

电力设备

报告原因: 调研报告

2010 年 3 月 25 日

基础数据: 2010 年 3 月 25

收盘价(元)	26.5
每股净资产(元)	5.12
资产负债率%	44.44
总股本/流通 A 股(亿)	2.9/4.4
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

安泰科技(000969)

买 入

质量关乎全局, 技术壁垒增添价值, 传统业务增速不容忽视

公司研究/调研报告

投资要点:

● **成材率达到预期, 产品质量符合下游要求:** 目前已正式投产的 1 万吨非晶带材生产线的成材率约为 70%, 基本达到预期。2009 年生产 2100 吨非晶带材, 为了拓展市场部分用于下游试用及测试, 公司已经与合作伙伴进行了约 400-500 台配电变压器的挂网试用, 目前运行稳定, 这为进一步拓展市场打下了良好的基础。另外 3 万吨也将于 3 月底正式投产, 该 3 万吨生产线借鉴第一期的经验在工艺和设备上进行了一定的提升, 预计产品质量较前 1 万吨也有较大提升。考虑到另外 3 万吨于 4 月份正式投产, 预计公司 2010 年将生产非晶带材 1.5-2 万吨, 产量主要取决于生产线运行的稳定性和下游市场拓展情况。

● **6 万吨扩产在即, 市场空间广大:** 公司目前又规划了 6 万吨的非晶带材产能计划, 何时正式启动取决于投产的 4 万吨产能是否能够运行稳定以及产品质量能否达到用户的使用标准, 预计上半年 3 万吨投产运行稳定后公司将正式开始启动建设, 按照建设周期将于 2012 年形成产能, 将保证了公司的长期成长性。而非晶变压器节能效果明显, 未来市场空间较大。此外非晶带材还能应用于电机、风电机太阳能逆变器等领域, 可拓展的市场远不至非晶变压器。

● **贡献公司收益可观:** 经我们测算非晶带材项目 2010-2012 年分别贡献公司每股收益 0.08、0.27、0.36, 运行稳定后贡献收益可观, 是目前业绩的 1 倍左右。而静态看如若未来 6 万吨投产运营稳定贡献公司每股收益约 0.7 元左右, 是目前业绩的接近 2 倍。公司非晶带材的质量及下游应用的稳定性不仅决定公司已经建成的 4 万吨的盈利情况, 也决定着公司未来的扩产计划, 是否运行稳定关系到公司短期盈利和长远成长性, 决定了公司的价值。目前看公司下游试用变压器运行较为稳定, 基本达到客户要求。

● **传统业务恢复性增长可期:** 由于经济危机的影响, 09 年公司的主要产品均出现了不同程度的影响, 随着高速工具钢产能的释放, 以及金刚石锯片需求的转暖, 预计公司传统业务有望在 2010 年增长 20%-30%。经过我们的测算预计, 不考虑非晶带材业务, 公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.55、0.66 元, 分别增长 43%和 18%, 2010 年增长主要是恢复性增长及募集资金投资投产带动增长。

● **盈利预测及投资建议:** 经过我们的测算, 综合考虑公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.66、0.98 元, 对应目前 PE 水平分别为 40 倍和 27 倍, 公司目前的估值水平并未完全反映公司非晶带材项目成功后后期的扩产带来的巨大成长性, 公司非晶带材目前看基本符合下游需求, 公司扩产 6 万吨带材的可能性较大, 综合考虑给予公司“买入”的投资评级。但需要指出的是非晶带材项目是否成功不仅决定公司短期盈利而且决定公司的长期长远性, 对公司价值影响较大。

● **投资风险:** 虽然非晶变压器的节能效果显著, 但仍需国家政策的推动, 国家能否近期推出相关政策, 存不确定性; 公司非晶带材生产线运行稳定性及成材率等仍存在一定的不确定性; 下游用户运行的稳定性及安全性的检验时间还不够。

目 录

一、非晶带材，质量关乎全局，技术壁垒较强	2
成材率达到预期，产品质量符合下游要求	2
避免恶性竞争采取跟随价格策略，成本具备明显优势	2
6 万吨扩产在即，市场空间广大	2
质量观乎全局，技术壁垒较强	3
盈利测算	3
二、传统业务增长点众多	4
高速工具钢，2010 年将恢复性增长，高端路线可期，增长可观	4
其他业务——增长点众多	5
三、新能源领域	6
太阳能薄膜电池——拟成立合资公司	6
储能材料	6
四、业绩测算及投资建议	7
业绩初步分析	7
盈利预测及投资建议	7
五、投资风险	9

