

# 做强传统业务，瞄准战略新兴 增持（首次）

## 投资要点：

- 📖 传统业务稳中有升
- 📖 非晶带材渐入佳境
- 📖 磁性材料快速增长

## 报告摘要：

- **传统业务稳中有升。**公司传统业务涉及焊接材料，金刚石工具，高速工具钢以及粉末冶金材料，传统业务依然是公司收入和利润的主要来源。依靠领先的综合技术，多年来公司研发出的很多关键材料在我国航空航天、信息、电力、电子、冶金和化工等产业领域得到了广泛应用。2011年，公司焊接药芯和高速工具钢产品均有望实现接近甚至超过100%增长；其他产品稳中有升。毛利率有望维持在20%以上。
- **非晶带材渐入佳境。**公司目前非晶带材产能为4万吨/年，2010年公司非晶带材产量约7000吨，随着公司产品稳定性的提高，预计2011年非晶带材产量为1.5万吨以上，产量同比增长100%以上。公司目前非晶带材产成品质量与竞争对手日立金属并无很大差距，在价格上比日立金属便宜近10%，性价比优于对手。随着一致性问题的最终解决，公司非晶带材将正式步入佳境。
- **磁性材料快速增长。**磁性材料是目前稀土最重要，也是最有前景的应用领域，主要用在变频空调、风电、汽车以及电脑等产品上，另外在航空航天领域使用的电子干扰设备、预警飞机、火控雷达、精密制导系统和电机等都需要使用稀土永磁材料。公司钕铁硼产量今年有望增长40%以上，达到1800吨；未来计划继续扩产至3000-5000吨。
- **预计2011年EPS 0.34元，首次给予“增持”评级。**我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.34元、0.45元和0.60元，对应动态市盈率分别为54倍、40倍和31倍。公司凭借其突出的研发优势，无愧为中国新材料的龙头企业，估值水平较行业平均可给予一定溢价空间，首次给予“增持”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	290.36	386.99	509.33
同比增长率	15.45%	28.09%	32.44%	33.28%	31.61%
每股收益(元)	0.20	0.26	0.34	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

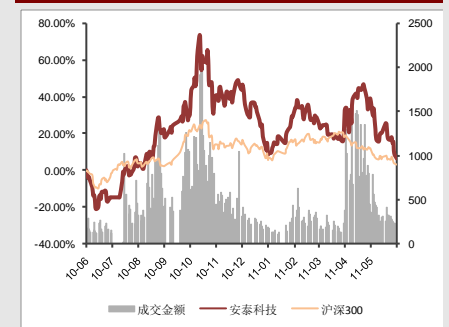
Email: liuzhe@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@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\*行业报告\*政策+技术，关注小金属与深加工 03.31

宏源证券\*行业报告\*五年规划促稀土行业健康发展 02.14

## 目录

一、公司概况：继续做强传统业务，积极瞄准战略性新兴.....	4
二、超硬及难熔材料制品：仍是公司主要收入和利润来源.....	5
（一）金刚石锯片：定位高端，研发实力一流.....	5
（二）高速工具钢：产能由 1.5 万吨扩至 4 万吨.....	6
（三）LED 难熔材料：国内唯一生产商，市场前景看好.....	7
三、非晶带材：公司近期业绩的主要增长点之一.....	7
（一）非晶带材的下游需求有望快速增长.....	7
（二）国内非晶带材供需缺口较大.....	8
四、焊接材料：控股三英，产能实现 150%增长.....	9
五、磁性材料：未来年需求量增长可达 20%.....	9
六、其他业务：尚处于起步阶段.....	11
（一）薄膜太阳能电池：技术和市场还不是很成熟.....	11
（二）储能材料：短期对利润贡献有限.....	11
七、盈利预测及投资建议.....	11

## 插图

市场表现 .....	1
图 1: 2010 年公司主营业务收入构成.....	5
图 2: 2009 年公司主营业务收入构成.....	5
图 3: 2010 年公司营业利润构成.....	5
图 4: 2009 年公司营业利润构成.....	5
图 5: 我国基建投资额及增速.....	6
图 6: 我国房地产行业投资额及增速.....	6
图 7: 配电网线损构成比例.....	8
图 8: 非晶合金变压器与硅钢变压器空载损耗 (单位 W).....	8
图 9: 2008 年稀土下游需求占比.....	10
图 10: 2009 年稀土下游需求占比.....	10
图 11: 我国累计装机容量及增速 (单位: MW) .....	11
图 12: 我国新增装机容量及增速 (单位: MW) .....	11

## 表格

基本情况 .....	1
表 1: 主要产品产量及毛利率假设条件.....	12
附表: 公司盈利预测.....	13

## 一、公司概况：继续做强传统业务，积极瞄准战略性新兴产业

公司以先进金属材料为主导产业，在非晶、纳米晶材料、太阳能等先进能源材料，粉末冶金制品，金属磁性材料，焊接材料，金刚石工具，高速工具钢等6个产业领域，依靠领先的综合技术，多年来研发出的很多关键材料在我国航空、航天、信息、电力、电子、冶金、化工、石化、建筑、交通、生物医药、新能源和环保等产业领域得到了广泛应用。

