

安泰科技 满园春色关不住

2009年4月

公司背景

安泰科技的大股东是亚洲规模最大、最具实力的新材料研究院所——中国钢研科技集团。

公司的主要业务集中在新材料领域，包括金刚石产品制品、硬质合金制品、难熔合金制品及其他粉末冶金制品为主的超硬及难熔材料、以非晶微晶合金、烧结稀土永磁、粘结稀土永磁、软磁合金及其制品为主的金属功能材料、以治疗器件为主的生物医学材料等五大类产品。未来公司将重点突出三项业务，非晶带材、难溶材料、超硬材料制品。

公司的产品广泛服务于航天航空、信息通信、电力电子、冶金机械、石油化工、能源交通等领域。公司还通过与全球薄膜太阳能龙头企业德国 OLDSUN 公司合作，引进薄膜太阳能电池技术，进入了太阳能电池领域，具有新能源概念。

公司产品

下面简单的介绍一下公司的两个主要产品：薄膜太阳能及非晶带材。

薄膜太阳能

目前太阳能最主要有两种：多晶硅和蓝膜。由于两种产品质量和价格差异，造成二者形成了良好的互补。薄膜太阳能电池相对于多晶硅电池的优点主要在：

(1)、多晶硅电池的研制已经经历的百年，光能转化率仍最高 24%，而且生产成本昂贵，难以降低（这也是多晶硅电池始终难以普及的原因），通过技术提升产品发展空间的可能几乎没有了。而薄膜太阳能电池是用少量金属合成，研发史只有 20 年，仍有很大的提升空间。

(2)、制造多晶硅耗能严重（电能占生产成本的 70%），而薄膜太阳能耗电占成本 35% 以下。

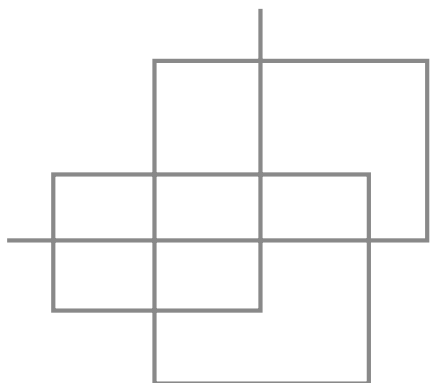
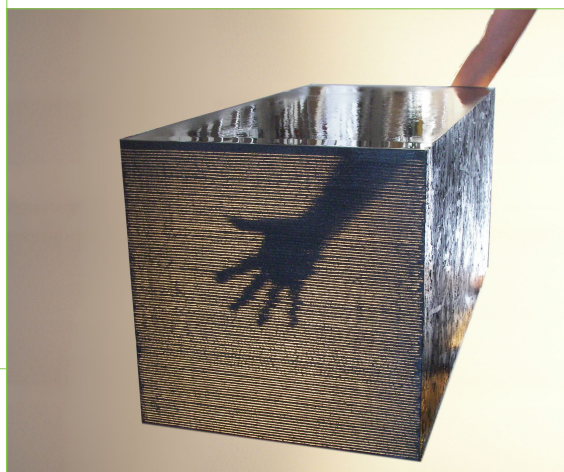
(3)、制造多晶硅的副产品四氯化硅毒性超强，污染环境，破坏大自然（这就是我国对多晶硅企业审核非常严格限制原因），而薄膜太阳能是环保的。

(4)、薄膜太阳能电池的成本是多晶硅的 1/4--1/3。

(5)、薄膜太阳能电池薄至几微米，平面的，量产容易，而生产多晶硅不仅需要发掘稀少的硅矿，而且投资资本巨大。

(6)、目前薄膜太阳能电池发展的速度已经远远超过多晶硅电池。

与多晶硅相比，薄膜太阳能具有成本低、耗能小、应用载体广泛、节能环保等优点。但由于其起步发展较晚，吸收率仍然较低，发展潜力巨大。



非晶带材

非晶带材的优点：

传统变压器产品使用铁芯（硅钢），主要问题在于：负载时电流损耗很大，空载时电流损耗更大。如果将铁芯更换为非晶带材的话，负载损耗降低 25%，空载损耗降低 50%。用非晶带材代替铁芯，在 5 年内即可收回变压器更换成本。从第 6 年起，可享受非晶变压器的超低损耗所带来的收益。

非晶带材的产能：

目前全世界从事非晶材料生产的只有两家公司：中国安泰科技和日本日立金属公司。具有较高的技术壁垒。日立金属作为全球非晶合金带材的唯一供应商，在美国工厂的产能为 2.2 万吨，在日本本土新建的 3 万吨项目投产后，目前的总产能约为 5.2 万吨。安泰的原本计划在 08 年实现量产，到 09 年底实现 4 万吨产能。不过由于奥运延期半年。

