

投资评级：增持(维持)

安泰科技(000969)

聚焦两大产业，新材料龙头再出发

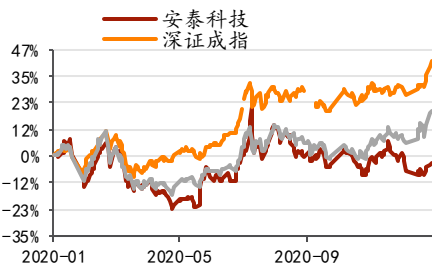
市场数据 2021-01-05

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 6.77 |
| 一年内最低/最高(元) | 5.25/8.66 |
| 市盈率 | 56.0 |
| 市净率 | 1.53 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 净资产收益率(%) | 3.78 |
| 资产负债率(%) | 41.9 |
| 总股本(亿股) | 10.26 |

最近12月股价走势



联系信息

李帅华 分析师
SAC 证书编号: S0160518030001
lishuaihua@ctsec.com

相关报告

1 《安泰科技(000969):疫情影响逐步消除,业绩复苏指日可待》 2020-11-04

- **剥离非核心业务，聚焦难熔钨钼和稀土永磁：**成立伊始，公司定位为国内新材料领军企业，上市二十年来，安泰科技年营业收入从3.6亿增长至接近50亿元，产品涵盖先进功能材料及器件、高端粉末冶金材料及制品、高品质特钢及焊接材料、节能环保与高端科技服务业四大核心领域。十三五期间，公司先后完成焊接、非晶、热等静压等经营困难业务和重资产业务的剥离和调整，公司资产逐步向优势产业集中。公司未来将聚焦“难熔钨钼”和“稀土永磁”两大优势产业，2019年两大类别产品营收占比约2/3，同时在环保和氢能领域有所布局；
- **“传承+投入”成就力争世界一流的难熔制品深加工企业。**秉承中国钢研集团六十余年的科研积淀，公司在难熔金属领域科研基础雄厚，2015年公司为了打造难熔制品精深加工领域世界龙头企业，通过并购重组成立安泰天龙钨钼科技有限公司。2018和2019年天龙连续两年营收占比25%以上，成为公司重要组成部分；
- **“择优扶强”，提升稀土永磁产业竞争力。**稀土永磁材料及制品是安泰科技磁材业务的重要组成部分，也是公司的核心业务之一。为聚焦资源支持优势产业发展，公司2019年启动实施了安泰爱科稀土永磁并购项目，使公司稀土永磁毛坯产能达到5500吨/年，实现了稀土永磁产业高质量扩张；
- **安泰环境：公司未来增量业务的重要战略布局。**为抓住我国节能环保产业的重大发展机遇，公司于2015年组建安泰环境工程技术有限公司，作为公司未来增量业务的重要战略布局。成立以来，安泰环境主要发展的环保与高端科技服务业一直是公司四大主营业务中毛利率最高的板块。2019年，该板块毛利率高达36.57%；
- **维持“增持”评级。**公司未来战略逐步清晰，将聚焦“难熔钨钼+稀土永磁”两大核心产业。海外疫情对公司业绩影响逐步消退，公司在“十四五”期间有望实现跨越式发展。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.12/0.23/0.31元，对应当前股价的PE分别为56/28/21倍。

风险提示:疫情恶化；项目落地不及预期；公司订单不及预期

表 1:公司财务及预测数据摘要

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万) | 5,054 | 4,780 | 4,718 | 5,025 | 5,341 |
| 增长率 | 8.5% | -5.4% | -1.3% | 6.5% | 6.3% |
| 归属母公司股东净利润(百万) | -218 | 165 | 118 | 240 | 317 |
| 增长率 | -467.9% | -175.7% | -28.2% | 102.6% | 32.5% |
| 每股收益(元) | -0.21 | 0.16 | 0.12 | 0.23 | 0.31 |
| 市盈率(倍) | -30.3 | 40.0 | 55.7 | 27.5 | 20.8 |

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

| | |
|--|----|
| 1、公司概况：不断前行的新材料企业..... | 4 |
| 2、安泰天龙，打造世界一流的难熔金属先进材料制造商..... | 8 |
| 2.1 难熔钨钼：未来发展核心产品..... | 9 |
| 2.2 多种应用场景拉动难熔金属需求..... | 11 |
| 3、稀土永磁-扩张并购为王牌产品再添动力..... | 13 |
| 3.1 “择优扶强”，提升稀土永磁产业竞争力..... | 13 |
| 3.2 新能源产业拉动高性能钕铁硼需求..... | 16 |
| 4、环保与高端科技服务业-公司毛利率最高的板块..... | 18 |
| 4.1 安泰环境：公司未来增量业务的重要战略布局..... | 18 |
| 4.2 主营业务：环境过滤分离技术、清洁能源工程和装备设计与集成... .. | 20 |
| 5、盈利预测及评级..... | 22 |
| 6、风险提示..... | 24 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1：2019 年公司收入结构..... | 5 |
| 图 2：2019 年公司主要产品毛利率 (%)..... | 5 |
| 图 3：公司股权结构..... | 5 |
| 图 4：公司业绩情况..... | 6 |
| 图 5：公司海外业务情况..... | 6 |
| 图 6：公司产业基地分布..... | 7 |
| 图 7：公司研发投入及转化情况..... | 8 |
| 图 8：安泰天龙营业收入情况..... | 8 |
| 图 9：安泰天龙主要产品..... | 9 |
| 图 10：金属钨钼物理性质..... | 10 |
| 图 11：金属铼钽铌物理性质..... | 10 |
| 图 12：公司在难熔金属制备领域获得的奖励..... | 11 |
| 图 13：我国军用飞机数量及预测..... | 13 |
| 图 14：我国民用飞机数量及预测..... | 13 |
| 图 15：2019 年全球军用飞机数量对比..... | 13 |
| 图 16：国内磁材产量（单位：万吨）..... | 14 |
| 图 17：公司磁材产能情况（单位：吨）..... | 15 |
| 图 18：国内钕铁硼磁材产量结构..... | 15 |
| 图 19：公司获得的部分荣誉和资质证书..... | 16 |
| 图 20：全球新能源汽车销量（单位：万吨）..... | 17 |
| 图 21：安泰环境生态链..... | 18 |
| 图 22：安泰环境发展理念和战略规划..... | 19 |
| 图 23：安泰环境营业收入..... | 19 |
| 图 24：安泰科技主营四大主营业务毛利率..... | 20 |
| 图 25：过滤分离技术示意图..... | 20 |
| 图 26：我国建成加氢站数量..... | 22 |
| 图 27：中国智能制造系统解决方案市场规模统计..... | 22 |
| 表 1：公司财务及预测数据摘要..... | 1 |
| 表 2：公司大事记..... | 4 |
| 表 3：难熔金属主要应用场景..... | 12 |

| | |
|------------------------|----|
| 表 4: 烧结 vs 粘结钕铁硼..... | 17 |
| 表 5: 新能源汽车对钕铁硼需求量..... | 18 |
| 表 6: 中国氢能发展目标..... | 21 |
| 表 7: 公司分项业务收入盈利预测..... | 23 |

1、公司概况：不断前行的新材料企业

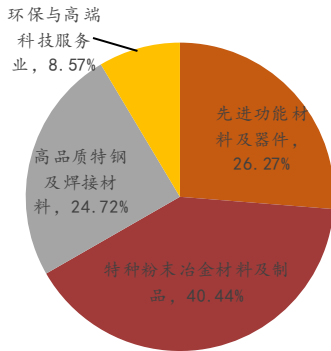
上市二十年，围绕新材料。公司成立于1998年12月，是国家科技部及中科院联合认定的国家高新技术企业，主要发起人为中国钢研科技集团有限公司，公司成立以来一直以先进金属新材料及制品的研发、生产和销售为主业；2000年5月，公司在深圳证交所完成了6000万A股股票的发行上市工作；2001年，公司为推动非晶微晶材料产业的加速发展，对上海至高非晶金属有限公司增资重组；2003年，公司先后并购海美格磁石技术（深圳）有限公司和河北冶金科技股份有限公司，为烧结钕铁硼产品大规模进入国内外市场铺平了道路，并丰富了超硬材料领域的产品品种；2015年，公司以打造钨钼制品精深加工领域世界龙头企业为目标推动核心业务转型发展，并购天龙钨钼科技有限公司，并成立安泰天龙钨钼科技有限公司。同年，公司为抓住我国节能环保产业的重大发展机遇，并作为公司未来增量业务的重要战略布局，全资收购了宁波市化工研究设计院，并组建安泰环境工程技术有限公司，公司环保相关产品毛利率在2019年达到36.6%；2019年，公司并购爱科科技有限公司，使稀土永磁毛坯产能达到5500吨/年，有效解决了产能瓶颈，向成为世界一流稀土永磁供应商的目标迈出了关键一步；2020年，公司确立了以“难熔钨钼为核心的高端粉末冶金及制品、稀土永磁为核心的先进功能材料及器件”为两大核心产业，在2019年，这两类产品的营业收入占比达到66.7%。

