

2011年11月24日

安泰科技

集团稀土战略平台，节能新材料非晶带材即将腾飞

买入
A 000969.SZ - 人民币 20.53
 目标价格:人民币 24.30

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

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(%)	(11)	17	3	(12)
相对新华富时A50指数(%)	3	16	10	3

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	859
流通股(%)	58.54
流通股市值(人民币 百万)	10,323
3个月日均交易额(人民币 百万)	233
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
中国钢研科技集团有限公司	40.97

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文荣为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

安泰科技是国内领先的金属新材料龙头企业, 公司脱胎于钢研集团, 研发和产业化实力超群。母公司钢研集团成功控股山东微山湖稀土矿, 有望从资源领域保障公司稀土产业发展。此外由于公司稀土永磁产品起点高、起步快和实力强, 公司极有可能成长为母公司稀土产业一体化战略平台。公司非晶带材产能位列全球第二、国内第一。非晶带材各项性能优异, 是新一代配电变压器铁芯首选节能新材料。为进一步打通非晶产品上下游, 公司将与国网电科院深度合作, 公司亦有望借此机会替代进口材料成为国内非晶变压器主要原料供应商。考虑到公司稀土和非晶带材将面临重大发展机遇, 难熔、粉末冶金等高端产品陆续投产, 我们对公司业绩提升空间较为乐观。我们预测公司 11-13 年每股盈利为 0.38、0.63 和 0.88 元。我们给予 24.30 元的目标价, 首次评级为买入。

支持评级的要点

- 控股股东钢研集团控制山东稀土资源, 有望从资源层面保障公司稀土业务发展。
- 公司与国网电科院合作将进一步打通非晶带材产业链。
- 脱胎于中国钢研集团, 研发和科技产业化经验超群。

评级面临的主要风险

- 非晶带材成材率较低, 有待进一步提高。
- 较高多元化程度削弱了公司投资和经营集中度。

估值

- 考虑到稀土和非晶带材为主的 6 大业务发展潜力, 我们给予公司约 38.5 倍的 2012 年市盈率估值, 对应目标价为 24.30 元, 首次评级为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,131	3,525	4,381	5,952	7,428
变动(%)	-	13	24	36	25
净利润(人民币 百万)	171	219	325	543	758
全面摊薄每股收益(人民币)	0.199	0.255	0.379	0.632	0.882
变动(%)	-	28.1	48.4	66.9	39.6
核心每股收益(人民币)	0.199	0.255	0.379	0.632	0.882
调整幅度(%)	-	28.1	48.4	66.9	39.6
全面摊薄市盈率(倍)	103.0	80.4	54.2	32.5	23.3
核心市盈率(倍)	103.0	80.4	54.2	32.5	23.3
每股现金流量(人民币)	1.02	0.17	0.96	0.99	1.88
价格/每股现金流量(倍)	20.2	122.5	21.4	20.7	10.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.3	40.8	30.8	19.3	13.6
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.114	0.190	0.265
股息率(%)	0.7	1.0	0.6	0.9	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

公司背景.....	3
有望成为集团稀土整合平台	6
借力国网研究院，非晶带材有望提速.....	7
焊接、粉末冶金、难熔、纳米晶材料多点开花	12
股权激励有效保障和促进公司盈利提升.....	14
主要风险.....	15
盈利和估值 - 高端产品陆续增产	16
研究报告中所提及的有关公司	18

公司背景

安泰科技是我国新材料研发和生产领先企业。公司脱胎于中国钢研科技集团，在新材料领域具有雄厚的研发实力、科技成果产业化经验和人员储备。公司产品涵盖高速工具材料、焊接材料、粉末冶金材料、金刚石工具、金属磁性材料以及新能源等6大新材料领域。

“十二五”期间，公司将重点打造“清洁能源用先进材料及制品”、“特种材料、制品及装备”和“超硬材料及工具”等三大优势业务板块。我们认为稀土永磁和非晶带材有望长成为重中之重。

公司金属磁性材料除可以生产以钕铁硼为代表的硬磁，还可生产主要应用于军工领域的具有更高技术含量的软磁。

值得注意的是，2011年8月中旬，母公司钢研集团筹划控股山东微山湖稀土40%的股权。安泰科技作为集团旗下稀土钕铁硼永磁产业主要平台，有潜力成为稀土产业一体化整合平台，我们相信钢研集团未来将在稀土资源领域给予安泰科技有力的支持。

此外目前公司非晶带材4万吨产能仅次于日立金属位居全球第二，国内第一。2011年11月，为进一步推动公司非晶带材产业发展，公司公告将与国网电力科学研究院成立合资公司，以加快电力用非晶材料的产业化，以及相关核心技术与产品的研究与开发等进程。

