司非晶带材有望获得突破。**公司前期投产的4万吨非晶带材项目,虽然进展一直低于预期,今年产量预计在1.5-2.0万吨,但较去年全年增长100%以上,显示了较好的发展趋势。如今再度与国网合作,预示公司非晶带材技术难关有望攻克,未来10万吨的产能规划,有望提升公司非晶带材业务的毛利率水平和盈利空间。
- 非晶带材需求有保障。**根据电网线损的统计分析,变压器铁损占总损耗的70%左右,因此降低变压器铁损是降低配电网电能损耗的主攻方向和节能的重要环节。研究数据表明,非晶合金变压器的空载损耗值与同容量的其他型变压器相比,可降低损耗70-80%左右,符合国家未来节能政策,其需求有望快速增长。我们预计未来几年新增和更换变压器近150万台,按占配电变压器20%的比例计算,未来几年非晶合金变压器的年均增量为30万台,根据经验,生产一台315KVA非晶合金变压器要使用约500公斤的非晶带材,这样可以推测未来几年我国非晶带材年需求量将达到15万吨,市场空间巨大。同时国网与置信的合作也为公司未来产品销售奠定了良好的基础。
- 预计2011年EPS 0.36元,维持“买入”评级。**该合作项目短期对公司业绩没有影响,我们维持公司2011-2013年EPS为0.36元、0.45元和0.60元,对应动态PE分别为59倍、47倍和35倍。长期来看,随着10万吨产能的最终投产,目前的毛利率有望大幅提升,我们按25%的毛利水平假设,全部达成后可增厚业绩约0.15元,即公司非晶带材每增加1万吨,可增厚业绩约0.02-0.03元,维持“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3130.96	3524.67	5114.44	6298.07	7583.36
同比增长率	4.35%	12.57%	45.10%	23.14%	20.41%
净利润	171.17	219.24	312.87	388.77	511.04
同比增长率	15.45%	28.09%	42.71%	24.26%	31.45%
每股收益(元)	0.20	0.26	0.36	0.45	0.60

分析师:

闵丹(S1180511010010)

电话: 010-88085977

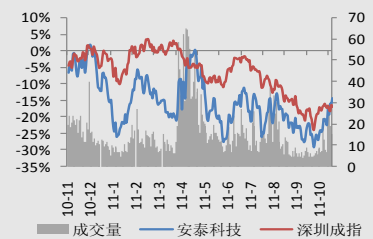
Email: mindan@hysec.com

刘喆(S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

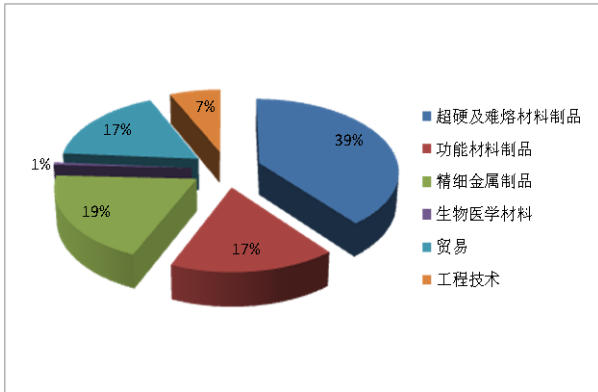
总股本: 亿	8.55
流通股本: 亿	8.54
第一大股东	中国钢研科技集团有限公司
第一大股东持股比例	41.16

数据来源: 宏源证券

相关研究

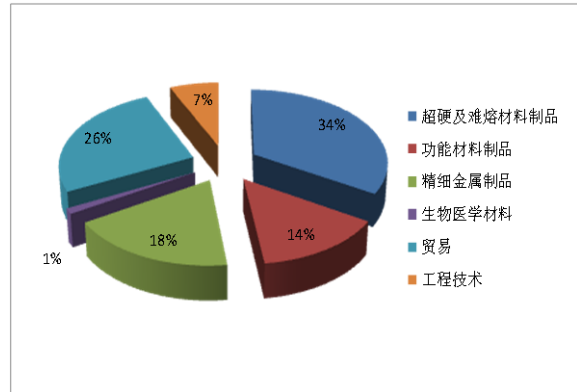
宏源证券*公司报告*稀土全产业链规划初现雏形	08.18
宏源证券*公司报告*战略地位明确,技术实力突出	08.06
宏源证券*公司报告*做强传统业务,瞄准战略新兴	06.24