一、非晶带材，质量关乎全局，技术壁垒较强

成材率达到预期，产品质量符合下游要求

- **生产及质量情况：**目前已正式投产的1万吨非晶带材生产线的成材率约为70%，基本达到预期。2009年公司生产了约2100吨非晶带材，为了拓展市场部分用于下游试用及测试，公司已经与合作伙伴进行了约400-500台配电变压器的挂网试用，目前运行稳定，这为进一步拓展市场打下了良好的基础。另外3万吨也将于3月底正式投产，该3万吨生产线借鉴第一期的经验在工艺和设备上进行了一定的提升，预计产品质量较前1万吨也有较大提升。
- **产量预计：**考虑到另外3万吨于4月份正式投产，预计公司2010年生产非晶带材1.5万吨-2万吨，产量主要取决于生产线运行的稳定性和下游市场拓展情况。

避免恶性竞争采取跟随价格策略，成本具备明显优势

- **定价策略：**公司为了避免恶性竞争对价格造成不利影响，采取的定价策略是参照日立金属的价格（低于日立金属价格的85%）以及硅钢片价格（硅钢片价格的1.2倍），公司的定价策略有利于维持产品价格稳定获得双赢的局面。由于除公司外仅日立金属生产非晶带材，非晶带材的价格基本由日立金属主导。而由于硅钢片与非晶带材能够相互替代，如果非晶带材价格高于硅钢片一定比例经济性将消失，因此日立金属的定价主要考虑其成本以及硅钢片的价格。
- **目前的价格形势：**目前日立金属的报价约为2.7-2.8万元，按照公司的定价策略预计销售价格在2.2万元左右水平，考虑到生产初期拓展下游市场价格的折让等问题，预计2010年的平均价格维持在2万元左右的水平。
- **成本情况：**06年可研报告中的成本为1.46万元/吨，目前看主要原材料纯铁及硼铁等较06年有一定幅度的降低，运行稳定后预计生产成本基本能够达到可研报告的水平，随着工艺流程的提升，成本可能进一步降低。但投产初期受成材率等影响成本可能要高出一些。
- **成本优势明显：**由于原材料价格、水、电、人工、运输等因素公司的成本较日立金属有约20%的优势，这为公司采取跟随价格策略提供了基础，也有利于公司拓展下游市场。

6万吨扩产在即，市场空间广大

- **继续扩产6万吨在规划之中：**公司目前规划了6万吨的非晶带材产能，何时正式启动取决于投产的4万吨产能是否能够运行稳定以及产品质量能否达到用户的使用标准，预计上半年3万吨投产运行稳定后公司将正式开始启动建设，按照建设周期将于2012年形成产能，这保证了公司的长期成长性。

- **市场空间广大：**非晶带材的市场前景广阔，目前主要应用于非晶变压器，非晶变压器节能效果明显，发达国家使用非晶合金变压器的比重已超过15%，而中国则尚未达到1%的比例，假设中国非晶合变压器的比例达到配电变压器的5%，预计非晶带材的需求量将达到120万吨左右。除了应用于非晶变压器外，广泛应用于风电、光电的逆变器，而新能源发电领域也是目前大力发展的方向。此外，非晶电机的节能效果也较为明显，目前我国平均能耗为85%-87%，而非晶的能够达到93%-95%，我国工业耗电约占耗电总量70%，其中电机耗电占工业耗电的60%-70%，工业电机的市场空间远大于配电变压器。
- **市场空间足以保证产能扩张：**目前非晶变压器市场已经足够公司扩产到10万吨的产能，从长远看要继续拓展产能就要考虑到其他领域的应用，而公司正积极与下游客户合作积极拓展其他应用领域，如电机领域。

