

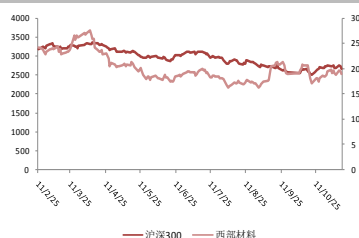
公司评价

中性（首次）

发行基本情况

截止日期	2011-11-16
收盘价	18.99 元
总股本	17463 万股
上市流通股	13713 万股
流通受限股	3750 万股

公司股价走势图



相关报告

《中国钛工业引领者 受益于钛行业复苏——宝钛股份（600456）研究报告》

2011-11-04

研发部

 何阳阳¹

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsec.com

盈利能力回升 行业前景光明

——西部材料（002149）研究报告

摘要：

● **致力于做大做强钛业务。**公司在收购西部钛业后，已经形成了熔铸—锻造—轧制相对完整的钛材加工产业链，预计钛材技改项目建成后公司钛材产能不足的瓶颈将得到解决。而通过非公开发行引入西安航天作为第二大股东，则可以凭借西安航天在航天、军工领域的地位来开拓高端钛材市场。目前美国 64% 的钛用于航空和军事领域，而我国用于航空航天领域的仅占 11%，随着中国航空工业的发展，我国航空和军事用钛量有很大的增长潜力，因此在 5000 吨钛材技改项目建成投产后，钛产品在公司业务中的比重将逐步提高。

● **钛/钢复合板业务存在巨大需求空间。**目前公司钛钢复合板的产能是 1.5 万吨，仅次于美国 DMC 公司和日本旭化成公司而位居世界第三、国内第一。而难熔金属板带材二期项目建成后又增加一条 1 万吨的轧制钛钢复合板产能，从而使公司具备了更加完整的钛钢复合板产业链。钛/钢复合板主要应用于电厂烟气脱硫和化工防腐设备等。目前火电仍然是我国的主力电源，而钛/钢复合板脱硫设备在我国的应用的比例仅为 10%，所以未来石化和电力行业防腐设备的升级换代将极大的拉动对钛/钢复合板的需求。

● **航空钛需求前景向好。**随着经济的复苏和客运量的增加，航空业的景气度也开始快速回暖，比如波音的飞机订单在 2009 年创下 263 架的低点后，2010 年开始回升到 625 架，2011 年前三季度也已经达到 531 架。据波音在 2010 年 11 月预测，未来 20 年内全球将需要 30,900 架新民用飞机，4,330 架新飞机，而空客也认为未来 20 年内全球将需要 31868 架新民用飞机，其中亚太地区将需要 10398 架，占全部份额的 32.6%。未来全球航空需求的快速增长将极大的拉动对钛材的需求。

● **钛具备比其它金属更大的上涨空间。**目前钛铜比值仅为 1.1 左右，钛锡比值仅为 0.37 左右，钛镍比值为 0.49 左右，钛锌比值为 4.4 左右，这与历史上（2007 年以来）的钛铜比值 3.74，钛锡比值 2.37，钛镍比值 0.79，钛锌比值 7.38 相比均处于历史性低位。由于现在大部分金属已经处于历史高位，而海绵钛却依旧低位徘徊，所以仅从比值的角度来看，随着需求的恢复和海绵钛产能过剩问题得到逐步解决，未来钛将比其它金属具备更大的上涨空间。

● **给予西部材料“中性”评级。**预计西部材料 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.02 元，0.32 元，0.46 元，对应的 PE 分别为：1112X，60X，41X。前三季度公司业绩依旧为亏损，但随着盈利能力提升和新增产能的逐步释放，公司全年业绩有望在四季度扭亏为盈。由于目前公司估值较高且面临着较大不确定性，所以我们暂时给予公司“中性”评级。

● **风险提示：**1、脱硫防腐市场萎缩；2、在建项目投产延后；3、钛材销量不及预期。

¹ 报告贡献人：罗柏言

目 录

1. 钛行业龙头 盈利能力稳步提升.....	3
1.1 公司基本情况及股权结构介绍.....	3
1.2 致力于做大做强钛业务.....	3
1.3 钛/钢复合板业务存在巨大需求空间.....	4
1.4 盈利能力好转 四季度有望扭亏为盈.....	6
2. 钛行业将迎来新一轮景气周期.....	7
2.1 航空钛需求前景向好.....	7
2.2 钛具备比其它金属更大的上涨空间.....	9
3. 盈利预测与估值.....	10
3.1 产品价格和销量假设.....	10
3.3 公司财务报表预测.....	11

