

2010-08-03

金属非金属

安泰科技 000969.SZ

# 传统业务高速增长，非晶带材期待爆发

◇ 公司半年报点评

## ◆ 半年报业绩符合预期：非晶带材业务完成磨合，其他金属材料业务高速增长

我们认为，公司 2010 年半年报符合预期，按照我们的盈利预测，公司 10 年市盈率 40 倍，考虑公司 2010-2012 年净利润复合增速 60%，给予“增持”评级。

2010 年上半年，公司非晶带材 4 万吨产能如期投产，贡献 4000 吨产量；其他先进金属材料业务实现 50% 增长。我们预计下半年非晶带材业务将度过磨合期，实现全年 14000 吨的产量，其他先进金属材料业务将延续上半年的高增长。

## ◆ 非晶带材业务将成业绩增长主要动力

我们认为 2010 年公司非晶带材产量将不会低于预期。1) 市场空间巨大，2011-2013 年非晶带材市场空间超 70 万吨，复合增长 51%；2) 公司兼具技术壁垒和品牌优势，充分受益非晶带材需求的膨胀；3) 2010 年下半年，达产率提高与积极推广双管齐下将实现 14000 吨的生产目标。

我们认为，2010 年公司非晶带材生产将达到预期，未来三年贡献收入 3.36 亿元、8.64 亿元、16.25 亿元，为公司贡献净利润 0.84 亿、2.39 亿和 4.8 亿元，折合 EPS 0.08 元、0.24 元和 0.48 元。

## ◆ 其他先进金属材料业务保证公司的高增长

公司目前集中发展六大业务领域，除非晶带材业务外，还有其他金属材料业务保证了公司高增长。1) 高速工具钢业务：公司规模全球前三，国家对超精密设备的支持为公司带来超 60% 的增长。2) 金刚石工具业务：受益出口回暖及出口税率优势，今年收入增长超 50%。3) 焊接材料业务：结构调整，向核电、石化用特种焊材领域进军，未来高增长可期。

## ◆ 新能源或成未来增长新动力

公司参股的德国 Odersun 公司薄膜太阳能电池产品获得 IEC 认证，SUN2 生产线于 2010 年 6 月正式投产，目前正大力开拓 BIPV 市场；当符合要求的转换效率以后，双方将在中国合资办厂，太阳能薄膜电池业务或成公司增长新动力。

## ◆ 盈利预测

我们预测，公司 2010-2012 年净利润分别为 3.59 亿、4.82 亿和 7.24 亿元，折合 EPS 0.42 元、0.56 元和 0.85 元，对应 2010-2012 年估值水平 40、30 和 20 倍。

## 业绩预测和估值指标

| 指标                 | 2008   | 2009   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|--------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）          | 3,000  | 3,131  | 4,081   | 5,680  | 7,691  |
| 营业收入增长率            | 15.31% | 4.35%  | 30.33%  | 39.20% | 35.39% |
| 净利润（百万元）           | 148    | 171    | 359     | 482    | 724    |
| 净利润增长率             | 7.30%  | 15.45% | 109.77% | 34.19% | 50.25% |
| EPS（元）             | 0.17   | 0.20   | 0.42    | 0.56   | 0.85   |
| ROE（归属母公司）<br>（摊薄） | 7.52%  | 7.57%  | 10.90%  | 13.40% | 17.77% |
| P/E                | 97     | 84     | 40      | 30     | 20     |
| P/B                | 7      | 6      | 4       | 4      | 4      |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

增持

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 16.81 元 |
| 目标价格 | 20.00 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

电力设备与新能源行业分析师：

王海生（执业证书编号：S0930210070003）

021-22169165

[haisheng.wang@ebsecn.com](mailto:haisheng.wang@ebsecn.com)

袁 瑶（执业证书编号：S0930210070004）

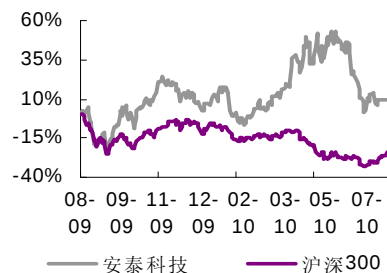
021-22169112

[yuan Yao@ebsecn.com](mailto:yuan Yao@ebsecn.com)