质量观乎全局，技术壁垒较强

- **质量观乎全局，决定公司价值：**公司非晶带材的质量及下游应用的稳定性直接决定公司已经建成的4万吨的盈利情况，此外也决定着公司未来的扩产计划，是否运行稳定关系到公司短期盈利和长远成长性，决定了公司的价值。目前看公司下游试用变压器运行较为稳定，基本达到客户要求。
- **技术壁垒较强：**非晶带材的生产是冶金科学、材料科学、自动化控制的结合，而这正是公司的优势所在，预计短期内很难有其他厂商掌握该生产技术，这有利于维持价格稳定及公司继续扩大产能。

盈利测算

- **盈利预测假设：**
 - 1、按照10年折旧，2010年第二条生产线在4月初全部转固定资开始折旧
 - 2、考虑到拓展市场初期部分产品用于实验及测试等因素，假2010-2012产销率分别为90%、95%、98%
 - 3、单位原材料成本价格假设为1.25万/吨
 - 4、所得税15%
- **盈利预测结果：**经我们测算非晶带材项目2010-2012年分别贡献公司每股收益0.08、0.27、0.36，运行稳定后贡献收益可观，是目前业绩的1倍左右。而静态看如若未来6万吨投产运营稳定贡献公司每股收益约0.7元左右，是目前业绩的接近2倍。公司非晶带材的质量及下游应用的稳定性不仅决定公司已经建成的4万吨的盈利情况，也决定着公司未来的扩产计划，是否运行稳定关系到公司短期盈利和长远成长性，决定了公司的价值。目前看公司下游试用变压器运行较为稳定，基本达到客户要求。

表 1：盈利预测过程及结果

		2010E	2011E	2012E
预计产能	吨	40,000	40,000	40,000
成材率	%	45.00%	70%	80%

实际产量	吨	18000	28000	32000
产销率	%	90%	95%	98%
实际销售量	吨	16200	26600	31360
不含税销售单价	万元/吨	2	2.1	2.1
收入合计	万元	32400	55860	65856
毛利率	%	19.75%	30.18%	33.19%
成本	万元	26001.25	39001.25	44001.25
折旧	万元	2500	3000	3000
原材料单价	万元/吨	1.25	1.25	1.25
原材料成本总计	万元	22500	35000	40000
人工	万元	1000	1000	1000
三项费用	万元	2500	3000	3000
利润总额	万元	3898.75	13858.75	18854.75
净利润	万元	3313.94	11779.94	16026.54
贡献每股收益	元	0.08	0.27	0.36

资料来源：山西证券

二、传统业务增长点众多

公司未来将重点发展六个领域，包括“高速工具钢”、“金刚石工具”、“焊接材料”“金属磁性材料”“粉末冶金制品”及“先进新能源材料”。根据公司的规划未来的增长点众多，此外随着公司规模的提升资产的盈利能力也将逐步提升。

高速工具钢，2010年将恢复性增长，高端路线可期，增长可观

- **高速工具钢贡献最大的业务，09年深受金融危机影响：**公司持股比例59.64%的河冶科技主要从事高速工具钢业务，09年受到金融危机严重影响，降到冰点。受到金融危机的影响公司2008、2009年两年利润均出现了下降，详见图2。而随着汽车、机械行业的转暖，公司09年6~9月连续四个月单月产量超过1,000吨，已达到08年平均水平，目前已经基本恢复，基本达到满产的情形。高速工具钢正常年份占公司收入比例的26%左右，是公司收入占比最大的产品，而从正常年份的利润占比来看基本贡献公司收益的接近1/3（08年贡献公司每股收益0.093元，而公司总的每股收益为0.33元）。
- **2010年从金融危机中有效恢复。**目前看河冶科技基本完全从金融危机中恢复过来，预计2010年利润较2009年有100%的增长速度，恢复到2007-2008年的水平，具体详见图2。
- **走高端化路线：**高速工具钢的高端产品粉末高速钢价格较普通产品高出很多，具备较大的利润空间。目前公司高端产品粉末高速钢的产量约在50吨的规模，未来要发展到1000吨的规模，高端化路线值得期待。

- **未来成长性可观：**09年受金融危机影响河冶科技仅实现收入5.5个亿左右，预计未来收入能够达到8-10亿元的水平，而全部满产后将达到20亿的水平。如果粉末高速钢高端化路线成功，收入仍可超预期，高速工具钢的成长性可观。