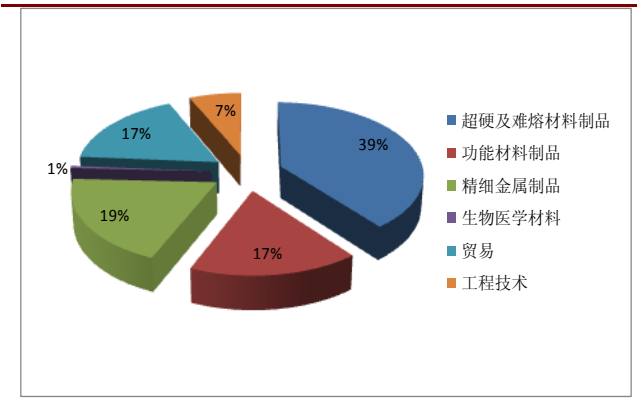
从最近两年公司的营业收入和利润构成来看，超硬及难熔材料制品（包括高速工具钢、金刚石及难熔钨钼合金制品等）是公司的主要营业收入和利润来源。2010年该部分实现营业收入13.75亿元，同比增长30.7%，约占公司营业收入总额的40%；实现营业利润2.81亿元，占营业利润总额的49%。

公司在继续保持超硬及难熔材料等传统业务良好发展势头的同时，结合国家战略性新兴产业规划，积极探索新的领域。从2010年收入构成来看，这种积极探索战略已经初见成效。其中，万吨级非晶带材及制品项目于2010年4月进入热试和试生产，产品达到设计指标，使用国产带材生产的非晶节能变压器已顺利实现挂网运行，此项业务全年实现销售收入2.74亿元，利润0.34亿元。

未来公司将继续密切关注国家战略性新兴产业规划，将计划投产包括“LED半导体配套难熔材料产业化项目”、“高性能特种焊接材料项目”、“高性能纳米晶超薄带及制品产业化项目”、“高端粉末冶金制品产业化项目”等项目，目前上述四个项目已经形成了完善的工艺技术方案，通过了公司总裁会批准，力争早日开工建设。公司的这种多元化发展战略，将有利于公司优化产业结构和转变增长方式，不断提高核心竞争能力，符合公司的长远发展。

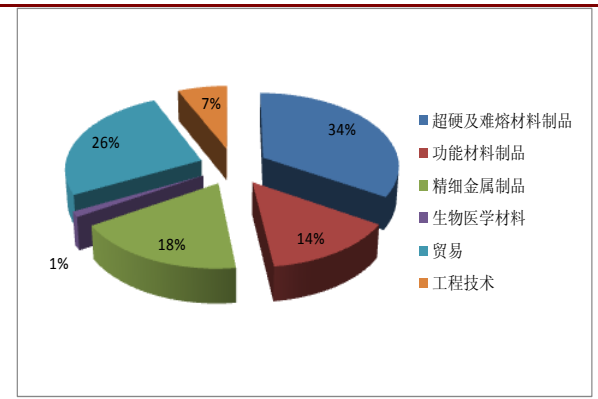
2010年公司完成了《2011-2015年发展战略与规划》，新一期的战略规划明确了公司的愿景为“全球领先的先进金属材料及制品的供应商及解决方案的提供者”，提出了打造“清洁能源用先进材料及制品”、“特种材料、制品及装备”、“超硬材料及工具”三大业务板块，为实现这一目标，公司将突出两个重点。重点之一是持续提升主体产业的运营质量，推动增长方式的转变，即由“内涵式”发展向“以内涵式为主，内涵式+外延式”发展模式转变，通过纵向延伸占据产业链的有利环节，通过横向扩张做强、做优、做大主体业务。重点之二是围绕国家战略性新兴产业规划，重点发展包括非晶、纳米晶带材及制品、LED产业配套材料等在内的能源用先进材料业务，打造具有竞争优势的新业务板块。由此可见，公司力求继续做强传统业务，积极瞄准战略性新兴产业，依托其强大的研发优势，进一步奠定公司在新材料领域的龙头地位。

图 1: 2010 年公司主营业务收入构成



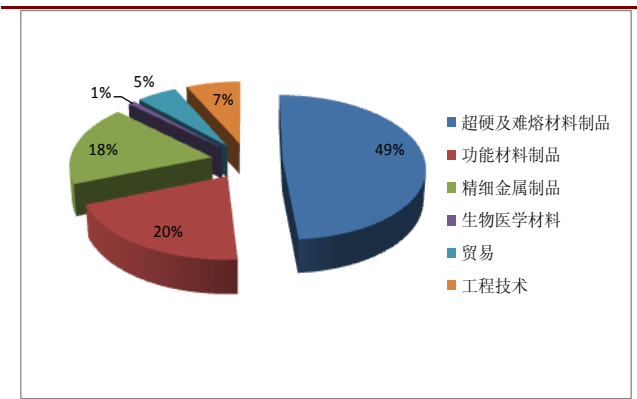
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 2009 年公司主营业务收入构成



