

业绩爆发尚待时日

中性(维持)

投资要点:

- 钛材产品生产仍在磨合过程中
- 钛钢复合板是公司现阶段盈利主要贡献品种
- 金属纤维毡应用前景广阔

投资要点:

- **国内稀有金属复合材料龙头。**公司是国内稀有金属复合材料龙头企业，主要产品涉及钛材制品、稀有金属复合材料及制品、金属纤维及制品、难熔金属制品、贵金属制品五大类。目前盈利能力最强的是稀有金属复合材料和金属纤维制品。
- **钛材产品生产仍在磨合过程中。**公司现有钛锭生产能力 8000 吨、管材 1000 吨、棒材 1000 吨、板材 3000 吨。钛材产品从下游应用领域来看主要分为民用和军用两大类，近年来国内钛材产品加工生产能力扩张迅速，民用领域竞争激烈，低端产品产能过剩；军用钛材以中高端为主，毛利率较高，但需求量有限。公司产品以民用钛材为主，军用钛材目前仅限于航空用钛棒，2011 年产量约为 200-300 吨。前期募集资金项目 2011 年投产转固后，固定费用大幅增加，但由于设备调试问题，产能释放有限，短期内业绩大幅改观的难度较大。
- **钛钢复合板是公司现阶段盈利主要贡献品种。**公司钛钢复合板下游应用领域中 60%左右用于电厂脱硫烟囱，20-30%用于化工防腐设备，还有少部分用于冶金行业和核电领域。一方面，由于国内电厂脱硫装置逐步改造完成，市场主要需求空间不断减小；另一方面，钛钢复合板属资金密集型产业，民营企业的进入大量增加行业供给。行业平均毛利水平近年来呈现不断下降的趋势。公司近年来积极拓展钛钢复合板在其他领域的应用，其中冶金、核电领域由于对产品质量较高，具有一定的技术壁垒，市场竞争者数量有限，产品毛利水平相对较高。
- **金属纤维毡应用前景广阔。**公司现有金属纤维产能 500 吨，金属纤维毡产能 8 万平方米，主要应用于化工行业过滤材料和欧四标准柴油汽车尾气排放装置。目前全球仅有几家企业能够实现规模化生产，产品

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 | 36.47% |

数据来源: 宏源证券

相关研究

宏源证券*行业报告*有色金属行业: 降能耗、促创新、调结构、重资源 - “十二五”发展规划点评 2012.01.16

宏源证券*公司研究*业绩环比明显好转 2011.10.25

宏源证券*公司研究*关键还看钛钢复合板 2010.10.25

| 主要经营指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|--------|---------|----------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 782.45 | 1253.46 | 1442.25 | 1868.79 | 2219.16 |
| 同比增长率 | 5.71% | 60.20% | 15.06% | 29.57% | 18.75% |
| 净利润 | 29.55 | 40.02 | -20.72 | 22.29 | 34.36 |
| 同比增长率 | 1.47% | 35.44% | -151.76% | 207.60% | 54.13% |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.23 | -0.12 | 0.13 | 0.20 |

毛利率在 40% 左右。公司目前正在积极拓展产品在冶金、新能源等领域的应用，市场应用前景巨大。

- **难熔金属制品及贵金属制品市场空间有限。**公司现有难熔金属制品产能 60 吨，贵金属制品产能 20 吨，主要应用于军工、化工、航天航空等领域，下游应用领域较窄，未来市场空间增长有限。贵金属制品中的银合金控制棒盈利能力较强，毛利率水平在 30% 左右。公司是国内唯一一家可以生产核级银合金控制棒的企业，近年来已实现产品完全进口替代化。目前国内每年有 2-3 台百万兆瓦级核电装置使用公司所生产银合金控制棒，平均每台百万兆瓦级核反应堆需使用 1000 根银合金控制棒。未来国内核电领域投资建设速度的提高可直接提升公司这部分业务的盈利能力。
- **科研背景雄厚，技术储备期待厚积薄发。**公司控股股东西北有色金属研究院是我国重要的稀有金属材料研究基地，在超导材料、钛及钛合金、难熔材料、金属纤维及多孔材料、爆炸复合焊接等方面具有扎实的研究实力和科研背景。公司近年来在科研方面投入始终维持高投入水平，在钛合金板、金属纤维毡等方面进行了充分的积累。定位于大飞、大运、核电设备、烟气除尘等多个高端领域，随着研发技术的逐渐成熟，未来盈利能力有望出现跨越式增长。
- **预计 2012 年 EPS 为 0.13 元，维持“中性”评级。**由于现阶段对公司业绩影响最为明显的钛材加工业务仍处于调试磨合期，2012 年公司业绩改善程度有限，预计 2012-2013 年 EPS 分别为 0.13 元和 0.20 元，对应动态市盈率为 118 倍和 76 倍，维持“中性”评级。

