

产能扩张即将释放，高增长步伐加快

西部材料 (002149)

评级: 买入 (首次)

股价: 25.25 元 目标价: 32.9 元

深度报告

2010年11月19日 星期五

东海证券机械行业小组

牛纪刚

执业证书编号: S0630209060131

021-50586660-8636

niujg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人: 谢凯

021-50586660-8613

xie.kai.nuaa.nju@gmail.com

机械行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6个月目标价位 32.9 元

升值潜力(%) 30%

目标价确定日期: 2010-11-19

重要数据

总股本(亿股) 1.75

流通股本(亿股) 1.37

总市值(亿元) 50.99

流通市值(亿元) 40.04

市场表现

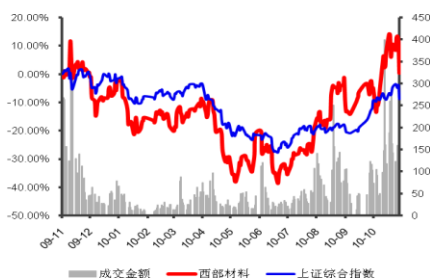
绝对涨幅(%) 相对涨幅(%)

1个月 0.79 -4.28

3个月 29.97 14.17

6个月 45.92 33.50

个股相对上证综指走势图



投资要点

- ◆ **层状金属复合材料，明年产能巨量释放。**公司筹集资金对金属复合材料改建的产能将在明年后年陆续释放，预计今年复合板产能在 0.68 万吨，明年产能将在 1.1 万吨，后年达到 1.5 万吨，其增长速度为 62%和 36%。将为公司收入增加提供动力。
- ◆ **钛材生产技术改进项目进展快速，公司未来主力收入增长点。**根据公司项目改造的进度，预计今年钛制品总量 3000 吨，明年将达到 4000 吨，后年达到 5000 吨，其产能将逐步释放。
- ◆ **金属纤维制品，公司加紧新的项目开发，存在收入增长亮点。**公司目前的金属纤维产能 2-3 万平方米，预计未来新开发增加到 5-10 万平方米的产能，将为公司收入增添意外惊喜。
- ◆ **贵金属制品中的银钨钼棒，其产能增加容易。**公司已经能够生产银钨钼成套设备，预计在手订单 5000 万元左右，预计在 2012 年将获得 1 亿以上的大订单，能够为公司收入提供增长支撑。
- ◆ **我们预计公司 10、11 和 12 年 EPS 将做到 0.21、0.45 和 0.81。**公司未来 2 年间募集资金产能即将释放，支撑公司未实现高速增长，公司的订单充足，支持公司产能释放。考虑到公司的高成长性，给予 2011 年 70 倍的市盈率，未来价格在 32.90 元，给予买入评级。

财务和估值摘要

利润表(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	782.45	1627.43	3243.22	4870.02
增长率	5.71%	107.99%	99.29%	50.16%
营业利润	24.98	53.59	121.91	229.27
增长率	-38.71%	114.56%	127.47%	88.07%
归属于母公司净利润	29.55	37.46	77.89	141.38
增长率	1.47%	26.76%	119.56%	77.75%
每股收益	0.17	0.21	0.47	0.84
每股净资产	4.86	7.97	8.41	9.22

目录

1	公司主营钛合金等新材料，技术优势明显.....	4
1.1	公司主营收入将着重于钛制品	4
1.2	依托于西北研究院，其技术竞争优势明显	4
2	钛加工产品业务，未来经营收入增长的核心	5
2.1	层状金属复合材料，募投产能即将完全释放	5
2.2	钛材技改项目如期进行，产能扩张即将实现	5
2.3	钛制品市场需求受益于火电脱硫和化工防腐	6
3	金属纤维制品，节能环保的基础性材料	9
3.1	金属纤维制品介绍及用途	9
3.2	金属纤维制品市场受益于节能环保和化工过滤	10
4	难熔金属和贵金属制品	10
4.1	难熔金属和贵金属制品介绍	11
4.2	银铟镉市场受益于核电行业的迅速发展	11
5	盈利预测与估值	13
5.1	盈利预测	13
5.2	合理估值	15

图目录

图 1.	公司 2010 年上半年主营收入构成	4
图 2.	石油加工和化工制造固定资产增长情况.....	8
图 3.	基础化工从低谷中复苏将维持金属纤维高速增长.....	10
图 4.	全球各国核电占比	12