图 1: 2010 年公司主营业务收入构成



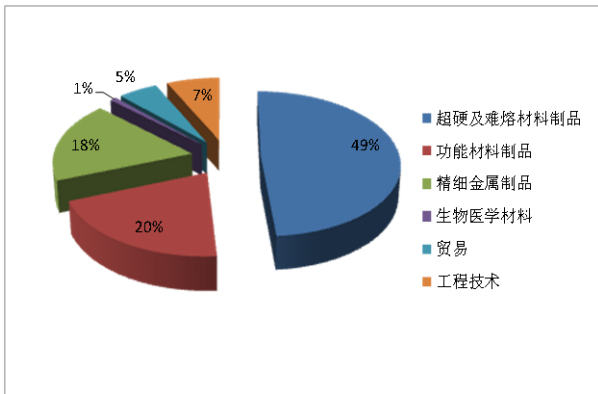
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 2009 年公司主营业务收入构成



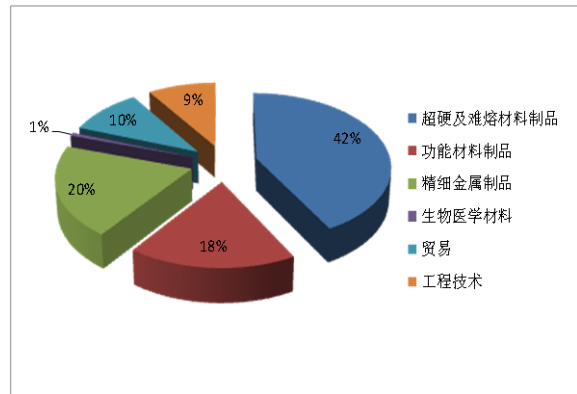
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 2010 年公司营业利润构成



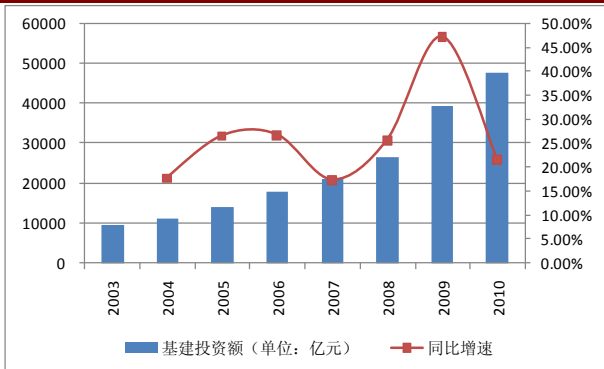
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 2009 年公司营业利润构成



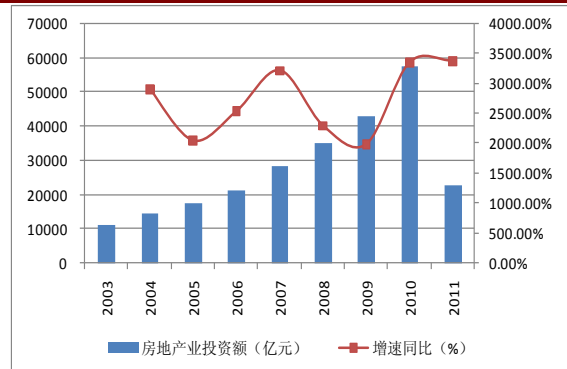
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 5: 我国基建投资额及增速