图表目录

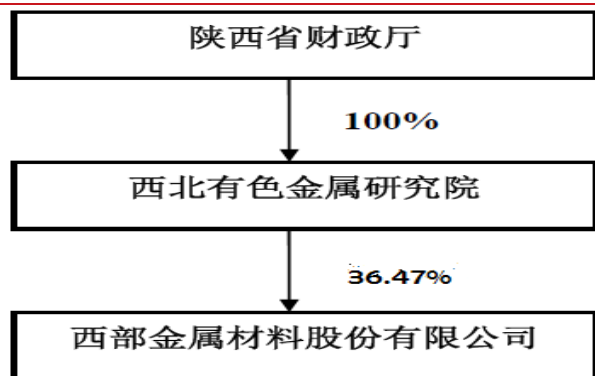
图表 1: 公司与实际控制人产权及控制关系图.....	3
图表 2: 公司股东结构.....	3
图表 3: 中国钛应用领域分布.....	4
图表 4: 美国钛应用领域分布.....	4
图表 5: 2011 年国内新上火电项目统计.....	5
图表 6: 公司收入结构变化情况.....	6
图表 7: 公司利润结构变化情况.....	6
图表 8: 公司收入、利润和毛利变化情况.....	6
图表 9: 公司三费和负债变化情况.....	6
图表 10: 宝钛股份和西部材料毛利率比较.....	6
图表 11: 波音和空客飞机用钛量.....	7
图表 12: 波音公司飞机订单情况.....	7
图表 13: 欧洲军用飞机用钛量.....	8
图表 14: 欧洲军用飞机用钛量.....	8
图表 15: 预测 2011—2030 年新增客机数量.....	8
图表 16: 预测新增客机交付的地区.....	8
图表 17: 钛铜比值.....	9
图表 18: 钛锡比值.....	9
图表 19: 钛镍比值.....	10
图表 20: 海绵钛价格走势.....	10
图表 21: 主要产品价格假设.....	10
图表 22: 可比上市公司估值水平比较.....	10
图表 23: 公司财务报表预测.....	11

1. 钛行业龙头 盈利能力稳步提升

1.1 公司基本情况及股权结构介绍

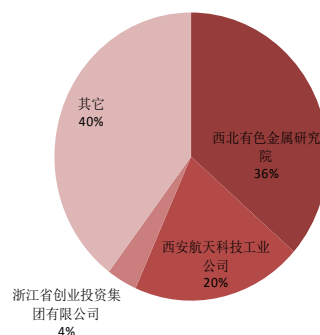
西部金属材料股份有限公司原名为西研稀有金属新材料股份有限公司是以西北有色金属研究院为主发起人设立的高新技术企业，成立于 2000 年 12 月 28 日，2003 年公司更名为西部金属材料股份有限公司，2007 年 8 月 10 日在深圳证券交易所挂牌上市。目前公司下设 1 个分公司、8 个控股子公司，控股子公司为西安天力金属复合材料有限公司、西安菲尔特金属过滤材料有限公司、西部钛业有限责任公司、西安诺博尔稀贵金属材料有限公司、西安庄信金属材料有限公司、西安优耐特容器制造有限公司、西安瑞福莱钨钼有限公司和西安润通稀有金属管道制造有限公司。公司主要从事稀有金属复合材料及制品、钛制品、贵金属制品、难熔金属制品、金属纤维制品的开发、生产和销售，其产品广泛应用于航空、航天、航海、信息、电子、能源、环保等国民经济重要领域。目前公司是国内规模较大、品种齐全的金属材料深加工企业之一，公司的稀有金属复合材料产能居世界第三、全国第一，金属纤维产能居世界第三、全国第二，金属纤维毡产能居世界第二、全国第一，同时公司还是核电站用核级银-铈-镉控制棒和核电冷凝器国内唯一合格生产商。

