

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

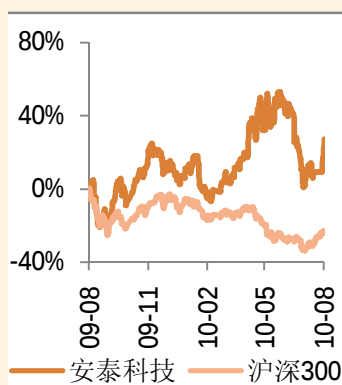
侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com


基本数据(08.04)

收盘价(元)	16.81
总股本(百万股)	854.87
流通股本(百万股)	598.01
总市值(亿元)	143.70
流通市值(亿元)	100.52
PE TM	74.88
每股净资产	3.41

评级： 买入
目标价： 20.6元

相关报告：《传统业务开门见喜，非晶带材年内放量》——调研报告，2010.03.24

投资要点

- 中报业绩同比增长较快。**公司上半年营业收入 15.97 亿元，同比增长 36.52%，净利润 8457 万元，同比增长 51.05%，EPS 为 0.105 元。
- 超硬材料制品业务贡献业绩增长。**高速工具钢和金刚石产品上半年销售旺盛，使得公司超硬及难熔材料制品业务从去年同期的 3.5 亿元增加到今年的 6 亿元，增幅在 71%。
- 非晶带材业务尚无实质性的进一步进展。**公司年产 6 万吨非晶带材项目和年产 4 万吨非晶变压器铁芯高项目获得国家发改委中央预算内投资补助的批复。申报国家科技部的《国产非晶带材在电力系统中的应用开发及工程化》支撑计划项目也已获得提前启动的立项批复，将进一步促进非晶带材的国产化应用。上半年公司非晶带材实现生产 4000 余吨，我们维持全年 1.5 万吨的预测。
- 非晶带材业绩释放仍需政策的推动。**非晶带材需求市场的启动，需要电网企业对非晶变压器的批量招标采购。目前国家在节能减排方面的态度明朗，但尚无针对非晶合金变压器的支持政策出台，因此我们认为非晶带材业绩释放的进度还存在不确定性。
- 资产置换对公司业绩影响不大。**置出的安泰国际贸易 09 年收入占总收入 15%，净利润占比 4.25%，总体来看对公司的收入影响有限，对净利润影响不大，转让以后反而会提高公司的综合毛利率水平。而置入的资产不会直接产生收益，但对公司的核心业务起到补充、支持、加速作用，长期来看将给业绩带来更高的成长远景。
- 维持公司买入评级。**根据最新的资产置换和股本，我们对分业务预测进行调整，预计未来三年公司 EPS 为 0.36、0.52、0.68 元，PE46.5、32.3、24.7 倍，考虑到公司还有 CIS 薄膜电池业务以及可能分拆上市的安泰生物和宏福源公司，继续维持买入评级，目标价 20.6 元。

主要财务指标(08.04)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3131	3608	4216	5228
收入同比(%)	4%	15%	17%	24%
归属母公司净利润	171	309	445	581
净利润同比(%)	15%	81%	44%	31%
毛利率(%)	13.8%	16.8%	19.0%	19.4%
ROE(%)	7.6%	10.5%	13.5%	15.3%
每股收益(元)	0.20	0.36	0.52	0.68
P/E	83.95	46.49	32.32	24.74
P/B	6.36	4.89	4.36	3.79
EV/EBITDA	44	32	22	17

表 1、公司材料制品业务业绩预测(万元)

主要业务	2009			2010	
	净利润	EPS 贡献	增长率	净利润	EPS 贡献
难熔材料	~3500	0.08	10%	3850	0.045
焊接材料	~3500	0.08	10%	3850	0.045
磁性材料	~2800	0.06	30%	3640	0.043
金刚石工具	1724	0.04	50%	2586	0.030
高速工具钢	2911	0.07	100%	5822	0.068
非晶带材	428	0.01	1302%	6000	0.070
合计	14863	0.34		25748	0.301

数据来源：湘财证券研究所

表 2、公司分业务业绩预测(百万元)

