



卸下负赘，更上层楼

目前公司除生产超硬难熔、精细金属、功能材料等 6 个品种的产品外，还从事贸易、工程技术承包、生物医学材料等业务。但我们预计公司将逐渐向主营业务集中，扩大盈利能力较强产品的生产规模，剥离或减弱毛利率低的业务，这样的结构变化使公司卸下经营和管理的负赘，轻装上阵，使公司整体业绩更上层楼。

三大增长点保证 2011 年公司业绩大幅提升

第一，收购天津三英之后药芯焊丝产能翻番，销售渠道的稳定保证营业收入短期内即有靓丽表现；第二，高速工具钢今年 4~5 月完成技改新生产线的调试，2011 年产量增加 33.3%；第三，稀土永磁行业发展如火如荼，公司先人一步于去年上半年扩建了烧结钕铁硼产能 1000 吨，今年中期即可投产，随着钕铁硼价格的飙升，该板块对公司业绩的贡献能力进一步提升。

2013 年将迎来公司新的爆发点

从长期来看，LED 半导体配套钨钼难熔材料和变压器用非晶宽带将是公司业绩的爆发点所在。目前国内只有公司一家具有生产此两种产品的能力，作为没有竞争对手的先行兵，公司在市场开拓方面非常有优势。钨钼难熔材料 2013 年扩产后产能增加 3 倍；非晶合金材料 2012 年产量增加 3 倍，随着技术工艺问题的解决，2013、2014 年产能有望增加至 10 万吨。也就是说，2013 年公司有可能迎来历史性爆发点。

盈利预测和评级

我们预测公司 2011~2013 年净利润增速分别是 38.68%、45.09% 和 18.5%，2011~2013 年每股收益分别是 0.36 元/0.52 元/0.61 元，对应 PE 是 55/38/32 倍。维持“增持”评级，目标价 22 元。

预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	3524.7	3855.7	4945.9	5799.8
营业收入增长率	12.57%	9.39%	28.28%	17.26%
EBITDA（百万）	428.4	562.5	792.8	931.2
EBITDA 增长率	22.65%	31.28%	40.94%	17.46%
净利润（百万）	219.2	304.0	441.2	522.8
净利润增长率	28.09%	38.68%	45.09%	18.50%
ROE	7.20%	9.59%	12.48%	13.24%
EPS（元）	0.26	0.36	0.52	0.61
P/E	76.35	55.06	37.95	32.02
P/B	5.49	5.15	4.65	4.20
EV/EBITDA	39.78	30.42	21.64	18.32

安泰科技 (000969)

维持

增持

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440207030182

郭晓露

guoxiaolu@csc.com.cn

010-85130951

执业证书编号：S1440208040203

联系人：徐荃子

xuquanzi@csc.com.cn

010-85156326

发布日期：2011 年 7 月 26 日

当前股价：19.49 元

目标价格 6 个月：22 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.12/5.21	-13.04/-2.35	35.64/31.10
12 月最高/最低价（元）		30.3/15.9
总股本（万股）		85888.50
流通 A 股（万股）		85695.64
总市值（亿元）		167.40
流通市值（亿元）		167.02
近 3 月日均成交量（万）		2210.92
主要股东		
中国钢研科技集团有限公司		41.16%

股价表现





目录

先进的金属新材料龙头企业	1
产品结构调整见成效，带动整体毛利率提升	2
向超硬难熔、精细金属、功能材料主营业务集中	2
产品结构变化后整体毛利率有望提高	4
六大主业形成，产品各有千秋	5
粉末冶金制品：盈利能力强，两年后业绩猛增	5
钨钼难熔材料	5
粉末注射材料、过滤材料、金属及合金粉末	5
金刚石工具：市场需求持续增长，出口税率有优势	6
高速工具钢：产能成倍扩大，新产品拓展海外市场	6
焊接材料：收购三英如虎添翼，短期内即有靓丽表现	7
药芯焊丝	7
特种焊丝	8
先进能源材料：最有潜力的业务，具有想象空间	8
非晶宽带	8
非晶窄带	10
金属磁性材料：乘稀土永磁东风	10
生物医药材料：期待战略合作以开拓市场	11
为实现十二五规划，大力扩产主营业务	12
盈利预测	12
风险分析	13
报表预测	14

图表目录

图 1：公司连续 11 年实现主营收入增长（百万元）	1
图 2： 2010 年公司主营业务收入构成	2
图 3： 2010 年公司营业利润构成	2
图 4：各主营业务对总收入的贡献变化情况（万元）	3
图 5：2010 年超硬难熔材料收入增长速度创新高（万元）	3
图 6：精细金属经历 3 年产量稳定后收入快速增长（万元）	3
图 7：2010 年功能材料收入快速增长（万元）	4
图 8：2010 年生物医学材料收入大幅下降（万元）	4
图 9：生物医学材料收入、利润占比持续下降	4
图 10： 2010 年公司各主营业务毛利率（%）	4
图 11：单季度毛利率变动情况（%）	4
图 12：房地产投资不断扩大（亿元）	6
图 13：我国造船完工量上升迅速（万载重吨）	8
图 14：我国近年变压器当月产量(万千伏安)	9



表格目录

表 1: 公司四大生产基地及其生产项目	1
表 2: 公司四家主要子公司及其基本情况（2010 年）	1
表 3: 公司产品类别	2
表 4: 钨钼难熔材料产能预测（吨）	5
表 5: 金刚石锯片市场需求量预测	6
表 6: 公司高速工具钢产量预测	7
表 7: 公司药芯焊丝产量预测（万吨）	7
表 8: 国内药芯焊丝需求量预测	8
表 9: 国内非晶带材市场需求量预测	9
表 10: 公司非晶带材产量预测	10
表 11: 金属磁性材料产能预测	11
表 12: 变频空调对钕铁硼的需求拉动	11
表 13: 风力发电行业稀土用量预估	11
表 14: 公司近期扩产项目	12