公司难熔材料分公司是以冶金部钢铁研究总院难熔合金研究室的全部人员和资产为基础组建而成，研发实力超群，因而公司难熔产品长期居于公司明星产品之列。

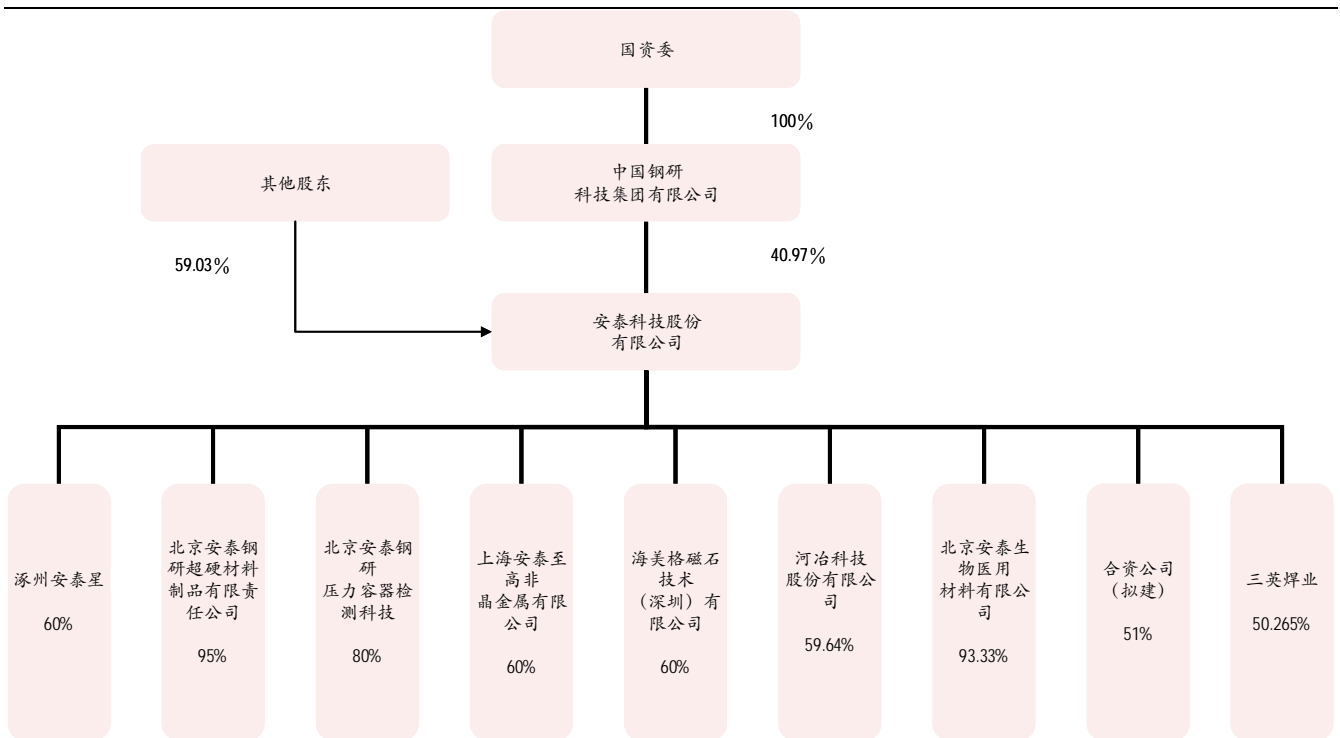
图表 2. 主要产品情况

业务类型	主要产品	主要用途	市场占有率
超硬及难熔材料	难熔材料	航空航天的高温耐蚀部件、冶金冶炼和轧制挤压加工、玻璃工业的石英玻璃熔融、放射性医疗、微特电机结构部件、以及IT产业的电子封装材料等	精细难熔制品：80% 溅射靶材：5% 热等静压技术：90%
	高速工具钢	机械、工具、航空、军工、汽车、冶金等行业	30%
	金刚石锯片	道路、桥梁和建筑墙体的施工及有色金属切割等	5%
金属功能材料	非晶材料	高压电气、低压电气、电力电子等领域	20-35%
	稀土永磁功能材料	汽车摩托车电器、各种家用电器的电子元器件、通信产业的程控交换机和各种微特电机的磁体等	6-8%
精细金属制品	焊接材料	造船、建筑等行业	15-20%
	特种合金	各种动力设备的关键部件及广泛用做室温乃至高温下具有耐腐蚀、高强度的部件	10%左右
	粉末冶金材料及制品	环保、机械精密制造	5%
生物医用材料	生物医用材料	用于口腔、介入性治疗	35%
先进制造技术及工业工程	轧机及配套设备	工程装备领域	精密冷轧带钢轧机：20% 液压缸及伺服系统产品：30%