表 2：公司大事记

| 时间 | 大事 |
|------|--|
| 1998 | 公司成立 |
| 2000 | 在深交所完成 IPO |
| 2001 | 并购“上海至高非晶金属有限公司”，实现强强联合 |
| 2003 | 并购“海美格磁石技术（深圳）有限公司”；并购“河冶科技股份有限公司”，公司取得烧结钕铁硼专利授权并丰富了超硬材料领域的产品品种。 |
| 2008 | 被授予“中关村科技园区海淀园创新发展二十年”特别贡献奖 |
| 2011 | 并购“天津三英焊业股份有限公司”，公司药芯焊丝产能跃居国内之首 |
| 2012 | 成立北京安泰中科金属材料有限公司，公司涉足核聚变领域 |
| 2013 | 成立安泰钢研金刚石（泰国）有限公司；成立昆山安泰美科金属材料有限公司 |
| 2015 | 并购“天龙钨钼科技有限公司”，并成立安泰天龙钨钼科技有限公司；并购“宁波市化工研究设计院”，并成立安泰环境工程技术有限公司，公司进入钨钼制品精深加工领域，并向环保节能一体化拓展 |
| 2016 | 成立安泰（霸州）特种粉业有限公司 |
| 2019 | 并购“爱科科技有限公司”，控股“安泰爱科科技有限公司”，实现了稀土永磁产业高质量扩张 |

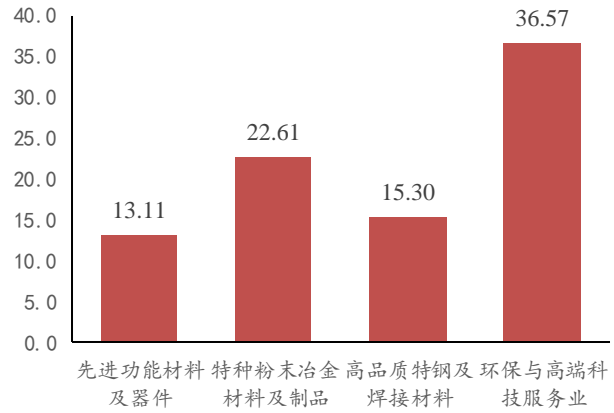
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 1：2019 年公司收入结构



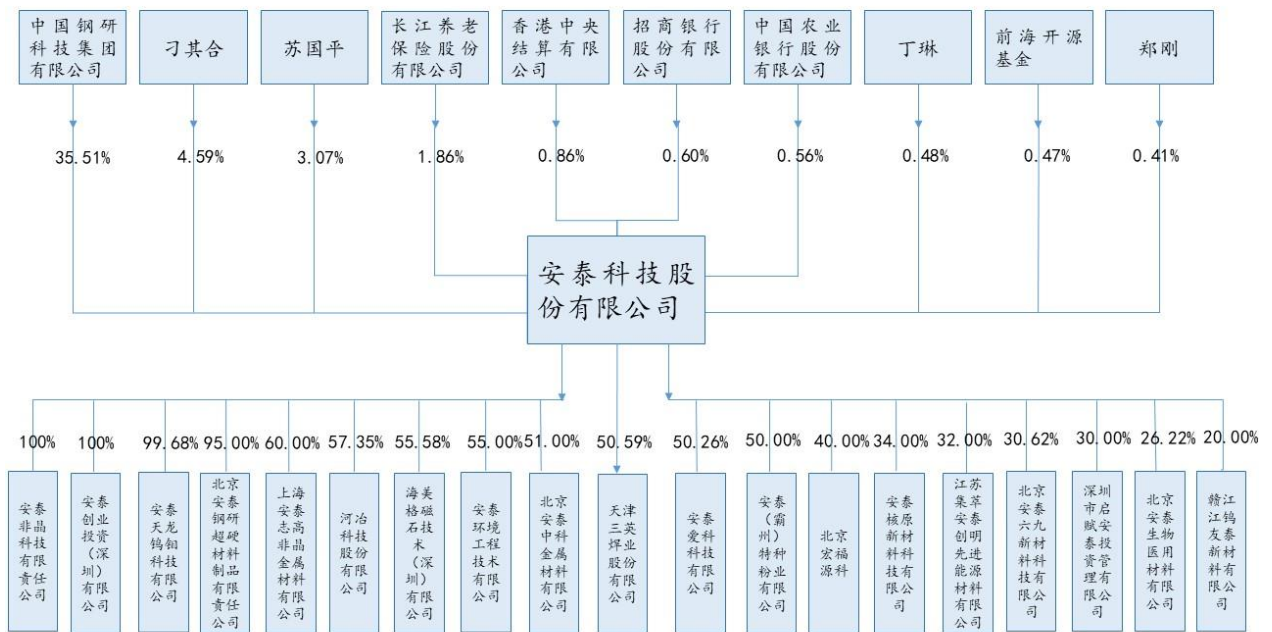
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：2019 年公司主要产品毛利率 (%)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：公司股权结构

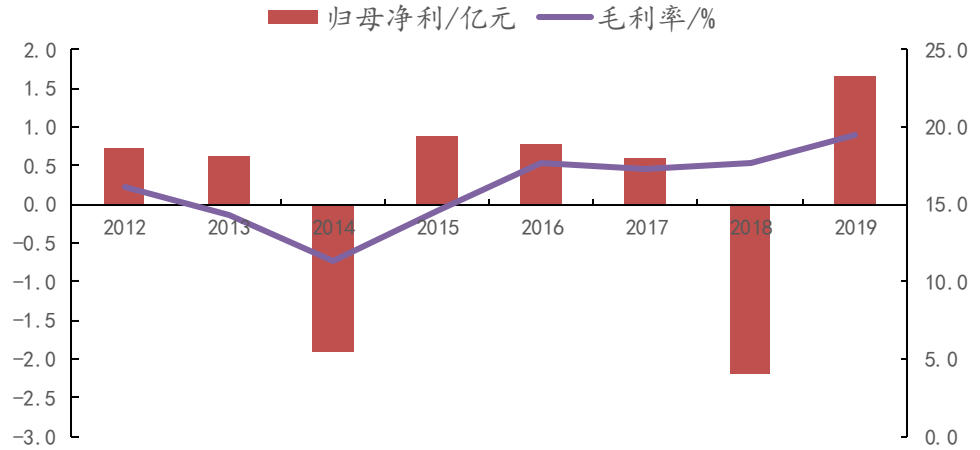


数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司 2014 年和 2018 年及时调整后运行步入正轨。回顾公司 2012 年以后的业绩，整体稳中有升。但 2014 和 2018 年是两个低点，归母净利润为负值，不过皆事出有因，2014 年公司业务所属领域出现严重的产能过剩、竞争加剧现象，公司主动调整产品结构，对不再适用的原有生产设备计提了减值，同时对部分持续亏损的参股公司和已不适应市场需求的存货计提了跌价准备；2018 年则是公司在产业转型优化过程中对部分扭亏无望的业务进行调整和剥离，导致公司业绩出现了

亏损。2014 和 2018 年公司的大胆改革和调整为后续公司健康发展奠定了坚实基础。2019 年，公司实现营业收入 47.8 亿元；归母净利润 1.65 亿元，同比增长 175.70%。公司业务调整取得显著成效，各业务板块呈现企稳回升发展态势。

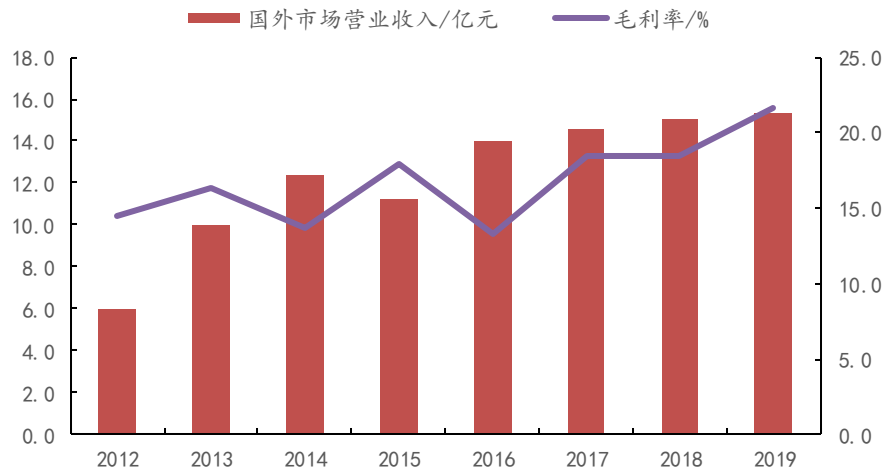
图 4：公司业绩情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

积极开发国际市场，营业收入涨势明显。公司坚持“走出去”战略，在北美、欧洲和亚洲地区建立了商贸渠道和技术协作关系，产品已销往 50 多个国家和地区。近 8 年，公司海外市场营业收入不断攀升，毛利率稳健上涨。在 2019 年，公司海外市场营业收入达到 15.3 亿元，毛利率高达 21.6%。公司还通过建立免受反倾销调查的海外生产基地，加速产品出口目标市场多元化等措施，避免单一市场局限。目前金刚石工具业务泰国工厂已正式投产并达产达效，有效缓解了相应风险。海外产业布局经验也成为公司未来国际化发展的重要能力。

图 5：公司海外业务情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

覆盖国家重点战略经济带，公司产业布局具备优势。从创立至今，公司所涉及到的业务包括非晶/纳米晶带材及制品、难熔材料及制品、粉末材料及制品、磁性

材料及制品、焊接材料及制品、过滤材料及环保工程、高速工具钢及人造金刚石工具等。公司目前已建成北京中关村永丰产业园、空港新材料产业园、中关村昌平产业园及河北涿州四个产业基地，使公司成为国内金属新材料领域产品技术门类较全、装备档次较高、产能规模较大的产业平台集群；在石家庄、天津、深圳、上海等地拥有 18 家控参股企业，覆盖京津冀、长三角、珠三角等国家重点战略经济带；在泰国建有生产基地，作为辐射东南亚的市场窗口，产品销往包括北美、欧洲和亚洲的 50 多个国家和地区。