附表：盈利预测

| 单位: 百万元 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 资产负债表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1253.46 | 1442.25 | 1868.79 | 2219.16 | 货币资金 | 208.72 | 865.35 | 1121.27 | 1331.50 |
| 增长率(%) | 60.20% | 15.06% | 29.57% | 18.75% | 应收和预付款项 | 313.15 | 111.89 | 437.76 | 214.37 |
| 归属母公司股东净利润 | 40.02 | -20.72 | 22.29 | 34.36 | 存货 | 428.66 | 365.87 | 647.18 | 547.26 |
| 增长率(%) | 35.44% | -151.76% | 207.60% | 54.13% | 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股收益 (EPS) | 0.23 | -0.12 | 0.13 | 0.20 | 长期股权投资 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 每股经营现金流 | -0.91 | 1.11 | -0.58 | 2.05 | 投资性房地产 | 6.29 | 5.56 | 4.83 | 4.10 |
| 销售毛利率 | 15.20% | 12.36% | 13.76% | 14.37% | 固定资产和在建工程 | 1351.73 | 1453.89 | 1541.85 | 1591.56 |
| 销售净利率 | 5.35% | -2.05% | 1.84% | 2.38% | 无形资产和开发支出 | 124.66 | 120.98 | 116.85 | 112.28 |
| 净资产收益率 (ROE) | 4.50% | -2.39% | 2.52% | 3.78% | 其他非流动资产 | 1.30 | 1.11 | 0.93 | 0.74 |
| 投入资本回报率 (ROIC) | 5.61% | 0.53% | 3.73% | 3.93% | 资产总计 | 2439.50 | 2929.66 | 3875.67 | 3806.81 |
| 市盈率 (P/E) | 66 | -126.86 | 118 | 76 | 短期借款 | 673.00 | 1119.00 | 1525.01 | 1647.12 |
| 市净率 (P/B) | 3 | 3 | 3 | 3 | 应付和预收款项 | 338.79 | 161.15 | 471.86 | 271.44 |
| | | | | | 长期借款 | 300.25 | 551.65 | 753.33 | 720.22 |
| 利润表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 其他负债 | 82.68 | 82.68 | 82.68 | 82.68 |
| 营业收入 | 1253.46 | 1442.25 | 1868.79 | 2219.16 | 负债合计 | 1394.72 | 1914.47 | 2832.88 | 2721.47 |
| 减： 营业成本 | 1062.92 | 1264.03 | 1611.68 | 1900.24 | 股本 | 174.63 | 174.63 | 174.63 | 174.63 |
| 营业税金及附加 | 3.62 | 4.33 | 4.67 | 5.55 | 资本公积 | 559.29 | 559.29 | 559.29 | 559.29 |
| 营业费用 | 14.29 | 17.31 | 18.69 | 22.19 | 留存收益 | 155.11 | 134.40 | 150.00 | 174.05 |
| 管理费用 | 73.00 | 86.54 | 93.44 | 110.96 | 归属母公司股东权益 | 889.03 | 868.31 | 883.92 | 907.97 |
| 财务费用 | 30.42 | 100.63 | 115.50 | 133.99 | 少数股东权益 | 155.75 | 146.87 | 158.87 | 177.37 |
| 资产减值损失 | 6.59 | 17.31 | 3.74 | 4.44 | 股东权益合计 | 1044.78 | 1015.18 | 1042.79 | 1085.34 |
| 加： 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 负债和股东权益合计 | 2439.50 | 2929.66 | 3875.67 | 3806.81 |
| 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 | -47.88 | 21.07 | 41.79 | | | | | |
| 加： 其他非经营损益 | 17.06 | 21.51 | 19.27 | 20.39 | | | | | |
| 利润总额 | 79.68 | -26.37 | 40.35 | 62.19 | 现金流量表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 减： 所得税 | 12.61 | 3.23 | 6.05 | 9.33 | 经营性现金净流量 | -158.42 | 193.63 | -101.57 | 357.79 |
| 净利润 | 67.07 | -29.59 | 34.29 | 52.86 | 投资性现金净流量 | -235.33 | -165.50 | -146.71 | -114.46 |
| 减： 少数股东损益 | 27.05 | -8.88 | 12.00 | 18.50 | 筹资性现金净流量 | 288.27 | 628.49 | 504.20 | -33.10 |
| 归属母公司股东净利润 | 40.02 | -20.72 | 22.29 | 34.36 | 现金流量净额 | -105.48 | 656.63 | 255.92 | 210.22 |

资料来源：宏源证券研究所

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, 期间 2011 年获得《今日投资》“天眼”分析师评选“金属与采矿行业”第五名。

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、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

| | | | | |
|------|--|---|--|--|
| | 郭振举 | 牟晓凤 | 孙利群 | 王艺 |
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 010-88085172 wangyi1@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com |
| 华南区域 | 曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| QFII | 方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com | 胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。