

需求不振导致业绩下滑

买入（维持）

投资要点:

- 📖 净利润同比下降 27.49%
- 📖 市场不景气间接导致公司主要产品毛利率下滑
- 📖 非晶带材成未来主要看点

报告摘要:

- **净利润同比下降 27.49%**。上半年公司实现营业收入 20.14 亿元，同比增长 9.03%；实现利润总额 1.22 亿元，同比降低 29.84%；实现归属于母公司所有者的净利润 9189.61 万元，同比下降 27.49%，对应 EPS 0.11 元，低于市场预期。
- **市场不景气间接导致公司主要产品毛利率出现不同程度下滑**。全球经济增速下滑、需求不振的局面，对公司生产经营产生不利影响，导致公司为确保市场份额，调低部分产品销售价格；同时由于公司前期募投项目均在去年年底陆续投产，今年面临较大的转固压力，内外双重不利影响使得公司主要产品虽然销售收入保持了不同幅度增长，但毛利率均出现一定程度降低，其中能源先进材料和超硬材料毛利率分别下降了 5.79 和 3.44 个百分点，严重影响公司上半年业绩。
- **非晶带材成未来主要看点**。公司正式与国网电科院签订合资合同，拟成立安泰南瑞非晶科技有限公司，预计三季度正式成立。公司将重点推进“非晶带材扩产技术集成与示范线建设”，承担“国产化非晶配电变压器技术开发及产业化能力建设”项目。另外，以公司为理事长单位、联合其它 30 多家从事非晶产业单位组成非晶节能材料产业技术创新战略联盟获科技部批准。未来随着公司技术的突破非晶带材有望迎来规模化生产，同时与国网的合作也为国产非晶带材打开需求空间，我们预计未来 4 年公司非晶带材年均复合增长率可高达 60%。
- **预计 2012 年 EPS 0.36 元，维持“买入”评级**。我们维持公司 2012-2014 年盈利预测，分别为 0.36 元、0.56 元和 0.79 元，对应动态市盈率分别为 36 倍、23 倍和 16 倍，虽然估值并不具有优势，但考虑到未来非晶带材的大范围推广，我们维持公司“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3524.67	4530.70	4724.12	5431.79	6937.61
同比增长率	12.57%	28.54%	4.27%	14.98%	27.72%
净利润	219.24	314.54	310.84	482.85	677.91
同比增长率	28.09%	43.47%	-1.18%	55.34%	40.40%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.36	0.56	0.79

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

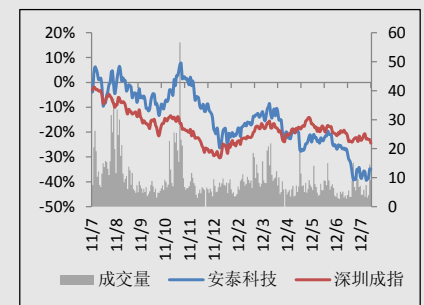
电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com



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*节能推广打开国产非晶带材需求空间 7.22

宏源证券*公司报告*定位新材料,布局上下游 3.30

宏源证券*公司报告*新材料龙头全球领先 3.10

表 1: 非晶合金与硅钢的主要物理性能比较

项目	非晶合金	冷轧硅钢
饱和自感应强度/T	1.54	2.03
矫顽力/A m ⁻¹	<4	>30
单位铁损/W kg ⁻¹	0.18	1.2
电阻率/μΩ·cm	140	50
密度/g cm ⁻³	7.18	7.65
硬度/hg cm ⁻²	860	---
饱和磁致延伸系数/10 ⁻⁶	30	10
最大导磁率	>200	>10