先进的金属新材料龙头企业

安泰科技是国家科技部及中科院联合认定的国家高技术企业，依靠中国先进金属材料领域研发实力最强的中国钢研科技集团，拥有 50 人国家级的企业技术中心，3000 员工，2 名院士，几十位硕士、博士，技术实力雄厚，研究领域广泛。目前公司设有北京永丰、空港、昌平和河北涿州四个产业基地，旗下有河冶科技、安泰钢研超硬材料公司、上海安泰至高非晶金属、宜昌黑旋风锯业、海美格磁石技术（深圳）等多家子公司。

表 1：公司四大生产基地及其生产项目

产业基地	生产项目
中关村永丰	粉末冶金、纳米晶带材、难熔材料、国家级的企业技术中心
空港新材料	烧结钎铁硼永磁材料、铸造和变形母合金、精密合金、特种合金、特种焊接材料
涿州	药芯焊丝、特种焊接、非晶带材
中关村昌平	金刚石工具

资料来源：公司主页，中信建投证券研究发展部

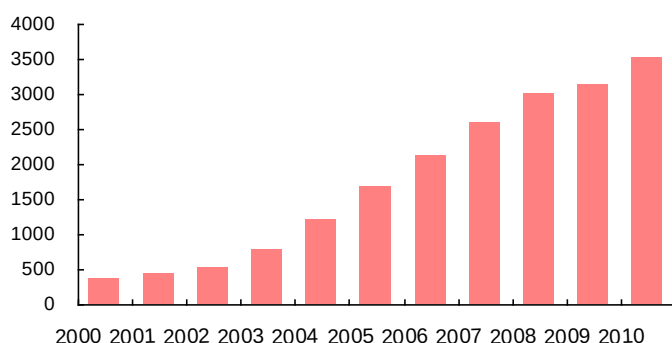
表 2：公司四家主要子公司及其基本情况（2010 年）

公司名称	主营业务	营业收入（万元）	净利润（万元）
北京安泰钢研超硬材料制品有限责任公司	超硬材料制品	32924	2691
河冶科技股份有限公司	高速工具钢制品	80421	6526
上海安泰至高非晶金属有限公司	非晶金属材料	1460	70
海美格磁石技术（深圳）有限公司	钎铁硼磁石及注射成型	7936	959

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司以先进金属材料为主导产业，涵盖先进能源材料、粉末冶金制品、金属磁性材料、焊接材料、金刚石工具、高速工具钢等 6 个产业领域，还从事国内外贸易、工程技术承包和生物医学材料等业务。自主研发开发的很多关键材料在我国航空、航天、信息、电力、电子、冶金、化工、石化、建筑、交通、生物医药、新能源和环保等领域得到了广泛应用。公司自 2000 年上市以来，连续 11 年保持收入和利润的增长，其中 2010 年公司主营收入同比增长率 12.57%，净利润增长率 28%，2011 年一季度收入增长率 4%，净利润增长率 24%。

图 1：公司连续 11 年实现主营收入增长（百万元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

产品结构调整见成效，带动整体毛利率提升

向超硬难熔、精细金属、功能材料主营业务集中

表 3：公司产品类别

产品类别	具体产品
超硬难熔材料	高速工具钢、金刚石工具、钨钼难熔材料
精细金属	焊接材料、粉末冶金、特种合金
功能材料	非晶、纳米晶合金带材、稀土永磁材料、软磁材料、储氢材料及制品
生物医学材料	银合金粉、银汞胶囊、调和机、介入性治疗器件

资料来源：中信建投证券研究发展部

超硬及难熔材料制品是公司的主要营业收入和利润来源，2010 年超硬及难熔材料业务实现收入 13.75 亿元，约占公司收入总额 39%，营业利润 2.81 亿元，占营业利润总额 49%；其次是精细金属制品，占到收入和利润接近 20%；功能材料是公司发展速度最快的业务，收入、利润占比逐年提高，2006-2010 年收入占比从 2006 年的 8.9% 提高到 16.9%，收入占比增长近 1 倍，体现了公司业务重点向功能材料的倾斜。

此外，贸易业务占收入比重较大，但占利润比重较小，去年年底已经从公司剥离；工程技术运行时间较短，发展稳定；生物医学材料业务缩减明显。

可见公司正试图把重点逐渐转移到超硬难熔、精细金属、功能材料三大主营业务上来，全力打造一个典型的金属材料生产企业。这样一方面可以将公司上下的力量集中到主营业务的经营上来，剥离或减少盈利能力较弱的板块（比如贸易），提高公司的整体盈利能力；另一方面减少产品种类有利于扩大单个产品的生产规模，体现规模效应，降低管理的难度。

图 2：2010 年公司主营业务收入构成

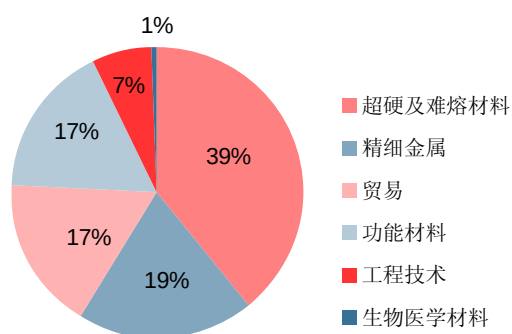
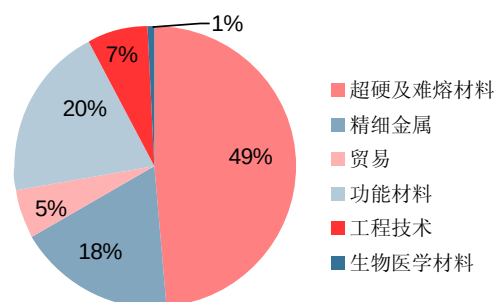
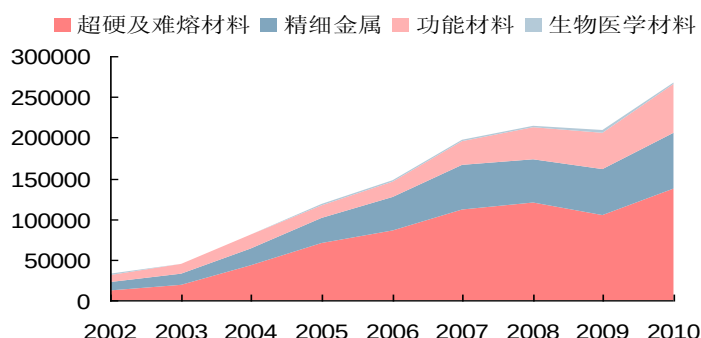