资料来源：公司数据

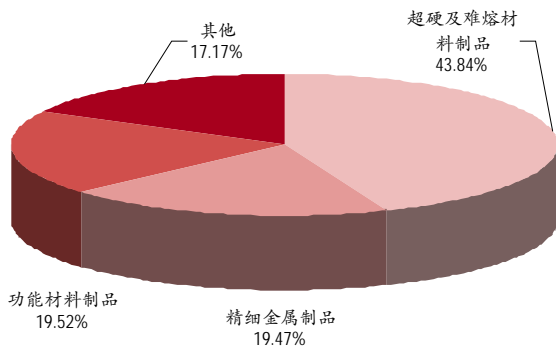
据公司 2011 年中报数据，超硬及难熔材料制品，精细金属制品，功能材料制品分别占营业收入比重为 43.8%、19.47%和 19.52%。

公司控股股东中国钢研科技集团有限公司持有公司 40.97% 的股权，公司实际控制人为国资委。

图表 3. 公司股权和主要控股公司结构图


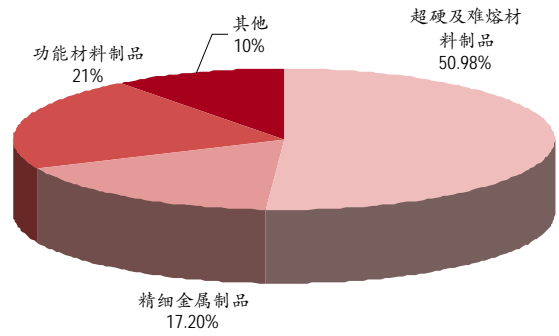
资料来源：公司数据

图表 4. 2011 年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 5. 2011 年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据

有望成为集团稀土整合平台

依托钢研集团强大研发实力，公司稀土永磁材料产品起步早、起点高。总的来说，在烧结、粘结稀土永磁材料及制品领域，公司的综合实力位于国内前三名。

公司不仅可以生产以钕铁硼为代表的硬磁，更可批量供应主要应用于军工领域的具有更高技术含量的软磁。公司钕铁硼材料主要供应 VCM (音圈电机)、风力电机、核磁共振和汽车等中高端下游产业。

虽然公司在稀土永磁领域拥有强大的研发和生产实力，但长期以来缺乏上游矿产资源。在稀土矿藏资源价值逐步体现的背景下，公司及控股公司已逐步认识到这一短板或将成为公司稀土永磁业务发展障碍之一。

2011年8月，公司控股母公司钢研集团在稀土资源领域取得重大突破：钢研集团与微山华能公司、崔庄煤矿公司、航天产业基金签署《山东微山湖稀土有限公司股权转让及增资扩股协议》；并与山东省微山县政府签署《中国钢研微山稀土科技产业园合作协议》。

山东微山湖稀土有限公司主要从事微山湖矿轻稀土原料的开采。根据公告信息，微山湖矿也是山东省唯一的稀土资源生产基地，位列国内三大轻稀土基地之一。本次股权转让及增资扩股后，钢研集团将控股微山湖稀土 40% 的股权。

控股微山湖稀土后，钢研集团拟在山东微山经济开发区投资建设稀土产业园，项目规划建设占地约 280 亩，主要建设微山稀土材料工程研究中心、稀土抛光粉、永磁及储氢合金专用稀土金属原材料及稀土产业园配套公共设施等项目。

作为集团旗下主要稀土产业平台，我们预计母公司钢研集团有动力在矿产领域为公司发展提供坚实保障。同时公司也有潜力发展为集团旗下重要甚至唯一稀土产业平台。我们对公司钕铁硼等稀土业务发展前景较为乐观。

图表 6. 钕铁硼产能产量预测

(吨)	2011E	2012E	2013E
产能	2,000	2,000	2,000
产能利用率 (%)	80	90	100
产量	1,600	1,800	2,000

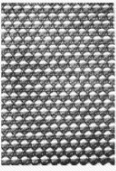
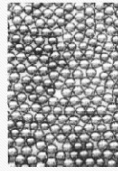
资料来源：公司数据，中银国际研究

