



# 稀有金属复合材料龙头 业绩拐点尚未到来

2012年1月11日

推荐/首次

西部材料

调研快报

## ——西部材料(002149)调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师 linyang@dxzq.net.cn 010-6655 4024	执业证书编号: S1480510120003
联系人: 李晨辉	lich@dxzq.net.cn 010-6655 4028	

### 事件:

近日我对公司进行了实地调研，并对公司业务的发展情况和经营的重点与公司相关人员进行了交流。

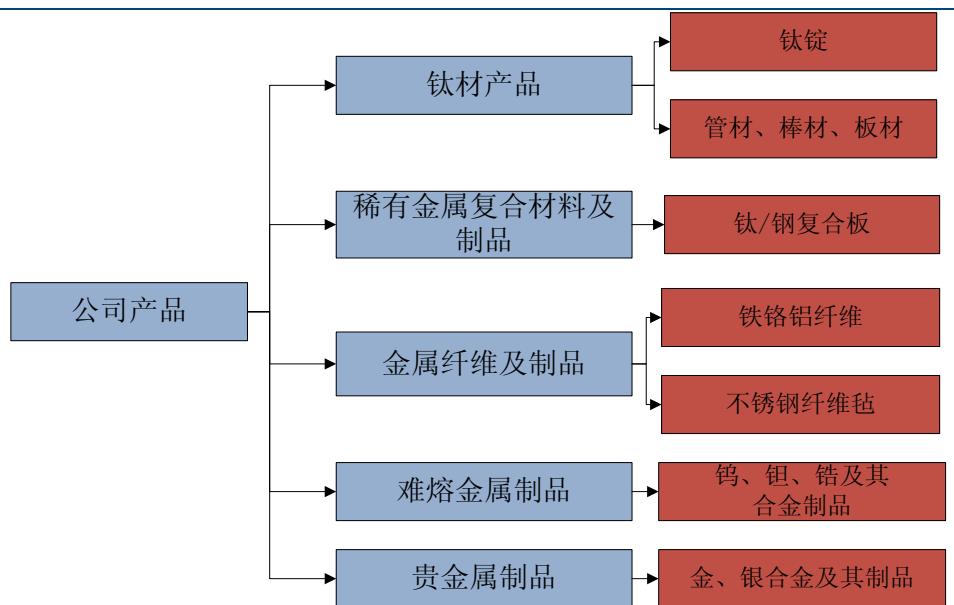
### 观点:

#### 1. 稀有金属复合材料龙头 钛材业务转向中高端领域

公司是国内稀有金属复合材料龙头企业，目前主营业务为稀有金属复合材料及制品、钛产品、金属纤维及其制品、难熔金属材料和贵金属材料。公司目前盈利能力最强的业务是钛产品和稀有金属复合材料。公司拥有钛锭产能6000吨、管材1000吨、棒材1000吨和板材1500吨，钛材产品的主要应用领域包括：民用和军用两大类，其中民用又分为：民用常规、民用中高端，军用钛材基本都是中高端应用。钛材产品在常规民用领域，竞争激烈，产能相对过剩，毛利率较低，为此公司积极转向钛材中高端领域的应用，目前公司已经积极参与国产大飞机钛材产品的设计和试验生产。

军用方面，公司第二大股东西安航天科技工业公司在航天和军工领域实力强劲，为公司在航空航天和军工行业的发展提供有力的支持。未来国产三代机J10、J11将逐步配套国产核心零配件，航空用的钛材也会逐步国产化，公司将有机会参与国产航空用钛材产品的设计和生产。但短期内无法预计国产三代机何时量产，短期内业绩贡献有限。

图1: 公司主要产品结构



资料来源：公司公告、东兴证券

表 1：公司产品、产能、应用领域

产品分类	具体产品	2010 年产能	2012 年预计产能	应用领域
钛材产品	钛锭	6000 吨	8000 吨	
	管材	1000 吨	1000 吨	
	棒材	1000 吨	1000 吨	
	板材	1500 吨	3000 吨	
稀有金属复合材料	钛/钢复合板	1.5 万吨	1.5 万吨	电厂烟气脱硫、化工设备防腐、核电设备等
金属纤维及制品	铁铬铝纤维	300 吨	500 吨	欧四标准柴油汽车尾汽排放装置
	不锈钢纤维毡	6 万平方米	8 万平方米	化工行业过滤材料、大型石化设备
难熔金属制品	钨及钨合金制品			
	钽及钽合金制品	合计 60 吨	合计 60 吨	医疗、化工、军工等领域
	锆及锆合金制品			
贵金属制品	金及金合金制品			
	银及银合金制品	合计 20 吨	合计 20 吨	航空、航天微型密封继电器等领域