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
新材料及制品	收入	1,969	2,141	2,097	2,726	3,408	4,089
	yoy	33.93%	8.74%	-2.06%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	17.05%	16.60%	16.39%	17.00%	17.00%	17.00%
非晶带材	收入			25	300	581	900
	yoy				1100.00%	93.67%	54.91%
	毛利率				25.00%	30.00%	30.00%
贸易	收入	428	671	808	366		
	yoy	-9.40%	56.78%	20.42%	30.00%		
	毛利率	7.26%	8.52%	5.32%	7.00%		
工程技术	收入	182	161	206	216	227	238
	yoy	19.44%	-11.54%	27.95%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	16.16%	22.63%	18.71%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	2,579	2,973	3,111	3,608	4,216	5,228
	成本	2,183	2,524	2,686	3,001	3,417	4,215

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2899	3101	3214	3595
现金	922	990	852	844
应收账款	346	391	485	595
其他应收款	29	36	41	51
预付账款	469	586	643	803
存货	796	747	767	780
其他流动资产	337	352	425	522
非流动资产	1957	2509	3056	3569
长期投资	126	120	122	121
固定资产	937	1642	2238	2766
无形资产	203	230	262	292
其他非流动资产	692	516	434	390
资产总计	4856	5610	6270	7164
流动负债	1294	1490	1666	2000
短期借款	12	141	108	112
应付账款	412	428	499	611
其他流动负债	870	920	1059	1276
非流动负债	864	704	779	775
长期借款	213	247	257	275
其他非流动负债	651	457	522	500
负债合计	2158	2194	2444	2775
少数股东权益	437	477	527	596
股本	441	855	855	855
资本公积	1208	1208	1208	1208
留存收益	611	876	1235	1731
归属母公司股东权益	2260	2939	3298	3794
负债和股东权益	4856	5610	6270	7164

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	448	352	537	710
净利润	185	349	495	649
折旧摊销	92	62	91	117
财务费用	25	-13	-6	-3
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	142	-52	-60	-72
其他经营现金流	7	8	21	21
投资活动现金流	-431	-620	-642	-635
资本支出	411	600	600	600
长期投资	-20	-6	2	-1
其他投资现金流	-40	-26	-40	-36
筹资活动现金流	307	336	-32	-83
短期借款	-387	129	-33	4
长期借款	-37	34	10	18
普通股增加	0	414	0	0
资本公积增加	154	0	0	0
其他筹资现金流	577	-241	-9	-105
现金净增加额	324	67	-138	-8

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3131	3608	4216	5228
营业成本	2698	3001	3417	4215
营业税金及附加	10	11	13	16
营业费用	73	89	102	127
管理费用	103	99	100	100
财务费用	25	-13	-6	-3
资产减值损失	6	13	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	218	411	582	764
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	218	411	582	764
所得税	34	62	87	115
净利润	185	349	495	649
少数股东损益	14	40	50	68
归属母公司净利润	171	309	445	581
EBITDA	335	459	666	878
EPS (元)	0.39	0.36	0.52	0.68

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	4.4%	15.2%	16.8%	24.0%
营业利润	6.0%	88.3%	41.6%	31.3%
归属于母公司净利润	15.5%	80.6%	43.8%	30.6%
获利能力				
毛利率(%)	13.8%	16.8%	19.0%	19.4%
净利率(%)	5.5%	8.6%	10.5%	11.1%
ROE(%)	7.6%	10.5%	13.5%	15.3%
ROIC(%)	8.2%	10.9%	13.2%	15.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	44.4%	39.1%	39.0%	38.7%
净负债比率(%)	12.05%	18.74%	16.04%	14.89%
流动比率	2.24	2.08	1.93	1.80
速动比率	1.62	1.57	1.46	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.69	0.71	0.78
应收账款周转率	8	9	8	8
应付账款周转率	7.46	7.14	7.37	7.59
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.36	0.52	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.41	0.63	0.83
每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.44	3.86	4.44
估值比率				
P/E	83.95	46.49	32.32	24.74
P/B	6.36	4.89	4.36	3.79
EV/EBITDA	44	32	22	17

q 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。