图表 1：公司与实际控制人产权及控制关系图



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 2：公司股东结构



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

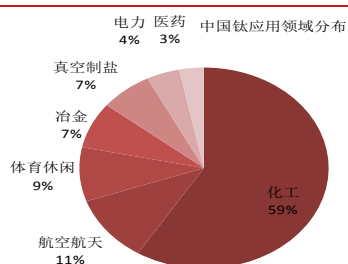
目前西北有色金属研究院、西安航天科技工业公司、浙江省创业投资集团有限公司分别持有公司 36.47%、20.19%、3.61% 的股权，其中西北有色金属研究院是公司的控股股东，而陕西省财政厅由于控制西北有色金属研究院 100% 的股权而成为公司的实际控制人。

1.2 致力于做大做强钛业务

在钛产业长期向好而自身产业链又不完整的情况下，公司通过收购西部钛业的股权并对钛材加工生产线进行技术改造，形成了熔铸—锻造—轧制相对完整的钛材加工产业链，预计 5000 吨钛材技改项目建成后公司钛材产能不足的瓶颈将得到解决。此外，

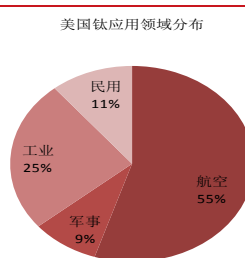
美国有 64% 的钛用于航空和军事领域，而我国则有 59% 的钛用于化工领域，用于航空航天领域的仅占 11%。随着中国航空工业的迅速发展和钛加工技术的不断进步，我国航空和军事用钛量有很大的增长空间。而 2009 年公司就已经通过“国军标认证”、“武器装备科研生产单位二级保密资格认证”、“武器装备科研生产单位生产许可证”等三大军工认证，具备了向航空航天、国防军工等单位供货的资质。由于航空和军用钛材的产品技术水平要求较高，产品利润率也高于较民用领域，而公司在通过定向增发引入西安航天科技工业公司以后不仅增强了公司资金实力，而且还可以凭借西安航天在航天、军工领域独特的行业地位及行业影响力，协助公司迅速开拓和进入高端钛材市场。在收购西部钛业，引入西安航天以及 5000 吨钛材技改项目建成投产后，钛产品在公司业务中的比重将逐步提高。

图表 3：中国钛应用领域分布



数据来源：《中国钛业》 中邮证券研发部

图表 4：美国钛应用领域分布



数据来源：《中国钛业》 中邮证券研发部

1.3 钛/钢复合板业务存在巨大需求空间

西部材料控股子公司西安天力是我国最早从事爆炸复合及爆炸成型研究的企业，其产能仅次于美国 DMC 公司和日本旭化成公司而位居世界第三、国内第一。目前公司钛钢复合板的产能是 1.5 万吨，而稀有难熔金属板带材二期项目的热轧生产线已于 2010 年 12 月投产，冷轧生产线预计 2011 年下半年即可投产，项目建成后公司又增加一条 1 万吨的轧制钛钢复合板产能（爆炸后的轧制环节，属于配套项目），从而使公司将具备更加完整的钛钢复合板产业链。

公司的钛/钢复合板主要应用于电厂烟气脱硫和化工防腐设备等。尽管我国所使用的脱硫设备防腐材料主要还是碳钢衬玻璃钢、玻璃鳞片、陶瓷材料、不锈钢材料等产品，但它们却存在着耐磨性差，在高温下不能抵御二氧化硫、氟、氯等长期腐蚀的缺陷，而钛/钢复合板却不存在上述问题，所以未来石化和电力行业防腐设备的升级换代将极大的拉动对钛/钢复合板的需求。

2010 年末，我国火电装机容量 7 亿千瓦，而全国总装机容量为 9.62 千瓦，火电装机

在全部装机中的比重为 72.77%，尽管火电装机比重呈现出连续下降的趋势，但火电仍然是我国的主力电源。如果考虑到我国今年以及后续几年可能会面临的大面积电荒，则火电项目的投资力度或将超出预期。根据网站公开资料统计，2011 年我国拟新开工火电项目达到 8000 万千瓦以上，而“十二五”时期新开工建设火电规模更将达 2.6-2.7 亿千瓦。由于目前我国钛/钢复合板脱硫设备的比例仅为 10%左右，而火电仍然是我国的主力电源，所以未来钛/钢复合板在脱硫设备领域存在巨大的市场空间。此外，据统计，美国因金属腐蚀带来的经济损失约占国民生产总值的 3.5%，英国和日本约占 3%，而我国由于使用耐腐蚀金属比例较低所以当年钢产量的 20%左右都被腐蚀掉，由于发达国家钛/钢比值为万分之三，而我国仅万分之零点三，所以与发达国家相比我国钛材的替代需求空间也十分巨大。

