

2010年11月5日

安泰科技

有望受益于新材料和节能环保战略新兴产业

A
未有评级

000969.SZ - 人民币 27.59

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 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(%)	87.3	30.8	66.4	72.4
相对新华富时A50指数(%)	99.9	14.1	52.7	83.2

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	855
流通股(%)	58.54
流通股市值(人民币 百万)	13,809
3个月日均交易额(人民币 百万)	719
净负债比率(%)	22
主要股东(%)	
中国钢研科技集团有限公司	41.16

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者
中银国际证券有限责任公司

安泰科技股份有限公司(安泰科技)是国内领先的金属新材料生产商。公司致力于生产高速工具材料、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六大领域金属新材料。在国家将新材料战略新兴产业定位为国民经济先导产业的背景下,公司将依托大股东中钢研的强大研究实力享有新材料产业领域的先发优势。其次公司是目前全球第二大非晶带材生产商,非晶合金在降低电力系统(尤其是配电变压器)空载耗能方面的表现优于取向硅钢,受益于国家节能环保战略新兴产业政策,公司非晶带材业务将面临历史性发展机遇。此外公司以钕铁硼为代表的金属磁性材料业务在节能环保政策推动下也将具有良好的发展空间。公司从自2009年起实施的(持续至2013年)的管理层股权激励计划将有效保证和提高公司的管理效率和盈利能力。

主要发现

- 公司六大金属新材料业务将受惠于政府对新材料战略新兴产业的扶持和投入。
- 在节能环保战略新兴产业的推动下,非晶带材在电力系统中的应用将拥有较好的发展潜力。
- 公司脱胎于中国钢研科技集团,具有优秀的研发实力和科技成果产业化经验。

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。

图表 1. 投资摘要(市场预测)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,000	3,131	3,640	4,330	5,554
变动(%)		4.37	16.26	18.96	28.26
净利润(人民币 百万)	148.0	171.0	243.0	366.5	558.0
变动(%)		15.54	42.11	50.82	52.25
全面摊薄每股收益(人民币)	0.17	0.2	0.28	0.43	0.64
变动(%)		17.65	40.00	51.79	50.59
市盈率(倍)	162.3	138.0	98.5	64.9	43.1
市净率(倍)	11.69	11.26	6.49	5.98	5.36
净资产收益率(%)	7.52	7.57	7.7	10.0	12.3

资料来源: 公司数据及万得咨询

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。尤其值得注意的是目前公司非晶带材 4 万吨产能仅次于日立金属位居全球第二，公司 4 万吨高速工具钢产能也属于全球业内领先水平。

在六大新材料业务领域公司明星产品主要包括非晶带材、金属磁性材料、和粉末冶金制品中的难熔材料等。

非晶带材具有传统金属无可比拟高导磁率、高电阻率、高磁感、耐蚀等优异特性。目前主要应用于电力系统配电压变压器领域替代传统的取向硅钢，以实现降低电力系统自身用电的目的。