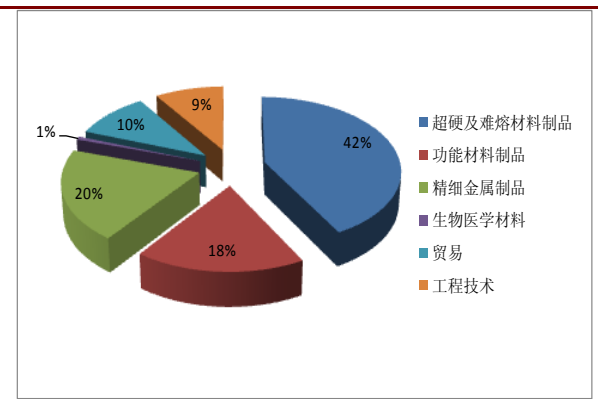
资料来源: 公司公告, 宏源证券

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

## 二、超硬及难熔材料制品: 仍是公司主要收入和利润来源

### (一) 金刚石锯片: 定位高端, 研发实力一流

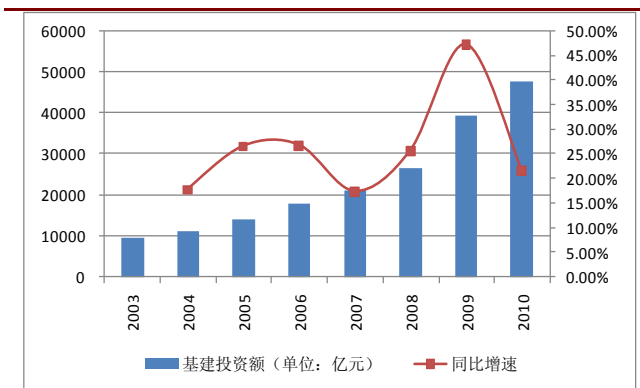
金刚石锯片是 20 世纪 70 年代发展起来的以金刚石为关键原材料制造的一种新型的切割工具。由于充分利用了金刚石本身超硬、超耐磨、耐高温、耐腐蚀等优异性能, 已成为切割与加工花岗岩、大理石等各类矿石, 砖、耐火材料等各种建筑材料及钢筋混凝土、沥青路面、机场跑道等不可替代的新型工具。

金刚石锯片市场按其产品特征与市场竞争, 可划分为高档专业市场和中低档应用市场。高档专业市场的金刚石锯片对产品性能、加工精度要求高, 主要以大尺寸的激光焊接、高频焊接和热压烧结等制造工艺方法为主。中低端市场的金刚石锯片则主要用于普通石材、建筑材料加工和家庭装修, 主要以中小尺寸冷压烧结工艺和部分热压烧结工艺产品为主。从产量和市场份额来讲, 高档专业金刚石锯片就其产量来说约是中低档市场的 20% 左右, 但其市场份额却占金刚石锯片市场总量的 80% 以上。

在未来一段时期内，金刚石锯片的市场需求仍将继续快速增长。第一，随着建筑行业的迅速发展，金刚石锯片将更加广泛地取代传统加工工具。目前部分发达国家在市政工程施工中已明文规定在高速公路、机场跑道、公共广场修复中必须用金刚石锯片进行切割，禁止采用传统的手工开挖；第二，新技术、新工艺、新产品的不断推出，为金刚石锯片创造新的市场需求。如链锯、环锯、绳锯等新产品，树脂结合剂、塑料结合剂等新工艺技术，半导体切割、陶瓷切割、玻璃切割、铸铁切割等新用途开发，极大地拓宽了金刚石的市场领域；这一切都为金刚石锯片提供了新的巨大的市场需求。由此可见，基建领域是金刚石锯片的主要应用领域，自 2003 年以来，我国基建投资和房地产业投资一直保持增长态势，年均增长率分别为 26.20% 和 26.23%；今年前五个月基建投资和房地产投资的累计投资额分别为 1.5 万亿元和 2.27 万亿元，较去年同期增长 17% 和 33.8%。虽然未来几年，基建投资可能较这两年有所降低，但很多处于快速发展期的新兴经济体的基建投资有望保持，因此我们预计未来 5-10 年内，金刚石锯片的需求仍将保持每年 15-20% 以上的速度增长。