图表 5：2011 年国内新上火电项目统计

国电蒙阳煤电一体化有限公司一期工程（2×600MW）	国电长治热电有限公司机组工程（2×330MW）	国电蚌埠电厂二期超临界燃煤发电机组工程（2×600MW）
国电兰州热电联产扩建工程（2×350MW）	国电驻马店热电厂扩建工程（2×300MW）	国电常州电厂燃煤发电机组工程（2×660MW）
国电霍州发电厂“上大压小”工程（2×600MW）	铜陵发电厂六期“上大压小”改扩建工程（2×600MW）	国电廊坊热电厂供热机组工程（2×350MW）
国电吉林江南热电工程项目（2×300MW）	国电大武口热电有限公司工程（2×330MW）	国电永福电厂“上大压小”三期（2×350MW）
安徽国电宿州“上大压小”热电工程（2×300MW）	国电谏壁发电厂扩建工程（2×1000MW）	吴忠热电电厂工程（2×350MW）
国电湖南宝庆煤电有限公司一期工程（2×660MW）	陕西宝鸡第二发电厂二期工程（2×660MW）	国电小龙潭发电厂四期褐煤循环流化床热电气多联产（CFB）项目（2×600MW）
国电青山热电厂“上大压小”热电联产（一期）工程（2×350MW）	国电电力酒泉热电厂一期工程（2×300MW）	国电宝庆电厂二期工程（2×660MW）
国电吉林龙华白城热电厂扩建工程（2×200MW）	国电南埔电厂二期（2×300MW）	国电黄金埠电厂（2×600MW）
国电吉林延吉龙华热电厂机组新建工程（2×200MW）	内蒙古国电建投内蒙古布连电厂新建工程（2×600MW）	国电能源乌兰浩特经济技术开发区超临界发电机组工程（2×1000MW）
同煤国电王坪综合利用坑口电厂项目（2×200MW）	贵州国电福泉电厂工程（即国电都匀电厂）（2×600MW）	辽宁热电联产机组项目（2×300MW）
国电沈阳热电厂有限公司供热机组工程（沈西热电厂）（2×300MW）	大连开发区第二热电厂“上大压小”热电联产新建项目（2×300MW）	国电新疆伊宁热电联产（一期）工程（2×300MW）
国电南宁发电有限责任公司机组工程（2×660MW）	国电英力特宁东热电联产工程（2×330MW）	国电西安城南热电（一期）项目（2×300MW）
山西国电锦煤电厂（一期）工程（2×300MW）	国电哈尔滨滨南热电2×350MW新建工程（2×350MW）	国电内蒙古东胜热电厂二期机组工程（2×300MW）
库车火电厂二期工程（2×330MW）	锡林热电厂烟气脱硫增容改造EPC总承包工程（2×300MW）	高河电厂建设燃煤发电机组项目（2×1000MW）
国电浙江北仑第三发电有限公司超超临界燃煤（2×1000MW）	国电滦河发电厂（六期）上大压小热电联产工程（1×330MW）	国电博乐热电联产一期工程（2×300MW）
国电电力武威热电厂（2×330MW）	中国国电集团公司九江发电厂“上大压小”工程（1×600MW）	国电双辽发电厂（二期）扩建脱硫工程（1×600MW）
新丰热电厂烟气脱硫增容改造（2×300MW）	国电吉林龙华长春热电一厂热电联产脱硫脱硝项目（2×300MW）	国电电力上海庙煤矿石热电联产电厂项目（2×330MW）
内蒙古国电能源投资有限公司杭锦发电厂煤矸石机组项目（2×330MW）	天津北塘热电厂工程（2×350MW）	国电靖远发电有限公司“上大压小”工程（2×600MW）
国电汉川电厂三期工程（2×1000MW）	国电肇庆大旺热电联产工程（2×300MW）	贵州安顺电厂燃煤发电机组建设项目（2×660MW）
国电克拉玛依热电项目（2×350MW）	国电乌鲁木齐热电（西郊）联产一期项目（2×350MW）	国电泰安一期热电联产项目（2×300MW）
国电库尔勒热电联产项目（2×300MW）	国电清远燃煤发电工程（广东京信清远侨远电厂）（2×600MW）	国电普宁热电联产工程（2×300MW）
国电西安西郊热电厂“上大压小”项目（2×300MW）	内蒙古国电能源锡林浩特发电厂三期超临界空冷机组工程（2×600MW）	朔州怀仁电厂一期超临界燃煤空冷机组工程（2×600MW）
国电电力朝阳热电厂新建工程（2×300MW）	蒙阳二期扩建机组工程（2×1000MW）	国电靖边煤电一体化项目
达州万源电厂“上大压小”扩建工程项目（1×300MW）	江西丰城电厂拟建三期工程（2×1000MW）	国电九江发电厂（四期）工程（2×600MW）