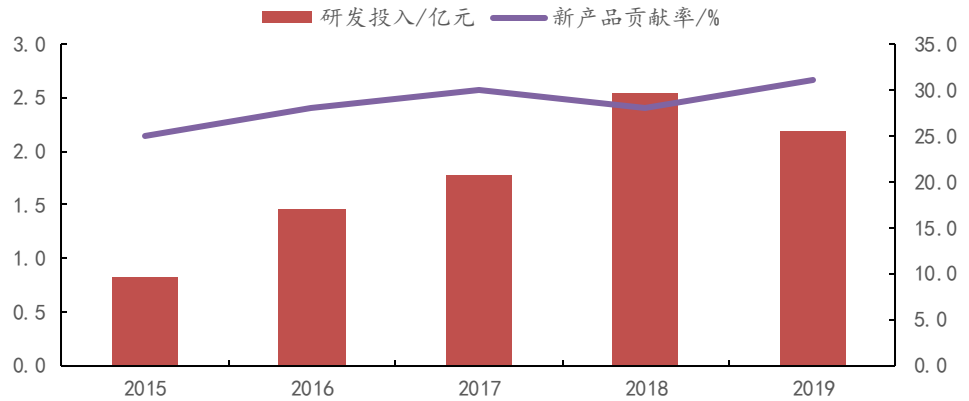
图 6：公司产业基地分布



数据来源：公司官网，财通证券研究所

研发投入整体呈上升趋势，公司实现创新驱动发展。近五年来，公司研发投入整体呈上升趋势，其中2019年研发投入是2015年的2.6倍。根据公司未来发展计划，提升自主创新能力，继续加大研发投入仍然作为公司主要的发展战略。公司在科研成果转化方面的营收也十分可观，新产品贡献率同样呈上升趋势。2019年公司34项新产品进入市场，新产品及技术性收入15.13亿元，新产品收入贡献率31%。到目前为止，公司已拥有一支700余名高素质的研发团队，5个国家级科技平台，并与国内外二十余家知名院校、科研机构和企业建立了技术创新联盟。累计获得国家发明奖、科技进步奖及各类省部级以上成果奖励98项，主持和参与制定国家标准21项，制定企业标准122项，有效授权专利443项。

图 7：公司研发投入及转化情况

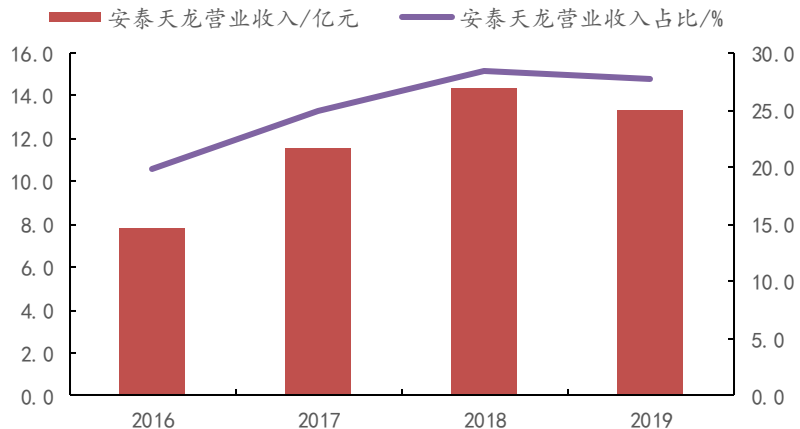


数据来源：公司公告，财通证券研究所

2、安泰天龙，打造世界一流的难熔金属先进材料制造商

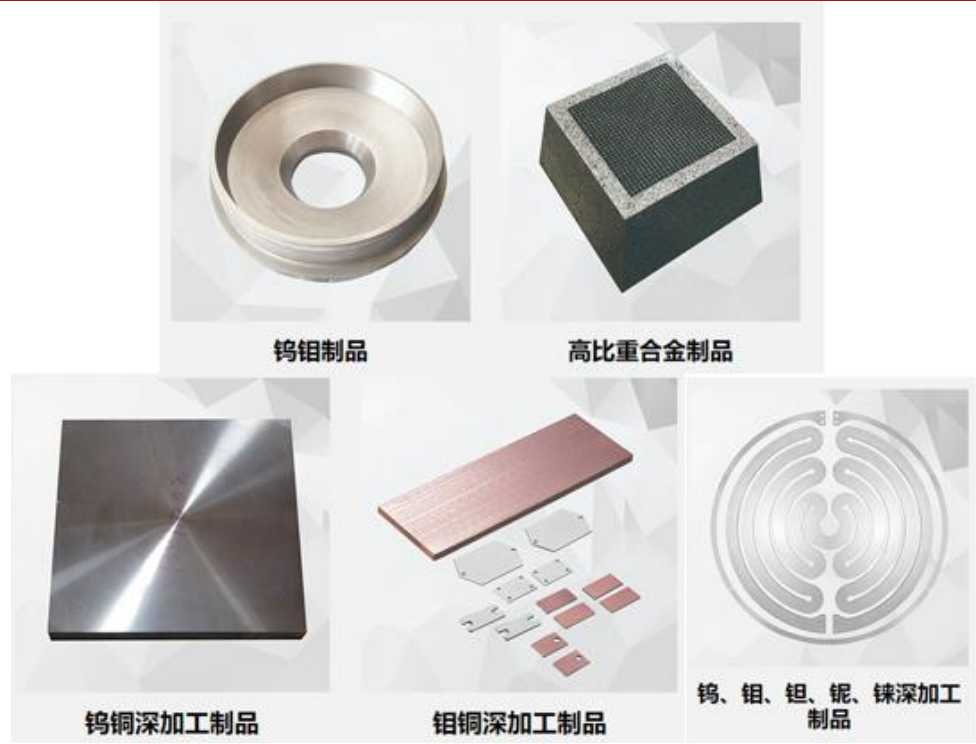
“传承+投入”成就力争世界一流的难熔制品深加工企业。得益于国家的大力支持，公司组建上市以来，在原有难熔合金研究室的基础上投入了大量资源对难熔金属材料进行技术改造。**2015 年，公司为了打造难熔制品精深加工领域世界龙头企业，以 10.36 亿元并购天龙钨钼科技有限公司，并与原有的安泰科技股份有限公司难熔材料分公司合并成立安泰天龙钨钼科技有限公司。**安泰天龙生产的主要产品包括钨及钨合金、钼及钼合金、铌及铌合金和钽铌系列等。安泰天龙自成立以来营业收入和营业收入占母公司营业收入比稳步上升，2017 年营业收入就已突破 10 亿元，完成业绩承诺。2018 和 2019 年连续两年营业收入占比达到 25% 以上，成为母公司安泰科技实现营收的重要组成部分。2020 年，安泰天龙继续加大市场开拓和研发投入，服务国家重大需求和全球高端市场。为打造世界一流的难熔金属先进材料和高端制品的制造商奠定基础。

图 8：安泰天龙营业收入情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 9：安泰天龙主要产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

先进的生产装备保障产品质量和客户需求。公司拥有国内难熔金属领域规模庞大、先进的生产装备，其中大型热等静压机、大型冷等静压机、轧机等大规模生产加工设备领先于同行业水平，保证了客户产品的质量，满足了客户批量化定制产品的要求。目前为止，公司是国内首家通过 HIP 热等静压处理 NADCAP 认证的单位。在科研分析方面，公司还拥有 JEOL 分析型扫描电子显微镜(带能谱仪)、电感耦合等离子体发射光谱仪 (ICP)、超声波探伤、万能试验机、三坐标测量仪、TC600C 氧氮分析仪、C600C 碳分析仪等众多先进的科学分析仪器，不仅为产品质量提供了有力保障，同时在难熔材料领域承担着多项国家重大科技项目，并为项目提供了大量、有效的科学数据。

2.1 难熔钨钼：未来发展核心产品

金属钨、钼具备优异的物理性质。金属钨的熔点高达 3420℃，沸点为 5900℃，有着极其优秀的高温强度，对熔融碱金属和蒸气也有着非常良好的耐蚀性能。其本身极高的热稳定性保证了在高温环境下仍可以正常工作，并且钨在高温时有强烈的电子发射能力、电阻率低、膨胀系数小。所以钨是使用广泛的耐高温金属材料。钨粉是加工粉末冶金钨制品和钨合金的主要原料。纯钨粉可制成丝、棒、管、板等加工材和一定形状制品。金属钼也具备熔点高、高温（1100~1650℃）强度高、低污染、机加工性能好、导热性好的特性。钼在高温下仍保持良好的力学性能，因此它和钨一样，被应用于各种高温部件，而且与钨相比，容易加工。钼产品包括钼坩埚、钼芯杆、钼环、钼管等等。

图 10：金属钨钼物理性质

| | 钨 | 钼 |
|--------------------------|----------------------|----------------------|
| 密度/克/立方厘米 | 19.3 | 10.2 |
| 熔点/°C | 3410 | 2620 |
| 沸点/°C | 5900 | 4800 |
| 电子逸出功/eV | 4.6 | 4.4 |
| 热膨胀系数/K | 4.6×10^{-6} | 5.4×10^{-6} |
| 电阻(1200°C)/ 10^6 欧姆·厘米 | 40.0 | 33.0 |