图 3：2010 年公司营业利润构成



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 4：各主营业务对总收入的贡献变化情况（万元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

各产品历年数据也可以佐证公司调整产品结构意图：

1、超硬难熔材料从 2003 年之后就成为对公司业绩贡献最大的业务，2008 年以前超硬难熔材料业务收入平稳增长，2009 年受经济危机影响，此项业务收入有所下降。2010 年，随着钨钼难熔材料、高速工具钢产量和价格的恢复，超硬难熔材料业务增长 30%，收复失地并超过了 2008 年的营业收入，创历史新高，利润贡献在公司所有业务中也仍然独占鳌头。

2、因为药芯焊丝客户的稳定，精细金属业务在 2009 年未受太大影响，2010 年随着经济和造船业的景气恢复，营业收入增长 20%，2011 年收购天津三英后，原先受限制的产能大幅扩张，短期内此项业务即有靓丽的增长。

3、功能材料是公司在 2009 年唯一一个业绩有明显增长的业务，可见其盈利能力和公司的支持力度，2010 年营业收入增长 35% 以上，是公司增速最快的业务板块。去年公司扩大了高端钨铁硼的产能，预计今年中期投产，达产后功能材料业务收入将有所提高。除钨铁硼之外，功能材料的中坚力量——非晶合金带材是公司目前最有潜力的业务，一旦非晶宽带的生产技术成熟，作为该领域的先行部队，市场占有率可能会急剧扩大，对公司业绩的贡献也将是爆发性的。

4、生物医学材料收入比较稳定，除 2009 年有突然的增长外，其余各年营业收入基本维持在 2000 万元左右，但是生物医学材料业务在公司总收入和总利润中的占比却是持续下降的。

图 5：2010 年超硬难熔材料收入增长速度创新高（万元）

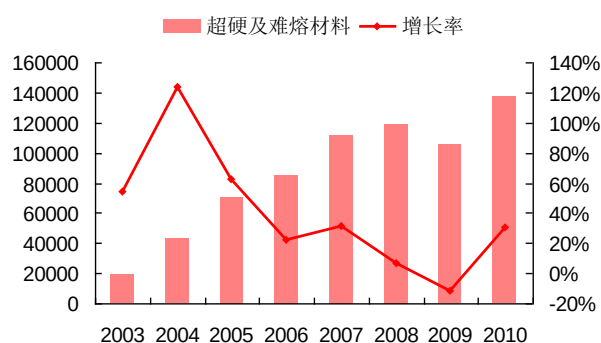


图 6：精细金属经历 3 年产量稳定后收入快速增长（万元）

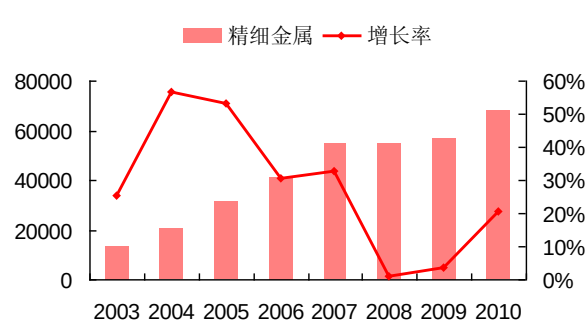


图 7：2010 年功能材料收入快速增长（万元）

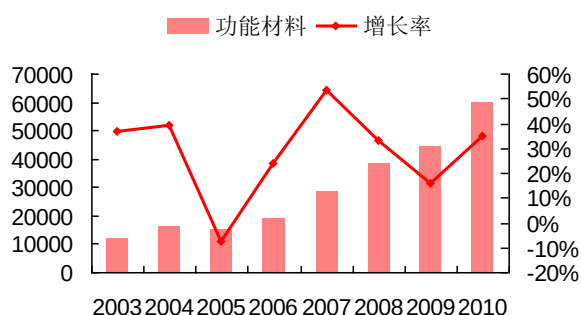
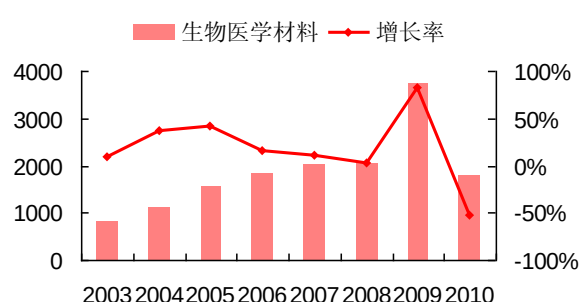
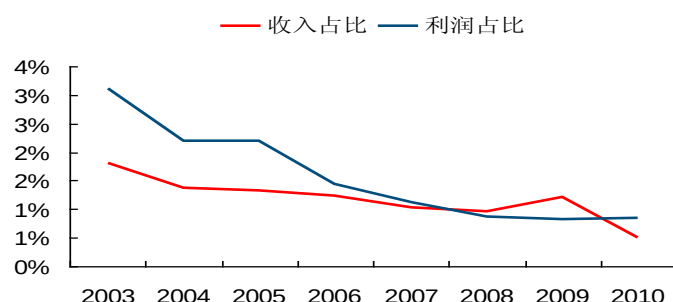


图 8：2010 年生物医学材料收入大幅下降（万元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 9：生物医学材料收入、利润占比持续下降