市场数据

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 总股本(百万股)        | 855             |
| 总市值(百万元)        | 20,611          |
| 流通比例(%)         | 69.95%          |
| 12 个月最高/最低(元)   | 3623.10/2599.00 |
| 近 3 月日均成交量(百万股) | 1,971.67        |
| 主要股东            | 中国钢研科技集团有限公司    |

股价表现(12 个月)



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 3.63  | -4.25 | 45.86 |
| 绝对收益 | 18.75 | -9.14 | 23.97 |

相关报告：

光大证券-20100325-安泰科技-三万吨如期投产，多年承诺终兑现

..... 2010-03-25  
光大证券-20100315-安泰科技年报点评-业绩完成底部反转，即将进入快行轨道..... 2010-03-16  
20091106-安泰科技调研简报-节能及新能源产业链顶端的明珠

..... 2009-11-06

## 传统业务实现高增长，非晶带材将助更上一层楼

### 1、2010 年上半年业绩回顾

#### 1.1 2010 年上半年净利润增长 51.05%，符合预期

公司 2010 年上半年营业收入 15.97 亿元，同比增长 36.52%，实现主营业务利润 1.13 亿，同比增长 70.54%，实现归属母公司净利润 0.85 亿，同比增长 51.05%，每股收益 0.1 元，业绩基本符合我们的预期。

#### 1.2 非晶带材业务完成磨合，其他金属材料业务高速增长

公司年产 4 万吨非晶带材生产线于 2010 年 4 月 20 日全部完成热试并正式转产，报告期内，非晶带材实现生产 4000 吨。其他金属材料业务高速增长，主要产品包括：1) 金刚石工具，报告期内实现收入 1.25 亿元，同比增长 63.43%；2) 高速工具钢，报告期内实现收入 3.63 亿元，同比增长 71.79%。

图表 1：公司主要分业务情况

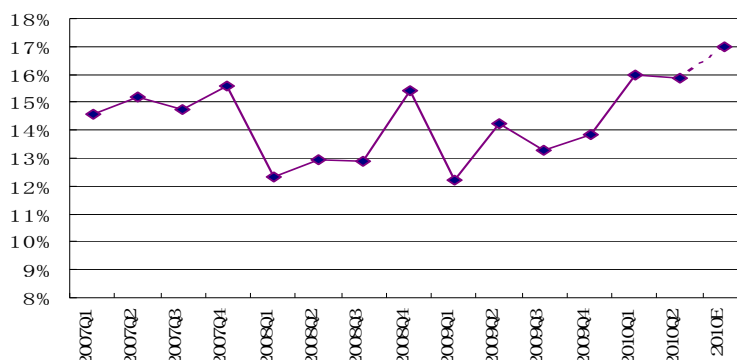
| 营业种类          | 2010 年 H | 2009 年 H | 同比    |
|---------------|----------|----------|-------|
| 非晶带材（吨）       | 4000     | N. A.    | -     |
| 超硬及难熔材料制品（亿元） | 6.03     | 3.52     | 71.1% |
| 精细金属制品（亿元）    | 2.73     | 2.38     | 14.6% |
| 功能材料制品（亿元）    | 2.41     | 1.5      | 61.0% |
| 生物医学材料（亿元）    | 0.11     | 0.11     | 0     |

资料来源：公司年报，光大证券研究所

#### 1.3 2010 年上半年毛利率水平提升

公司净利润增速超过营业收入增速，主要原因是 2010 年上半年毛利率水平的提高，2010 年上半年毛利率 16%，较 09 年 13.8% 有一定提高，我们认为，公司毛利率提升主要由于非晶带材业务收入占比的上升，目前非晶带材的毛利率为 30% 左右，远高于公司其他产品 15% 左右的毛利率水平。随着非晶带材的放量开始，非晶带材业务的收入占比将持续上升，我们预计 2010 年全年，公司毛利率将会达到 17%。

图表 2：单季度毛利率变动情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2、非晶带材业务将成业绩增长主要动力