资料来源：公司资料、东兴证券

图 2：钛/钢复合板用于电厂烟气脱硫



资料来源：东兴证券

图 3：铁铬铝纤维用于汽车尾气净化装置



资料来源：东兴证券

## 2. 钛/钢复合板盈利能力强，但未来增长有限

钛/钢复合板产品是公司主要的利润来源，公司 30%~40% 的钛钢复合板用于火电厂的脱硫设备，随着国家和民众对环保的重视程度越来越高，电厂脱硫设备对钛钢复合板的需求也将保持稳定的增长。目前公司拥有钛钢复合板材产能 1.5 万吨，多年来一直处于满产状态。但由于钛钢复合板主要用于电厂的脱硫烟囱，由于钛钢复合板耐腐蚀，一旦安装使用，寿命长达 8~10 年，再次更换的时间周期非常长，因此公司钛钢复合板主要应用于电厂脱硫装置的存量改造，未来随着国内电厂脱硫装置的逐步使用，市场空间将逐渐缩小。公司正积极开拓钛钢复合板在化工设备防腐、核电冷凝器等其他领域的应用，目前其他领域的应用已经占到 70% 左右。

公司铁铬铝纤维毡主要用于柴油车尾气颗粒捕集器（过滤器），目前全球仅有少数几家企业掌握这种过滤器的生产工艺。随着汽车环保标准的不断提升，中国以及全球庞大的的汽车尾气处理市场需求为铁铬铝纤维提供了巨大的市场空间。目前公司铁铬铝纤维的产能在 300 吨左右，2012 年规划将产能提高到 500 吨，该产品毛利率在 40% 左右，一旦汽车尾气市场的开拓取得突破性进展，将成为公司又一重要的利润增长点。

### 3. 核级银合金控制棒贡献有限，核电需求尚待爆发

由于钛材和钛钢复合板业务增长较快，产品价格高，在公司营收中的占比逐渐增大，而难熔金属制品在公司收入中的占比则逐渐萎缩，公司难熔金属业务上游原材料全部外购，产品定价按照来料加工的模式，产品毛利率变动较大。另外，由于产品下游应用领域较窄，产销量一直稳定在 60 吨左右，对公司业绩的贡献有限。

公司贵金属业务处境与难熔金属制品业务较为相似，均采用来料加工的模式定价，公司仅赚取产品加工费，贵金属业务最大看点在核级银-铟-镉控制棒，公司核电用银合金控制棒材料于 2010 年通过中国广东核电集团有限公司组织的技术鉴定、产品鉴定和合格供应商评定，是国内唯一一家合格核电用银合金控制棒生产单位。公司产品已经完全具备进口替代的实力，目前每年有 2~3 台 100 兆瓦级的核电装置使用公司生产的银合金控制棒。一台 100 兆瓦级的核反应堆，需要使用 1000 根左右的银合金控制棒。公司产品相比于国外进口控制棒，质量性能相同，价格低 10%~15%，产品定价按照：控制棒中银的含量\*银价+加工费。随着国家不断推动核电关键部件国产化，公司银合金棒有望迎来高速增长。但目前由于受日本核电站事故的影响，国内核电站的建设也受到一定的影响，短期内公司核级银合金控制棒业务贡献的利润有限，期待国内核电需求的爆发式增长。

### 结论：

公司在稀有金属复材料、金属纤维制品以及贵金属新材料等领域具备较强的竞争优势，公司目前主要的利润来源是钛钢复合板产品，但随着国内电厂脱硫改造的逐步推进，未来钛钢复合板产品的市场空间将逐步下降，同时公司铁铬铝纤维在汽车尾气装置领域应用的开拓尚需时间，难熔金属制品和贵金属制品由于应用领域狭窄，市场空间十分有限。因此公司的业绩拐点尚未到，明年的业绩增长并不乐观，预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：0.02 元、0.14 元、0.23 元，2012~2013 年对应的动态 PE 分别为 84、50 倍，首次给予公司“推荐”投资评级。