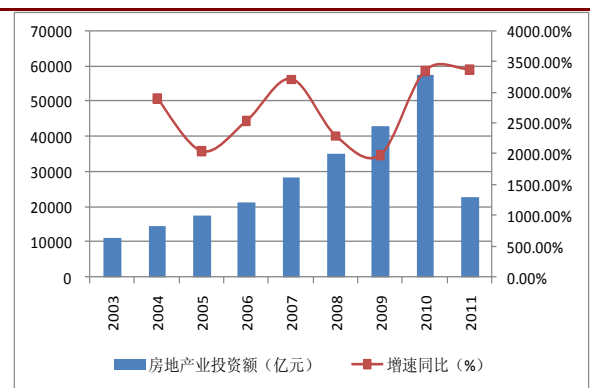
公司目前金刚石锯片产能约为 400-500 万件，市场占有率约为 10%，产品 90% 以上出口欧美。2010 年实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 42.28%；利润总额 0.32 亿元，同比增长 53.73%。公司金刚石锯片是由控股子公司北京安泰钢研超硬材料制品有限责任公司生产的，该公司荣获 2010 年度“中国最佳自主创新企业”称号，可见公司在金刚石锯片领域的研发实力很强，所以公司金刚石锯片能够定位于高端市场，基本用于出口，可以保持 20% 以上的较高毛利率。

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

## (二) 高速工具钢: 产能由 1.5 万吨扩至 4 万吨

我国拥有丰富的钨、钼、钒资源，满足制造优质高速工具钢的原材料资源，高速工具钢制品主要包括刀具、模具、轧辊等，是资源、技术和劳动密集型的产品。

公司高速工具钢产品主要由旗下控股的河冶科技来生产，2010 年，河冶科技通过国家高新技术企业资格的认定，其扩产项目已于今年二季度投产，使公司高速工具钢产能从原有的 1.5 万吨增加到 4 万吨，标志着河冶科技无论在技术水平还是产能规模上，成为国内最大的高速工具钢专业供应商及龙头企业。2010 年高速工具钢实现营业收入 8.04 亿元，同比增长 46.32%；利润总额 0.76 亿元，同比增长 129.12%，显示出很好的增长势头。目

前公司高速工具钢产品 90% 在国内销售，10% 销往国外，综合毛利率维持在 20% 水平。

另外，公司 2010 年还新增粉末冶金高速钢产能 200 吨，粉末冶金高速钢属于高档高速工具钢。粉末冶金高速钢通过采用粉末冶金工艺，从材质上根本性地解决了普通铸锻高速钢的碳化物偏析，晶粒粗大等问题，并且可以在钢中添加大量合金元素。因此，使得材料强韧性得到极大提高，显著提高了刀具的性能和使用寿命，非常适合用于切削冲击大和金属切除率高的加工场合。目前，世界粉末冶金高速钢生产主要集中在 7 家企业，总产能约 2.2 万吨左右。粉末冶金高速钢已占高速钢年产量的 10% 以上，美国应用粉末冶金高速钢比例超过 15%。预计未来 5 年，国内对粉末冶金高速钢材料及制品的市场需求总量每年可达 1500-2000 吨左右，而国内粉末冶金高速钢基本上大量依赖进口，所以公司依靠强大的研发实力，进军高端高速工具钢市场是十分正确的。

### （三）LED 难熔材料：国内唯一生产商，市场前景看好

LED 半导体配套难熔材料钨钼合金最早应用于军工领域，目前主要应用于 LED 蓝宝石基片成型炉的坩埚及加热系统等衬底材料，是蓝宝石基片生产设备必须的材料。目前，国内只有安泰科技一家公司可以生产，公司现有产能约 500 吨/年，订单饱满，毛利率可达到 30% 左右。公司看好该领域的市场前景，计划投资 3.5 亿元，使产能增加至 3000 吨/年，但该项目建设周期较长，公司也在努力加快进度，将力争使“LED 半导体配套难熔材料产业化项目”早日开工建设。

## 三、非晶带材：公司近期业绩的主要增长点之一

### （一）非晶带材的下游需求有望快速增长

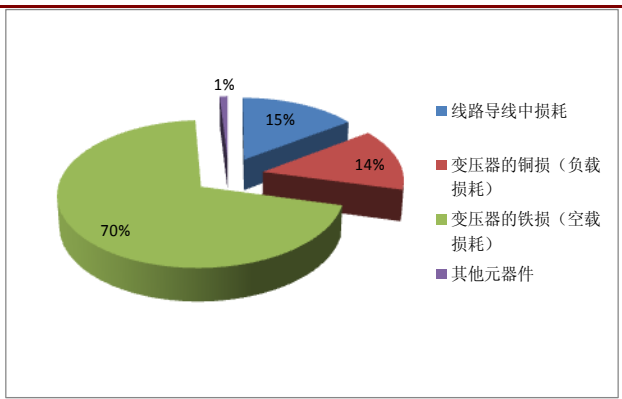
据相关数据统计，2009 年全国网上运行的配电变压器总电能损耗约为 1100 亿千瓦时，占总发电量的 3% 左右。所以变压器效率即便有微小的改进，也能节约相当多的能源。在我国，10KV 配电网是电网的重要组成部分，由于输送的电量大，线路长，变压器设备较多，因此在节能降耗方面有着很大的挖掘潜力。根据多年大量电网线损的统计分析，变压器铁损占总损耗的 70% 左右，因此降低变压器铁损是降低配电网电能损耗的主攻方向和节能的重要环节。