### 2.1 非晶带材市场空间巨大，启动在即

#### 2011-2013年非晶带材市场空间超70万吨，复合增长51%

我国非晶带材市场可分为新建部分和改造部分，我们通过拆分计算来预测非晶带材的市场空间

**新建部分：**新建部分市场容量主要包括非晶变压器市场和非晶电机市场。

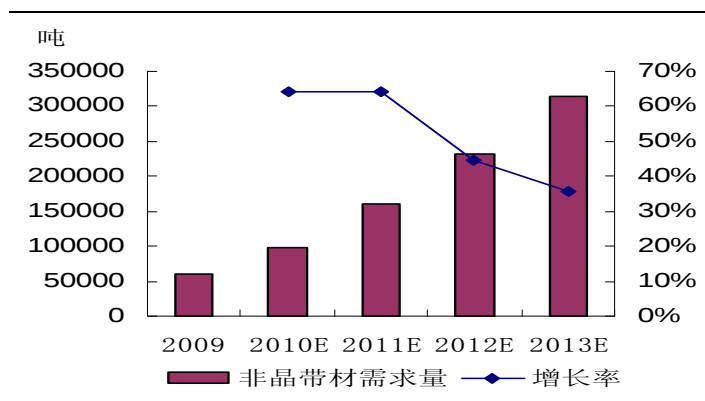
1) 非晶变压器：2011年-2013年，我们按照15%，20%，25%的非晶变压器占比进行预测，得出年非晶变压器需求量分别为5570万KVA，7650万KVA，9849万KVA。2) 非晶电机：由于目前非晶电机技术还未成熟，我们预计2011年将是小批量推广阶段，随着非晶电机技术的完善，我们预计2011-2013年，非晶电机的占比为1%，3%，6%，年需求量为206万KVA，650万KVA，1365万KVA。未来若高效电机占比达到50%，我们预计非晶电机的占比将达到25%，空间巨大。

**改造部分：**目前有16.6万台高耗能配电变压器等待改造，我们预计到2013年将改造完毕，按照315KVA/台计算，未来三年改造需求为1200万KVA，1450万KVA，1680万KVA。由于目前高效电机在电机中的占比不到10%，所以电机改造的需求我们暂且不计。

结合上述两部分，我们预计2011-2013年我国非晶带材需求量为16万吨，23万吨，31万吨，复合增速为51%。

若考虑到全球市场，低碳与环保是未来全世界的主题，我们认为2011-2013年非晶带材的需求量将远超70万吨

图表 3：未来非晶带材需求预测



资料来源：光大证券研究所

图表 4：非晶带材需求计算过程

|                   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 非晶单位耗材量 (吨/万 KVA) | 26     | 26     | 26     | 26     | 26     | 26     |
| 新增需求              |        |        |        |        |        |        |
| 配电变压器年需求量 (万 KVA) | 34,500 | 37,950 | 36,053 | 37,134 | 38,248 | 39,396 |
| 非晶变压器比例           | 3%     | 6%     | 10%    | 15%    | 20%    | 25%    |

|                           |        |        |        |         |         |                |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|----------------|
| 非晶变压器年需求量 (万 KVA)         | 1,101  | 2,277  | 3,605  | 5,570   | 7,650   | 9,849          |
| 电机产量 (万 KVA)              | 19,825 | 18,710 | 19,646 | 20,628  | 21,659  | 22,742         |
| 非晶高效电机比例                  |        |        |        | 1%      | 3%      | 6%             |
| 非晶高效电机年需求量 (万 KVA)        |        |        |        | 206     | 650     | 1,365          |
| <b>改造需求</b>               |        |        |        |         |         |                |
| 配电变压器年改造量 (万 KVA)         |        |        | 900    | 1,200   | 1,450   | 1,680          |
| 非晶变压器比例                   |        |        | 15%    | 30%     | 40%     | 50%            |
| 非晶变压器年需求量 (万 KVA)         |        |        | 135    | 360     | 580     | 840            |
| <b>非晶变压器年需求总量 (万 KVA)</b> | 1,101  | 2,277  | 3,740  | 5,930   | 8,230   | 10,689         |
| 非晶变压器耗材量 (吨)              | 28,614 | 59,202 | 97,247 | 154,183 | 213,970 | 277,911        |
| <b>非晶电机年需求总量 (万 KVA)</b>  |        |        |        | 206     | 650     | 1,365          |
| 非晶电机耗材量 (吨)               |        |        |        | 5,363   | 16,894  | 35,478         |
| 非晶带材需求量 (吨)               | 28,614 | 59,202 | 97,247 | 159,546 | 230,864 | 313,389        |
| <b>未来三年市场容量 (吨)</b>       |        |        |        |         |         | <b>703,799</b> |
| <b>未来三年复合增速</b>           |        |        |        |         |         | <b>51%</b>     |

