

受疫情冲击业绩下滑，不改产业结构持续优化

■受疫情影响2020年前三季度业绩下滑，但降本增效效果显著，毛利率创历史同期最佳水平。公司10月30日晚间发布三季报，前三季度营业收入36.14亿元，同比减少0.24%；归母净利润7,217.11万元，同比减少36.04%；基本每股收益0.0703元，同比减少36.09%。2020Q3单季营业收入12.58亿元，同比增加10.42%；归母净利润2,197.21万元，同比下降44.57%。业绩下滑的原因主要是受疫情影响，产销量同比下降，但公司降本提质增效效果明显，前三季度毛利率19.76%，同比提升0.95pct，为历史同期最佳水平；销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.82%、11.15%和1.07%，分别同比下降0.11pct、-0.14pct和0.24pct。

■深化结构调整，择优扶强，优化资产结构，提升核心竞争力。公司一是确立了“难熔钨钼和稀土永磁”两大核心主业，完成焊接业务剥离和资产处置、安泰南瑞股权结构调整和扬动安泰减资退出，努力实现困难业务出清和亏损业务扭亏减亏，进而重点聚焦主营业务发展；二是优化资产结构，子公司安泰环境顺利完成增资扩股引入冶金自动化研究设计院等公司作为战略投资者，保证了资产负债结构的持续优化；安泰功能进一步推动与安泰爱科人员、财务、业务的全面整合，打造两地工厂一体化平台。三是公司入选国务院国企改革领导小组“双百企业”，子公司安泰环境入选国务院国企改革领导小组“科改示范行动”企业，有助于公司进一步深化改革调整，加大体制机制创新，激发内部活力，推动公司实现高质量发展。

■氢燃料电池卡车应用落地，有望持续受益于氢能加速推广。据11月4日公告，公司与现代、河钢工业技术签订战略合作协议，三方将借力国家京津冀协同发展战略，构建京津冀地区氢燃料电池商用车的发展平台。目标是到2025年向京津冀地区提供千辆级氢燃料电池商用车示范应用，进一步推动氢燃料电池卡车的应用推广，并将协同积极参与制氢、储运、加氢、应用等领域，完善氢能产业链条。

■给予“增持-A”投资评级。公司氢能产业布局取得实质性进展，有望受益于氢能产业发展加速，同时高端粉末材料等产业优化结构有望稳步增厚业绩，再加上控股爱科科技，稀土永磁产业链协同效应有望显现，预计公司2020~2022年归母净利润分别为1.04、1.85和2.49亿元，对应PE分别为68、38和29x。我们认为，公司拥有较强的科研实力与技术壁垒，给予公司“增持-A”投资评级。

■风险提示：1) 公司结构调整不及预期；2) 氢能发展速度不及预期；3) 稀土永磁发展不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	5,054.1	4,780.2	4,947.3	6,034.3	7,423.2
净利润	-217.7	164.8	104.2	184.7	248.7
每股收益(元)	-0.21	0.16	0.10	0.18	0.24
每股净资产(元)	4.16	4.35	4.42	4.55	4.72

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-32.5	43.0	67.9	38.3	28.5
市净率(倍)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
净利润率	-4.3%	3.4%	2.1%	3.1%	3.4%
净资产收益率	-6.2%	3.7%	2.3%	4.0%	5.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-2.2%	3.1%	4.1%	5.5%	7.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 增持-A

首次评级

股价 (2020-11-06) 6.90 元

交易数据

总市值(百万元)	7,079.46
流通市值(百万元)	6,905.74
总股本(百万股)	1,026.01
流通股本(百万股)	1,000.83
12个月价格区间	5.35/8.46 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.03	-11.95	-31.61
绝对收益	3.14	-11.54	6.81