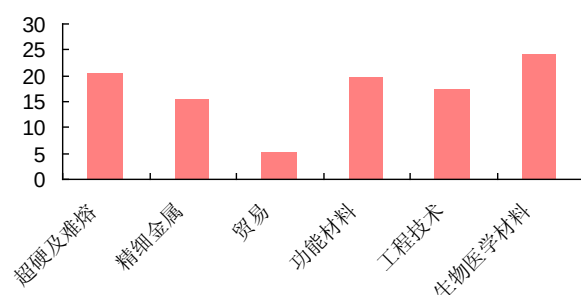


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

产品结构变化后整体毛利率有望提高

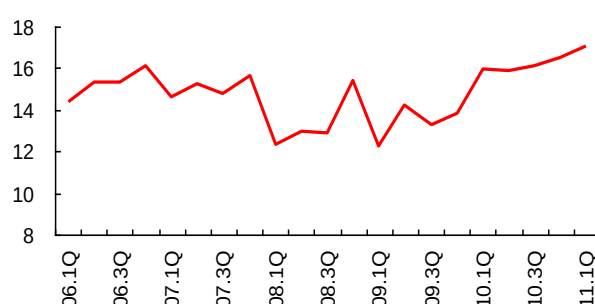
生物医学材料、超硬难熔材料和功能材料的毛利率较高，在 20% 左右，超过了 2010 年公司平均毛利率 16.53%；而贸易业务毛利率非常低，只有 5%，拖累了公司整体的毛利率水平。2010 年 8 月公司将安泰国际贸易有限公司 97.5% 股权转让给中国钢研科技集团，占总收入 17% 的贸易业务的剥离对提高公司整体毛利率有显著的贡献，从下图可以看出，2010 年 4 季度开始公司毛利率已经有明显的提升。

图 10：2010 年公司各主营业务毛利率（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 11：单季度毛利率变动情况（%）



随着非晶带材和难熔材料等盈利能力较强的产品的扩产，公司产业分布更加集中，我们预计 2011 年以后公司的整体毛利率水平将会有所提高。

六大主业形成，产品各有千秋

粉末冶金制品：盈利能力强，两年后业绩猛增

这部分产品主要是钨钼难熔材料，其他还有粉末注射材料、过滤材料和金属及合金粉末等。

钨钼难熔材料

公司难熔材料主要包括钨坩埚、钨管、军用钨制品，其中 LED 基片蓝宝石成型炉（炉体的坩埚和加热系统）和 MOCVD 的热场（加热系统和底衬材料），是蓝宝石晶体生产设备必需的材料。生产钨钼难熔材料需要大型热压、冷设备，国内其他企业还不具备生产能力，公司是目前国内蓝宝石钨钼坩埚唯一供应商。每个蓝宝石坩埚售价达到 100 多万元，毛利率高达 30%~40%。因为产品盈利能力强，市场缺口大，公司对此项业务前景非常看好，去年年底董事会决定扩产，计划投资 3.5 亿元，在北京永丰新材料产业基地实施 LED 半导体配套难熔材料制品产业化项目，将现有产能 500~600 吨增加到 1630 吨。

扩产项目完成需要大约 2 年时间，因为目前订单充足，为满足市场需求，公司在扩产项目厂房建成之前，将先在原有厂房内增添烧结炉等生产和加工设备，小规模提高产能。2010 年难熔材料营业利润 2.8 亿，预计扩产项目完成前此项收入仍能保持 20% 的增长率，2013 年扩产项目达产后将极大地解决目前产能不足、产品供不应求的问题，并在短期内占据大部分市场份额，业绩也会有相应的爆发性增长。我们预计 2015 年钨钼难熔材料将为公司贡献主营利润 4-5 个亿。

表 4：钨钼难熔材料产能预测（吨）

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产能	500	600	750	1630	1630	1630
产量	500	600	720	1100	1300	1630

资料来源：中信建投证券研究发展部

粉末注射材料、过滤材料、金属及合金粉末

粉末注射材料是将金属粉末通过磨具注射成型产品异型、复杂产品，主要用于制造医疗器械及植入配件、电子配件等形状复杂且精细度要求较高的小型零部件，产品 95% 以上出口；过滤材料用于石化；金属合金粉末主要是通过气雾化和超高压水雾化生产 Fe、Ni、Cu、Co、Sn 等金属及合金粉末，为公司供应粉末冶金产品。这部分产品毛利率很高，但是目前产量较小，对公司贡献业绩作用不大。

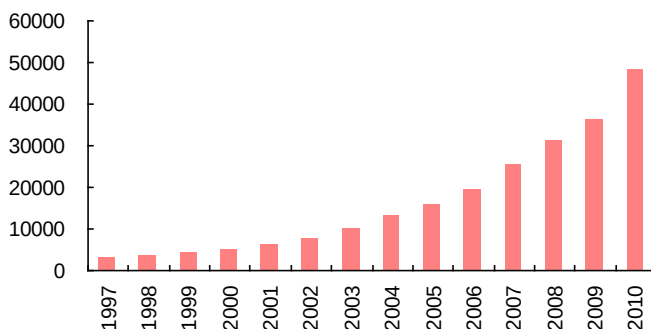
为扩大公司在粉末冶金制品领域的产能规模，2010 年底公司在北京永丰新材料产业基地实施高端粉末冶金制品产业化项目，总投资 10292.3 万元，预计建设期为 24 个月。项目建成后预计实现新增雾化制粉产能 2000 吨/年，金属注射成型产品约 100 吨/年，金属多孔材料 3600m²/年。



金刚石工具：市场需求持续增长，出口税率有优势

金刚石锯片广泛应用于石材、混凝土、玻璃、陶瓷、晶体、宝石、铸铁等材料的加工以及房屋、道路、桥梁等工程施工中，基建和房地产是金刚石锯片的主要应用领域。自 2000 年以来，我国房地产投资一直保持持续增长，年均增长率维持在 20% 左右，2010 年房地产投资的完成投资额 48267.1 亿元，同比增长 33.2%。我们预计未来 5 年内，金刚石锯片的需求会跟随房地产投资进程，保持每年 15~20% 的速度增长。

图 12: 房地产投资不断扩大（亿元）



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

表 5: 金刚石锯片市场需求量预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
房地产投资额 (亿元)	36242	48267	57921	69505	83406	100087	120104
金刚石锯片市场容量 (万片)	4000	5000	5750	6900	8280	9500	11400

资料来源: 中信建投证券研究发展部

公司生产热压锯片、冷压锯片、激光焊接锯片，产品主要面对高端市场，产品质量好、价格高，90% 的产品出口欧美等国家。公司是国内最大的金刚石锯片出口企业，出口产品贴牌生产。出口对象是欧美专业工具商等高端应用市场，而国内其他企业出口对象是 DIY 市场，在超市销售，对产品性能要求较低，与公司不在同一个细分市场，公司的竞争对手主要是韩国一些同行企业。目前金刚石锯片受到频繁的反倾销诉讼，但去年 7 月公司发布公告称，美国海关将继续按照 2.82% 的税率对安泰超硬公司出口的涉案产品征收关税保证金，从税率在同类产品中处于非常低的水平，这意味着公司的金刚石锯片依然具有很强的竞争优势。