变压器铁损发生在变压器铁芯叠片内，主要是由于交变的磁力线通过铁芯产生磁滞及涡流而带来的损耗。早期用于变压器铁芯的材料是易于磁化和退磁的软熟磁，铁损较大。后来在铁中加入少量的硅或铝可大大降低磁通损耗，增大导磁率和电阻率，使得涡流损耗降低。之后，美国联信公司研制出铁基非晶合金，单位损耗比冷轧硅钢片大为下降。非晶带材主要被用来制造非晶合金变压器的铁芯卷材，其生产工艺主要是利用铁、硼、硅、碳等四种元素形成的非晶态合金，经过高温熔炼而后急速冷却，再经旋转喷射而形成非晶态带状薄膜，经过磁化变成变压器铁芯卷材。与传统的硅钢变压器相比，其晶体结构优于硅钢，具有更利于被磁化和去磁的优点，因而能够大幅度降低铁芯的空载损耗。

据研究数据表明,非晶合金变压器的空载损耗值与同容量的 S9 型变压器相比,可降低损耗 80%左右,比同容量的 S11 型变压器降低了 70%左右。所以非晶合金变压器特别适合与城市负载率变化大的公用变压器和农村等负载率较低的地方。

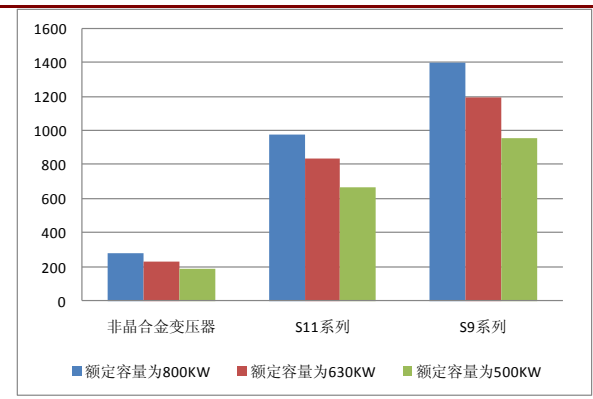
目前我国正在着力解决电力结构性矛盾,改变过去“重发电、轻供电”的倾向,重点发展电网建设和城乡电网改造,坚决淘汰低效、高耗和发展节能型电气设备。变压器作为电网中的损耗大户,降低其耗损已成为电力节能工作的当务之急,而作为新一代低损耗节能变压器的代表,非晶合金变压器的推广和应用对实现配电网的节能降耗起着至关重要的作用。

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

## (二) 国内非晶带材供需缺口较大

目前全球从事非晶合金生产的只有两家公司: 中国的安泰科技和日本的日立金属公司。日立金属是在 2003 年购买了美国 AlliedSignal 公司 50% 股权后而进入非晶合金这一领域的, 2006 年底, 日立金属已经把非晶合金产能从 3 万吨提高到约 9 万吨, 这使得日立金属在这个领域处于绝对垄断的地位, 其非晶合金主要出口至中国, 其余产品供给印度、美国以及日本等国家。日立金属未来预计将非晶合金产能达到约 9 万吨, 年产量约 7 万吨, 其中约有 50% 销往中国。

公司目前非晶带材产能为 4 万吨, 2010 年公司非晶带材产量约 7000 吨, 随着公司产品稳定性的提高, 预计 2011 年非晶带材产量为 1.5 万吨以上, 产量同比增长 100% 以上。公司目前非晶带材产成品质量与竞争对手日立金属并无很大差距, 在价格上比日立金属便宜近 10%, 性价比优于对手。

根据非晶合金变压器在国外的应用情况, 美国的非晶合金变压器占电网上配变总数约 20%; 日本 2002 年以后, 新投入的节能型配电变压器中约 30% 是非晶合金变压器; 印度农网在政府的资助下, 非晶合金变压器占总量的约 20%。对于国内市场, 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。面对市场强劲的需求, 公司计划在彻底解决了非晶带材的一致性问题上后, 将非晶

带材产能再扩产 6 万吨至 10 万吨，这必将会在很大程度上提升公司的业绩。

## 四、焊接材料：控股三英，产能实现 150%增长

为了实现公司对焊接材料领域的战略规划，2011 年 4 月 23 日，公司通过部分受让和增资的方式控股天津三英焊业股份有限公司 50.26% 股权。被控股的三英焊业公司是国内第一家实现药芯焊丝规模化生产的企业，也是内资药芯焊丝企业中规模最大、药芯焊丝品种系列最为齐全的企业，目前主营业务为第四代焊接新材料——药芯焊丝和药芯焊丝成套设备的研发、生产和销售，公司拥有先进的生产线 10 余条，药芯焊丝年产能 4.5 万吨，能够满足造船、机械、石化、冶金、军工、建筑钢结构各行业焊接工程的需求，产品畅销全国各地和北美、欧洲、中东、东南亚各地。