表目录

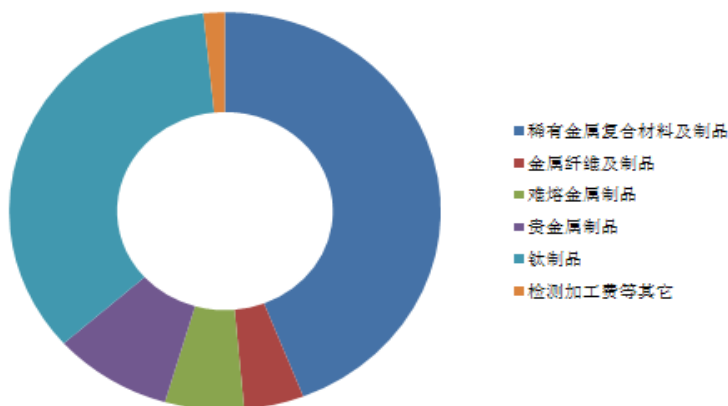
表 1.	主要的层状金属复合材料产品性能介绍和用途.....	5
表 2.	钛材产品介绍和用途	6
表 3.	电厂脱硫防腐材料介绍	6
表 4.	各类材料价格表	7
表 5.	我国电力行业脱硫现状及其规划目标	8
表 6.	不锈钢纤维及制品介绍和用途	9
表 7.	主要的层状金属复合材料产品性能介绍和用途.....	11
表 8.	我国在建的核电项目	12
表 9.	我国已获批的核电项目	12
表 10.	分项业务预测表	13
表 11.	财务报表以及指标预测	14
表 12.	相关公司上市估计值	15

1 公司主营钛合金等新材料，技术优势明显

1.1 公司主营收入将着重于钛制品

公司未来将围绕金属钛产品业务，预计未来对金属钛加工的资产将占总资产的 80%以上，其中包括钛钢复合板、钛材业务。

图1. 公司 2010 年上半年主营收入构成



资料来源：公司 2010 年半年报 东海证券研究所

1.2 依托于西北研究院，其技术竞争优势明显

公司控股股东西北院是上世纪 60 年代由国家科技部批准成立的重点科研院所，西北院下属钛合金研究所是全国最大、业绩最多的钛合金专业研究所。钛合金研究所从事钛及钛合金研究与开发有 40 多年，先后研究出近 60 种钛合金，其中独立创新的钛合金近 30 种，形成了高温、低温、高强、高韧、耐蚀、船用、医用、核用和形状记忆等系列钛合金；开展各种加工工艺研究，开发出板、棒、管、丝、锻件、特殊压力容器、异形件、紧固件等各种产品，为国家航空、航天、舰船、容器等高科技的发展和产业的发展做出了重要贡献。

公司 2009 年取得授权专利 12 项，新受理专利 2 项；承担国家及省市研发课题 12 项，开设自主研发课题 25 项；百万千瓦级核电用控制棒材料顺利通过中广核组织的技术工艺鉴定、产品鉴定和合格供应商评定，为成功实现该产品的国产化打下基础；理化检验中心通过中国合格评定国家认可委员会评审，取得实验室认可证书，标志着公司理化检测水平又上新台阶。综上所述，公司控股股东西北院在钛材加工领域具有国内领先的科研实力和技术优势，为西部材料进军钛材提供技术优势。

2 钛加工产品业务，未来经营收入增长的核心

2.1 层状金属复合材料，募投产能即将完全释放

层状金属复合材料指稀有金属材料与普通金属材料形成一体的复合材料，采用爆炸式焊接、爆炸轧制和直接轧制，耐腐蚀性强，成本较低。层状金属复合板中，钛钢复合材料为层状金属复合材料主要产品，其中用在化工中占 33%，电厂脱硫收入占 67%左右。预计今年公司产量达到 1 万吨，明年产量达到 1.3 万吨，后年产量达到 1.5 万吨。目前公司的层状金属复合材料的产能居世界第二，产能实现之后到达世界第一。

表1. 主要的层状金属复合材料产品性能介绍和用途

名称	图片	性能	适用领域
钛及钛合金复合板		钛/钢复合板耐蚀性好、强度高，深受用户青睐。设备筒体、管板、封头都可用钛/钢复合板加工制作。如生产尿素合成塔、真空制盐蒸发室、聚酯反应釜等装置，使用钛复合板制作比使用纯钛，显著降低工程造价 30 - 40% 。	石油化工、真空制盐、氯碱、食品、化肥等
有色金属及复合板		铝、铜、镍复合材料具有结合强度高、界面电阻低、导电平稳和导热性能好等优点。	冶金、电力、汽车、造船行业
过渡接头		异种金属管件的可靠连接，使设备制造中的难点之一。爆炸焊接法生产的异种金属复合过渡接头，密封性能好，结合强度高，解决了其他连接方法无法解决的难题。	应用于航空航天、核工业等领域
难熔金属复合板		锆材是理想的原子能工业用材料，铌和钽具有优良的热稳定性载军工和电子行业得到重要应用，他们同样还具有非常优异的耐蚀性，用他们制作的复合材料已广泛应用于化工、耐酸工程等行业。	军工、电子、化工等行业

资料来源：公司网站 东海证券研究所


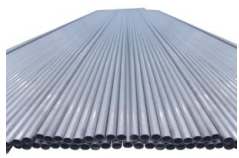

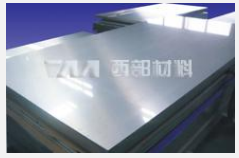
2.2 钛材技改项目如期进行，产能扩张即将实现

公司通过募集资金收购西部钛业，可以完善钛加工产业链，做大、做强钛材加工产业，并可以充分利用控股股东西北院的基础研发优势以及拟引进的战略投资者西安航天的行业影响，进入前景广阔的高端航天、军工市场。在十二五规划之中，把高端装备制造产业作为支柱性产业。重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，