借力国网研究院，非晶带材有望提速

非晶变压器节能、环保，综合成本优势明显

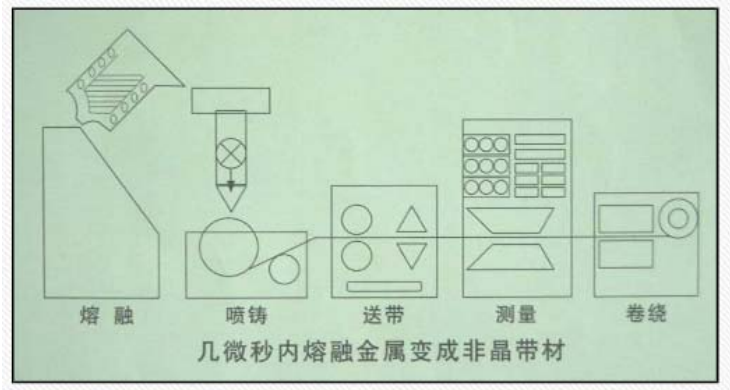
物质就原子的排列方式而言，可以分为晶体和非晶体。晶体中原子排列整齐有序，而非晶体则杂乱无章。目前为获得非晶态金属，业内一般将金属与其它物质混合以形成合金，以便在冷却时较为容易的获得合金。

图表 7. 晶体和非晶体差异

	晶体	非晶体
原子排列	整齐有序	混乱
图示		
例子	食盐、钻石、普通的钢铁	液体、气体、玻璃、塑料

资料来源：西安交通大学，中银国际研究

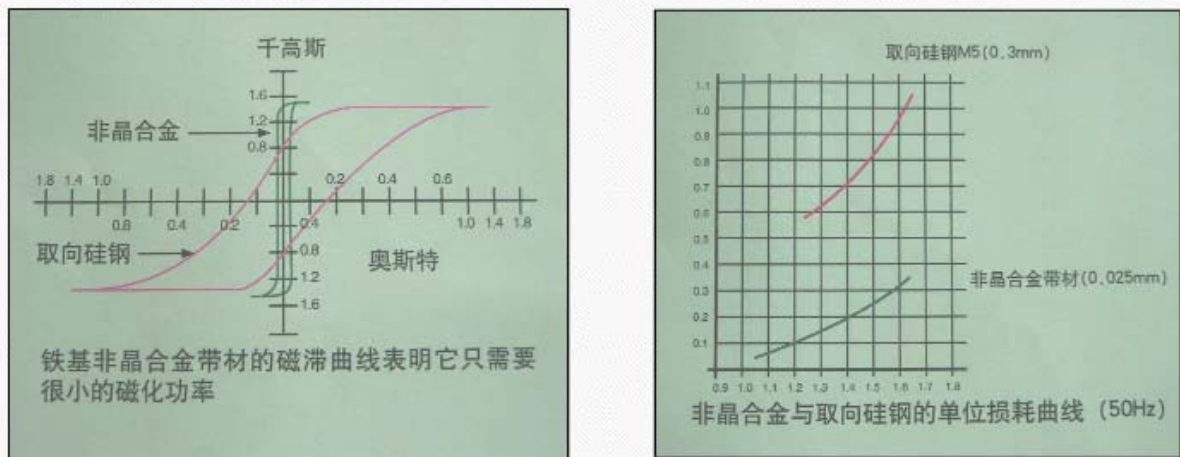
图表 8. 非晶带材生产流程



资料来源：西安交通大学，中银国际研究

非晶态合金作为新一代高新技术材料，具有高效、低损耗、高导磁等优异物理性能。非晶态合金的大规模应用符合电子元器件向高频、高效、节能、小型化方向发展的趋势。

目前非晶合金在配电变压器中替代传统取向硅钢以降低电力系统自身空载耗能的应用较为成熟。尤其是在具有间歇性和空载严重的电力系统中(例如：公路、城市基础设施及住宅小区等电力负荷波动较大的领域)，非晶变压器具有无可比拟的节能效果。据《非晶合金变压器的应用前景》论文数据，以SEC公司(美国超导能源公司)生产的 500KVA非晶合金变压器为例，其和S9型变压器的空载损耗分别为 190W和 900W，空载损耗显著下降 80%，空载电流也能下降 80%左右，节能效果十分显著。

图表 9. 非晶合金和取向硅钢磁化性能比较


资料来源：西安交通大学，中银国际研究

图表 10. 部分非晶带材与取向硅钢变压器性能比较

型式	KVA	非晶合金					取向硅钢				
		空载损耗 (W)	负载损耗 (W)	空载电流 (%)	阻抗 (%)	重量 (kg)	空载损耗 (W)	负载损耗 (W)	空载电流 (%)	阻抗 (%)	重量 (kg)
单相	10	12	102	0.31	1.6	318	29	111	0.6	1.8	300
	15	16	141	0.27	1.9	422	41	143	0.7	1.9	321
	25	18	330	0.15	2.5	441	57	314	0.36	2.5	406
	50	29	455	0.13	2.7	719	87	462	0.23	3.2	709
	75	37	715	0.09	3.3	994	122	715	0.38	3	821
	100	49	944	0.09	3	1,131	162	933	0.21	2.6	961
三相	75	51	925	0.14	4	2,030	142	956	0.31	4.1	2,000
	150	90	1,397	0.1	3.9	2,870	227	1,429	0.24	3.5	2,900
	300	165	1,847	0.1	3.9	4,360	425	2,428	0.14	5.1	3,600
	500	230	3,282	0.09	4.8	6,090	610	3,589	0.18	4.6	4,900
	750	327	4,468	0.07	5.75	6,600	713	5,602	0.15	5.75	6,800
	1,000	419	5,626	0.07	5.75	8,200	1,033	6,839	0.17	5.75	7,000