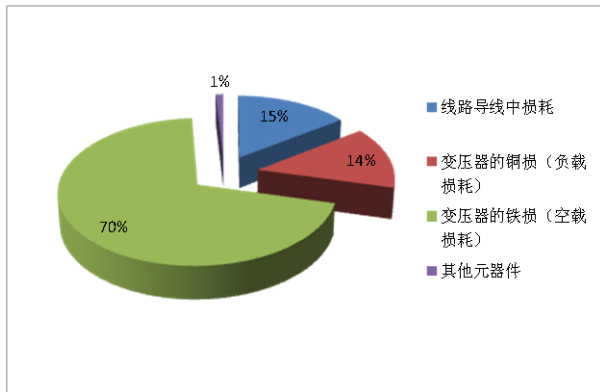
资料来源: Wind, 宏源证券

图 6: 我国房地产行业投资额及增速



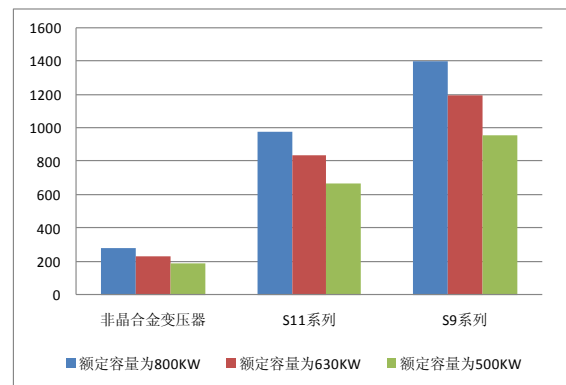
资料来源: Wind, 宏源证券

图 7: 配电网线损构成比例



资料来源: 宏源证券

图 8: 非晶合金变压器与硅钢变压器空载损耗 (单位 W)



资料来源: 宏源证券

表 1: 主要产品产量及毛利率假设

	2011E	2012E	2013E
产量假设			
非晶带材 (万吨)	1.5	2.5	4.0
高速工具钢 (万吨)	2.8	3.6	4.0
药芯焊丝 (万吨)	5.5	6.5	7.0
磁性材料 (吨)	1800	2500	3500
毛利率假设			
非晶带材	15%	20%	22%
高速工具钢	20%	20%	20%
药芯焊丝	16%	16%	16%
磁性材料	25%	25%	25%

数据来源: 宏源证券研究所

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3524.67	5114.44	6298.07	7583.36
增长率 (%)	12.57%	45.10%	23.14%	20.41%
归属母公司股东净利润	219.24	312.87	388.77	511.04
增长率 (%)	28.09%	42.71%	24.26%	31.45%
每股收益 (EPS)	0.26	0.36	0.45	0.60
每股经营现金流	0.18	-0.37	1.39	-0.08
销售毛利率	16.53%	17.27%	17.95%	18.74%
销售净利率	7.18%	7.46%	7.57%	8.27%
净资产收益率 (ROE)	7.19%	9.49%	10.77%	12.72%
投入资本回报率 (ROIC)	7.98%	9.69%	9.52%	12.79%
市盈率 (P/E)	73	51	41	31
市净率 (P/B)	5	5	4	4

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3524.67	5114.44	6298.07	7583.36
减: 营业成本	2942.06	4230.98	5167.77	6162.15
营业税金及附加	10.64	15.34	18.89	22.75
营业费用	90.66	127.86	157.45	189.58
管理费用	149.79	255.72	333.80	417.09
财务费用	20.51	30.56	52.71	46.57
资产减值损失	18.36	10.16	12.52	15.07
加: 投资收益	4.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	297.31	443.80	554.94	730.16
加: 其他非经营损益	1.85	5.08	6.26	7.54
利润总额	299.17	448.88	561.19	737.69
减: 所得税	46.00	67.33	84.18	110.65
净利润	253.16	381.55	477.02	627.04
减: 少数股东损益	33.92	68.68	88.25	116.00
归属母公司股东净利润	219.24	312.87	388.77	511.04

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	775.06	1022.89	1259.61	1516.67
应收和预付款项	1168.20	2494.58	1999.83	3388.99
存货	880.46	1605.32	1430.84	2189.53
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	130.71	130.71	130.71	130.71
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2023.58	1943.52	1854.81	1725.13
无形资产和开发支出	349.42	311.33	273.23	235.13
其他非流动资产	9.01	4.51	0.00	0.00
资产总计	5336.44	7512.84	6949.04	9186.16
短期借款	212.00	462.91	577.62	808.10
应付和预收款项	1091.63	2121.46	1805.73	2884.87
长期借款	389.45	987.24	225.20	627.86
其他负债	127.17	127.17	127.17	127.17
负债合计	1820.25	3698.78	2735.72	4448.00
股本	854.87	854.87	854.87	854.87
资本公积	1452.08	1452.08	1452.08	1452.08
留存收益	741.01	991.30	1302.32	1711.15
归属母公司股东权益	3047.96	3298.26	3609.27	4018.10
少数股东权益	468.23	536.91	625.16	741.16
股东权益合计	3516.19	3835.17	4234.43	4759.26
负债和股东权益合计	5336.44	7533.95	6970.15	9207.27

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	153.16	-317.31	1192.22	-72.45
投资性现金净流量	-536.64	-182.10	-193.45	-173.82
筹资性现金净流量	302.86	747.24	-762.04	503.32
现金流量净额	-84.97	247.83	236.73	257.06

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。