图 1：河冶科技收入及增速

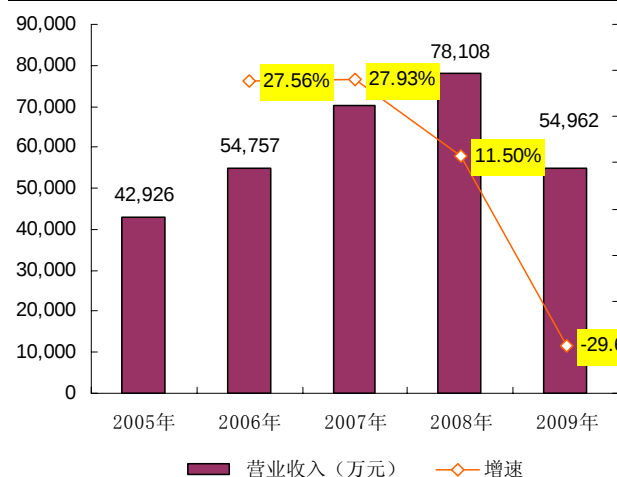
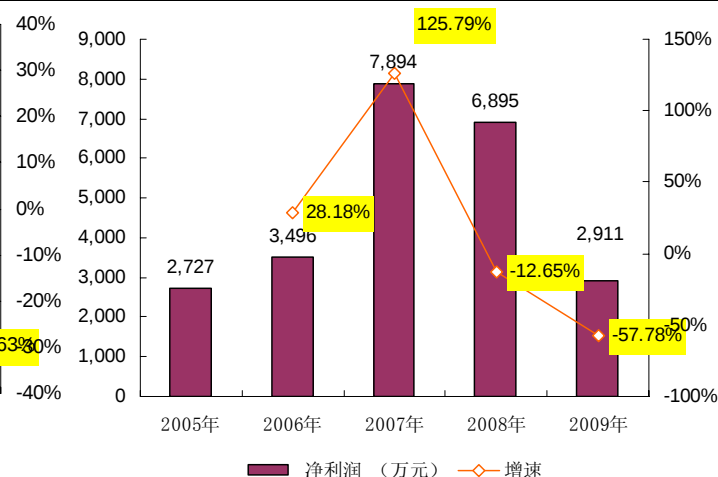


图 2：河冶科技净利润及增速



资料来源：公司公告

其他业务——增长点众多

- **金刚石锯片，恢复性增长可期：**公司金刚石锯片主要由持股95%的安泰超硬经营。公司金刚石锯片约95%的产品出口，而在09 上半年，由于美国房地产行业的低迷，公司金刚石锯片业务也遭受了较大影响，详见图3-4。目前，产品恢复良好，特别是毛利率回升明显，预计2010年利润较2009年增长50%左右。

图3：安泰超硬营业收入及增速

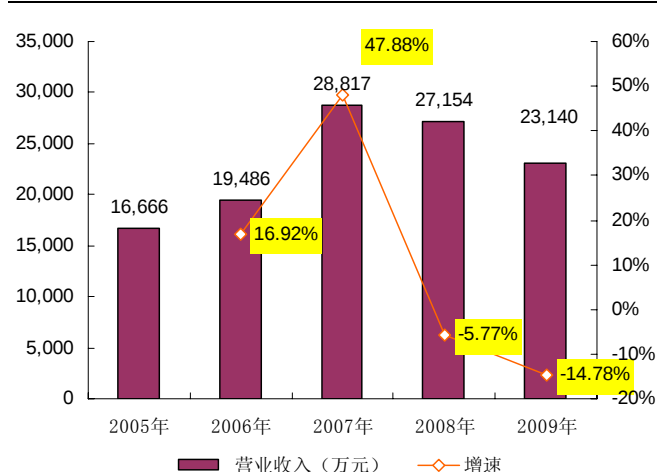
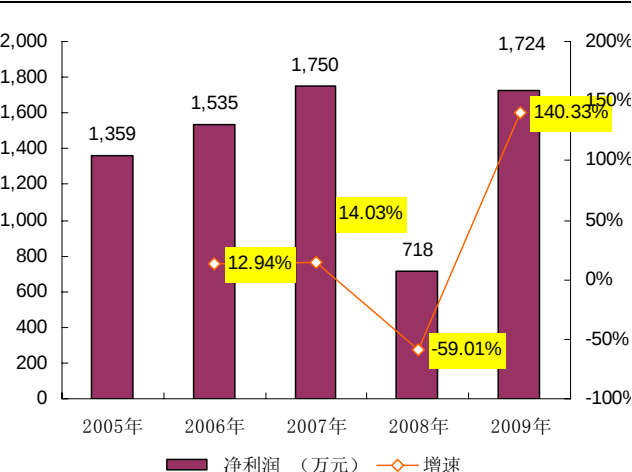