目前公司可生产不同规格锯片共 500~600 万片，市场占有率 10%，2010 年实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 42.28%；利润总额 0.32 亿元，同比增长 53.73%。公司金刚石锯片的生产流程是从上游购买钢板、采购金刚石之后合成刀头。刀头主要是使用金刚石颗粒和其他金属粉末，然后将其焊在机体上，核心技术在刀头合成上。因为公司在金刚石锯片领域的研发实力很强，产品技术含量较高，因此可保持 20% 以上较高毛利率。

高速工具钢：产能成倍扩大，新产品拓展海外市场

高速工具钢主要用于制造高效率的切削刀具。由于其具有红硬性高、耐磨性好、强度高等特性，也用于制造性能要求高的模具、轧辊、高温轴承和高温弹簧等。公司高速工具钢产品主要由控股子公司河冶科



技生产，河冶科技是国内产能最大的、研发和生产相结合的专业化高速工具钢生产企业，产品包括高速工具钢、粉末冶金高速工具钢等。目前主要生产传统铸造高速钢，下一步计划研制生产粉末高速钢。

公司 2010 年产能 1.5 万吨，2010 年底项目扩产完成，今年 4~5 月调试结束，总产能可达到 4 万吨。目前主要在国内销售，新产能达产后部分产品将销往海外市场。2010 年公司高速工具钢满产运行，产量 1.5 万吨，预计 2011 年产量 2 万吨左右。4 万吨高速工具钢生产能力预计 2013 年可以实现，但是产能完全释放需要看当时的市场需求和公司的市场开拓情况。目前高速工具钢价格在 4~5 万元/吨左右。

表 6：公司高速工具钢产量预测

	2010	2011E	2012E	2013E
产能（万吨）	1.5	4	4	4
产量（万吨）	1.5	2	3	4

资料来源：中信建投证券研究发展部

焊接材料：收购三英如虎添翼，短期内即有靓丽表现

药芯焊丝

公司焊接材料可分为药芯焊丝和特种焊接材料两类。目前，药芯焊丝大约近 90% 的产量应用于造船和修船业。经过十几年的高效焊接技术推广及应用，造船业已普遍使用自动药芯焊丝，并且对现有焊材在高效性、工艺性、发尘量方面提出了更高的要求。虽然今年造船业不景气，但是公司产品质量有保证，在市场整体需求减少的时候，造船企业减少了对小企业药芯焊丝的采购，但是有质量保证的企业订单没有减少，因此公司业绩基本不受影响。

公司现有药芯焊丝产能 3 万吨，基本为满产运营，下游需求主要集中在造船业领域，公司的产品先后通过了美、德、英、挪、日等 8 国船级社的认证。今年 4 月公司投资 1 亿，通过部分受让和增资的方式控股天津三英焊业股份有限公司 51% 股份。天津三英是一家以研发、生产、销售新型焊材及其成套生产装备为主营业务的高新技术企业，是国内第一家实现药芯焊丝规模化生产的企业，也是内资药芯焊丝企业中规模最大、药芯焊丝品种系列最为齐全的企业，产品畅销全国各地和北美、欧洲、中东、东南亚各地。天津三英拥有 16 条生产线，年产药芯焊丝 4 万余吨，但因为客户流失严重影响了产能利用率。公司收购三英后，可凭借其在沿海船厂良好的信誉，进一步开拓市场。完成对三英的收购之后总共产能达到 8 万吨，产能成为国内第一，国内市场占有率达到 15%~20%。因为国内造船行业需求量很大，因此公司生产药芯焊丝基本在国内市场销售，出口比例很小。

表 7：公司药芯焊丝产量预测（万吨）

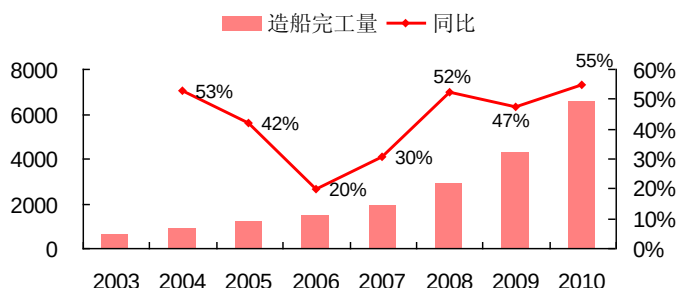
	2010	2011E	2012E	2013E
产能	3	8	8	8
产量	3	5	7	8

资料来源：中信建投证券研究发展部

2010 年国内造船完工量达到 6560 万载重吨，前三年平均增长率 50%。我们认为造船业经过高速成长之后将步入稳定增长期，未来 5 年平均增速下降至 15%。照此速度增长，2015 年造船完工量达到 17000 万载重吨。按照每艘船载重 100 万吨计算，年产 60 艘，每艘船约需要 7000~8000 吨药芯焊丝，目前国内市场约需要 49 万吨药芯焊丝，2015 年国内药芯焊丝需求量达到 120 万吨，市场前景广阔。但近期由于造船企业压价严重，同时

生产成本上涨，因此药芯焊丝利润率仅维持在 10% 左右。

图 13：我国造船完工量上升迅速（万载重吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

表 8：国内药芯焊丝需求量预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
造船完工量（万载重吨）	2881	4243	6560	9840	11316	13013	14965	17210
船舶产量（艘）	29	42	66	98	113	130	150	172
药芯焊丝需求量（万吨）	22	32	49	74	85	98	112	129

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

特种焊丝

特种焊丝主要用在特殊合金焊接，小批量、多品种焊接，制造石化、压力容器等，目前产量较小，仅有 1000 吨，市场占有率小于 10%，售价约 1 万元/吨。公司下一步有扩大特种焊丝的产能的计划。为发挥公司现有高性能焊接材料业务领域的核心技术，进一步扩大特种焊材的产业化规模，2010 年底公司在河北涿州产业基地实施高性能特种焊接材料产业化项目，总投资 20260 万元，预计建设期为 24 个月。项目建成后预计新增年产 18720 吨高性能特种焊接材料，主要应用于球罐等特殊领域，在提供产品的同时需要给予技术支持。