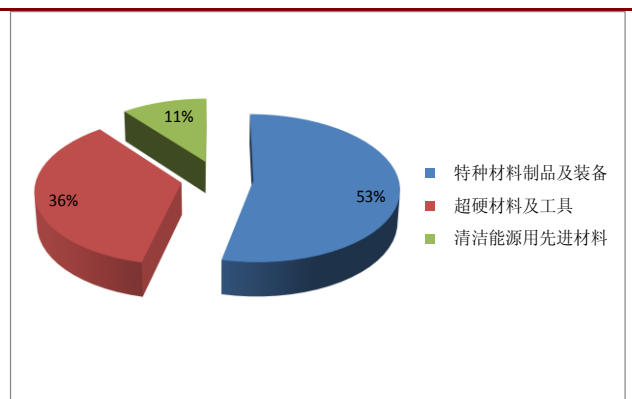
数据来源: 宏源证券研究所

表 2: 主要产品产量及毛利率假设

	2012E	2013E	2014E
产量假设			
非晶带材 (万吨)	2.0	3.4	4.0
高速工具钢 (万吨)	2.3	2.6	3.1
药芯焊丝 (万吨)	5.5	6.0	6.5
磁性材料 (吨)	2100	3000	4500
毛利率假设			
非晶带材	15%	25%	30%
高速工具钢	16.5%	18%	20%
药芯焊丝	17%	17.5%	17.5%
磁性材料	25%	28%	28%

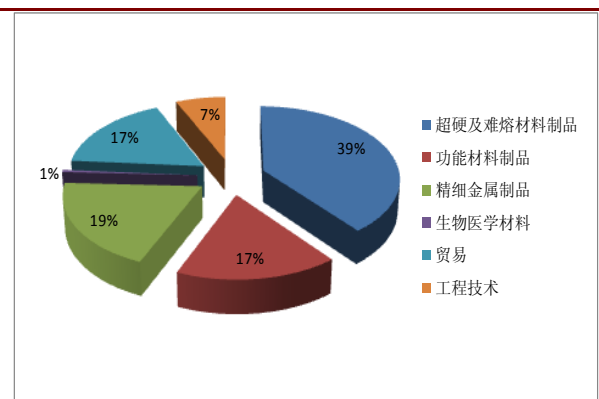
数据来源: 宏源证券研究所

图 1: 2011 年公司主营业务收入构成



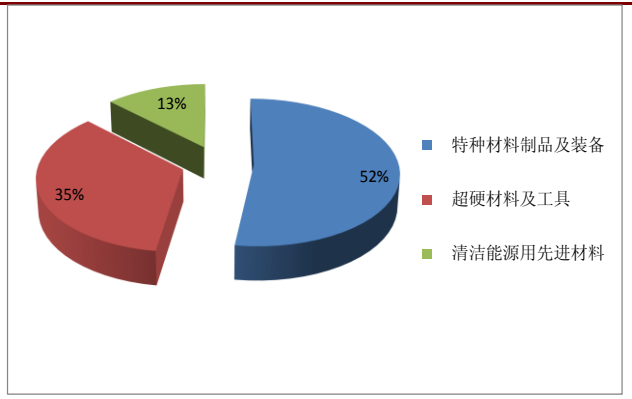
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 2010 年公司主营业务收入构成



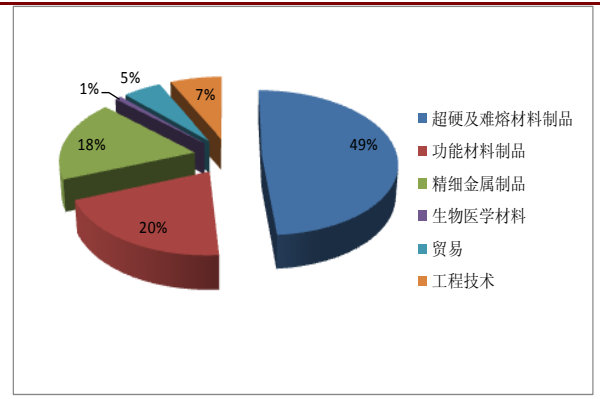
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 2011 年公司营业利润构成



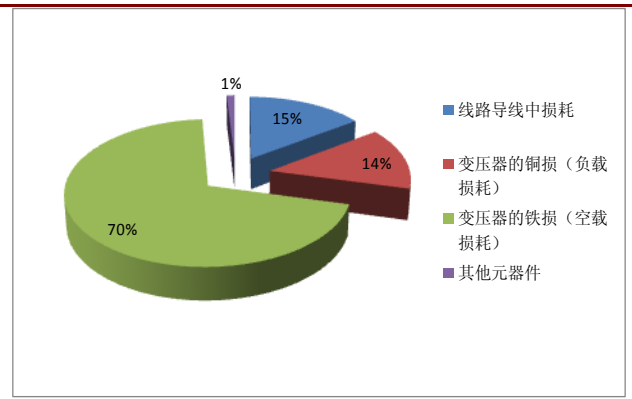
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 2010 年公司营业利润构成



