



二季度始扭亏 盈利出现好转

增持维持

投资要点：

- 净利润亏损 931.76 万元，同比减少 160.57%
- 财务费用增长与产能释放延迟仍是制约利润增长的主要原因
- 未来可能超预期表现的关键还是钛钢复合板

报告摘要：

- 净利润亏损 931.76 万元，同比减少 160.57%。公司上半年实现营业收入 9.58 亿元，同比增长 38.90%；营业利润 92.15 万元，同比减少 95.99%；归属于上市公司股东净利润 -931.8 万元，同比减少 160.57%；实现每股收益 -0.05 元。公司一季度营业利润亏损 816.6 万元，二季度随前期募投项目投产程度逐渐增加，单季度实现营业利润 908.7 万元，盈利能力呈现好转趋势。
- 财务费用增长与产能释放延迟仍是制约利润增长的主要原因。公司上半年财务费用 3573 万，同比增长 212.51%，主要是板带材项目贷款利息费用化以及利率上升且本期借款数额较上年同期有所增加导致相应利息支出增加所致。产品综合毛利率较去年同期降低了 3.45%，其中主要产品钛制品毛与利率同比大幅下降 11.51%，一是前期募投项目稀有难熔板带材项目厂房及热轧生产线已于 2010 年 12 月底投产转固，但项目运行初期产能未有效释放，导致固定成本大幅增加；二是项目配套的冷轧生产线今年 10 月才能正式投产，也限制了钛材品种毛利水平的上升。
- 未来可能超预期表现的关键还是钛钢复合板。公司是国内最大的稀有金属复合材料生产企业，其大型复合板材的爆炸复合技术在国内处于绝对领先地位，具有明显的技术优势，是国内唯一可以生产 20 平方米以上的钛钢复合板的企业，产品可以满足电力和核电领域的应用需要和进口替代，随着后期产能完全释放，其将成为未来盈利能力的主要增长点和贡献点，超预期表现概率较大。
- 预计公司 2011 年 EPS 为 0.23 元。预计 2011 年-2013 年每股收益为 0.23 元、0.32 元和 0.36 元，对应动态市盈率分别为 76 倍、54 倍和 49 倍，我们看好公司的长期增长潜力，继续维持“增持”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	782.45	1253.46	1906.25	2347.35	2649.86
主营业务收入同比增长率	5.71%	60.20%	52.08%	23.14%	12.89%
净利润	29.55	40.02	39.55	56.25	62.06
净利润同比增长率	1.47%	35.44%	-1.19%	42.24%	10.33%
每股收益(元)	0.17	0.23	0.23	0.32	0.36

分析师：

闵丹（S1180511010010）

电话：010-88085977

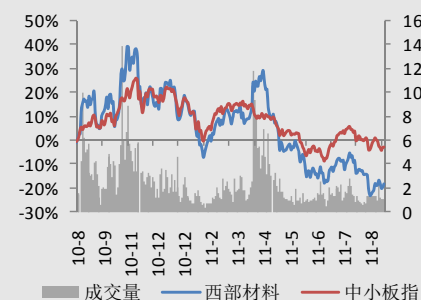
Email: mindan@hysec.com

刘喆（S1180511060001）

电话：010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本：亿	1.75
流通股本：亿	1.37
第一大股东	西北有色金属研究院
第一大股东持股比例	38.15%

数据来源：宏源证券

相关研究

宏源证券*公司研究*西部材料：关键还看钛钢复合板 2010.10.25

宏源证券*行业报告*资源为主，成长相辅 2011.06.22

宏源证券*行业报告*政策+技术，关注小金属与深加工 2011.03.31

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1253.46	1906.25	2347.35	2649.86
增长率 (%)	60.20%	52.08%	23.14%	12.89%
归属母公司股东净利润	40.02	39.55	56.25	62.06
增长率 (%)	35.44%	-1.19%	42.24%	10.33%
每股收益 (EPS)	0.23	0.23	0.32	0.36
每股经营现金流	-0.91	0.29	1.02	1.15
销售毛利率	15.20%	14.31%	15.53%	15.44%
销售净利率	5.35%	3.19%	3.69%	3.60%
净资产收益率 (ROE)	4.50%	4.31%	5.88%	6.21%
投入资本回报率 (ROIC)	5.61%	5.22%	4.82%	4.75%
市盈率 (P/E)	75	76	54	49
市净率 (P/B)	3	3	3	3

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1253.46	1906.25	2347.35	2649.86
减: 营业成本	1062.92	1633.51	1982.81	2240.68
营业税金及附加	3.62	4.77	5.87	6.62
营业费用	14.29	21.92	26.99	30.47
管理费用	73.00	95.31	117.37	132.49
财务费用	30.42	88.16	119.74	133.28
资产减值损失	6.59	7.62	9.39	10.60
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	62.62	54.95	85.19	95.71
加: 其他非经营损益	17.06	16.62	16.62	16.62
利润总额	79.68	71.58	101.81	112.33
减: 所得税	12.61	10.74	15.27	16.85
净利润	67.07	60.84	86.54	95.48
减: 少数股东损益	27.05	21.29	30.29	33.42
归属母公司股东净利润	40.02	39.55	56.25	62.06

资料来源：宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	208.72	1143.75	1408.41	1589.91
应收和预付款项	313.15	247.08	441.59	335.92
存货	428.66	598.12	648.22	760.21
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00
投资性房地产	6.29	5.56	4.83	4.10
固定资产和在建工程	1351.73	1465.79	1550.59	1596.87
无形资产和开发支出	124.66	120.98	116.85	112.28
其他非流动资产	1.30	1.11	0.93	0.74
资产总计	2439.50	3587.39	4176.41	4405.04
短期借款	673.00	1386.19	1641.06	1825.41
应付和预收款项	338.79	303.02	473.02	401.14
长期借款	300.25	721.74	816.23	855.53
其他负债	82.68	82.68	82.68	82.68
负债合计	1394.72	2493.63	3012.99	3164.76
股本	174.63	174.63	174.63	174.63
资本公积	559.29	559.29	559.29	559.29
留存收益	155.11	182.80	222.17	265.61
归属母公司股东权益	889.03	916.71	956.09	999.53
少数股东权益	155.75	177.04	207.33	240.75
股东权益合计	1044.78	1093.76	1163.42	1240.28
负债和股东权益合计	2439.50	3587.39	4176.41	4405.04

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-158.42	50.96	177.39	200.93
投资性现金净流量	-235.33	-169.65	-148.96	-117.67
筹资性现金净流量	288.27	1053.72	236.22	98.24
现金流量净额	-105.48	935.03	264.66	181.50

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。