资料来源：光大证券研究所

### 节能政策将成非晶带材行业增长助推器

**配电变压器扶持政策：**2009年8月27日，国家电网公司于世界银行签署电网 CDM 项目意向书，国网公司通过安装高效变压器替代现有的高耗能配电变压器，产生的二氧化碳减排量由世界银行购买。

我们认为此政策将对非晶变压器行业构成方面利好：

- ✓ 该项目计划逐批更换 16.6 万台高耗能配电变压器，考虑到非晶变压器的节能效果，非晶变压器市场的成长空间将被打开
- ✓ 该项目缩短非晶变压器的回收周期，提高非晶变压器的性价比
- ✓ 该项目的推进增强了非晶变压器推广的确定性

**高效电机扶持政策：**2010年5月31日，财政部、发改委出台《关于印发节能产品惠民工程高效电机推广实施细则的通知》，采取财政补贴方式进行推广高效电机，补贴额度：1) 0.55~315 千瓦，一二级低压三相异步电机，15-40 元/千瓦；2) 355~25000 千瓦，低损耗（-20%）高压三相异步电机，12 元/千瓦；3) 0.55~315 千瓦，稀土永磁电机 40-60 元/千瓦。

我们认为此政策将对高效电机行业构成四方面利好：

- ✓ 涉及范围广，基本涵盖了占国民经济能耗 60% 的工业电机领域
- ✓ 补贴力度强，完全弥补了高效电机相对传统电机的成本差额，将其节能属性免费赠送给用户，必将引起高效电机市场井喷
- ✓ 提升高效电机企业盈利能力，此次补贴将直接提高 5%-10% 的毛利率水平
- ✓ 提升行业集中度，有利于高效电机市场发展

**图表 5：高效电机补贴细分**

| 机型                | 功率范围（KW）  | 补贴标准（元/KW） |
|-------------------|-----------|------------|
| 一二级低压三相异步电机       | 0.55~315  | 15-40      |
| 低损耗（-20%）高压三相异步电机 | 355~25000 | 12         |
| 稀土永磁电机            | 0.55~315  | 40-60      |

资料来源：《关于印发节能产品惠民工程高效电机推广实施细则的通知》，光大证券研究所

### 新一轮农网改造的推进将大大增强非晶带材短期业绩的确定性

国家能源局局长张国宝在“全国农村电网改造升级工作会议”会议上透露，从 2010 年到 2012 年，将启动为期三年的新一轮农网升级改造。2010 年国家将投入 120 亿元资本金，未来两年国家资本金的投入将不低于该数目。我们预计 2010 年农网改造升级将至少带动 600 亿元投入，三年投资规模将超过 2000 亿。相比于过去 12 年中平均 350 亿左右的投资额增加了 70%。农网升级改造主要受益者是一次配电设备，为非晶变压器的推广创造了契机，增强了非晶带材短期业绩的确定性。

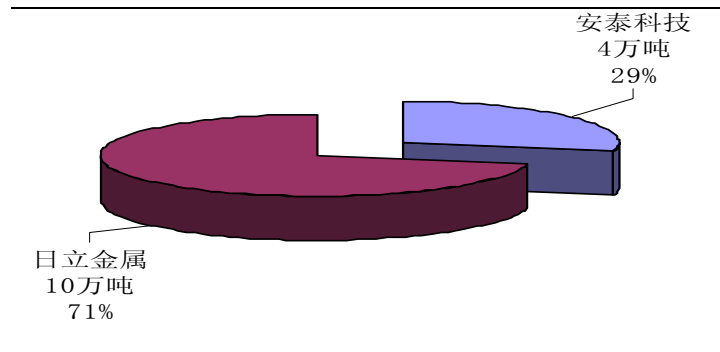
## 2.2 二元垄断格局，短期难有新进入者

### 行业处于二元垄断格局

目前全世界从事非晶带材生产的只有两家公司：日本的日立金属和中国的安泰科技股份有限公司。日立金属于 2003 年收购了美国 AlliedSignal 公司 50% 的股权后进入非晶带材领域，日立金属于 2007 年和 2009 年两