公司原有焊接材料分为药芯焊丝和特种焊条，其中药芯焊丝的产能为 3 万吨，特种焊条为 1000 多吨，收购三英焊料后，公司药芯焊丝产能将达到 8 万吨，去年公司原有 3 万吨产能基本处于满产状况，但三英因为下游客户较为分散，而且处于沿河区域，因此差能利用较低，只有不到 50%；收购三英后，公司凭借其在沿海船厂良好的信誉，进一步开拓市场，今年有望提升三英的产量到 3 万吨，整体产量约为 6 万吨，市场份额占到 15%-20%，国内领先。

## 五、磁性材料：未来年需求量增长可达 20%

磁性材料是目前稀土的最重要应用领域，使用的稀土元素为镨和钕，主要用在变频空调、风电、汽车以及电脑等产品上，另外在航空航天领域使用的电子干扰设备、预警飞机、火控雷达、精密制导系统和电机等都需要使用稀土永磁材料。自 2002 年以来，以稀土磁性材料为代表的新材料领域增长强劲，呈现逐年上升的趋势，占比从 2003 年的 34% 上升到了 2009 年的 55.21%，已经超过了传统应用领域，其中以钕铁硼为代表的永磁材料占比最大，09 年已经占到全部需求量的 31.51%。未来我们看好稀土永磁材料，特别是高端钕铁硼的需求前景。

变频空调有望实现爆发式增长。随着国家对高效节能产品补贴政策的不断推广，我们预计变频空调等节能家电在未来 3-5 年可能出现爆发式增长，这主要是因为目前产品价格相对较高，导致我国空调产品中只有 17% 左右为变频空调，而在日本和美国，这一比例高达 90% 和 70%，远高于我国水平。未来，随着财政部和发改委《关于调整高效节能空调推广财政补贴政策》的实施和推广，变频空调已成为大势所趋，将逐步成为未来空调行业的发展方向和主流。按照美国 70% 的标准来看的话，将有 200% 以上的增长。因此我们预计未来 3-5 年，变频空调保持 20% 以上的增速是大概率事件。2010 年我国空调产量 10899.6 万台计算，同比增长 34.9%；按照 20% 的变频占比，约有 2180 万台是变频空调，未来假设每年保持 20% 的增长，预计 11 年变频空调产量可达 2616 万台，按每台变频空调使用 150 克钕铁硼计算，需要消耗钕铁硼 3924 吨，未来冰箱、洗衣机等其他家电产品最终也有可能实现变频化，因此我们对变频领域钕铁硼的需求增长空间非常看好。

风电业务仍有较大增长空间。随着加快发展新能源意识的增强，合理高效地利用风能已成为全球能源界的共识。受国家政策扶持，我国风电产业经历了快速发展期。2009 年，

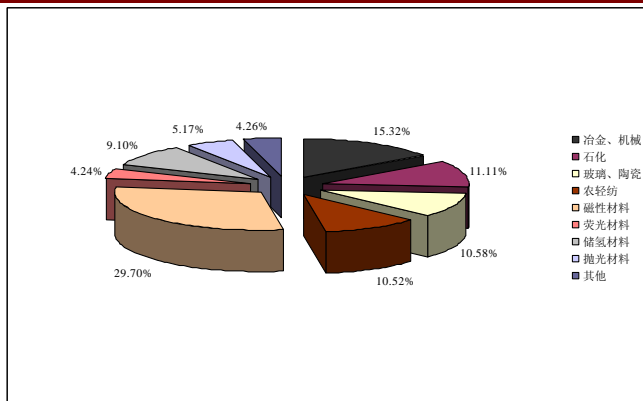
中国首台 2.5 兆瓦直驱永磁风力发电机组总装下线,这是中国风电装备产业的一次重大飞跃。据国际风能理事会的数据,我国 2009 年新增装机容量达 1380 万千瓦,同比增长 124.31%;2010 年我国还将新增风电装机容量 1650 万千瓦,同比增长 19.54%。预计 2011 年将新增风电装机容量 1700 万千瓦,假设其中 20%的装机量使用直驱式永磁电机,按 1 台 1.5 兆瓦级风电机组需使用的永磁材料约为 1 吨计算,预计 11 年由风电应用带动的永磁材料需求量分别约为 1930 吨,增速随着我国新增装机容量的放缓而有所下降。根据专家预计,到 2020 年中国可实现 1 亿千瓦的风电装机总容量,发展空间巨大。

传统的 VCM 业务已步入成熟期。计算机硬盘驱动音圈电机 (VCM) 永磁体是主要需求大户,该产量在经历了 2003-2005 年的高速增长后,随着 2006 年全球 PC 出货增速的放缓, VCM 用钕铁硼增速也开始出现放缓,但我们认为 VCM 业务已步入成熟期,未来将维持小幅平稳增长态势。