资料来源：《变压器》，中银国际研究

非晶变压器由于体积大、使用的铜等其它原材料较高，导致一次销售平均价格成本较取向硅钢变压器高约 30%，这也是非晶变压器虽然节能性能优越但目前推广程度不高的主要原因。然而如果考虑到节省电力等因素，那么非晶变压器总体性价比优于硅钢变压器(以 SEC 公司 500KVA 的非晶变压器而言，一般 5-10 年可收回增加的成本，相对于平均 30 年的使用寿命，节省成本的空间十分惊人)。

图表 11. 非晶带材和 S9 系列变压器年运行费用差异数据(假设电费为 0.65 元/kwh)

容量(KVA)	S9 年运行电费(元)	非晶合金年运行电费(元)	年节约电费(元)
200	12,796	9,615	3,181
250	14,279	10,519	3,760
315	17,654	13,255	4,399
400	20,226	15,222	5,004
500	24,979	18,539	6,440
630	29,504	22,115	7,389
800	34,076	26,150	7,926
1000	38,380	30,327	8,053
1250	47,202	36,171	11,031
1600	57,003	43,726	13,277

资料来源：西安交通大学，中银国际研究

节能环保东风助推非晶带材快速发展

由于在全球范围内仅有日立金属掌握了大规模批量生产非晶带材的能力，而安泰科技产量相对较小尚不能满足国内大规模需求。因而为了使国内企业(主要是安泰科技)能有更充足的时间提升技术水准以批量生产，我国电网“十一五”规划中并未考虑大规模推广非晶变压器。

我国电力系统于“十一五”期间开始重点推广新一代 S11 取向硅钢变压器，据估计目前 S11 以及更为耗能的 S9 变压器仍然占据我国配电变压器领域 90% 以上的市场份额。就 2009 年来分析，当年我国新增变压器容量高达 12.6 亿 KVA，增速达 8.9%，其中配电变压器占 22% 左右。而新增配电变压器中，非晶合金变压器仅约占 5%。而在全球范围内，美国、加拿大、墨西哥、日本、印度、韩国等国家和台湾地区均有大量非晶合金变压器挂网运行。其中日本政府从 2000 年开始逐步提高非晶合金变压器的上网比例，到 2005 年日本已规定所有配变必须使用非晶合金变压器，在配电领域彻底淘汰相对高耗能的硅钢变压器。

目前我国已将节能环保产业提高至国家支柱产业的战略高度，同时我国地域广袤，二三线城市和广大城镇乡村地区电力系统普遍具有较大的间歇性和空载情况。我们认为国家在电网“十二五”规划中将会着重落实节能环保这一战略，非晶变压器未来将长期享有政策红利扶持。

截至 2010 年，我国配电网存量变压器约为 31 亿 KVA，其中 90% 以上都是 S9、S11 等高耗能型变压器，假如未来 10 年中有 15% 的替换为非晶合金变压器，则需 4.70 亿 KVA，折合 315KVA 变压器 150 余万台。如按每台变压器需消耗 500 公斤非晶带材估算，则累计需要非晶带材 75 万吨。

除现有配电变压器更替外，新增配电网对非晶变压器的需求更为惊人。据统计，截至 2009 年年底我国发电装机容量约为 8.7 亿千瓦，预计到 2020 年将翻一翻达 16 亿千瓦。考虑到前期我国配电网建设落后，以及未来 10 年配电变压器需求增长将更为迅猛。如我们保守的按配电变压器和新增装机容量成正比测算，预计未来十年新增配电变压器容量将高达 26 亿 KVA，若 20-30% 采用非晶带材变压器，则需要 5-8 亿 KVA 非晶变压器。如按平均每台变压器 315KVA 计算，则需要 150-251 万台非晶变压器，75-125 万吨非晶带材。

如将未来十年新增电网和存量电网非晶变压器需求分摊，则我国每年将会需要 15-20 万吨非晶带材，远高于目前我国非晶带材的总产能，更远远高于产量。可以说非晶带材市场面临爆发式增长的机会。

联盟国网电科院，协同效应逐步展现

安泰科技是国内外非晶带材技术和生产龙头企业。2011 年公司非晶带材产能 4 万吨，高居国内首位。我们预计 2010 年公司产能利用率约为 35% 左右，但即使如此公司非晶和纳米晶材料国内市场占有率也高达 20-35%。