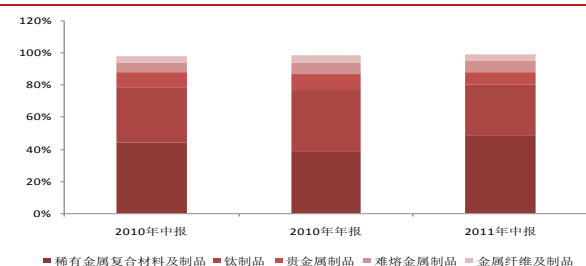
数据来源：网站公开资料 中邮证券研发部

1.4 盈利能力好转 四季度有望扭亏为盈

从业务构成上看，由于钛制品毛利率大幅下滑且 5000 吨钛材技改项目尚未建成，所以 2011 年中报时公司钛制品收入和利润占比为 31.9%、11.46%，分别下滑了 6.59%和 13.95%。但上半年的钛钢复合板需求向好以及公司稀有难熔金属板带材项目产能的逐步释放，使得公司稀有金属复合材料及制品的收入和利润占比为 48.88%、53.52%，分别提高了 10.07%和 5.02%。尽管公司在收购西部钛业以后致力于做大钛业务，但从中期来看公司业绩的表现主要还要看钛钢复合板。

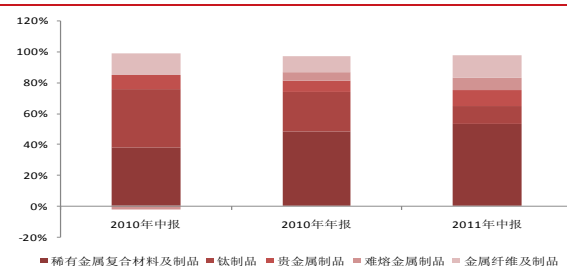
由于生产规模扩大和收购西部钛业的缘故，公司资产负债率不断增长，财务费用也持续增长，再加上公司首次公开发行股票募集资金项目的厂房及热轧生产线于 2010 年 12 月底投产转固后，项目产生的折旧费用、财务费用、基本电费及人工支出已开始计入当期成本，而该项目运行初期产能未有效释放，所以公司前三季度业绩呈现亏损状况，但随着下半年公司冷轧生产线正式投产以及稀有难熔金属板带材产能的释放，公司全年业绩有望在四季度扭亏为盈。

图表 6：公司收入结构变化情况



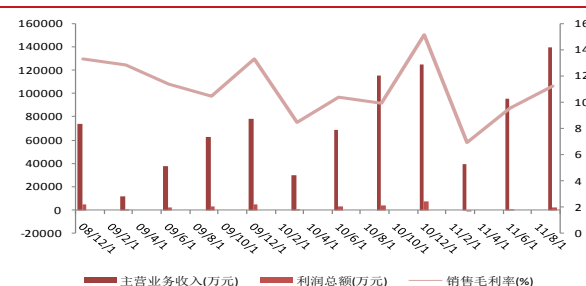
数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 7：公司利润结构变化情况



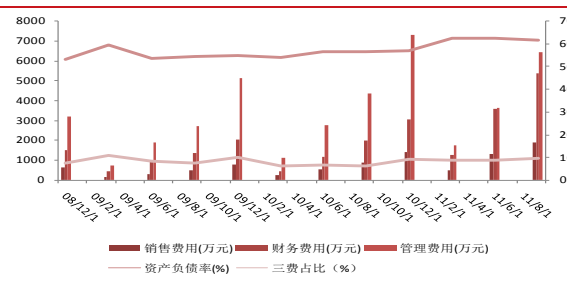
数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 8：公司收入、利润和毛利变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 9：公司三费和负债变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 10：宝钛股份和西部材料毛利率比较