数据来源：CNKI，财通证券研究所

公司难熔金属系列品类丰富。除了难熔钨钼外，公司还生产铼及铼合金、钽及钽合金、铌及铌合金等难熔金属，品类丰富性能优越。金属铼密度高，理论密度为 21.02g/cm³，熔点高达 3180°C。有着极强的抗化学腐蚀性能、极高的机械强度和较高的电阻率。铼可以与钨、钼等形成合金。钨铼和钼铼合金具有良好的高温强度和塑性。钨铼热电偶是耐高温热电偶。它具有温度-电势线性关系好，热稳定性可靠，价格便宜等优点。在真空、还原、惰性气氛中，能够在 0~2300°C 范围内使用。钨铼合金有良好的电性能及延展性和加工性，尤其是 2000°C 高温下力学性能优越，不易变脆。钼铼合金是以钼为基体，加入不同含量的铼元素组成的合金。钼和铼都是难熔金属，将两种成分进行组合，钼铼合金具有铼的高温物理性能，有钼的良好的机械性能，钼铼合金天生的优异性能。钼中可加入 47.5% 或 41% 的铼形成钼铼合金，其延展性、焊接性能和成形性能都极大的提高。即使经过高温后，钼铼合金仍能保持良好的延展性。钽及钽合金、铌及铌合金管材均具有高熔点、耐腐蚀、冷加工性能好等特点。

图 11：金属铼钽铌物理性质

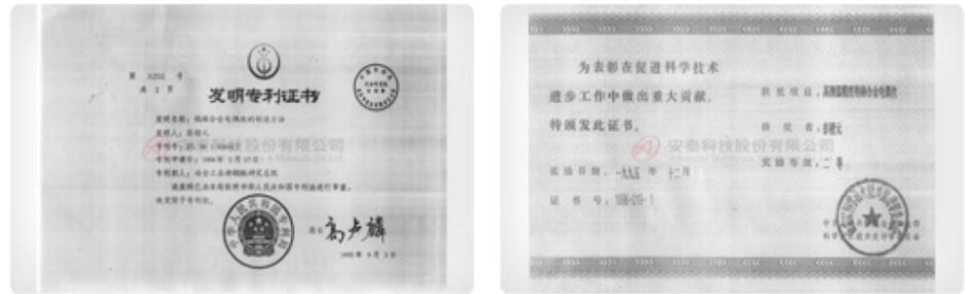
| | 铼 | 钽 | 铌 |
|-----------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 密度/克/立方厘米 | 21.0 | 16.7 | 8.6 |
| 熔点/°C | 3180 | 2996 | 2468 |
| 沸点/°C | 5596 | 5425 | 4742 |
| 电子逸出功/eV | 4.8 | 4.0 | 4.1 |
| 热膨胀系数/K | 6.7×10^{-6} | 6.5×10^{-6} | 4.1×10^{-6} |

数据来源：CNKI，财通证券研究所

公司难熔金属制备工艺成熟，技术稳定。公司选用优质钨粉批量生产各种规格的纯钨的管、棒、板、锭、坩埚及各种异形制品，具有加工性能好、杂质含量低等

优点。钨粉与其他金属粉末混合，可以制成各种钨合金，如钨钼合金、钨铼合金、钨铜合金和高密度钨合金等。钨钼合金兼备了钨和钼金属的共同特性，在真空或者惰性气体保护下具有良好的高温稳定性和电阻率、良好的加工性能。经试验证明，钨 30%钼 70%的合金，对耐液态锌有独特的抗腐蚀作用。单纯烧结类制品，高温强度及金属加工性能会远远低于经过锻造和轧制工艺后的产品。公司通过锻造或者轧制加工，产品会具有高温下高强度的特性。公司具有 60 年研究和推广应用钨渗铜产品的历史，荣获国家发明二等奖，获得国家保密专利。公司还是国内较早研究钨铼合金及纯铼制品的单位，拥有钨铼合金丝、铼板制备等相关发明专利，并因此获国家科学进步三等奖。

图 12：公司在难熔金属制备领域获得的奖励



数据来源：公司官网，财通证券研究所

2.2 多种应用场景拉动难熔金属需求

难熔金属市场需求广阔。难熔金属由于其独特的物理机械性质，越来越受到各领域的高度重视，并在国民经济中发挥了重要作用。高熔点和高硬度的特点可用于军事防御、航空航天、电子通信、能源和其他领域。低电阻、高耐热性、良好的耐腐蚀性等性质可用在电容器和涂层中。难熔金属合金能抵抗高温、腐蚀和拉伸，在高温条件下与碱液材料具有良好的相容性，因此它可以用作高温结构的材料。难熔金属及其合金还可在空间核反应堆中有所应用。这些产业的高速增长将拉动难熔金属的市场需求。

表 3：难熔金属主要应用场景

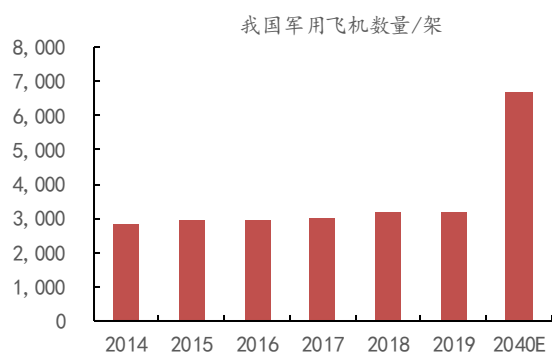
| 应用场景 | 应用需求 | 适用金属 |
|---------------------|--|--|
| 安全和防御用零部件 | 现代作战中，主要攻击目标是坦克装甲，坚固防御工事及有防护的作战人员，想要获得致命的打击效果，密度大，存速高，侵彻能力强，高性能的材料不可或缺。 | 公司生产的钨基高比重材料密度可达到 18g/cm ³ ，是钢比重的 2.3 倍，有利于提高飞行时的存速能力和对目标侵彻能力，提高穿甲弹的动能给装甲和人员致命的打击。是国防安全领域不可或缺的高端材料。 |
| 核电及能源用部件 | 国际热核聚变实验堆是一个能产生大规模核聚变反应的超导托克马克。等离子体环在屏蔽包层的环型包套中，屏蔽包层将吸收 50 万千瓦热功率及核聚变反应所产生的所有中子。因此需要耐高温高热的材料作为面向等离子体的第一壁材料。 | 公司生产的高性能钨及钨铜复合材料可以作为面向等离子体的关键材料使用。 |
| 航空航天用部件 | 航空航天用各类发动机部件需要耐高温抗燃气烧蚀，能够承受高密度燃气流的强烈冲刷和热震作用，抗高马赫速气动烧蚀部件，如前缘，能够耐长时间氧化和烧蚀。 | 钨铜材料具有高密度、发汗冷却性能、高温强度高及耐冲刷烧蚀等性能。 |
| 蓝宝石长晶炉热场和 MOCVD 加热器 | 蓝宝石可被广泛用于国防、科研、民用工业等各种要求苛刻的领域。由于蓝宝石高熔点的特性，因此在制备蓝宝石时需要用到 2100℃ 以上高温炉用于蓝宝石晶体生长。MOCVD 是一种利用有机金属分解反应进行气相外延生长薄膜的化学气相沉积技术。MOCVD 腔体温度控制精度需达到 0.2℃ 或更高，高的温度均匀性也是产品良率的重要保证。 | 公司生产的金属钨和钼材料具有耐高温、低污染、抗高温蠕变等特性，被广泛用来做蓝宝石长晶炉的热场各个部件。又由于其较高的尺寸稳定性、膨胀系数低、可焊接性能等优势，可被广泛用做 MOCVD 加热器的加热丝、隔热屏、导电板等零部件。 |
| 射线屏蔽和发生器件 | 射线通过控制能够杀死癌细胞，被广泛应用于医疗影像诊断和放射治疗中。为了控制射线范围，降低射线对患者其他正常部位的伤害，能够高效屏蔽射线与引导射线光束的材料开始被广泛需求。 | 公司生产的钨基高比重合金材料广泛应用在各类 CT，直线加速器，PET，γ 相机等设备，能提供较好的射线防护与光束的引导。 |
| 电子封装及热沉材料 | 电子封装是将一个具有一定功能的集成电路芯片放置在一个与之相适应的外壳容器中，为芯片提供一个稳定可靠的工作环境，电子封装材料要求具有一定的机械强度、良好的电气性能、散热性能和化学稳定性。 | 公司生产的钼铜、钨铜材料结合了钼、钨的低热膨胀率和铜的高热导率，可有效释放电子器件的热量。可用于大规模集成电路和大功率微波器件中作为绝缘金属基片、热控板和散热元件（热沉材料）和引线框架。 |

数据来源：公司官网，财通证券研究所

在军用飞机领域，2014 至 2019 年我国军用飞机数量年复合增长率为 2.34%。当前我国军机架数约为美国的 1/4，随着我军军费预算增速的回升，装备建设将加快推进，据 Flight Global 预测，未来 20 年，我国军用飞机的增量将在 3500 架左右。在民用飞机领域，2014 至 2019 年我国民用飞机数量年复合增长率为 10%。

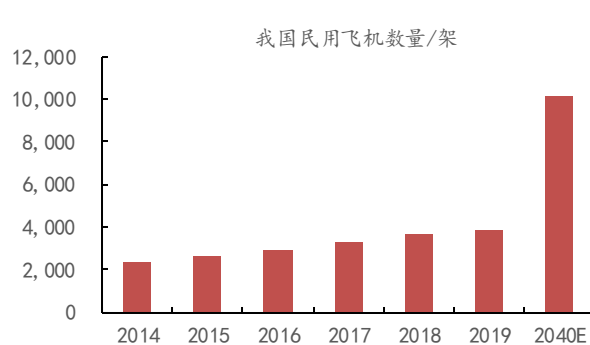
根据波音公司预测，2020-2040年，中国需要新增民航大中型飞机超过6300架以上。在核能领域，根据中国核能行业协会发布的《中国核能发展报告2020》，为达到2035年中国在运核电机组1.5亿千瓦，在建5000万千瓦的目标，预期未来10年我国有望保持每年6-8台左右核电机组的投产规模。由此可见，由核能领域和航空领域带来的应用需求为难熔合金材料领域创造了广阔的发展前景。