在国际上，公司产能也仅落后于日立金属(日立金属 2009 年产能达 8 万吨，规划 2015 年至 15 万吨)。为进一步巩固全球非晶带材领域的领先地位，公司也有将产能扩张至 6 万吨的长期规划。

更为吸引人的是，2011 年 11 月 15 日公司公告将与国网电力科学研究院强强联合，共同成立合资子公司(安泰科技控股 51%)以更好地推进电力用非晶材料的产业化进程。

目前国内非晶变压器用非晶带材主要采购于日本日立金属，国产化率较低。此次公司和国网电科院合资将推动公司产品与国网产品更好地融合。

此外国内非晶变压器龙头企业置信电气也于同日公告，国网电科院将通过增发方式成为其控股股东(控股 24.28%)。

我们认为这一系列产业整合举措，已清晰地表明了国网公司在“十二五”期间推进非晶带材的战略规划。借此东风，公司产品极有希望顺利切入国网系统，顺利替代进口非晶带材。我们看好公司未来非晶带材盈利增长空间。

我们预测 2011 年公司全年可生产非晶带材约 1.4 万吨，2012 年可实现 60%的产能利用率，2013 年产能利用率可达 70%。

图表 12. 非晶带材产能产量预测

(万吨)	2011E	2012E	2013E
产能	4.0	4.0	4.0
产能利用率 (%)	35	50	70
产量	1.4	2.0	2.8

资料来源：中银国际研究

焊接、粉末冶金、难熔、纳米晶材料多点开花

除稀土永磁和非晶带材外，公司还涉足高速工具钢、焊接材料、粉末冶金材料、金刚石工具、纳米晶等高端材料领域。近几年公司针对这些产品采取了一系列措施以增强竞争实力：

1. 控股天津三英焊业(现公司控股 50.265%)：2011 年 4 月中旬，公司董事会批准受让三英焊业挂牌 30.086%的股权，受让后公司将控股三英焊业。三英焊业现有产能 4.5 万吨，收购后将直接增加公司药芯焊丝权益产能 75%至 5.25 万吨，从而使药芯焊丝规模在国内位居首位。
2. 进一步增加控股子公司河冶科技战略投资者股权比例(现公司控股 59.64%)：

公司是国内综合实力最强的高速工具钢生产企业之一，现已经具备年产 4 万吨高速钢产能，综合实力国内第一。

2011 年 7 月，为了更快实现国际市场拓展，增强核心技术实力，保持未来五年及更长期的持续竞争力，公司控股子公司河冶科技向 Erasteel S.A.S、中国钢研科技集团有限公司和住友商事(中国)有限公司三家战略投资者以每股 3.98 元的价格，定向增发总计 4,800 万股。而安泰科技放弃对河冶科技优先增资的权利。

法国 Erasteel 公司是世界第一大高速钢生产商，河冶科技本次引入战略投资者，有利于利用其成熟的海外市场渠道和声誉拓展河冶科技的海外市场，提升河冶科技在国内外市场的品牌影响力，增强企业核心技术实力，有利于河冶科技未来与法国 Erasteel 公司开展技术和资本合作，开发高端粉末高速钢产品，保持未来五年及更长期的持续竞争力，进一步提高企业盈利能力。住友商事为河冶科技的原有股东，多年来与河冶科技建立了稳定战略合作关系，通过本次增资能够保持大于 20%的持股比例，这也将更加稳固双方的合作关系。

3. 大幅扩张 LED 难熔材料、高性能特种焊接材料、高端粉末冶金制品以及高性能纳米晶超薄带等高端产品产能：

公司董事会于 2010 年年底通过了大幅拓展高端产品产能规划，这些项目建成后将给公司盈利带来显著提升。

图表 13. 2010 年底公司计划增产项目

项目名	工期(月)	主要规划
LED 半导体配套难熔材料制品产业化	24	拟在北京永丰新材料产业基地实施 LED 半导体配套难熔材料制品产业化项目。项目建成后预计实现年产 LED 半导体用高性能钨钼材料 1,630 吨。
高性能特种焊接材料产业化	24	拟在河北涿州产业基地实施高性能特种焊接材料产业化项目。项目建成后预计新增年产 18,720 吨高性能特种焊接材料
高端粉末冶金制品产业化	24	拟在北京永丰新材料产业基地实施高端粉末冶金制品产业化项目。项目建成后预计实现新增雾化制粉产能 2,000 吨/年，金属注射成型产品约 100 吨/年，金属多孔材料 3,600m ² /年等。
高性能纳米晶超薄带及制品产业化	24	拟在北京中关村永丰产业基地实施高性能纳米晶超薄带及制品产业化项目。项目建成后预计实现年产 3,000 吨纳米晶超薄带、2,000 吨元器件制品。