图4：安泰超硬净利润及增速



资料来源：公司公告

- **焊接材料，走高端路线，增长可期：**公司的焊接材料分为药性焊丝和特焊材

料。药性焊丝目前的产量约为2.5万吨，未来将发展到5万吨的水平，预计将形成3个亿左右的产值。特焊材料主要应用于火电、核电、军工、造船等，符合我国未来产业发展的结构，目前60%以上需要进口，利润率较高。公司目前的产量约为40-50万吨，计划进一步扩大产能，进口替代产品具备较大的市场空间。

- **磁性材料，市场空间广大：**磁性材料目前公司约有1000吨的产能，相对高端，公司的磁性材料包括软磁材料、纳米晶材料等，品种较多。磁性材料广泛应用于动力汽车、新能源等领域，随着国家政策对新能源的推动，市场空间广阔，仍有望保持高增长。

三、新能源领域

太阳能薄膜电池——拟成立合资公司

- **参股德国太阳薄膜电池生产公司：**公司持有德国Odersun AG公司8.56%股权，目前有35兆瓦的生产线，未来计划进一步扩产。德国Odersun AG 公司合作开发新型薄膜太阳能电池，在北京奥林匹克公园的示范项目已建成并投入发电，技术较为成熟。
- **Odersun AG技术具备成本优势：**德国Odersun AG公司的薄膜太阳能电池技术代表了未来太阳能电池的发展方向德国Odersun AG公司生产的CuInS₂薄膜太阳能电池（简称CISCuT），是以金属为基体，无需使用硅原料，其技术具有材料消耗少、污染低、设备成本低、工艺先进等特点，比现有各类硅基太阳能电池有明显的成本优势。除此之外，CISCuT技术的太阳能产品还具有产能高、轻便、灵活、易于安装、产品适应性强的特点。因此，CISCuT技术代表了未来太阳能电池的发展方向。CISCuT技术的问题是转化率仍低于7%，未达到国际主流下游厂商的要求，随着技术的优化转化率有望进一步提高。
- **计划投资合资太阳能薄膜产能：**公司拥有新型金属材料的开发能力，德国Odersun AG 公司拥有基于金属基体的CISCuT 薄膜太阳能电池开发技术，双方的合作将达到优势互补、合作共赢的良好效果。双方明确约定在技术、市场等时机成熟时，在中国设立合资企业，由公司控股。目前CISCuT技术的转化率仍低于7%，如若转化率达到目标水平公司将具体实施投资。公司计划建设120MW的CIS薄膜电池，按照1美元/瓦的价格计算，预计产值超过10亿元，是公司未来的成长点之一。

储能材料

- **生产线即将投产：**储能材料方面，公司一直关注锂电池和磷酸铁锂正极材料的试制。近期对北京宏福源科技公司进行增资（持股比例40%），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。截至目前，该公司储氢合金扩产工作基本完成，产品已投放市场。磷酸铁锂首条生产线建成，正处于设备调试、试生产阶段。

四、业绩测算及投资建议

业绩初步分析

- **传统业务恢复性增长可期：**由于经济危机的影响，09 年公司的主要产品均出现了不同程度的影响，但同样也是公司进行新产品布局的关键年份。随着高速工具钢产能的释放及需求的回暖，以及金刚石锯片需求的转暖，预计公司传统业务有望在2010 年增长20%-30%。
- **募集资金项目开始贡献利润：**公司2006年募集资金项目受到奥运会影响一直没有投产，预计将于2010年投产发挥效益，根据公司测算3募集资金项目的综合收益为15,444.10万元，详见表2。而目前看三个项目的经营环境并未发生太大的变化基本能够达到预期的收益，简单测算3个募集资金项目充分发挥效力将贡献公司每股收益0.35元，其中非晶带材项目贡献每股收益约0.2元。