图 13：我国军用飞机数量及预测



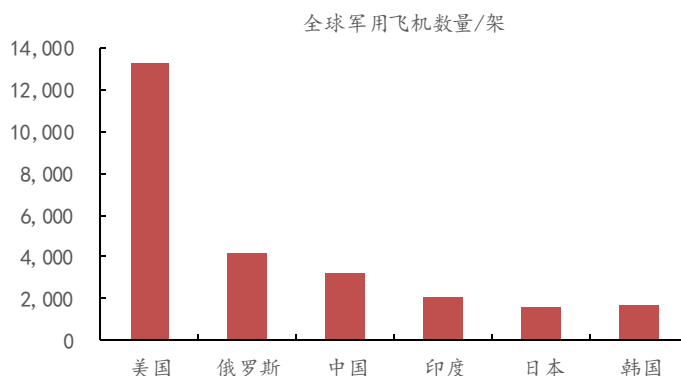
数据来源：Flight Global，财通证券研究所

图 14：我国民用飞机数量及预测



数据来源：民航局，财通证券研究所

图 15：2019 年全球军用飞机数量对比



数据来源：《world air forces 2020》，财通证券研究所

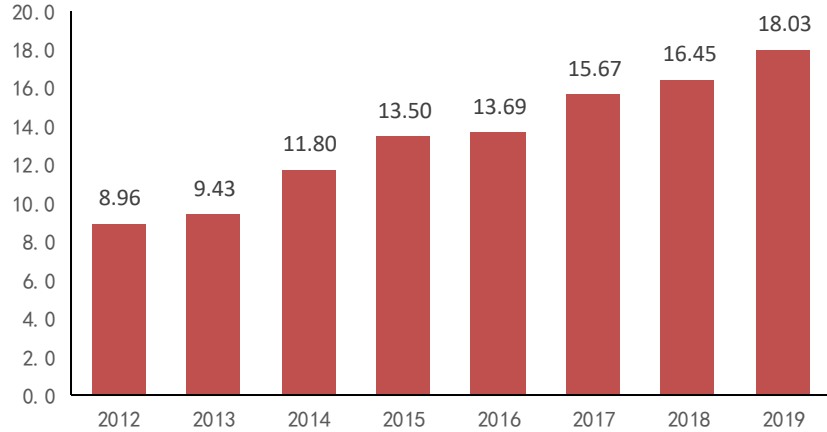
3、稀土永磁-扩张并购为王牌产品再添动力

3.1 “择优扶强”，提升稀土永磁产业竞争力

稀土永磁材料钕铁硼特性优异，应用广泛，国内产量逐年提升。稀土永磁材料是指稀土金属和过渡族金属形成的合金。钕铁硼属于第三代稀土永磁材料，是当代磁性最强、性价比很高的永磁材料，它不仅具有高剩磁、高矫顽力、高磁能积等优异特性，而且容易被加工成各种形状，具有体积小、重量轻和磁性强的特点，在裸磁的状态下，磁力可达到3500高斯左右，在磁学界被誉为“磁王”。高能

量密度的优点使钕铁硼永磁材料在现代工业和电子技术中获得了广泛的应用，如用于包括新能源汽车、节能家电、电动工具、工业机器人等行业中的电声电讯、电机电器、仪器仪表、核磁共振、磁悬浮及磁密封等永久磁场的装置和设备。有了这些行业的发展和需求做支撑，近年来，中国稀土永磁材料的产量也呈逐年上升趋势，中国已成为世界第一大稀土钕铁硼生产国。

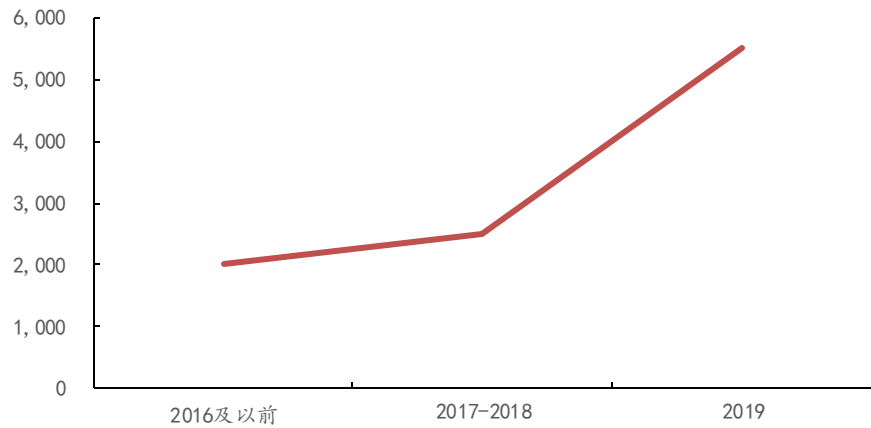
图 16：国内磁材产量（单位：万吨）



数据来源：工信部，财通证券研究所

公司通过投资并购不断提升稀土永磁产能，逐步确立稀土永磁核心地位。1989年，公司开始从事稀土永磁体的生产制造工作。2003年，公司先后并购海美格磁石技术（深圳）有限公司和河北冶金科技股份有限公司，为烧结钕铁硼产品大规模进入国内外市场铺平了道路，并丰富了超硬材料领域的产品品种。2013年经公司董事会同意在公司空港产业园实施“新能源汽车用高性能稀土永磁制品产能扩大项目”，项目实施后增加烧结钕铁硼生产能力 500 吨/年，2016 年该项目建设全面完成，并已进入生产状态。2018 年度公司稀土永磁制品产能约 2500 吨/年。2019 年完成爱科科技股权并购后，高性能钕铁硼产能近 5500 吨/年。十四五期间，稀土永磁业务已经被确立为安泰科技两大核心业务之一，公司将通过外延式发展，进一步整合行业优势资源，立足于北京、淄博、深圳等多个产业制造基地打造集制造、销售、服务于一体，外延华东、华南、东部沿海，辐射全球的产业服务平台。

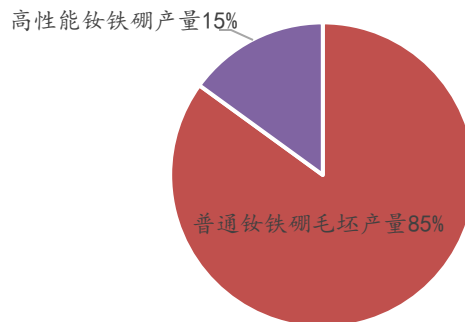
图 17：公司磁材产能情况（单位：吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

安泰科技定位高端市场，目前高性能钕铁硼产业规模与技术水平处于国内前三。低端产品过剩、高端产品稀缺是中国钕铁硼市场的现状。根据中国稀土行业协会数据，2018 年中国钕铁硼毛坯产量 15.7 万吨，其中高性能钕铁硼毛坯产量为 2.3 万吨，占比约 15%。依托强大研发创新能力和中国钢研的稀土供应链，安泰科技拥有稳定的稀土资源保障和服务于稀土永磁高端应用市场的产供销体系。公司还拥有高技术、全流程、规模化的稀土永磁成品和器件制造系统。2019 年完成爱科科技股权并购后，公司高性能钕铁硼产能近 5500 吨/年，根据公司互动平台问答显示，目前公司高性能钕铁硼产业规模与技术水平处于国内前三。公司产品在汽车、手机、计算机、节能电机、工业机器人及大数据等应用领域占据着重要席位，是全球知名的汽车助力转向及刹车辅助用电机、新能源汽车电机、手机震动马达及摄像头 VCM、伺服电机、直线电机及计算机硬盘 VCM 用磁材元件的主要供应商之一。

图 18：国内钕铁硼磁材产量结构



数据来源：中国稀土行业协会，财通证券研究所

持续钻研造就技术优势。公司自成立伊始就开始从事稀土永磁体的生产制造工作，并已取得日立金属烧结钕铁硼专利许可，截至目前，中国只有 5 家上市公司获得了日立金属的授权。公司依靠累积 30 年的经验可以生产出各类尺寸精度高，性

能稳定一次性好的磁产品。截至 2019 年 12 月，安泰科技在稀土永磁领域共有有效专利 30 余项（其中发明专利 17 项），正在申请中的专利超过 15 项。另外，获 PCT（国际专利授权）一项（含欧洲、美国、韩国三个地区），两项 PCT 正在申报中（含欧洲、美国、韩国三个地区）。近期，中国钢研联合国内八家研发、资源和生产优势单位牵头创建国家级“稀土新材料技术创新中心”，安泰科技被授权作为稀土国创中心建设的依托单位。

图 19：公司获得的部分荣誉和资质证书



数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.2 新能源产业拉动高性能钕铁硼需求

公司稀土永磁产品包括烧结钕铁硼磁体及制品和粘结钕铁硼磁体及制品。按照制造工艺的不同，钕铁硼磁材可分为烧结、粘结和热压三类，其在性能和应用上各具特色。其中烧结钕铁硼是目前产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料，占比约超过 90%。相对于烧结钕铁硼，粘结钕铁硼的磁性能及机械强度较弱，用量较小，所占市场份额不到 10%。2019 年烧结钕铁硼毛坯产量约 17 万吨，粘结钕铁硼产量 0.79 万吨。目前，公司稀土永磁产品包括烧结钕铁硼磁体及制品和粘结钕铁硼磁体及制品。