先进能源材料：最有潜力的业务，具有想象空间

安泰科技是国内非晶材料研究开发力量最强、产业规模最大的单位，公司非晶带材的生产工艺用时极短，有绿色、节能的特点，工艺控制复杂，设备工艺完全自己研发。非晶和纳米晶规模和技术当属全国第一，非晶宽带目前世界上只有两家能够生产，一家是安泰科技，另一家是日立金属；超薄纳米晶产能也位居世界三甲。公司产品包括非晶窄带和非晶宽带。

非晶宽带

非晶变压器将是未来的趋势所在

非晶合金带材具有优异的磁性、耐蚀性、耐磨性、高硬度、高强度、高电阻率等，非晶宽带主要应用于配电变压器领域，可有效降低空载损耗，非晶变压器空载损耗比硅钢变压器空载损耗低 60%~70%。目前我国输配电损耗占电力产量的比重高达 8.7%，发达国家像美国、日本的损耗为 6% 和 3.89%，高耗能配电变压器负载损耗比国际先进水平高 50%~60%，空载损耗水平高 90% 以上。而 4 月以来，全国多个地区出现“电荒”，因此，

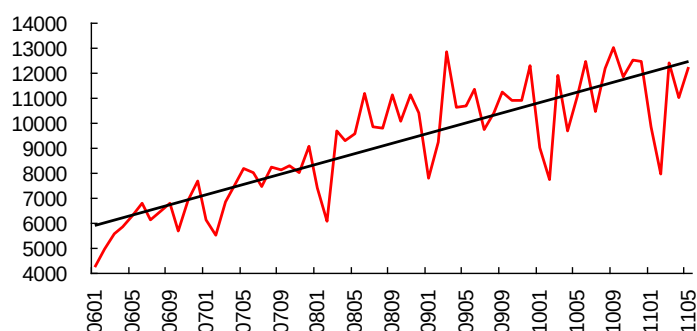
提高输电变压设备效率将是提高供电效率、绿色节能减排中必需考虑的因素。

虽然非晶变压器价格比硅钢变压器高 20%，但从节能损耗角度，长期来看，非晶变压器更加节能。一台配电变压器寿命在 15~20 年，平均到每年，因为变压器价格增加的成本寥寥无几，但是却持续降低了输变电线路的线损率，综合计算下来非晶变压器使用成本更低。因此非晶变压器将是变压器未来的趋势所在，目前国家也正在大力推广。目前配电变压器有两大用途，电网改造和企业采购。十二五期间，随我国城市及农村电网改造投资力度的加大，配电变压器的需求量仍有望保持 10%~15% 的增长，其中非晶合金带材配电变压器的比例将会有所提高。

当前非晶带材供需缺口大，公司是市场先行兵

非晶合金变压器作为一种节能型配电变压器已经得到国际上的广泛认可，2000 年美国的非晶合金变压器就已经占电网上配电总数的 20%，日本 2002 年以后新投入的节能型配电变压器中约 30% 是非晶合金变压器，印度非晶合金变压器占总台数的 20%，欧洲非晶合金变压器比例较小，约占总台数的 5% 左右。我国目前大多数变压器仍然是硅钢变压器，我们预计未来几年非晶合金变压器将有大幅度增长。对于国内市场，按照每 5~6 年回收一次变压器的速度来计算，我们预计未来几年年新增和更换变压器近 200 万台，按占配电变压器总量的 15% 的比例计算，未来几年非晶合金变压器的年均增量为 30 万台。按生产一台 315KVA 非晶合金变压器要使用约 500 公斤的非晶带材计算，未来几年我国非晶带材年需求量将达到 15 万吨。可见非晶带材市场前景广阔。

图 14：我国近年变压器当月产量(万千伏安)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

表 9:国内非晶带材市场需求量预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
变压器产量 (万台)	232.07	289.74	366.61	405.80	425.66	460.50				
新增变压器 (万台)						208.86	260.77	329.95	365.22	383.10
非晶合金变压器 (万台)						31.33	39.12	49.49	54.78	57.46
非晶带材 (万吨)						15.66	19.56	24.75	27.39	28.73

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

安泰科技是国内唯一一家可以生产变压器用非晶宽带的企业，从目前来看，国内企业非晶合金带材的产量是无法满足当前配电变压器市场的需求。公司非晶合金带材现有产能规模为 4 万吨，仅次于日立金属，居全球第二。但因为工艺不成熟，2010 年非晶合金材料产量仅有 8000 吨左右，预计 2011 年产量达到 1.5 万吨，2012 年产量可达到 2~3 万吨，随着技术工艺问题的解决，未来 3~4 年产能有望增至 10 万吨。

表 10：公司非晶带材产量预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产能（吨）	40000	40000	40000	40000	100000	100000
产能利用率（%）	20	37.5	62.5	100	55	75
产量（吨）	8000	15000	25000	40000	55000	75000
销售收入（万元）	18400	34500	57500	92000	126500	172500

资料来源：中信建投证券研究发展部

从生产情况来看，公司非晶合金带材的产能利用率仍较低，主要原因为批次质量不稳定，成材率低，中间损耗大，因此非晶宽带毛利率也难以提高，低于 10%。现在公司在非晶带材方面的主要竞争对手为日立金属，日立金属非晶合金带材产能大概 8~9 万吨，产量在 5 万吨以上。公司产品与日立金属的区别主要在于，日立金属的非晶合金带材的生产稳定性和一致性较好。因此公司的产品售价比日立金属低 10% 左右，日立非晶宽带价格 2.5 万元~2.6 万元每吨，公司产品价格大约 2.3 万元/吨左右。但随着公司自身工艺技术的改进，产能利用率低的问题将会迎刃而解，产品质量和产品价格都会逐渐追赶日立金属，我们预计大约 3~4 年之后，非晶合金带材对公司业绩会有突破性贡献，届时国内市场将首先由先行兵——安泰科技占领。