资料来源：公司数据

股权激励有效保障和促进公司盈利提升

公司 2009 年-2013 年连续 5 年对公司董事、高级管理人员以及其它相关核心人员(共计 106 人)采取股权激励计划。

公司将实施股权激励计划的标准定为：上一年度年净资产收益率(此处净资产收益率指标为扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率指标)不低于 7%，相比上一年度的净利润增长率不低于 15% (此处净利润增长率指标为扣除非经常性损益后的净利润增长率指标)。

目前公司第一行权期共行权 400 余万份期权，行权价为 9.51 元。我们认为股权激励计划的实施有望在 2013 年前保证和促进公司持续提高盈利能力。

主要风险

非晶带材新建产能成材率较低，有待进一步提高。我们认为目前公司非晶带材业务的主要受制于成材率过低。公司于2006年底通过非公开发行方式募集资金筹建了4万吨非晶带材生产线。虽然有部分产能已投产，但成材率一直是公司非晶业务未能大规模量产的技术难点。如果公司非晶带材成材率不能进一步提高，那么将会推迟非晶业务的量产计划，继而影响公司盈利情况。

公司涉及的业务领域较为多元化，目前共涉足6大新材料领域的研发和生产。公司多元化发展虽然可以帮助公司降低经营风险，但也在一定程度上分散了公司的管理和经营精力。

盈利和估值 - 高端产品陆续增产

我们预计安泰科技将在上游稀土矿产资源领域获得控股股东钢研集团的鼎力支持，且极有希望进一步成为钢研集团稀土上下游整合平台，公司稀土产品发展潜力十分广阔。

其次公司非晶带材业务虽然目前仍然处于技术磨合期，但我们相信在和国网电科院合资后，公司有望替代日立金属等国外供应商，成为未来国内非晶变压器主要原料供应商。

而公司 LED 半导体配套难熔材料、高性能特种焊接材料、高端粉末冶金制品以及高性能纳米晶超薄带制品项目将于 2012-13 年陆续建成投产，届时将大幅增厚公司盈利。

最后，考虑到我国已将新材料产业提升至国民经济先导产业的战略高度，并在其中着重指出将积极发展高品质特殊钢和新型合金等先进结构材料。我们认为无论是公司稀土永磁，亦或非晶带材，或者高速工具钢、粉末冶金材料和金刚石等业务都将长期享受政策红利扶持，公司整体业绩增长空间十分诱人。

我们预测公司 11-13 年每股盈利为 0.38 元、0.632 元和 0.88 元，复合增长率将高达 52%。我们给予公司目标价为 24.30 元，这是基于 38.5 倍的 2012 年市盈率估值(较同类可比新材料企业 2012 年平均市盈率溢价近 10%)，首次评级为**买入**。

图表 14. 与同类可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	市值 (百万元)	每股收益 (元/股)			每股收益增长率 (%)		市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产收益率 (%)
				2010A	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	
厦门钨业	600549.SS	36.05	24,585	0.51	1.52	1.77	198.0	16.4	23.7	20.4	7.61	6.12	35.8
中科三环	000970.SZ	23.41	11,883	0.41	1.47	1.88	258.5	27.9	15.9	12.5	4.84	3.48	35.6
云南锗业	002428.SZ	39.70	6,482	0.47	0.56	0.80	18.6	44.1	71.4	49.6	4.99	4.60	7.2
东方钽业	000962.SZ	18.52	8,164	0.23	0.63	0.70	174.8	10.6	29.3	26.5	3.39	3.08	12.7
赣锋锂业	002460.SZ	26.91	4,037	0.43	0.34	0.47	(20.9)	38.2	79.1	57.3	6.17	6.27	6.4
宝钛股份	600456.SS	26.62	11,454	0.04	0.27	0.58	583.3	113.4	97.4	45.6	4.01	3.41	3.7
			11,101	0.35	0.80	1.03	202.05	41.8	52.8	35.3	5.17	4.49	16.9
安泰科技	000969.SZ	20.53	17,736	0.26	0.38	0.632	48.0	67.0	54.2	32.5	5.3	4.7	10.2

资料来源：中银国际研究部

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,131	3,525	4,381	5,952	7,428
销售成本	(2,698)	(2,942)	(3,621)	(4,772)	(5,853)
经营费用	(98)	(147)	(182)	(266)	(357)
息税折旧前利润	335	436	578	914	1,217
折旧及摊销	(92)	(118)	(128)	(162)	(185)
经营利润(息税前利润)	243	318	450	752	1,032
净利息收入(费用)	(25)	(21)	(3)	(20)	(32)
其它收益/(损失)	0	2	1	1	1
税前利润	218	299	447	732	1,002
所得税	(34)	(46)	(72)	(132)	(180)
少数股东权益	(14)	(34)	(50)	(58)	(63)
净利润	171	219	325	543	758
核心净利润	171	219	325	543	758
每股收益(人民币)	0.199	0.255	0.379	0.632	0.882
核心每股收益(人民币)	0.199	0.255	0.379	0.632	0.882
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.114	0.190	0.265
收入增长(%)	NA	13	24	36	25
息税前利润增长(%)	NA	31	41	67	37
息税折旧前利润增长(%)	NA	30	32	58	33
每股收益增长(%)	NA	28	48	67	40
核心每股收益增长(%)	NA	28	48	67	40