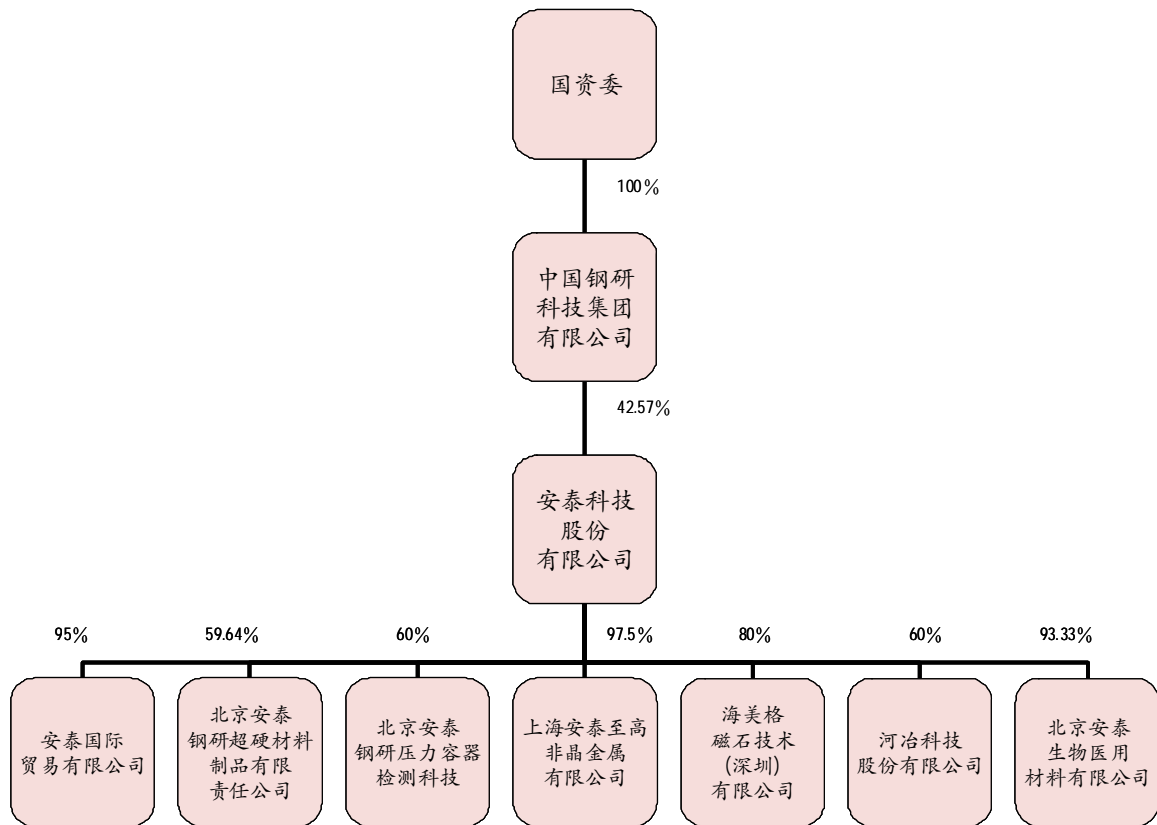
公司金属磁性材料除可以生产以钕铁硼为代表的硬磁，还可生产主要应用于军工领域的具有更高技术含量的软磁。公司钕铁硼材料主要供应 VCM (音圈电机) 和汽车等中高端下游产业。

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。

根据公司 2010 年中报数据，超硬及难熔材料制品 (包括金刚石制品、高速钢材制品和难熔材料制品，以及粉末冶金)，精细金属制品 (包括焊接材料)，功能材料制品 (包括金属磁性材料和非晶材料) 分别占营业收入比重为 38%、23% 和 15%。公司 2010 年前三季度营业收入同比上涨 13.02%，归属于母公司股东利润同比攀升 26.65%。

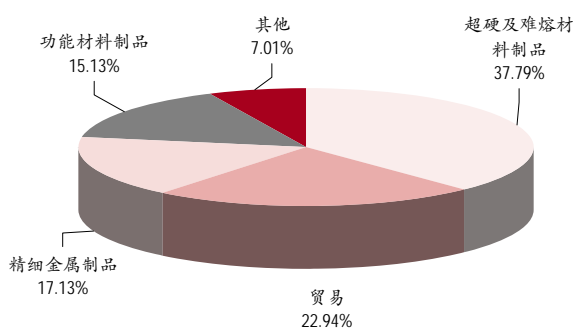
公司控股股东中国钢研科技集团有限公司持有公司 42.57% 的股权，公司实际控制人为国资委。

图表 2. 公司股权和主要控股公司结构图



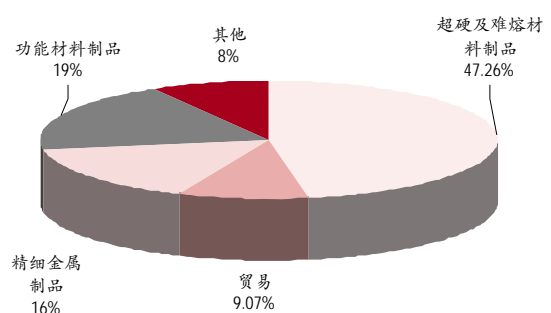
资料来源：公司数据

图表 3. 2010 年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 4. 2010 年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据

非晶带材业务有望借助节能环保东风快速发展

安泰科技是国内非晶带材技术和生产龙头企业。2010年安泰科技拥有非晶带材产能4万吨(其中2010年上半年建成3万吨产能),高居国内首位。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)。为巩固全球非晶带材领域的领先地位,公司有将产能扩张至6万吨的长期规划。