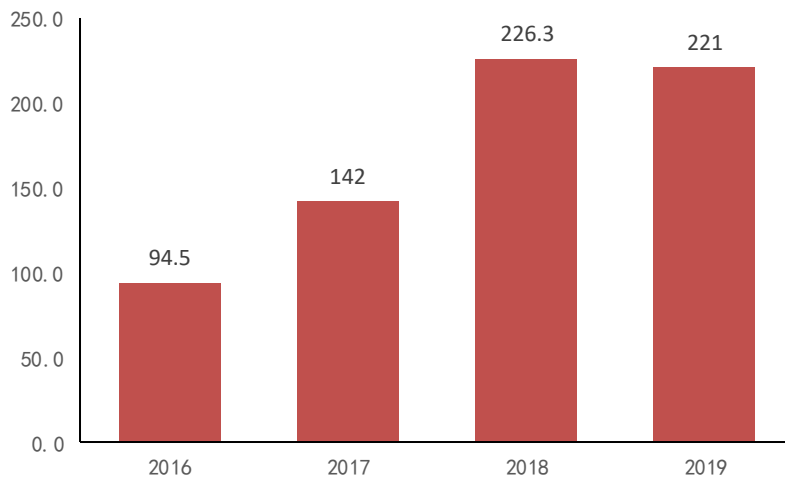
表 4：烧结 vs 粘结钕铁硼

| | 制作工艺 | 优点 | 应用 |
|-------|--|--|---|
| 烧结钕铁硼 | 粉末冶金工艺，熔炼后的合金制成粉末并在磁场中压制制成压胚，压胚在惰性气体或在真空中烧结达到致密化。 | 高剩磁、高矫顽力、高磁能积、适应高工作温度等优异特性，而且容易被加工成各种形状。 | 被广泛用于新能源、汽车、电子电声、工业电机、仪器仪表、核磁共振、磁悬浮等领域；适用于制造各种高性能、小型化、轻型化的产品。 |
| 粘结钕铁硼 | 粘结钕铁硼是指稀土钕铁硼磁粉与粘结剂混合、按一定的成型工艺制成的一种磁性材料。粘结钕铁硼一般来说包括模压成型及注射成形两类。 | 工艺简单、造价低廉、体积小、精度高、磁场均匀稳定等。 | 在电子消费品、办公自动化、家电产品、5G 通设的基站、医疗健康设备、直流无刷电机以及其核心零件、汽车等多方面都有广泛应用。 |

数据来源：公司官网，CNKI，财通证券研究所

新能源汽车产业拉动高性能钕铁硼需求。随着全球新能源经济和智能制造的推进，以新能源汽车、风力发电、机器人等为代表的环保、智能制造产业进入高速发展期，为高性能钕铁磁永磁材料带来了强劲的需求，未来增长可期。公司在上述领域中均有成熟的供应，未来将充分受益行业增长。新能源汽车产业是我国重点培育和发展的战略性新兴产业。近年来，全球新能源汽车销量急剧增加，根据 Evsales 数据，2016 年新能源汽车销量为 94.5 万辆，到 2019 年这一数字为 221 万辆，年均复合增长率达到 33%。从全球新能源汽车市场来看，新能源汽车产业的发展将直接带动高性能钕铁硼磁材需求上涨。高性能钕铁硼磁体主要应用于新能源汽车三大核心部件之一的驱动电机，永磁同步电机已成为主流选择。根据钢铁研究总院功能材料研究所董生智教授的研究成果，每台纯电动车消耗钕铁硼磁体 5-10kg，每台插电式混合动力汽车消耗 2-3kg。根据财通证券研究所测算，2022 年我国新能源汽车对钕铁硼永磁材料需求量将达到 0.83 万吨。公司已通过欧美、日本、韩国及国内多家知名汽车厂商的认证，向汽车客户及其供应链企业长期稳定提供高质量、高性能磁体。

图 20：全球新能源汽车销量（单位：万吨）



数据来源：EV sales，财通证券研究所

表 5：新能源汽车对钕铁硼需求量

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 全球新能源汽车产量/万辆 | 221 | 267 | 357 | 479 |
| 全球新能源汽车钕铁硼需求量/吨 | 6724 | 8017 | 10710 | 14375 |
| 中国新能源汽车产量/万辆 | 124 | 142 | 206 | 278 |
| 中国新能源汽车钕铁硼需求量/吨 | 3723 | 4269 | 6180 | 8342 |

数据来源：中国汽车工业协会，EVsales，财通证券研究所

4、环保与高端科技服务业-公司毛利率最高的板块

4.1 安泰环境：公司未来增量业务的重要战略布局

安泰环境业务主要涉及工业过滤净化、清洁能源工程及先进智能制造三大板块。为抓住我国节能环保产业的重大发展机遇，公司于 2015 年整合原粉末冶金事业部的过滤材料分公司、工程技术事业部，并全资收购宁波市化工研究设计院，组建安泰环境工程技术有限公司，作为公司未来增量业务的重要战略布局。公司以环境控制服务为核心，形成了工业过滤净化、清洁能源工程及先进智能制造三大业务板块，是一家围绕能源清洁化利用、清洁能源技术，具备产品研发制造、装置配套、系统集成、工程设计及总承包能力的环境控制综合服务商。安泰环境是安泰科技氢能业务实施平台，公司目前以高端过滤净化材料及装备为核心业务，以氢燃料电池及氢能利用为重要发展方向。

图 21：安泰环境生态链



数据来源：公司官网，财通证券研究所

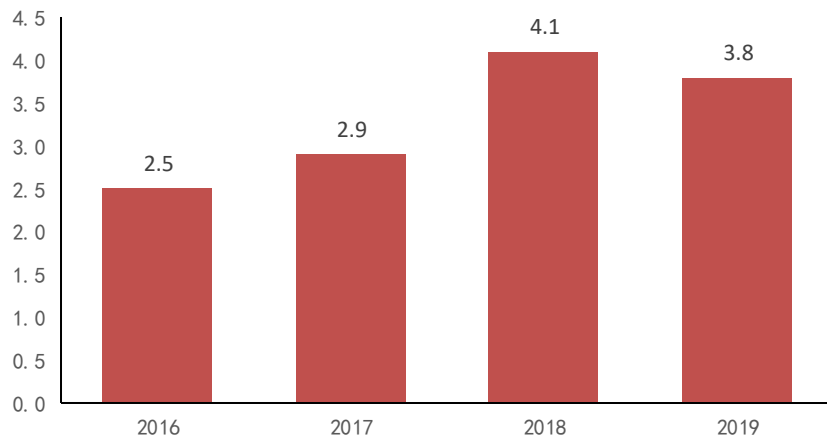
图 22：安泰环境发展理念和战略规划



数据来源：财通证券研究所

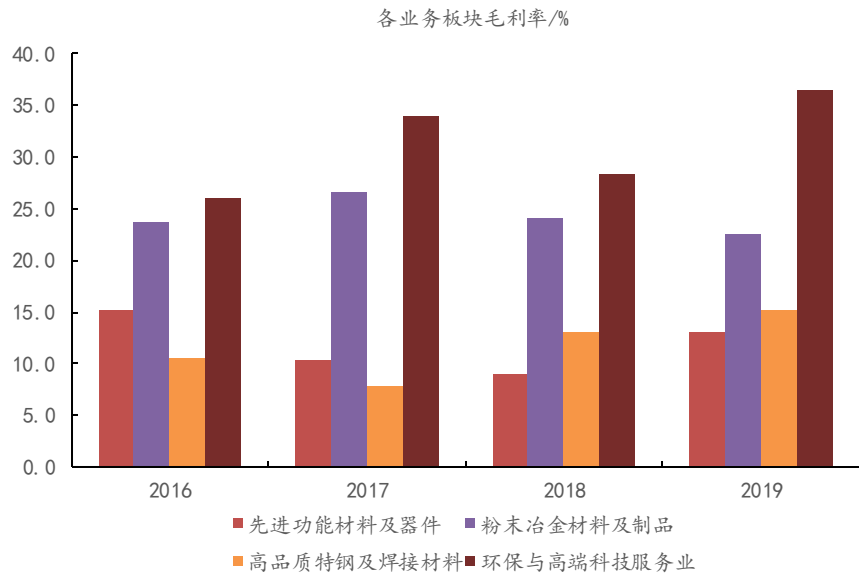
安泰环境营收呈上涨趋势，主营业务毛利率第一。自成立以来，安泰环境营业收入整体呈上涨趋势。据公司年报显示，2016年安泰环境营收为2.5亿元，到2019年，子公司营业收入达到3.8亿元，年均复合增长率为15%。安泰环境主要发展的环保与高端科技服务业一直是安泰科技四大主营业务（先进功能材料及器件、粉末冶金材料及制品、高品质特钢及焊接材料和环保与高端科技服务业）中毛利率最高的板块。到2019年，这一板块毛利率为36.57%。据公司年报，2019年安泰环境以高端过滤净化系列产品为核心进行资源优化配置，实现过滤业务同比增长超50%，通过与印度某大型石化企业集团签订高端过滤器部件合同，在国际化经营方面取得了重要进展，为下一步拓展国际市场奠定了良好基础。同时，为优化资产负债结构，深化混合所有制改革，安泰环境启动增资扩股项目，股权融资1.4亿元，通过对接外部资本，协同企业与核心团队共同发展，实现企业价值最大化。