次对非晶带材产能进行扩产，从原来的 3 万吨扩展到 10 万吨。安泰科技通过 20 年的技术积累，目前拥有非晶带材产能 4 万吨，我们预计 2012 年会扩产至 10 万吨，由于行业壁垒较高，中短期内市场很难再出现其他竞争者，我们判断市场将会保持这种二元垄断格局。

**图表 6：非晶合金市场格局**



资料来源：光大证券研究所

### 技术与品牌决定进入壁垒

面对如此之大的非晶带材市场，会不会出现其他竞争者呢？我们认为中短期内出现的可能性较小，主要进入壁垒包括两点：技术和品牌。

**技术：**技术及研发水平是生产非晶带材最重要因素。只有通过长时期的研发与调试，最终才能进行量产。被日立金属收购的美国 AlliedSignal 公司从 1967 年开始就致力于非晶合金的研究，而安泰科技研发的时间也超过 20 年，获得相关专利 23 项，竞争者很难轻易复制。

**品牌：**由于非晶带材的应用是配电变压器与电机等产品，这些产品质量的高低都直接关系到国家电网的安全问题，势必会对材料的稳定性、安全性有很高的标准，所以我们认为被实践认可的，只有具有良好品牌效应的厂家将占据非晶带材市场。

## 2.3 非晶带材业务将成公司新的利润增长点

2010 年上半年，公司实现非晶带材产量 4000 吨，按照我们的测算，预计 2010 年下半年公司将完成非晶带材产量 10000 吨，全年实现非晶带材产量 14000 吨。理由如下：

- ✓ 公司 4 万吨产能投产，顺利度过磨合期，达产率将显著提高
- ✓ 2010 年上半年配网招标进度低于预期，预计下半年将会提速，加上农网升级改造，对非晶带材需求量将会显著上升
- ✓ 通过与国网公司的合作，公司将会更加积极进行非晶带材的推广

我们预测，2010 年公司非晶带材业务收入将会达到 3.36 亿元，2010-2012 年将为公司贡献净利润 0.84 亿、2.39 亿和 4.8 亿元，折合 EPS 0.08 元、0.24 元和 0.48 元。

## 3、其他金属材料为高增长保驾护航

公司集中发展六大业务领域，除了非晶带材外，还有其他先进金属材料业务，我们对其进行了梳理，重点突出具备确定增长及广阔市场空间的业务。

- **高速工具钢：**公司控股公司河冶科技股份有限公司，主营高速工

具钢制品，该公司高速工具钢业务全球市场规模排名前三，公司 2009 年主营业务收入 5.5 亿元，净利润 2900 万元，受益于国家对超精密加工设备的支持，相关产品（如：机床、刀具等）需求旺盛，推动公司高速工具钢业务的高增长，2010 年上半年该项业务实现收入 3.63 亿元，同比增长 71.79%，我们预计 2010 年公司高速工具钢业务增长超过 60%。

- **金刚石工具：**公司金刚石工具 95%用于出口，2010 年上半年该项业务实现收入 1.25 亿元，同比增长 63.43%，随着 2010 年外部市场的持续回暖，以及利用在美国对原产于中国和韩国的金刚石锯片征收反倾销税中本公司税率最低（税率为 2.82%）的有利条件，我们预计公司金刚石业务在去年的低基数基础上会有超过 50%的增长。
- **磁性材料：**公司磁性材料产品包括软磁材料（坡莫合金）、硬磁材料（钕铁硼）以及半硬磁材料。受益于下游变压器、电机行业的发展，我们预计 2010 年公司磁性材料增长 30%。
- **焊接材料：**公司焊接材料业务去年实现了高增长，今年公司焊接材料业务进行了结构性调整，主要向核电、石化用特种焊材领域进军，核电焊丝核心部件的巨大市场空间以及特种焊材的高毛利，将会保证公司未来焊接材料的增长。由于今年处于结构转型期以及去年的高基数，我们预计今年公司焊接材料增长 10%。
- **粉末冶金：**公司粉末冶金业务是公司现金牛业务，此类产品原用于军工，现转为民用。我们预计未来将保持 20%的增长。