	2008 年年报	2009 年中报	2009 年年报	2010 年中报	2010 年年报	2011 年中报	2011 年三季度
宝钛股份毛利率 (%)	23.74	10.06	8.35	9.91	9.65	14.47	17.12
西部材料毛利率 (%)	13.32	11.46	13.35	10.39	15.2	9.57	11.27

数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

2. 钛行业将迎来新一轮景气周期

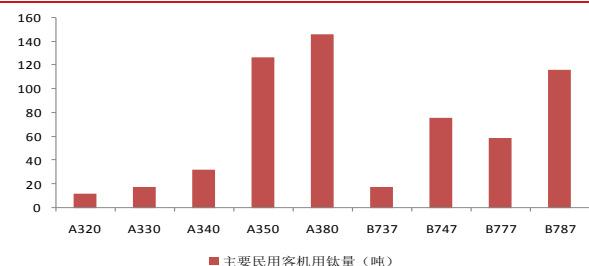
2.1 航空钛需求前景向好

钛由于耐高温、耐腐蚀和比强度高的特点被誉为“太空金属”，由于在飞机和发动机中使用钛合金不仅能减轻结构重量还能大幅提高其性能，所以美国从 60 年代开始就已经开始在军用飞机上大量应用钛合金，其重量能达到飞机结构重量的 20%—25%，美国新一代 F-35 战机和 F-22 战机的钛合金占比也已经分别达到了 27%和 41%，而美国的 SR-71 高空高速侦察机的钛用量更是占了飞机结构重量的 93%。然而由于我国钛合金技术水平相对落后，所以我国军事领域用钛量与国外相比还有很大的差距，据称歼八系列战机的钛用量在 2%左右，但在研新一代战机的钛用量将增加到 27%左右。随着战机大规模更新换代和飞机性能的提高，战机钛用量不断增加将是一个必然趋势。

目前民航客机也开始大量使用钛来替代结构钢，目前空客 A320、330、340、350 的钛合金用量分别达到了 12 吨、18 吨、32 吨、127 吨，而新一代空客 A380 的钛合金用量更是达到了 146 吨。尽管 2008 年金融危机一度是波音和空客两家公司的飞机订单大幅减少，但随着经济的复苏和客运量的增加，航空业的景气度也开始快速回暖，比如波音的飞机订单在 2009 年创下 263 架的低点后，2010 年开始回升到 625 架，2011 年前三季度也已经达到 531 架。据波音在 2010 年 11 月预测，未来 20 年（2010—2029 年）内，全球将需要 30,900 架新民用飞机，4,330 架新飞机，价值 4,800 亿美元。在 20 年预测期内，中国的机队将扩大到目前规模的三倍，成为美国以外最大的飞机市场。而空客在未来 20 年（2011—2030）展望中认为全球将需要 31868 架新民用飞机，其中亚太地区将需要 10398 架，占全部份额的 32.6%。未来全球航空需求的快速增长将极大的拉动对钛材的需求。

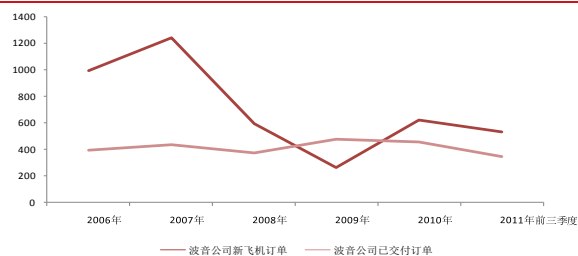
此外，中国 C919 项目也于 2008 年 11 月启动，预计将于 2010 年完成初步设计，2012 年完成详细设计，2014 年底首飞，2016 年取得适航证并交付用户。作为中国首型最大载客量为 190 座的单通道窄体客机，C919 在国内外主要的竞争对手是空客 A320 和波音 B737，由于我国飞机用钛量与欧美相比存在一定的差距并且 C919 和空客 A320 更为类似，所以我们预计 C919 的用钛量大致在 10 吨左右。如果按照目前 C919 已经获得 165 架订单来计算，则 C919 项目将至少拉动 1650 吨的钛材需求。由于中国航空用钛量仅占钛总消费量的 11%远低于美国的 55%，所以随着中国航空工业的迅速发展和钛加工技术的不断进步，我国航空用钛量还有很大的增长空间。