表 2：募集资金预计年收益情况

投资项目	承诺募集资金投资 金额(万元)	预计达产年收 益(万元)	年投资收益率
高品质聚晶金刚石材料及高档专业金 刚石工具产业化项目	11,246.00	3,802.70	33.8%
年产4 万吨非晶带材及制品项目	18,340.00	8,779.50	47.9%
高性能难熔材料及制品产业化项目	10,404.00	2,861.90	27.5%
合计	39,990.00	15,444.10	38.6%

资料来源：公司公告

盈利预测及投资建议

- **传统业务测算结果：**经过我们的测算，不考虑非晶带材业务，公司2010-2011 年每股收益分别为0.55、0.66元，分别增长43%和18%，2010年增长主要是恢复性增长及募集资金投资投产带动增长，详见表4-5。
- **投资建议：**上文中我们预计2010-2011年4万吨非晶带材项目分别贡献每股收益0.11、0.32，综合考虑公司2010-2011年每股收益分别为0.66、0.98元，对应目前PE水平分别为40倍和27倍，公司目前的估值水平并未完全反映公司非晶带材项目成功后后期的扩产带来的巨大成长性，公司非晶带材目前看基本符合下游需求，公司扩产6万吨带材的可能性较大，综合考虑给予公司“买入”的投资评级。但需要指出的是非晶带材项目是否成功不仅决定公司短期盈利而且决定公司的长期长远性，对公司价值影响较大。

表 3：传统业务盈利预测核心假设

	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	2,973.24	3,110.16	3,966.39	4,479.09
超硬及难熔材料制品	1,191.94	1,052.43	1473.402	1694.4123

精细金属制品	547.07	565.71	735.423	845.73645
功能材料制品	381.14	440.95	485.045	533.5495
生物医学材料	20.51	37.45	56.175	67.41
工程技术	161.19	205.88	247.056	271.7616
贸易	671.39	807.74	969.288	1066.2168
增速	15.29%	4.61%	27.53%	12.93%
超硬及难熔材料制品	6.49%	-11.70%	40%	15%
精细金属制品	0.72%	3.41%	30%	15%
功能材料制品	33.23%	15.69%	10%	10%
生物医学材料	1.89%	82.59%	50%	20%
工程技术	-11.50%	27.73%	20%	10%
贸易	56.81%	20.31%	20%	10%
毛利率	15.41%	13.82%	13.91%	13.97%
超硬及难熔材料制品(%)	17.27%	17.09%	17.50%	17.50%
精细金属制品(%)	14.93%	14.97%	15.00%	15.00%
功能材料制品(%)	17.02%	17.14%	17.00%	17.00%
生物医学材料(%)	14.07%	9.51%	10.00%	10.00%
工程技术(%)		18.71%	19.00%	19.00%
贸易(%)		5.32%	5.00%	5.00%

资料来源：山西证券

表 4: 传统业务盈利预测（未考虑非晶带材项目收益）

	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	3,000.32	3,130.96	3,966.39	4,479.09
营业成本	2,537.84	2,698.12	3414.75	3853.31
营业税金及附加	9.44	9.54	10.5	11
销售费用	80.52	73.18	80	85
管理费用	91.7	102.78	110	120
财务费用	50.03	25.18	20	20
资产减值损失	26.19	6.28	0	0
投资净收益	1.2	2.32	3	3
营业利润	205.78	218.2	334.14	392.77
营业外收入	3.1	1.47	0	0
营业外支出	3.63	1.21	0	0
利润总额	205.26	218.46	334.14	392.77
所得税	22.62	33.67	50.12	58.92
净利润	182.64	184.79	284.02	333.86
少数股东损益	34.39	13.63	40	45
归属母公司净利润	148.26	171.17	244.02	288.86
每股收益(元)	0.34	0.39	0.55	0.66

资料来源：山西证券

五、投资风险

- 虽然非晶变压器的节能效果显著，但仍需国家政策的推动，国家能否近期推出相关政策，存不确定性。
- 公司非晶带材生产线运行稳定性及成材率等仍存在一定的不确定性。
- 下游用户运行的稳定性及安全性的检验时间还不够。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。