#### 4、新能源业务或成增长新动力

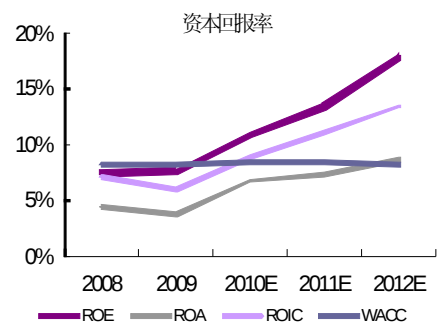
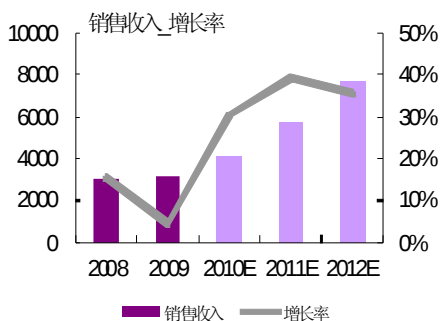
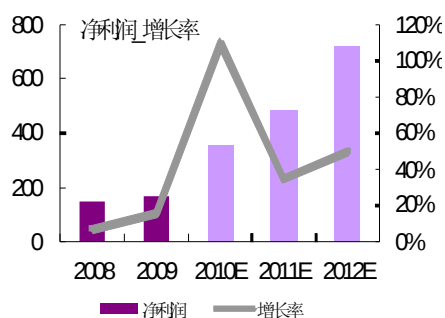
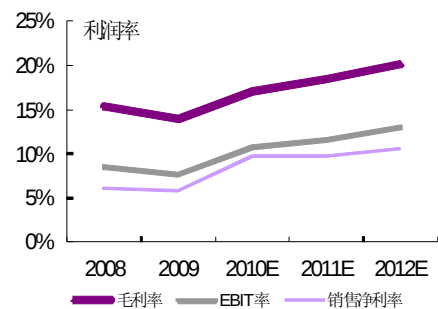
公司参股的德国 Odersun 公司薄膜太阳能电池产品获得 IEC 认证，SUN2 生产线于 2010 年 6 月正式投产，目前正大力开拓 BIPV 市场；当符合要求的转换效率以后，双方将在中国合资办厂，太阳能薄膜电池业务或成公司增长新动力。

#### 5、盈利预测及风险分析

我们预测，公司 2010-2012 年净利润分别为 3.59 亿、4.82 亿和 7.24 亿元，折合 EPS 0.42 元、0.56 元和 0.85 元，对应估值水平 40、30 和 20 倍。

公司 2010-2012 年净利润复合增速超 60%，我们给予公司“增持”的投资评级，目标价格 20 元。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 3,000  | 3,131  | 4,081  | 5,680  | 7,691  |
| 营业成本      | 2,538  | 2,698  | 3,388  | 4,629  | 6,154  |
| 折旧和摊销     | 74     | 83     | 126    | 139    | 153    |
| 营业税费      | 9      | 10     | 14     | 20     | 27     |
| 销售费用      | 81     | 73     | 110    | 153    | 208    |
| 管理费用      | 92     | 103    | 143    | 199    | 269    |
| 财务费用      | 50     | 25     | -13    | 16     | 56     |
| 公允价值变动损益  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 1      | 2      | 3      | 5      | 7      |
| 营业利润      | 206    | 218    | 449    | 643    | 953    |
| 利润总额      | 205    | 218    | 469    | 643    | 953    |
| 少数股东损益    | 34     | 14     | 40     | 65     | 86     |
| 归属母公司净利润  | 148.26 | 171.17 | 359.06 | 481.83 | 723.95 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 4,103 | 4,856 | 5,885 | 7,385 | 9,324 |
| 流动资产        | 2,610 | 2,899 | 3,949 | 5,439 | 7,230 |
| 货币资金        | 606   | 922   | 1,224 | 1,704 | 2,307 |
| 交易型金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 328   | 346   | 449   | 625   | 846   |
| 应收票据        | 233   | 336   | 449   | 625   | 846   |
| 其他应收款       | 34    | 29    | 31    | 31    | 31    |
| 存货          | 804   | 796   | 1,050 | 1,435 | 1,846 |
| 可供出售投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有到期金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资        | 107   | 126   | 126   | 126   | 126   |
| 固定资产        | 792   | 937   | 1,105 | 1,219 | 1,413 |
| 无形资产        | 156   | 203   | 193   | 183   | 174   |
| 总负债         | 1,743 | 2,158 | 2,114 | 3,247 | 4,622 |
| 无息负债        | 1,093 | 1,307 | 1,647 | 2,198 | 2,807 |
| 有息负债        | 649   | 851   | 467   | 1,050 | 1,815 |
| 股东权益        | 2,360 | 2,698 | 3,771 | 4,138 | 4,702 |
| 股本          | 441   | 441   | 855   | 855   | 855   |
| 公积金         | 1,235 | 1,420 | 2,140 | 2,222 | 2,343 |
| 未分配利润       | 294   | 399   | 299   | 519   | 876   |
| 少数股东权益      | 389   | 437   | 477   | 542   | 628   |