图表 11：波音和空客飞机用钛量



数据来源：《钛工业进展》《航空新材料热处理》 中邮证券研发部

图表 12：波音公司飞机订单情况



数据来源：boeing 中邮证券研发部

图表 13: 欧洲军用飞机用钛量

欧洲军用飞机用钛量				
提供商	欧洲战斗机	法国达索	瑞典萨博	空中客车
机型	Eurofighter2000	Rafale	Gripen	A400M
用钛量 (吨)	7	4	7	9

数据来源: 《钛工业进展》 中邮证券研发部

图表 14: 欧洲军用飞机用钛量

美国军用飞机用材占比											
机型	F-16	F-17Y	F/A-18A/B	F/A-18C/D	F/A-18E/F	F/A-22	F-35	B-1	B-2	C-5	C-17
复合材料	3%	8%	9.50%	10%	23%	24%	36%	29%	38%		8%
钛合金	2%	7%	12%	13%	15%	41%	27%	21%	26%	6%	10%
铝合金	83%	73%	50%	50%	29%	15%		41%	19%		69%
钢	5%	10%	15%	16%	14%	5%		9%	6%		12%

数据来源: 《钛工业进展》 中邮证券研发部

图表 15: 预测 2011—2030 年新增客机数量

	Fleet 2010	New aircraft deliveries 2011-2020	New aircraft deliveries 2021-2030	New aircraft deliveries 2011-2030	recycled	remaining in service With same operator	Fleet 2030
50-seats	4917	642	843	1485	828	101	2414
70/85-seats	1557	1619	1843	3462	344	172	3978
100-seats	1455	996	739	1735	147	130	2012
125/210 seats	10232	8246	9184	17430	2715	818	20963
small twin-aisle	2348	2318	2200	4518	455	57	5030
intermediate twin-aisle	916	787	1120	1907	116	52	2075
vla	51	508	823	1331	7	6	1344
TOTAL	21476	15116	16752	31868	4612	1336	37816

数据来源: Airbus 中邮证券研发部

图表 16: 预测新增客机交付的地区

	Africa	Asia Pacific	CIS	Europe	Latin America &Caribbea	Middle East	North America	TOTAL
50-seats	207	313	48	224	169	21	503	1485

70/85-seats	273	925	284	583	311	70	1016	3462
100-seats	108	266	102	406	278	72	503	1735
125/210 seats	682	5451	627	4123	1375	707	4465	17430
small twin-aisle	214	1933	128	807	281	523	632	4518
intermediate								
twin-aisle	59	911	20	364	53	278	222	1907
vla	38	599	22	250	41	302	79	1331
TOTAL	1581	10398	1231	6757	2508	1973	7420	31868

数据来源: Airbus 中邮证券研发部

2.2 钛具备比其它金属更大的上涨空间

从 2005 年底海绵钛泡沫破灭直到 2010 年下半年开始见底企稳, 海绵钛价格经历了长达 5 年的下跌周期。但是在攀西钛精矿市场停止出货、云南钛精矿市场受环保检查拖累出货量严重下降以及其他地区钛精矿市场惜货观望的影响下钛精矿价格出现了大幅上涨。按照钛精矿—高钛渣—四氯化钛—海绵钛的产业链, 钛精矿价格的大幅上涨进而导致了高钛渣、四氯化钛和海绵钛价格的一路上扬。再加上海绵钛属于高耗能行业, 在还原过程中不仅需要用到大量的金属镁而且我国每吨海绵钛的全流程电耗就约为 3.4 万度, 所以在物价飞涨, 我国大面积缺电且电价又不断上调的情况下, 成本的上涨也对钛价持续走强起到了很大的推动作用。随着航空航天和工业用钛需求的快速回暖, 钛精矿需求缺口的持续拉大以及成本的持续上涨, 我们预计钛价将持续走强, 钛行业也正进入新一轮景气周期。

此外, 钛价与大部分金属的比值均处于历史性低位, 比如: 目前钛铜比值仅为 1.1 左右, 钛锡比值仅为 0.37 左右, 钛镍比值为 0.49 左右, 钛锌比值为 4.4 左右, 这与历史上 (2007 年以来) 的钛铜比值 3.74, 钛锡比值 2.37, 钛镍比值 0.79, 钛锌比值 7.38 相比均处于历史性低位。目前大部分金属已经处于历史高位, 而海绵钛却依旧低位徘徊, 所以仅从比值的角度来看, 随着需求的恢复和海绵钛产能过剩问题得到逐步解决, 未来钛将比其它金属具备更大的上涨空间。