### 风险提示：

- 1) 稀有金属复合材料需求大幅下降对业绩造成的影响
- 2) 公司新增产能项目进展低于预期

**表 2：盈利预测及关键指标**

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,253.46	2,011.10	2,119.26	2,169.50
(+/-)%	60.20%	60.44%	5.38%	2.37%
经营利润（EBIT）	133.74	239.53	265.57	276.23
(+/-)%	93.51%	79.10%	10.87%	4.01%
净利润	40.02	3.61	24.67	40.96
(+/-)%	35.44%	-90.98%	582.92%	66.08%
每股净收益（元）	0.230	0.021	0.141	0.235

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	1,253.46	2,011.10	60.44%	2,119.26	5.38%	2,169.50	2.37%
营业成本	1,062.92	1,796.42	69.01%	1,870.72	4.14%	1,906.67	1.92%
营业费用	14.29	22.93	60.41%	24.16	5.38%	24.73	2.37%
管理费用	73.00	116.64	59.78%	122.92	5.38%	125.83	2.37%
财务费用	30.42	62.52	105.54%	63.61	1.75%	54.90	-13.69%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	62.62	4.25	-93.21%	29.20	586.42%	48.57	66.33%
利润总额	79.68	6.01	-92.45%	30.96	414.80%	50.33	62.56%
所得税	12.61	0.90	-92.85%	4.64	414.80%	7.55	62.56%
净利润	67.07	5.11	-92.38%	26.32	414.80%	42.78	62.56%
归属母公司所有者的净利润	40.02	3.61	-90.98%	24.67	582.92%	40.96	66.08%
NOPLAT	78.31	56.76	-27.52%	78.89	39.00%	87.95	11.48%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	189.44	301.67	59.24%	317.89	5.38%	325.43	2.37%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	210.52	336.10	59.66%	354.18	5.38%	362.57	2.37%
预付款项	44.23	103.51	134.04%	165.24	59.64%	228.16	38.08%
存货	428.66	723.49	68.78%	753.41	4.14%	767.89	1.92%
流动资产合计	931.48	1,556.72	67.12%	1,687.62	8.41%	1,783.25	5.67%
非流动资产	1,491.90	1,309.19	-12.25%	1,136.43	-13.20%	963.66	-15.20%
资产总计	2,423.37	2,865.90	18.26%	2,824.04	-1.46%	2,746.91	-2.73%
短期借款	673.00	874.11	29.88%	752.30	-13.94%	591.67	-21.35%
应付帐款	230.81	383.89	66.33%	399.77	4.14%	407.45	1.92%
预收款项	46.14	82.34	78.45%	120.49	46.33%	159.54	32.41%
流动负债合计	996.81	1,432.09	43.67%	1,367.77	-4.49%	1,255.55	-8.20%
非流动负债	381.78	384.64	0.75%	385.72	0.28%	386.23	0.13%
少数股东权益	155.75	157.25	0.96%	158.90	1.05%	160.71	1.14%
母公司股东权益	889.03	891.92	0.33%	911.65	2.21%	944.42	3.59%
净营运资本	(65.34)	124.62	N/A	319.85	156.65%	527.70	64.98%
投入资本 IC	1,820.90	1,920.46	5.47%	1,803.81	-6.07%	1,671.63	-7.33%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	67.07	5.11	-92.38%	26.32	414.80%	42.78	62.56%
折旧摊销	40.71	0.00	N/A	172.76	N/A	172.76	0.00%
净营运资金增加	(46.57)	189.96	N/A	195.22	2.77%	207.85	6.47%
经营活动产生现金流	(145.04)	(39.88)	N/A	208.00	N/A	233.26	12.15%

投资活动产生现金流	(235.33)	7.65	N/A	(2.50)	N/A	(2.50)	N/A
融资活动产生现金流	288.27	144.45	-49.89%	(189.27)	N/A	(223.22)	N/A
现金净增(减)	(92.11)	112.22	N/A	16.22	-85.54%	7.54	-53.55%

## 分析师简介

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

## 联系人简介

### 李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。