新能源汽车有望成为未来钕铁硼长期增长的保障。新能源汽车的发展如今已经破茧而出,成为未来的发展方向是毋庸置疑的。而且目前世界主流汽车厂商已经进入全面产业化阶段。未来加上新能源补贴政策的支持,新能源汽车领域将实现质的飞跃,从而带来钕铁硼需求的大幅增长。根据汽车工业协会的预测,2014 年我国的混合动力汽车将达 150 万辆。乐观预计 2012 年有可能实现 100 万辆。高性能钕铁硼永磁材料是混合动力汽车电机的重要功能性材料,一台混合动力车将新增钕铁硼 3 公斤;而一台纯电动车将新增 5-10 公斤;更为乐观的情况是实行 2 轮或 4 轮驱动的电动车,则每个轮子需使用 5-10 公斤。我们按照最保守的 3-5 公斤计算,该业务将新增钕铁硼需求量 4500-7500 吨。虽然目前来说,全球只有 Neomax 可以批量生产新能源汽车用钕铁硼,但作为研发实力突出的安泰科技,我们相信只要市场前景看好,公司也会积极参与。

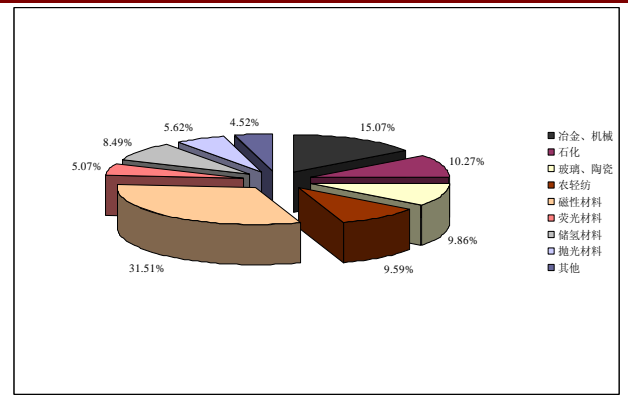
综上所述,根据对风能、新能源汽车及变频空调领域的初步估算,2011 年将新增钕铁硼需求量 1.3 万吨左右,占目前总产量的 18.6%,预计未来 3-5 年,钕铁硼的增速有望每年保持 20%以上。公司目前拥有粘结钕铁硼 300 吨,烧结钕铁硼 2000 吨的生产能力,新增的 1000 吨产能目前已进入调试阶段,且公司钕铁硼产品定位高端,主要以出口为主,出口占比达 80%,应用于 VCM、节能电机以及核磁共振等领域,公司看到了未来钕铁硼需求的快速增长,未来计划将产能扩至 3000-5000 吨。

图 9: 2008 年稀土下游需求占比



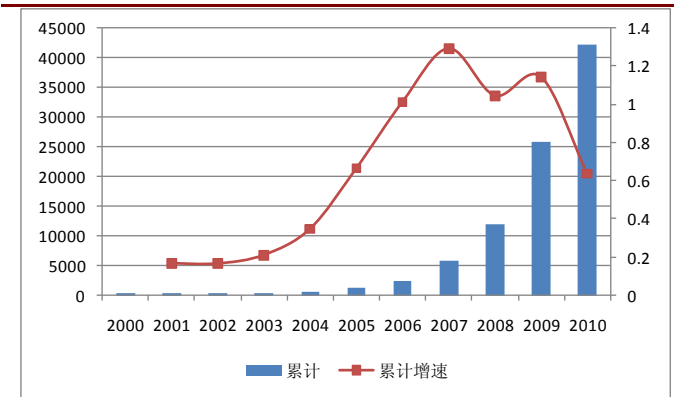
资料来源: 中国稀土信息, 宏源证券

图 10: 2009 年稀土下游需求占比



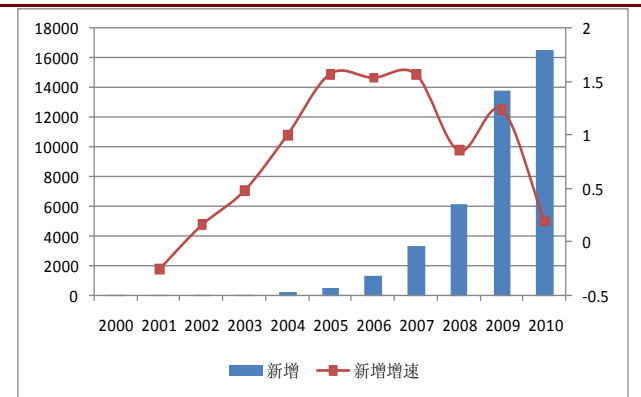
资料来源: 中国稀土信息, 宏源证券

图 11: 我国累计装机容量及增速 (单位: MW)