公司目前变压器用非晶宽带覆盖 142、170 两个规格，2011 年下半年开始生产 213 规格，三个规格价格差别不大，但是 142 市场需求最大。公司与国内 5 家生产变压器的厂家北京科锐、天威华锐、江苏扬动等合作，形成产业链内协作联盟，等到技术完善，销售市场打开之后，公司将进一步与电网协商，并获取国家相关政策支撑。

非晶窄带

非晶窄带主要用于电子元器件、太阳能发电等。目前公司产能 2000 吨左右，毛利率 25% 以上，售价在 8 万元/吨~15 万元/吨不等，随着电子元器件产业的复苏和太阳能产业的发展，这部分需求会有一个快速的增长。

为提高公司纳米晶超薄带及制品的生产能力，扩大纳米晶产品在高端、新兴领域的推广应用，2010 年底公司在北京中关村永丰产业基地实施高性能纳米晶超薄带及制品产业化项目，总投资 19787.09 万元，预计建设期为 24 个月。项目建成后预计实现年产 3000 吨纳米晶超薄带、2000 吨元器件制品。

金属磁性材料：乘稀土永磁东风

磁性材料包括钕铁硼和软磁材料。公司钕铁硼生产技术水平、产品质量全国领先，是国内拥有专利的 3 家上市公司之一，产品面向高端领域，VCM、核磁共振、电机等，产品 80% 出口国外。软磁大磁力矩芯棒等产品研发，主要用在神六神七等大型飞船的姿态控制、生命保障、返回系统。

公司现有 300 吨粘结钕铁硼，2000 吨烧结钕铁硼产能，目前满产运行。2010 年上半年启动空港产业园稀土永磁生产车间扩建“高端应用新型钕铁硼生产线项目”，新增烧结钕铁硼 1000 吨，项目产品主要用于风电、混合动力汽车、节能工业电机等高端应用领域，扩产部分于 2011 年中期投产，扩产后公司烧结永磁体产能可达到 3000 吨。磁性材料广泛应用于各领域，随着国家政策对节能产业和新能源产业的扶持和推动，市场空间广阔，仍有望保持高增长。



表 11：金属磁性材料产能预测

		2010	2011E	2012E
产能（吨）	烧结	2000	3000	3000
	粘结	300	300	300
产量（吨）	烧结	2000	2500	3000
	粘结	300	300	300

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 12：变频空调对钕铁硼的需求拉动

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
空调产量（万台）	11577.4	13892.9	16671.5	20005.8	24006.9	28808.3
变频空调产量	1500	2100	2940	4116	5762.4	8067.36
变频空调占比	13%	15%	18%	21%	24%	28%
变频空调中使用钕铁硼的比例	35%	40%	50%	55%	65%	70%
钕铁硼材料用量	1312.5	2100	3675	5659.5	9363.9	14117.9

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 13：风力发电行业稀土用量预估

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全球累计装机容量	9383.5	12029.7	15850.5	19439.0	23326.8	27992.2	33590.6	40308.7	48370.5
全球新增装机容量	2345.9	2646.2	3820.8	3588.5	3887.8	4665.4	5598.4	6718.1	8061.7
全球新增直驱永磁风机装机容量	586.5	661.6	955.2	897.1	1166.3	1539.6	2032.2	2682.5	3541.0
全球永磁材料用量	5864.7	6615.5	9552.0	8971.3	11663.4	15395.7	20322.3	26825.4	35409.6
中国累计装机容量	590.6	1221.0	2580.5	3096.6	3715.9	4459.1	5350.9	6421.1	7705.3
中国新增装机容量	330.2	630.4	1359.5	516.1	619.3	743.2	891.8	1070.2	1284.2
中国新增直驱永磁风机装机容量	82.6	157.6	339.9	167.7	241.5	318.8	459.1	606.0	872.7
中国永磁材料用量	825.5	1576.0	3398.8	1677.3	2415.3	3188.3	4591.1	6060.2	8726.8

资料来源：中信建投证券研究发展部

生物医药材料：期待战略合作以开拓市场

公司生物医学材料主要包括口腔医院材料系列产品和介入性治疗材料及相关器械产品，包括镍钛合金、不锈钢 Z 型、球囊扩张式血管内支架及输送系统，自弹式不锈钢血管内支架及传输器、银汞胶囊、银汞调合器、银合金粉等等。

生物医学材料业务在公司主营业务收入中占比一直在 1%左右，除 2009 年有突然的增长外，其余各年营业收入基本维持在 2000 万元上下。但是该板块在公司总收入和总利润中的占比却是持续下降的，2010 年营业收入同比下降 53%。

从毛利率来看，2010 年公司总体毛利率 16.53%，生物医学材料毛利率 24.04%，是公司所有产品中毛利率最高的产品，说明公司产品技术水平很高。但是因为并不适应医疗领域复杂的市场环境，市场开拓有所欠缺，



销售量一直无法提高。未来公司可能与战略投资者合作，进而发挥技术方面的特长。

为实现十二五规划，大力扩产主营业务

公司近期投资力度很大，2010 年年底经公司董事会通过，投资 8 个亿建设 4 个增发项目、1 个技改项目，新建项目都是从厂房建设开始，所用时间较长，大约 2 年时间建成，目前前期规划、报批等流程全部结束，下半年开始正式建设。除此之外 2011 年 4 月，公司还投资 1 亿收购天津三英，可见公司扩张的决心很大。公司十二五规划指出，六大产品每个品种实现营业收入 10 亿以上，总收入达到 100 亿，而 2010 年公司营业收入 35 亿，预计未来五年内公司将有大手笔运作。

表 14：公司近期扩产项目

类别	项目	时间	金额(万元)	新增产能
非晶带材	高性能纳米晶超薄带及制品产业化项目	2010 年 12 月	19787	纳米晶超薄带 3000 吨/年、元器件制品 2000 吨/年
高速工具钢	大型热等静压建设专项调整方案	2010 年 12 月	1067	产能增加到 4 万吨
难熔材料	半导体配套难熔材料制品产业化项目	2010 年 12 月	35224	产能增加到 1630 吨
焊丝	受让三英焊业股权并增资	2011 年 4 月	10750	新增药芯焊丝产能 4.5 万吨
	高性能特种焊接材料产业化项目	2010 年 12 月	20260	高性能特种焊接材料 18720 吨/年
粉末冶金	高端粉末冶金制品产业化项目	2010 年 12 月	10292	雾化制粉产能 2000 吨/年，金属注射成型产品约 100 吨/年，金属多孔材料 3600m ² /年