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

王政

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520080003
wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,054.1	4,780.2	4,947.3	6,034.3	7,423.2	成长性					
减:营业成本	4,163.6	3,848.0	4,007.7	4,814.4	5,905.8	营业收入增长率	8.5%	-5.4%	3.5%	22.0%	23.0%
营业税费	42.5	46.7	44.5	54.3	66.8	营业利润增长率	-1160.6	-160.9%	54.8%	29.2%	34.6%
销售费用	131.7	145.7	148.4	181.0	222.7	净利润增长率	-467.9%	-175.7%	-36.7%	77.2%	34.6%
管理费用	379.5	344.2	346.3	422.4	519.6	EBITDA 增长率	-8.7%	125.1%	-21.7%	26.2%	17.0%
财务费用	86.3	59.9	68.3	67.7	70.6	EBIT 增长率	-61.1%	1616.4%	-32.4%	46.4%	26.0%
资产减值损失	277.1	-100.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	-365.4%	-229.3%	31.7%	26.6%	29.0%
加:公允价值变动收益	-23.6	-3.2	-16.4	-	-	投资资本增长率	-7.4%	-2.2%	-4.6%	-1.1%	-2.0%
投资和汇兑收益	-3.1	75.5	-	-	-	净资产增长率	-7.4%	0.1%	1.3%	2.4%	3.1%
营业利润	-207.8	126.5	195.9	253.1	340.8	利润率					
加:营业外净收支	-106.7	100.4	-53.0	-	-	毛利率	17.6%	19.5%	19.0%	20.2%	20.4%
利润总额	-314.5	226.9	142.8	253.1	340.8	营业利润率	-4.1%	2.6%	4.0%	4.2%	4.6%
减:所得税	17.0	25.3	15.7	27.8	37.5	净利润率	-4.3%	3.4%	2.1%	3.1%	3.4%
净利润	-217.7	164.8	104.2	184.7	248.7	EBITDA/营业收入	7.6%	18.2%	13.8%	14.2%	13.5%
						EBIT/营业收入	0.7%	11.9%	7.8%	9.3%	9.5%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	224	240	201	142	124
货币资金	1,262.2	1,162.8	1,647.9	1,834.5	2,107.4	流动营业资本周转天数	85	80	71	60	48
交易性金融资产	49.1	4.0	4.0	4.0	4.0	流动资产周转天数	326	341	338	309	286
应收账款	1,090.1	1,003.1	1,004.3	1,225.0	1,506.9	应收账款周转天数	81	79	73	66	66
应收票据	418.3	330.6	346.3	422.4	519.6	存货周转天数	108	121	118	98	84
预付账款	165.0	240.2	240.5	288.9	354.3	总资产周转天数	704	716	633	516	469
存货	1,575.5	1,636.8	1,603.1	1,685.0	1,771.7	投资资本周转天数	401	403	377	300	240
其他流动资产	81.3	35.2	34.0	34.0	34.0	投资回报率					
可供出售金融资产	221.5	-	-	-	-	ROE	-6.2%	3.7%	2.3%	4.0%	5.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-3.4%	2.2%	1.6%	2.5%	3.0%
长期股权投资	114.9	41.7	41.7	41.7	41.7	ROIC	-2.2%	3.1%	4.1%	5.5%	7.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,133.1	3,241.3	2,290.0	2,467.2	2,649.4	销售费用率	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
在建工程	155.9	90.4	177.2	182.2	187.2	管理费用率	7.5%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
无形资产	482.1	479.4	-102.5	155.0	155.0	财务费用率	1.7%	1.3%	1.4%	1.1%	1.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.8%	11.5%	11.4%	11.1%	11.0%
资产总额	9,744.1	9,271.1	8,120.7	9,174.1	10,165.6	偿债能力					
短期债务	1,027.1	1,439.2	1,439.2	1,439.2	1,439.2	资产负债率	44.8%	41.9%	40.8%	42.7%	45.0%
应付账款	1,119.6	1,231.9	1,202.3	1,444.3	1,771.7	负债权益比	81.1%	72.1%	69.4%	75.3%	82.6%
应付票据	422.3	502.5	480.9	577.7	708.7	流动比率	1.22	1.19	1.33	1.34	1.36
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.81	0.75	0.89	0.93	0.97
长期借款	300.0	4.8	4.8	4.8	4.8	利息保障倍数	0.38	9.49	5.62	8.30	10.04
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	4,362.2	3,883.3	3,789.9	4,204.8	4,760.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	1,112.2	921.2	921.2	921.2	921.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,026.0	1,026.0	1,026.0	1,026.0	1,026.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,354.4	3,478.6	3,548.3	3,677.7	3,851.8						
股东权益	5,382.0	5,387.8	5,457.5	5,586.8	5,760.9						
						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	-0.21	0.16	0.10	0.18	0.24
净利润	-331.5	201.6	104.2	184.7	248.7	BVPS(元)	4.16	4.35	4.42	4.55	4.72
加:折旧和摊销	370.7	318.2	296.6	296.6	296.6	PE(X)	-32.5	43.0	67.9	38.3	28.5
资产减值准备	277.1	98.7	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
公允价值变动损失	23.6	3.2	-16.4	-	-	P/FCF	33.4	-35.2	4.8	-26.5	82.5
财务费用	84.2	62.2	68.3	67.7	70.6	P/S	1.4	1.5	1.4	1.2	1.0
投资损失	3.1	-75.5	-	-	-	EV/EBITDA	15.0	8.8	11.2	8.6	7.1
少数股东损益	-113.8	36.9	22.9	40.6	54.6	CAGR(%)	-187.9%	14.6%	38.6%	-187.9%	14.6%
营运资金的变动	36.3	6.0	95.8	-12.2	24.3	PEG	0.2	2.9	1.8	-0.2	2.0
经营活动产生现金流量	339.3	743.4	571.4	577.4	694.7	ROIC/WACC	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
投资活动产生现金流量	-166.3	257.7	16.4	-	-	REP	-6.0	5.8	4.5	3.3	2.5
融资活动产生现金流量	-137.9	-1,023.3	-1,354.8	-187.2	-70.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

齐丁、王政、王建润声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034