图 23：安泰环境营业收入



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 24：安泰科技主营四大主营业务毛利率

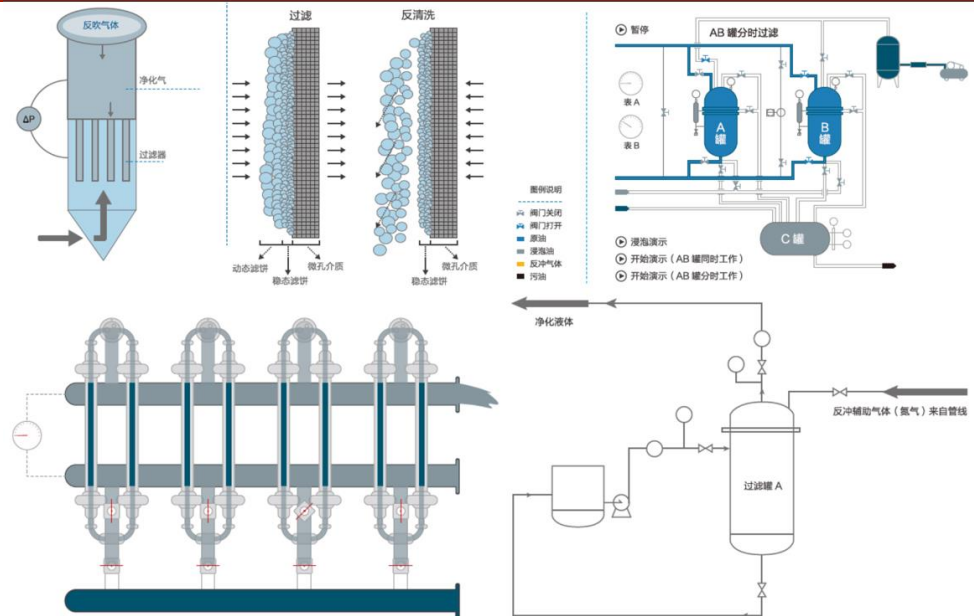


数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 主营业务：环境过滤分离技术、清洁能源工程和装备设计与集成

2020 上半年安泰环境过滤分离技术销售收入和利润均创历史新高。安泰环境过滤分离技术包括：高速气流脉冲反吹连续除尘过滤、高压气体辅助液体反向清洗、列管式自动反冲洗过滤器、金属膜超纯净化和错流过滤。

图 25：过滤分离技术示意图



数据来源：公司官网，财通证券研究所

可分别用于各种高、低温工业气体的净化处理和烟气除尘，气相中固体颗粒物质的过滤回收，压缩机等气动机组的保护过滤；各种高、低温工业液体物料的净化

过滤，固体颗粒物质的收集回收，以及工业用水的预处理；净化处理汽油、重型焦化汽油、柴油、渣油、污水等液体介质；氢及其同位素气体的净化、固体核燃料生产、核废料和核退役设施的处理、核废气的净化排放；错流过滤工艺适用于高固体含量（高达 25wt%）反应物料的分离。根据公司 2020 年半年报，安泰环境过滤净化核心业务销售收入和利润均创历史新高，出口业务取得重大突破，整体营业利润同比大幅增长 255.15%。

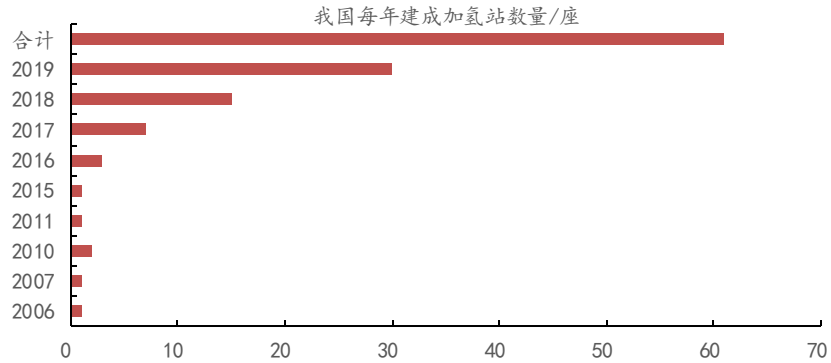
氢能产业发展利好清洁能源工程。公司清洁能源工程包括：煤炭清洁利用、氢能供应体系建设、氢燃料电池和环境治理及资源再生利用。煤炭清洁利用中的煤焦油加氢技术是公司重点开发的一项核心技术，是煤焦油清洁利用的主要途径。在氢能供应体系建设和氢燃料电池领域，安泰环境已经成为氢燃料电池关键材料供应商，完成了大功率电堆双极板的设计及测试验证和电堆关键材料的评价测试，并组装了系列化金属双极板电堆，氢燃料电池扩散层取得了国外高端客户的认可，实现长期稳定供货。加氢站是最重要的氢能基础设施，根据车百智库统计，2016 年以后中国加氢站建设开始提速，2016 年至 2018 年翻倍增长，2019 年建成的加氢站数量是 2018 年的 2 倍。2020 年，公司先后实现了河北河钢化工有限公司 35/70MPa 加氢示范项目邯郸站及唐山站的 EPC 工程设计、建设，竣工并投入试运行。同时安泰环境组建专业化团队成功研发了核心设备，自行研发的 35MPa 加氢机、站控系统已在河钢加氢站中成功应用。在环境治理及资源再生利用领域，公司针对气、固废弃物，提供环保节能的系统解决方案，达到环境保护的高标准要求，实现绿色制造。据《中国氢能产业发展报告 2020》预计，到 2050 年氢能终端能源消费比例达 10%，氢燃料电池汽车保有量 3000 万辆，氢气需求量 6000 万吨，全球将进入氢能社会。中国氢能的发展将会拉动公司清洁能源业绩的快速发展。

表 6：中国氢能发展目标

| | 2025 年 | 2035 年 | 2050 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 氢需求总量/万吨 | 3000 | 4000 | 6000 |
| 产业产值/万亿元 | 1 | 5 | 12 |
| 氢终端销售价格/元/kg | 40 | 30 | 20 |
| 加氢站数量/座 | 200 | 2000 | 12000 |

数据来源：《中国氢能产业发展报告 2020》，财通证券研究所

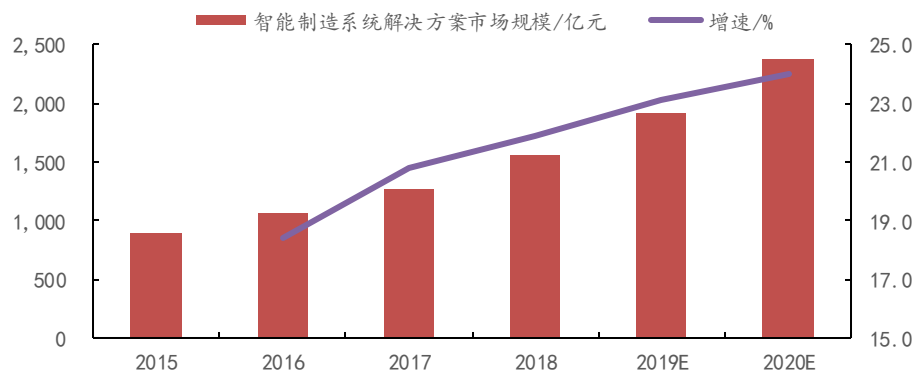
图 26：我国建成加氢站数量



数据来源：车百智库，财通证券研究所

智能化为装备设计与集成增添动力。安泰环境装备设计与集成领域包括：冶金装备、工业云装备及智能工厂和节能改造。随着新科技发展，制造业也开始新的变革浪潮，从第一次工业革命开始，制造业经历了机械化、电气自动化和数字化三个阶段，现在已经进入了以网络化，智能化为代表的工业 4.0 发展阶段。在智能制造的框架下公司可以设计建造并运行数百条精密冷轧、流体自动化生产线；通过搭载工业物联大数据平台，为客户实现创新性无人值守、数字化工厂等工业智能化系统解决方案；在余热余压发电、工业节能灯领域，提供技术成熟、环保、能耗可靠、具有客观经济效益的节能服务。根据亿欧智库数据显示，中国制造业在 2010 年超越美国，已经成为全球制造业增加值最高的国家，近 10 年的复合增长率为 12%，2018 年中国智能制造系统解决方案市场规模达到 1560 亿元，增速 20.8%，智能制造产业将在制造业舞台上扮演着重要角色。安泰环境当前战略规划有助于成为母公司安泰科技未来重要的业务增量点。

图 27：中国智能制造系统解决方案市场规模统计



数据来源：亿欧智库，财通证券研究所

5、盈利预测及评级

基本假设：公司确立“稀土磁材+难熔钨钼”两大业务发展重心，还有环保业务

厚积薄发，有望保持较快增速，其他业务如特钢等保持稳定

关于商誉：公司最新报表中商誉金额 6.37 亿元，主要是安泰天龙的 5.78 亿，目前安泰天龙业绩增长良好，前景不错，经过公司测试，无减值迹象。

表 7：公司分项业务收入盈利预测

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 特种粉末冶金材料及制品 | | | | |
| 收入 | 193321 | 173989 | 182689 | 191823 |
| YOY | | -10% | 5% | 5% |
| 毛利 | 43706 | 38278 | 42018 | 46038 |
| 毛利率(%) | 22.6% | 22.0% | 23.0% | 24.0% |
| 先进功能材料及器件 | | | | |
| 收入 | 125572 | 138129 | 151942 | 167137 |
| YOY | | 10% | 10% | 10% |
| 毛利 | 16459 | 18647 | 21272 | 23399 |
| 毛利率(%) | 13% | 14% | 14% | 14% |
| 高品质特钢及焊接材料 | | | | |
| 收入 | 118177 | 114632 | 118071 | 120432 |
| YOY | | -3% | 3% | 2% |
| 毛利 | 18083 | 16048 | 17711 | 19269 |
| 毛利率(%) | 15% | 14% | 15% | 16% |
| 环保与高端科技服务业 | | | | |
| 收入 | 40951 | 45046 | 49551 | 54506 |
| YOY | | 10% | 10% | 10% |
| 毛利 | 14977 | 17568 | 19820 | 21802 |
| 毛利率(%) | 37% | 39% | 40% | 40% |
| 合计 | | | | |
| 收入 | 478022 | 471797 | 502253 | 533898 |
| YOY | | -1.3% | 6.5% | 6.3% |
| 毛利 | 93226 | 90542 | 100821 | 110508 |
| YOY | | -2.9% | 11.4% | 9.6% |
| 毛利率(%) | 19.50% | 19.19% | 20.07% | 20.70% |