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	896	827	1,178	1,647	2,930
应收帐款	346	470	569	833	1,114
库存	796	880	1,267	1,909	2,341
其它流动资产	866	698	961	1,326	1,680
流动资产总计	2,899	2,876	3,976	5,715	8,066
固定资产	937	1,346	2,111	2,443	2,711
无形资产	205	281	267	253	239
其它长期资产	816	894	691	772	605
长期资产总计	1,957	2,522	3,069	3,469	3,556
总资产	4,856	5,398	7,045	9,183	11,622
应付帐款	412	539	724	1,002	1,288
短期债务	12	212	0	0	0
其它流动负债	870	649	1,533	2,597	3,960
流动负债总计	1,294	1,400	2,257	3,599	5,248
长期借款	213	389	794	1,074	1,196
其它长期负债	651	92	135	214	287
股本	441	855	859	859	859
储备	1,819	2,193	2,481	2,861	3,392
股东权益	2,260	3,048	3,340	3,720	4,251
少数股东权益	437	468	519	576	640
总负债及权益	4,856	5,398	7,045	9,183	11,622
每股帐面价值(人民币)	2.63	3.55	3.89	4.33	4.95
每股有形资产(人民币)	4.66	3.24	3.58	4.04	4.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.51)	(0.26)	(0.45)	(0.67)	(2.02)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	218	299	447	732	1,002
折旧与摊销	92	118	128	162	185
净利息费用	27	20	3	20	32
运营资本变动	(1,605)	(1,476)	(1,719)	(2,116)	(2,818)
税金	(34)	(46)	(72)	(132)	(180)
其它经营现金流	1,750	1,228	2,036	2,186	3,398
经营活动产生的现金流	448	143	824	853	1,617
购买固定资产净值	(411)	(520)	(674)	(560)	(271)
投资减少/增加	(20)	0	0	0	0
其它投资现金流	0	(17)	27	1	1
投资活动产生的现金流	(431)	(537)	(647)	(559)	(270)
净增权益	0	0	38	0	0
净增债务	(2)	176	193	280	122
支付股息	(44)	(101)	(98)	(163)	(227)
其它融资现金流	353	26	40	58	42
融资活动产生的现金流	307	303	173	176	(63)
现金变动	325	(91)	350	469	1,284
期初现金	571	896	827	1,178	1,647
公司自由现金流	18	(390)	177	295	1,347
权益自由现金流	(9)	(234)	351	557	1,454

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.7	12.4	13.2	15.4	16.4
息税前利润率(%)	7.8	9.0	10.3	12.6	13.9
税前利润率(%)	7.0	8.5	10.2	12.3	13.5
净利率(%)	5.5	6.2	7.4	9.1	10.2
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.1	1.8	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	9.7	15.5	155.7	37.3	32.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	103.0	80.4	54.2	32.5	23.3
核心业务市盈率(倍)	103.0	80.4	54.2	32.5	23.3
目标价对应核心业务	121.9	95.2	64.2	38.4	27.5
市盈率(倍)					
市净率(倍)	7.8	5.8	5.3	4.7	4.1
价格/现金流(倍)	20.2	122.5	21.4	20.7	10.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.3	40.8	30.8	19.3	13.6
周转率					
存货周转天数	107.7	104.0	108.2	121.5	132.5
应收帐款周转天数	40.3	48.7	43.3	43.0	47.8
应付帐款周转天数	48.0	55.9	52.6	52.9	56.3
回报率					
股息支付率(%)	38.7	78.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	7.6	7.2	10.2	15.4	19.0
资产收益率(%)	4.2	5.0	6.1	7.6	8.1
已运用资本收益率(%)	8.3	7.7	10.3	15.1	18.2

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公司

厦门钨业 (600549.SS/人民币 36.05, 买入)

中科三环 (000970.SZ/人民币 23.41, 买入)

云南锗业 (002428.SZ/人民币 39.70, 买入)

东方钽业 (000962.SZ/人民币 18.52, 买入)

赣锋锂业 (002460.SZ/人民币 26.91, 持有)

宝钛股份 (600456.SS/人民币 26.62, 未有评级)

以2011年11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

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其它人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其它任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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