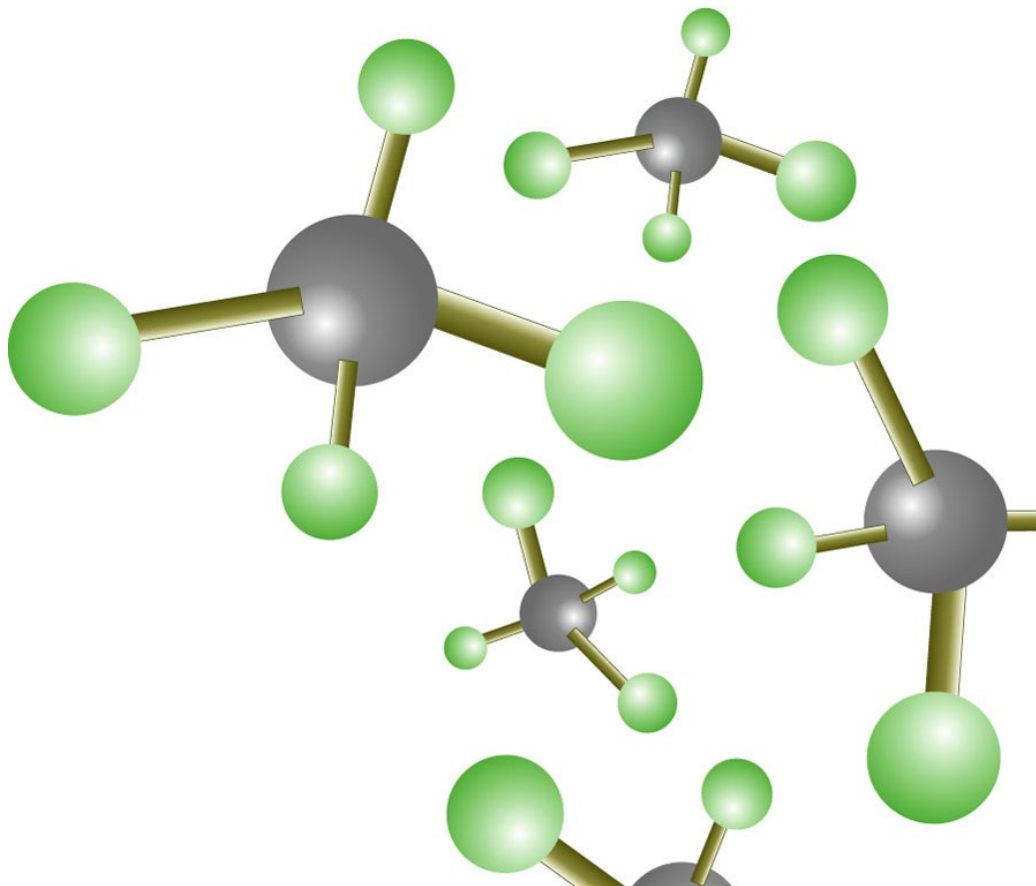
非晶带材的价格：

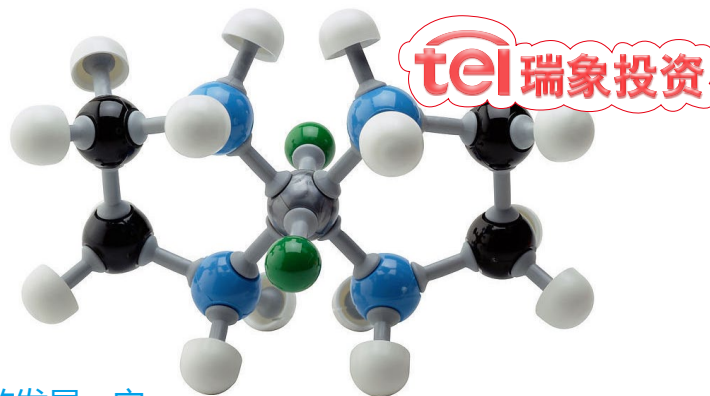
这种因为技术壁垒问题，全世界只有两家能生产的东西，毛利率相当的高，按照日立金属的价格，大概 60% 左右。

非晶带材的市场需求：

目前，我国每年新增配电变压器 50-60 万台，配网每年更新变压器 35 万台。根据我们的测算，至 2010 年，如果 10% 的配电变压器改用非晶材料，我国对非晶合金带材的需求量将高达 6.9 万吨以上。仅仅依靠日立金属的供给，我国非晶合金带材将存在巨大的供需缺口。因此，非晶合金带材技术的自主突破将成为我国非晶合金变压器产业发展的关键性因素。

非晶带材的技术含量：在股东大会上，有人问起了安泰非晶带材与日立金属技术含量对比问题，总工周少雄的回答是：我们的技术含量要比日立金属高。





投资要点

公司的主要业务在合金新材料领域，经过 20 年的发展，安泰科技克服了研究力量很强但转化利润能力很差的科研机构的普遍缺点，使公司产品从多而杂逐步转变为目的的 8 项主要业务，未来几年将重点突破以下几项业务，非晶带材，超硬材料制品、难溶材料以及薄膜太阳能。