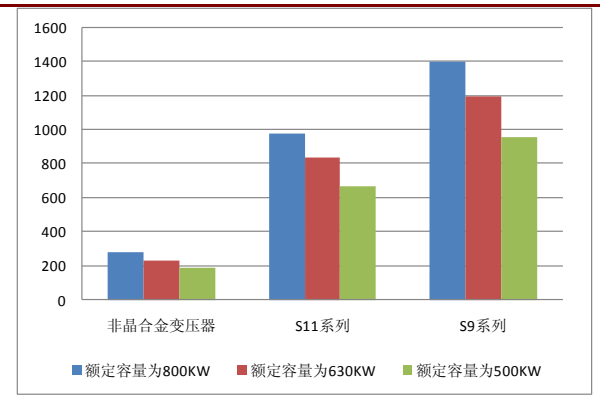
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 5: 配电网线损构成比例



资料来源: 宏源证券

图 6: 非晶变压器与硅钢变压器空载损耗 (单位 W)



资料来源: 宏源证券

附表：盈利预测

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4530.70	4724.12	5431.79	6937.61
增长率 (%)	28.54%	4.27%	14.98%	27.72%
归属母公司股东净利润	314.54	310.84	482.85	677.91
增长率 (%)	43.47%	-1.18%	55.34%	40.40%
每股收益 (EPS)	0.36	0.36	0.56	0.79
每股经营现金流	0.17	1.51	0.06	1.41
销售毛利率	17.75%	17.27%	19.45%	20.57%
销售净利率	8.26%	7.83%	10.58%	11.63%
净资产收益率 (ROE)	9.54%	8.61%	11.80%	14.21%
投入资本回报率 (ROIC)	9.51%	7.58%	12.88%	15.33%
市盈率 (P/E)	35	36	23	16
市净率 (P/B)	3	3	3	2

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4530.70	4724.12	5431.79	6937.61
减: 营业成本	3726.52	3908.29	4375.12	5510.66
营业税金及附加	14.94	15.59	17.92	22.89
营业费用	92.88	103.93	108.64	138.75
管理费用	203.68	212.59	244.43	312.19
财务费用	24.67	33.37	-5.58	-11.34
资产减值损失	33.30	20.00	20.00	20.00
加: 投资收益	-0.38	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	434.34	430.35	671.26	944.45
加: 其他非经营损益	4.63	5.00	5.00	5.00
利润总额	438.97	435.35	676.26	949.45
减: 所得税	64.73	65.30	101.44	142.42
净利润	374.24	370.05	574.83	807.03
减: 少数股东损益	59.70	59.21	91.97	129.13
归属母公司股东净利润	314.54	310.84	482.85	677.91

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	800.14	1465.25	1102.80	2221.87
应收和预付款项	1664.55	1528.57	2104.59	2510.80
存货	1353.04	941.25	1627.08	1607.85
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	131.16	131.16	131.16	131.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2403.82	2073.83	1743.85	1413.87
无形资产和开发支出	423.86	380.45	337.03	293.61
其他非流动资产	8.92	4.46	0.00	0.00
资产总计	6785.49	6524.98	7046.51	8179.16
短期借款	168.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1511.05	1498.49	1881.84	2360.98
长期借款	1040.17	590.17	153.53	0.00
其他负债	183.16	183.16	183.16	183.16
负债合计	2902.38	2271.82	2218.53	2544.15
股本	858.89	858.89	858.89	858.89
资本公积	1486.93	1486.93	1486.93	1486.93
留存收益	952.96	1263.80	1746.66	2424.56
归属母公司股东权益	3298.78	3609.62	4092.47	4770.38
少数股东权益	584.33	643.54	735.51	864.64
股东权益合计	3883.11	4253.16	4827.98	5635.01
负债和股东权益合计	6785.49	6524.98	7046.51	8179.16

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	145.06	1302.78	53.50	1219.54
投资性现金净流量	-531.28	4.25	4.25	4.25
筹资性现金净流量	491.91	-641.92	-420.20	-104.72
现金流量净额	103.46	665.11	-362.45	1119.07

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, 期间 2011-2012 年获得《今日投资》“天眼”分析师第五名和第三名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 4 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@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	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。