| 现金流量表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|------|------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 302  | 448  | 107    | 243    | 441    |
| 净利润         | 148  | 171  | 359    | 482    | 724    |
| 折旧摊销        | 74   | 83   | 126    | 139    | 153    |
| 净营运资金增加     | 181  | -210 | 693    | 939    | 1,182  |
| 其他          | -101 | 404  | -1,071 | -1,317 | -1,618 |
| 投资活动产生现金流   | -391 | -431 | -108   | -150   | -300   |
| 净资本支出       | -177 | -247 | 108    | 150    | 300    |
| 长期投资变化      | 107  | 126  | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -320 | -310 | -216   | -300   | -600   |
| 融资活动现金流     | 262  | 307  | 303    | 387    | 462    |
| 股本变化        | 40   | 0    | 414    | 0      | 0      |
| 债务净变化       | 272  | 202  | -384   | 583    | 765    |
| 无息负债变化      | 56   | 214  | 340    | 551    | 609    |
| 净现金流        | 173  | 325  | 302    | 480    | 603    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |         |         |         |
| 收入增长率                   | 15.31%  | 4.35%   | 30.33%  | 39.20%  | 35.39%  |
| 净利润增长率                  | 7.30%   | 15.45%  | 109.77% | 34.19%  | 50.25%  |
| EBITDA 增长率              | 14.95%  | -1.36%  | 72.89%  | 41.78%  | 45.45%  |
| EBIT 增长率                | 16.36%  | -5.33%  | 79.94%  | 50.99%  | 53.05%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |         |         |         |
| PE                      | 97      | 84      | 40      | 30      | 20      |
| PB                      | 7       | 6       | 4       | 4       | 4       |
| EV/EBITDA               | 25      | 26      | 26      | 19      | 14      |
| EV/EBIT                 | 33      | 34      | 34      | 24      | 16      |
| EV/NOPLAT               | 36      | 40      | 41      | 28      | 19      |
| EV/Sales                | 3       | 3       | 4       | 3       | 2       |
| EV/IC                   | 3       | 2       | 4       | 3       | 3       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 毛利率                     | 15.41%  | 13.82%  | 16.99%  | 18.50%  | 19.98%  |
| EBITDA 率                | 10.95%  | 10.35%  | 13.73%  | 13.98%  | 15.02%  |
| EBIT 率                  | 8.49%   | 7.70%   | 10.63%  | 11.53%  | 13.03%  |
| 税前净利润率                  | 6.84%   | 6.98%   | 11.51%  | 11.33%  | 12.39%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 4.94%   | 5.47%   | 8.80%   | 8.48%   | 9.41%   |
| ROA                     | 4.45%   | 3.81%   | 6.78%   | 7.40%   | 8.69%   |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 7.52%   | 7.57%   | 10.90%  | 13.40%  | 17.77%  |
| 经营性 ROIC                | 7.18%   | 6.01%   | 8.91%   | 11.03%  | 13.45%  |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |         |         |         |
| 流动比率                    | 1.83    | 2.24    | 2.15    | 1.83    | 1.66    |
| 速动比率                    | 126.84% | 162.56% | 157.48% | 134.62% | 123.81% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 3.04    | 2.66    | 7.05    | 3.43    | 2.24    |
| 有形资产/有息债务               | 6.02    | 5.39    | 12.16   | 6.85    | 5.04    |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |         |         |         |
| EPS                     | 0.17    | 0.20    | 0.42    | 0.56    | 0.85    |
| 每股红利                    | 0.04    | 0.05    | 0.21    | 0.29    | 0.43    |
| 每股经营现金流                 | 0.35    | 0.52    | 0.13    | 0.28    | 0.52    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 0.31    | 0.81    | -0.37   | -0.43   | -0.51   |
| 每股净资产                   | 2.31    | 2.64    | 3.85    | 4.21    | 4.77    |
| 每股销售收入                  | 3.51    | 3.66    | 4.77    | 6.64    | 9.00    |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