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,非晶变压器具有无可比拟的节能效果。

我国电力系统“十一五”期间开始重点推广新一代S11取向硅钢变压器,我们估计目前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。非晶变压器由于体积大、使用的铜等其他原材料较高,导致一次销售价格成本较取向硅钢变压器高约30%(但考虑到节能减排因素非晶变压器总体性价比优于硅钢变压器),因而非晶变压器虽然节能性能优越但目前推广程度不高。其次由于在全球范围内仅有日立金属具备大规模生产非晶带材的能力,而2010年前安泰科技产能相对较小不能满足我国电网建设的需求,因而出于国家战略我国电网“十一五”规划中并未考虑大规模推广非晶变压器。

但目前我国已将节能环保这一战略新兴产业提高至国家支柱产业战略高度,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,同时考虑到国家中西部地区大开发和农村城镇化这一长期发展战略,非晶变压器未来将享有力度更大的政策扶持。

目前公司正着手提高非晶带材成材率问题,并取得一定的成效。我们预测今年公司全年可生产非晶带材约1.0万吨,2011年可实现50%的产能利用率达2.0万吨,2012年产能利用率可达90%。

图表 5. 非晶带材产能产量预测

(万吨)	2010E	2011E	2012E
产能	4.0	4.0	4.0
产能利用率(%)	25	50	90
产量	1.0	2.0	3.6

资料来源：公司数据

公司受惠于新材料战略新兴产业政策

公司控股股东中国钢研科技集团公司脱胎于创建于 1952 年的原钢铁研究总院。在 2006 年成立后，中钢研集团又囊括了冶金自动化研究设计院等国内铁合金研发领域龙头机构，成为我国金属新材料研发基地、冶金行业重大关键与共性技术的创新基地、国家冶金分析测试技术的权威机构。

安泰科技依托中国钢研，拥有国内一流的研发设施和平台，实力超群的研发队伍，同时公司也具有丰富的国内科研成果产业化经验。

2010 年 9 月国家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。我们认为公司目前不仅在高速工具钢、粉末冶金材料和金刚石工具等领域具备研发和生产竞争优势，公司还将通过新材料战略新兴产业政策的实施进一步确立和巩固这些业务的领先优势。

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他相关核心人员(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)。

2010 年公司三季报公告前三季度扣除非经常性损益后净利润增长高达约 26%，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。

图表 6. 安泰科技股权激励计划各年摊销额度

总费用(万元)	各年度摊销(万元)				
	2009	2010	2011	2012	2013
2,366.36	638.92	851.89	559.05	266.22	50.29

资料来源：公司数据

盈利展望

我们认为公司第四季度盈利情况环比将有所增长，这主要源自于非晶带材新产能的逐步投产以及公司及时攻克制约产能的技术难题。此外公司金属磁性材料业务盈利情况有望进一步提升。

今年公司非晶带材产能实现了爆发式的扩张，从1万吨骤增至4万吨。虽然公司非晶带材新产能在投产过程中面临了一系列技术难题，但通过技术攻关公司目前已初步攻克了这一系列技术难题。根据公司公告上半年非晶产量约4,000吨，我们预计随着下半年生产环境的转好以及新产能的逐步投产，公司3、4季度非晶带材产量在6,000吨左右，全年非晶带材总产量约1.0万吨。2011年和2012年公司非晶带材产量预计将达2万吨和4万吨。非晶业务的大规模量产将有效推动公司盈利的增长。

金属磁性材料领域今年凭借稀土永磁行业高速发展的东风，实现了跨越式的发展。目前公司稀土永磁产能约1,000吨，主要生产用于VCM和汽车领域的中高端钕铁硼永磁材料。公司计划明年将产能扩张至2,000吨，新建产能主要提供高端应用新型钕铁硼产品。我们预计第四季度钕铁硼永磁在节能家电政策的持续刺激下仍将保持产销两旺的趋势。

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。虽然前期1万吨已投产，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。

初步结论

安泰科技作为科研机构转制而来的企业，拥有雄厚的研发实力和丰富的科研产业化经验。目前公司位居国内新材料研发和生产领域领先地位。

在我国陆续将节能环保和新材料确立为国民经济支柱产业和先导产业的时代背景下，公司非晶带材在电力系统配电变压器领域的需求将面临爆发式的增长机遇。同时受惠于节能家电的大规模普及，公司金属磁性材料业务将随之面临重大历史契机。

我们同时也看好公司高速工具钢和粉末冶金制品领域的难熔材料业务，公司在这两大业务领域长期占据国内产能和技术龙头地位，具有成长性好，利润率高的特点。

我们相信受益于节能环保和新材料战略新兴产业政策的落实，公司未来几年将处于蓬勃发展期。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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