资料来源: CWEA, 宏源证券

图 1: 我国新增装机容量及增速 (单位: MW)



资料来源: CWEA, 宏源证券

## 六、其他业务: 尚处于起步阶段

### (一) 薄膜太阳能电池: 技术和市场还不是很成熟

2009 年 10 月, 公司与德国 ODERSUN 公司签署合资合同, 双方计划未来五年共同出资 8000 万欧元在中国建设产能为 120MW 的太阳能电池、组件及应用产品研发和生产的合资公司。目前合作开发的 CIS 薄膜太阳能电池, 在北京奥林匹克公园的示范项目已建成并投入发电。

由于目前 ODERSUN 公司生产线生产的组件的光电转换效率约在 6%-6.5%, 该技术指标尚未达到合资公司设立条件, 双方约定达到合资公司的启动条件后启动合资公司注册审批程序。具体启动条件如下: ODERSUN 公司生产线生产的标准组件光电转换效率在量产情况下不低于 7%, 且该组件符合 IEC 认证标准。所以未来一旦技术和市场成熟后, 合资公司将启动, 这样将会提升公司的业绩。

### (二) 储能材料: 短期对利润贡献有限

公司拥有北京宏福源科技公司 40% 的股份, 为第二大股东, 未来可能继续增资。用于镍氢二次电池负极材料储氢合金的扩产, 以及锂离子电池正极材料磷酸铁锂的研发和产业化。公司目前镍氢二次电池负极材料产能 1500 吨, 锂电池正极材料磷酸铁锂项目正在做 100 吨的一个中试生产线, 未来预计产能将达到 4000 吨。

## 七、盈利预测及投资建议

公司主要产品产量及毛利率假设如果下表所示, 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.34 元、0.45 元和 0.60 元, 对应动态市盈率分别为 54 倍、40 倍和 31 倍。公司凭借其突出的研发优势, 无愧为中国新材料的龙头企业, 估值水平较行业平均可给予一定溢价空

间，首次给予“增持”评级。

表 1: 主要产品产量及毛利率假设

	2011E	2012E	2013E
<b>产量假设</b>			
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
<b>毛利率假设</b>			
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：公司盈利预测**

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	290.36	386.99	509.33
增长率 (%)	28.09%	32.44%	33.28%	31.61%
<b>每股收益 (EPS)</b>	<b>0.26</b>	<b>0.34</b>	<b>0.45</b>	<b>0.60</b>
每股经营现金流	0.18	-0.45	1.37	-0.12
销售毛利率	16.53%	17.60%	18.19%	18.81%
销售净利率	7.18%	6.92%	7.54%	8.24%
净资产收益率 (ROE)	7.19%	8.85%	10.78%	12.74%
投入资本回报率 (ROIC)	7.98%	9.50%	9.49%	12.70%
市盈率 (P/E)	71	54	40	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	4214.50	5152.60	6157.30
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	281.29	346.39	417.09
财务费用	20.51	53.76	57.84	53.88
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
<b>营业利润</b>	<b>297.31</b>	<b>411.51</b>	<b>552.38</b>	<b>727.70</b>
加: 其他非经营损益	1.85	5.08	6.26	7.54
利润总额	299.17	416.59	558.63	735.23
减: 所得税	46.00	62.49	83.80	110.28
<b>净利润</b>	<b>253.16</b>	<b>354.10</b>	<b>474.84</b>	<b>624.95</b>
减: 少数股东损益	33.92	63.74	87.85	115.62
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>219.24</b>	<b>290.36</b>	<b>386.99</b>	<b>509.33</b>

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	2488.34	2000.33	3386.66
存货	880.46	1595.63	1431.61	2185.91
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	2011.24	1941.17	1850.01
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
<b>资产总计</b>	<b>5336.44</b>	<b>7564.65</b>	<b>7036.67</b>	<b>9305.09</b>
短期借款	212.00	473.44	592.94	836.39
应付和预收款项	1091.63	2112.80	1806.41	2881.64
长期借款	389.45	1039.02	300.49	727.15
其他负债	127.17	127.17	127.17	127.17
<b>负债合计</b>	<b>1820.25</b>	<b>3752.42</b>	<b>2827.00</b>	<b>4572.35</b>
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	973.30	1282.89	1690.36
归属母公司股东权益	3047.96	3280.25	3589.85	3997.31
少数股东权益	468.23	531.97	619.81	735.43
<b>股东权益合计</b>	<b>3516.19</b>	<b>3812.22</b>	<b>4209.66</b>	<b>4732.74</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5336.44</b>	<b>7564.65</b>	<b>7036.67</b>	<b>9305.09</b>

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	153.16	-382.02	1168.70	-102.46
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	811.95	-738.53	533.33
现金流量净额	-84.97	247.83	236.73	257.06

数据来源: 宏源证券研究所

**分析师简介:**

**闵丹:** 宏源证券有色行业研究员，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**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@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。