资料来源：中信建投证券研究发展部

盈利预测

我们认为 2011 年公司的三大增长点可保证业绩继续快速提升：

- 第一，公司收购天津三英之后，2011 年药芯焊丝产能翻番，公司下游客户稳定，销售有保证，在产量提高的前提下，药芯焊丝营业收入稳定增长，是短期内即有靓丽表现的业务；
- 第二，从历年数据看，高速工具钢与金刚石锯片和钨钼难熔材料一起，为公司贡献了 40% 的业绩。去年年底技改项目进展迅速，今年 4~5 月完成新生产线的调试，2010 年公司高速工具钢满产运行，产量 1.5 万吨，预计 2011 年产量可达 2 万吨，增速 33.3%。按照每吨高速工具钢 4~5 万元计算，可贡献收入 9 亿元；
- 第三，去年下半年开始，稀土永磁行业发展如火如荼，公司先人一步于 2010 年上半年扩建了烧结钕铁硼产能 1000 吨，扩产部分于 2011 年中期即可投产，项目产品主要用于风电、混合动力汽车、节能工业电机等高端应用领域，随着钕铁硼价格的飙升，该板块对公司业绩的贡献能力进一步提升。

从长期来看，LED 半导体配套钨钼难熔材料和变压器用非晶宽带将是公司业绩的爆发点所在。这两种产品技术含量高，对生产设备的要求高，目前国内只有公司一家具有生产此两种产品的能力，作为没有竞争对手的先行兵，公司在市场开拓方面非常有优势。公司在 2010 年底对钨钼难熔材料进行了扩产，2013 年扩产后



产能增加 3 倍；非晶合金材料 2010 年产量仅有 8000 吨左右，2012 年产量可达到 2~3 万吨，随着技术工艺问题的解决，2013、2014 年产能有望增至 10 万吨。也就是说，2013 年公司有可能迎来历史性爆发点。

风险分析

公司目前总体毛利率不高，主要是因为公司产品品种过多，难以形成规模化生产，成本难以控制。公司下一步会针对性地开发附加值高的产品，预计产品结构调整不会增加太多的投入，因为相关产品的生产设备已经具备，只需要调整产品配方即可。



报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2876	3541	4408	4869	营业收入	3525	3856	4946	5800
现金	827	947	1169	1376	营业成本	2942	3145	3967	4627
应收账款	470	341	741	534	营业税金及附加	11	12	15	18
其它应收款	7	53	18	57	营业费用	91	98	123	147
预付账款	474	761	757	963	管理费用	150	136	182	222
存货	880	967	1347	1337	财务费用	21	22	24	31
其他	217	473	377	602	资产减值损失	18	20	21	28
非流动资产	2522	2518	2723	2801	公允价值变动收				
长期投资	131	133	137	141	益	0	0	0	0
固定资产	1346	1454	1679	1781	投资净收益	5	3	3	4
无形资产	347	361	439	496	营业利润	297	425	617	731
其他	697	569	467	383	营业外收入	5	3	3	4
资产总计	5398	6059	7131	7670	营业外支出	3	3	2	2
流动负债	1400	1899	2606	2730	利润总额	299	426	618	732
短期借款	212	467	713	806	所得税	46	64	93	110
应付账款	539	348	800	575	净利润	253	362	525	622
其他	649	1084	1092	1349	少数股东损益	34	58	84	100
非流动负债	482	385	315	241	归属母公司				
长期借款	389	311	240	160	净利润	219	304	441	523
其他	92	74	75	80	EBITDA	428	562	793	931
负债合计	1882	2283	2921	2971	EPS (摊薄)	0.26	0.36	0.52	0.61
少数股东权益	468	526	610	710	主要财务比率				
母公司股东权益	3048	3249	3599	3990	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债和股东权益	5398	6059	7131	7670	成长能力				
现金流量表					营业收入增长	12.57%	9.39%	28.28%	17.26%
单位:百万元					营业利润增长	36.26%	43.05%	45.07%	18.49%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	母公司净利增长	28.09%	38.68%	45.09%	18.50%
经营活动	222	169	525	615	获利能力				
净利润	253	362	525	622	毛利率	16.53%	18.43%	19.79%	20.22%
折旧摊销	118	133	164	188	净利率	7.18%	9.39%	10.62%	10.73%
财务费用	21	22	24	31	ROE	7.20%	9.59%	12.48%	13.24%
投资损失	-5	-3	-3	-4	ROIC	7.08%	8.87%	11.48%	12.50%
营运资金变动	-166	-345	-185	-222	偿债能力				
其它	0	0	0	0	资产负债率	34.86%	37.69%	40.96%	38.73%
投资活动	-679	-126	-366	-262	净负债比率	18.10%	22.68%	24.53%	22.25%
资本支出	529	12	199	69	流动比率	2.05	1.86	1.69	1.78
长期投资	-5	-3	-4	-4	速动比率	1.43	1.36	1.17	1.29
其他	-155	-117	-170	-197	每股指标 (元)				
筹资活动	365	-183	-247	-194	每股收益	0.26	0.36	0.52	0.61
短期借款	200	-4	-64	44	每股经营现金流	0.26	0.20	0.61	0.72
长期借款	-415	-78	-71	-79	每股净资产	4.11	4.42	4.92	5.50
其他	580	-100	-112	-158	估值比率				
现金净增加额	-92	-140	-88	159	P/E	76.35	55.06	37.95	32.02
					P/B	5.49	5.15	4.65	4.20
					EV/EBITDA	39.78	30.42	21.64	18.32



分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，有色金属行业首席分析师。基于长期的研究实践，擅长把握有色金属价格波动趋势。

郭晓露：中央财经大学产业经济学硕士，有色金属行业分析师。专注于行业周期变化的跟踪及实证分析。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。