数据来源：wind，财通证券研究所

综合来看，公司未来战略逐步清晰，将聚焦“难熔钨钼+稀土永磁”两大核心产业，其他业务领域重点发展在细分领域领先的产业和产品。同时，海外疫情对公司业绩影响逐步消退，公司在十四五期间有望实现跨越式发展。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.07/2.23/2.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.12/0.23/0.31 元，对应当前股价的 PE 分别为 56/28/21 倍，给予“买入”评级。

6、风险提示

- (1) 疫情超预期恶化；
- (2) 项目落地不及预期；
- (3) 公司订单不如预期

公司财务报表及指标预测

| 公司财务报表及指标预测 | | | | | | 公司财务报表及指标预测 | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------|---------|--------|---------|-------|
| 利润表 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 5,054 | 4,780 | 4,718 | 5,025 | 5,341 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 4,164 | 3,848 | 3,813 | 4,016 | 4,236 | 营业收入增长率 | 8.5% | -5.4% | -1.3% | 6.5% | 6.3% |
| 营业税费 | 42 | 47 | 47 | 50 | 53 | 营业利润增长率 | -1160.6% | -160.9% | 37.5% | 102.6% | 31.3% |
| 销售费用 | 132 | 146 | 170 | 151 | 160 | 净利润增长率 | -467.9% | -175.7% | -28.2% | 102.6% | 32.5% |
| 管理费用 | 379 | 344 | 472 | 402 | 374 | EBITDA 增长率 | -8.7% | 125.1% | -38.3% | 27.5% | 17.3% |
| 财务费用 | 86 | 60 | 59 | 22 | 24 | EBIT 增长率 | -61.1% | 1616.4% | -59.0% | 60.9% | 30.0% |
| 资产减值损失 | 277 | -100 | 21 | 22 | 26 | NOPLAT 增长率 | -365.4% | -229.3% | 19.5% | 60.9% | 30.0% |
| 加: 公允价值变动收益 | -24 | -3 | 37 | -9 | -6 | 投资资本增长率 | -7.3% | -1.5% | 3.8% | -6.0% | 4.5% |
| 投资和汇兑收益 | -3 | 76 | 1 | 1 | 1 | 净资产增长率 | -7.4% | 0.1% | 11.5% | 4.8% | 5.9% |
| 营业利润 | -208 | 127 | 174 | 352 | 463 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | -107 | 100 | - | - | 4 | 毛利率 | 17.6% | 19.5% | 19.2% | 20.1% | 20.7% |
| 利润总额 | -314 | 227 | 174 | 352 | 467 | 营业利润率 | -4.1% | 2.6% | 3.7% | 7.0% | 8.7% |
| 减: 所得税 | 17 | 25 | 26 | 53 | 70 | 净利润率 | -4.3% | 3.4% | 2.5% | 4.8% | 5.9% |
| 净利润 | -218 | 165 | 118 | 240 | 317 | EBITDA/营业收入 | 7.6% | 18.2% | 11.4% | 13.6% | 15.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 0.7% | 11.9% | 4.9% | 7.5% | 9.1% |
| 资产负债表 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 1,262 | 1,163 | 1,180 | 1,256 | 1,335 | 固定资产周转天数 | 224 | 240 | 238 | 207 | 178 |
| 交易性金融资产 | 49 | 4 | 41 | 31 | 25 | 流动营业资本周转天数 | 85 | 80 | 90 | 95 | 101 |
| 应收账款 | 1,073 | 1,003 | 1,225 | 1,148 | 1,374 | 流动资产周转天数 | 326 | 341 | 351 | 345 | 347 |
| 应收票据 | 418 | 331 | 456 | 382 | 508 | 应收账款周转天数 | 81 | 78 | 85 | 85 | 85 |
| 预付账款 | 165 | 240 | 183 | 263 | 443 | 存货周转天数 | 108 | 121 | 125 | 120 | 115 |
| 存货 | 1,575 | 1,637 | 1,646 | 1,701 | 1,711 | 总资产周转天数 | 704 | 716 | 724 | 689 | 655 |
| 其他流动资产 | 98 | 35 | 59 | 64 | 53 | 投资资本周转天数 | 397 | 401 | 411 | 381 | 355 |
| 可供出售金融资产 | 222 | - | 300 | 300 | 300 | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | -5.1% | 3.7% | 2.3% | 4.5% | 5.7% |
| 长期股权投资 | 115 | 42 | 116 | 198 | 293 | ROA | -3.4% | 2.2% | 1.5% | 3.1% | 4.0% |
| 投资性房地产 | - | - | 30 | 60 | 90 | ROIC | -2.2% | 3.1% | 3.7% | 5.8% | 8.0% |
| 固定资产 | 3,133 | 3,241 | 3,005 | 2,764 | 2,510 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 156 | 90 | 110 | 130 | 150 | 销售费用率 | 2.6% | 3.0% | 3.6% | 3.0% | 3.0% |
| 无形资产 | 432 | 465 | 446 | 425 | 408 | 管理费用率 | 7.5% | 7.2% | 10.0% | 8.0% | 7.0% |
| 其他非流动资产 | 1,045 | 1,020 | 906 | 806 | 693 | 财务费用率 | 1.7% | 1.3% | 1.3% | 0.4% | 0.5% |
| 资产总额 | 9,744 | 9,271 | 9,703 | 9,528 | 9,895 | 三费/营业收入 | 11.8% | 11.5% | 14.9% | 11.4% | 10.5% |
| 短期债务 | 1,027 | 1,439 | 1,088 | 634 | 713 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 1,002 | 1,232 | 1,103 | 1,240 | 1,231 | 资产负债率 | 44.8% | 41.9% | 38.1% | 33.9% | 32.6% |
| 应付票据 | 422 | 503 | 451 | 553 | 505 | 负债权益比 | 81.1% | 72.1% | 61.5% | 51.4% | 48.4% |
| 其他流动负债 | 1,357 | 545 | 611 | 707 | 680 | 流动比率 | 1.22 | 1.19 | 1.47 | 1.55 | 1.74 |
| 长期借款 | 300 | 5 | 82 | - | - | 速动比率 | 0.81 | 0.75 | 0.97 | 1.00 | 1.19 |
| 其他非流动负债 | 254 | 160 | 360 | 100 | 100 | 利息保障倍数 | 0.38 | 9.49 | 3.95 | 16.69 | 19.92 |
| 负债总额 | 4,362 | 3,883 | 3,695 | 3,235 | 3,230 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,112 | 921 | 951 | 1,011 | 1,090 | DPS(元) | - | - | 0.02 | 0.01 | 0.02 |
| 股本 | 1,026 | 1,026 | 1,026 | 1,026 | 1,026 | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 17.3% | 5.8% | 7.7% |
| 留存收益 | 3,354 | 3,479 | 4,031 | 4,257 | 4,550 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 0.2% | 0.4% |
| 股东权益 | 5,382 | 5,388 | 6,008 | 6,294 | 6,666 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | EPS(元) | -0.21 | 0.16 | 0.12 | 0.23 | 0.31 |
| 净利润 | -332 | 202 | 118 | 240 | 317 | BVPS(元) | 4.16 | 4.35 | 4.93 | 5.15 | 5.43 |
| 加: 折旧和摊销 | 371 | 318 | 304 | 310 | 315 | PE(X) | -30.3 | 40.0 | 55.7 | 27.5 | 20.8 |
| 资产减值准备 | 277 | 99 | 21 | 22 | 26 | PB(X) | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 公允价值变动损失 | 24 | 3 | 37 | -9 | -6 | P/FCF | 33.0 | -27.8 | -41.5 | 196.5 | 216.9 |
| 财务费用 | 84 | 62 | 59 | 22 | 24 | P/S | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| 投资收益 | 3 | -76 | -1 | -1 | -1 | EV/EBITDA | 19.9 | 8.5 | 13.1 | 9.4 | 8.0 |
| 少数股东损益 | -114 | 37 | 30 | 60 | 79 | CAGR(%) | -196.7% | 25.3% | 45.7% | -196.7% | 25.3% |
| 营运资金的变动 | 150 | -60 | -368 | 106 | -466 | PEG | 0.2 | 1.6 | 1.2 | -0.1 | 0.8 |
| 经营活动产生现金流量 | 339 | 743 | 199 | 750 | 289 | ROIC/WACC | -0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.9 |
| 投资活动产生现金流量 | -166 | 258 | -492 | -100 | -107 | REP | -6.1 | 4.3 | 3.2 | 2.0 | 1.4 |
| 融资活动产生现金流量 | -138 | -1,023 | 310 | -573 | -103 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。