在全球只有日立金属能够量产的情况下，安泰科技的非晶带材项目全球第二、国内第一，具有垄断性、唯一性及高技术壁垒性，同时非晶带材产品市场前景广阔，需求量很大，供不应求。而且非晶带材的价格呈上涨趋势，已由 06 年的 2 万元 / 吨上涨到目前的 3 万元 / 吨。而安泰科技今年有望实现连续生产，明年底实现 3 万吨产能，将大大提高公司的业绩。

在“十一五”规划中，国家明确提出单位 GDP 能源消耗比“十五”期末减少百分之二十。同时，党的十七大报告明确指出，加强能源资源节约和生态环境保护，增强可持续发展能力。要完善有利于节约能源资源和保护生态环境的法律和政策，加快形成可持续发展体制机制。落实节能减排工作责任制。开发和推广节约、替代、循环利用的先进适用技术。目前，节能减排已经成为我国的一项基本国策。对国内各行各业将形成现实的压力，对于耗能大户电网公司压力尤其巨大。电网降耗的

短期技术实现手段不多，非晶变压器是必选手段。非晶带材的市场前景非常乐观。

薄膜太阳能电池领域应用广泛，具有良好的应用前景。公司薄膜太阳能电池项目有望在今年年底形成第一条五兆瓦级别的太阳能薄膜电池量产生产线。短期内虽难贡献利润，但却是现阶段最为确定的继非晶带材之后的下一个利润引爆点，一旦取得突破性进展，公司的投资价值必然更上层楼。

大股东中国钢研科技集团于 2007 年 11 月增持公司的流通股，而公司 2008 年 3 月发布的股权激励计划，高达 19.35 元的行权价格（除权前），都折射出管理层坚定看好公司未来的发展。

另外，随募集资金在金刚石锯片、难熔材料等传统项目上的投入，帮助传统业务突破产能瓶颈，完成产品升级，扩大盈利增长，而产品客户群分布较宽，所以在去

年下半年和今年一季度，受美国地产危机的冲击不大，公司回收帐款力度较大，没有受到什么损失。提高公司的投资安全边际。

非晶是属于国家级的新材料，在行政层面上会有一些扶持或便利，而近期有消息称：国家将成立 30 亿的非晶产业基金以扶持该产业以及公司将与日立金属建立价格联盟，如果这两条传言属实的话，对公司来说将是大利好。



估值分析

随着公司非晶带材项目的投产以及薄膜太阳能电池生产线的建成，10、11年将是公司的业绩释放年，主要有四处利润增长点：万吨级非晶带材批量生产；薄膜太阳能电池项目的实施；原有传统业务产能扩张；改善内部管理，降低成本、提升盈利。

在全球只有日立金属能够量产的情况下，安泰科技的非晶带材项目全球第二、国内第一，具有垄断性、唯一性及高技术壁垒性等特征，我认为非晶带材的供不应求局面在较长时间内不会改变，预计公司09年带材产量在3000吨左右，09年底3万吨项目完成热试，10年预计产量在2万吨左右，根据发改委政策推进速度，公司将在10年直接扩大产能至8-10万吨。预计公司带材每吨盈利将在1.2万元左右。按照70%的成材率，预计09、10、11年公司非晶业务贡献EPS分别为0.06、0.5、1.0元。



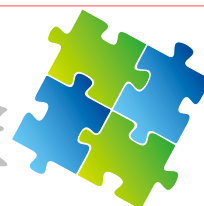
薄膜太阳能业务方面，根据前期公司和德方的协议，薄膜太阳能电池开发成功后，安泰和德方将在国内建立合作公司，安泰占51%，安泰主要的任务既是将原先的铜箔基底转变非晶带材基底，以进一步降低成本。预计正式建立合资企业时间应在今年年底或明年初。预计初始规模为30-50M，随后扩产上100M。预计CISCuT的每W利润是10元，所以以50M为标准的话，公司太阳能业务利润将达2.5亿元，每股收益增厚0.6元。100M就是1.2元。

由于非晶带材项目的垄断性、高技术壁垒以及目前国家倡导的节能减排，使得我们有理由相信安泰科技非晶合金带材项目应该享有高估值，谨慎地给予公司非晶合金带材项目20-25倍PE，价值20-25元。加上公司本身业务以及太阳能业务，预计合理估值在35-40元左右。随着非晶带材项目顺利进行，以及年底太阳能业务的引进，该股股价有望展开新一轮的拉升。

安泰科技 000969

	12/06	12/07	12/08
主营收入(百万元)	2095.0	2602.0	3000.3
同比增长(%)	25.1	24.2	15.3
归属母公司净利润(百万元)	105.3	138.2	148.3
同比增长(%)	22	31.2	7.3
每股收益(元)	0.26	0.34	0.34
毛利率(%)	15.8	15.6	15.4
ROE(%)	6.1	7.46	7.52

主要风险



1、非晶带材的仍处试生产阶段，还没开始正式连续生产，存在失败的风险。

2、未来的价格能否继续保持高位，成材率能否真的如所预测的90%那么高。

3、薄膜电池线同样存在技术不确定性的问题

4、前段时间高管的减持，虽然绝对数量不多，但其减持的目的仍不得而知。

瑞象免责声明：

本版文章内容纯属作者个人观点，仅供投资者参考，并不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。