王海生，清华大学自动化系硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，任电力设备及新能源行业分析师。多年跨国公司市场、销售管理工作经验。

袁瑶，上海财经大学硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，先后从事策略、金融工程和行业研究。现任电力设备及新能源行业分析师。

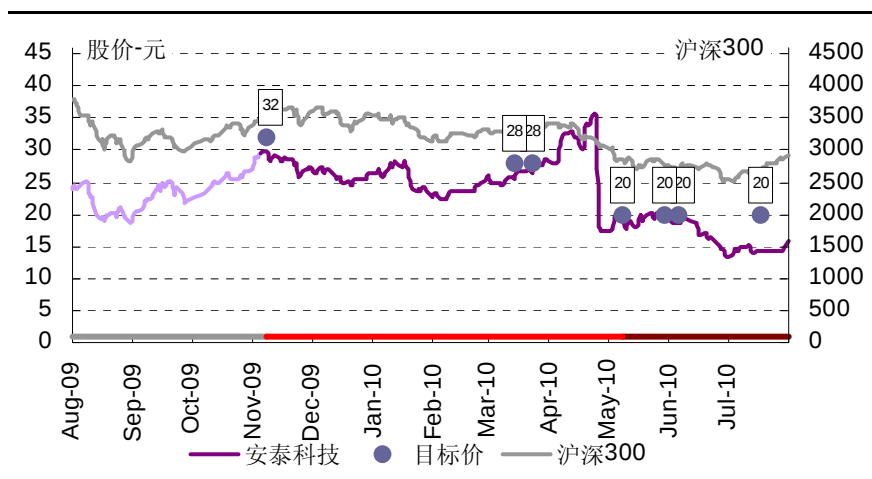
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

安泰科技（000969）

分析师：王海生



资料来源：光大证券研究所

| 日期         | 股价    | 目标    | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2009-11-07 | 29.44 | 32.00 | 增持 |
| 2010-03-16 | 25.82 | 28.00 | 增持 |
| 2010-03-25 | 27.09 | 28.00 | 增持 |
| 2010-05-10 | 20.10 | 20.00 | 增持 |
| 2010-05-31 | 20.00 | 20.00 | 增持 |
| 2010-06-06 | 18.70 | 20.00 | 增持 |
| 2010-07-19 | 14.05 | 20.00 | 增持 |

买入——增持——中性——  
减持——卖出——

## 行业及公司评级体系

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%至 15%；

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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040  
总机: 021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

| 销售小组        | 姓名       | 办公电话          | 手机          | 电子邮件               |
|-------------|----------|---------------|-------------|--------------------|
| <b>北京</b>   |          |               |             |                    |
|             | 李大志 (主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com    |
|             | 郝辉       | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com  |
|             | 孙威       | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com  |
|             | 吴江       | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com |
|             | 黄怡       | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com |
|             | 吴朝阳      | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebsecn.com    |
| <b>上海</b>   |          |               |             |                    |
|             | 杨日昕 (主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com  |
|             | 平珂 (主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebsecn.com  |
|             | 王莉本      | 021-22169083  | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com  |
|             | 周薇薇      | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com |
|             | 严非       | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com  |
|             | 王宇       | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com |
| <b>深圳</b>   |          |               |             |                    |
|             | 王汗青 (主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com  |
|             | 黎晓宇      | 0755-83024434 | 13823771340 | lixyl@ebsecn.com   |
|             | 黄鹂华      | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com |
|             | 张晓峰      | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com |
| <b>专题</b>   |          |               |             |                    |
| <b>QFII</b> |          |               |             |                    |
|             | 濮维娜      | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com    |
|             | 陶奕       | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com   |
|             | 满国强      | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebsecn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。