图表 17: 钛铜比值



数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 18: 钛锡比值



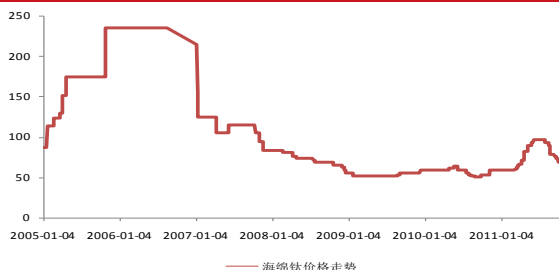
数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 19: 钛镍比值



数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 20: 海绵钛价格走势



数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

3. 盈利预测与估值

3.1 产品价格和销量假设

图表 21: 主要产品价格假设

	2011 年售价 (含税)	2012 年售价 (含税)	2013 年售价 (含税)
钛材	19.31	20.48	21.65
钛/钢复合板	5.38	5.73	6.08
	2011 年销量	2012 年销量	2013 年销量
钛材	2600	3200	3800
钛/钢复合板	13000	14000	15000

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

图表 22: 可比上市公司估值水平比较

	股价	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
宝钛股份	25.96	0.15	0.2	0.26	173	130	100
东方钨业	18.96	0.79	0.79	1.12	24	24	17
平均值	22.46	0.47	0.495	0.69	48	45	33
西部材料	18.99	0.02	0.32	0.46	1112	60	41

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

我们预计西部材料 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.02 元, 0.32 元, 0.46 元, 对应的 PE 分别为: 1112X, 60X, 41X。前三季度公司业绩依旧为亏损, 但随着盈利能力提升和新增产能的逐步释放, 公司全年业绩有望在四季度扭亏为盈。由于目前公司估值较高且面临着较大不确定性, 所以我们暂时给予公司“中性”评级。

3.3 公司财务报表预测

图表 23: 公司财务报表预测

资产负债表					现金流量表				
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
货币资金	189	283	341	402	经营活动现金流	-145	-217	-261	-308
应收票据	46	68	82	97	投资活动现金流	-235	-351	-424	-499
应收账款	211	314	379	446	筹资活动现金流	288	430	519	611
预付账款	44	66	80	94	现金净增加额	-92	-137	-166	-195
其他应收款	13	19	23	27	利润表				
存货	429	640	772	909	单位: 百万元				
其他流动资产	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	931	1390	1678	1975	营业收入	1253	1871	2258	2658
长期投资	5	7	9	11	营业成本	1063	1637	1953	2259
固定资产	999	1491	1799	2118	营业税金及附加	4	3	5	6
无形资产	118	176	213	250	销售费用	14	25	30	36
递延所得税	3	4	5	6	管理费用	73	88	106	125
非流动资产	1492	2227	2688	3163	财务费用	30	74	89	105
资产总计	2423	3617	4366	5138	营业利润	63	27	97	130
短期借款	673	1005	1212	1427	利润总额	80	40	119	163
应付票据	52	77	93	109	所得税	13	10	18	25
应付账款	231	345	416	489	净利润	67	30	101	139
预收款项	46	69	83	98	归属母公司净利润	40	3	56	81
应交税费	-37	-55	-67	-79	EPS	0.23	0.02	0.32	0.46
其他流动负债	6	9	10	12	主要财务指标				
流动负债	997	1488	1796	2114	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	300	448	541	637	营业收入 (%)	60%	49%	21%	18%
应付债券	0	0	0	0	营业成本 (%)	57%	54%	19%	16%
预计负债	0	0	0	0	毛利率 (%)	15.2%	12.5%	13.5%	15.0%
其他非流动负债	67	100	121	143	三项费率 (%)	9%	10%	10%	10%
非流动负债	382	570	688	809	净利润 (%)	50%	-56%	239%	37%
负债合计	1379	2058	2483	2923	ROE (%)	5%	0%	3%	4%
少数股东权益	156	232	281	330	P/S	2.65	1.77	1.47	1.25
归母公司权益	889	1327	1602	1885	P/B	3.7	2.5	2.1	1.8
所有者权益合计	1045	1560	1882	2215	P/E	83	1112	60	41
负债和股东权益	2423	3617	4366	5138					

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。