大力发展轨道交通装备（国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定）。

目前公司非公开定向增发的技改项目进展顺利，预计比计划稍有推后，
预计今年产量技改项目达到 1000 吨，明年 3000 吨，后年 5000 吨达产。

表2. 钛材产品介绍和用途

名称	图片	名称	图片	适用领域
太棒、棒坯及锻件		钛管		钛材产品主要是中间产品，运用于航空、航天、化工、环保、冶金和体育休闲等领域
热交换用钛管		钛板		

资料来源：公司网站 东海证券研究所

2.3 钛制品市场需求受益于火电脱硫和化工防腐

根据统计，目前美国因金属腐蚀带来的经济损失占国民生产总值的 3.5%，英国和日本在 3%，我国目前当年产量的 20%的钢被腐蚀掉。其主要是使用耐腐蚀金属比例较低，如在发达国家钛/钢比值在万分之三，而我国仅仅在万分之零点三，因此，其钛材的替代需求空间巨大。

脱硫后烟囱内衬材料烟囱内筒选择一个合适的内衬，必须考虑以下几方面的因素：（1）技术可行性，满足复杂化学环境下的防腐要求；（2）经济合理，较低的建筑成本，一次性投资费用要低；（3）施工条件好，质量控制方便，施工周期短；（4）运行维护费用低，并且方便检修。需注意的是，用材的选择不仅应考虑初期成本，还应综合考虑装置的可运行周期（即大修周期）和总使用寿命等相关问题。

表3. 电厂脱硫防腐材料介绍

烟囱内筒内衬防腐材料	材料构成	优点	缺点
镍基耐蚀合金板	C-276 合金是含钨的镍铬钼合金	硅、碳的含量极低，对大多数腐蚀介质具有优异的耐腐蚀性、缝隙腐蚀和应力腐蚀性。较高的钼、铬、钨含量使合金能够耐氯离子的侵蚀	国外 C276 合金广泛应用于脱硫塔及烟囱中。由于 C276 合金材料初期成本较高等原因，国内尚无应用于烟囱内筒耐腐内衬的工程实例。
钛板 (TiCr2) 内衬	钛钢复合板	钛是耐腐蚀的材料，由于钛的表面容易生成稳定的钝化膜，在许多环境中是很稳定的。比现有的不锈钢和其它有色金属的耐腐蚀性都好。	钛中杂质将显著影响钛的物理、化学性能、机械性能和耐腐蚀性能。在高温下钛可与许多物质发生剧烈反应，从而产生腐蚀。

发泡耐酸玻璃砖内衬	以硼酸玻璃为基础制成的	以粘结剂人造橡胶形成的防腐衬里，在化学环境与温度变化的情况下，都具有防腐能力，其导热性低，	玻璃砖在国外烟囱有应用。但底剂的选择非常重要，国内的底剂普遍都难以达到要求，国外已经有 30 年以上的使用历史。
耐蚀鳞片胶泥内衬	高性能的乙烯基酯树脂	基体树脂是有机材料，鳞片胶泥的寿命保证期为 5 ~ 10 年。鳞片胶泥具有抗渗性好、施工难度小、易修补造价较低等特点	根据国内脱硫的实际运行情况，温度的冲击是需要慎重考虑的因素。
烟囱内壁喷涂聚脲	采用聚脲弹性体材料	有优异的防水、耐腐蚀特性，同时具有优良的机械性能。该材料采用专用喷涂设备进行喷涂或浇注聚脲弹性体。	国内没有投运

数据来源：江苏中杰高空建安防腐工程有限公司网站 东海证券研究所

目前湿法脱硫后的烟囱内筒内衬防腐主要有：（1）采用耐酸腐蚀的金属合金薄板材料作内衬，包括镍基合金板（C-276、C22）、钛板（TiCr2）等；（2）采用耐腐蚀的轻质隔热的制品粘贴，隔绝烟气和内筒接触，如发泡耐酸玻璃砖内衬；（3）采用耐酸、耐热、隔热、保温；隔绝烟气和钢内筒接触，使用喷涂方式内衬安装，如 VP 烟囱内衬；（4）玻璃鳞片、聚脲等涂层防酸腐蚀涂料。

表4. 各类材料价格表

材料名称	每平方米的价格
镍基合金	6300 元 ~ 7400 元
钢-泡沫玻璃砖（进口）	2300 元 ~ 2800 元
VP 烟囱内衬	2400 元 ~ 2800 元
玻璃鳞片	630 元 ~ 860 元
底剂（进口）/嵌缝胶（进口）/泡沫玻璃砖（国内生产）	1820 元
聚脲	680 元 ~ 880 元

数据来源：江苏中杰高空建安防腐工程有限公司网站 东海证券研究所

目前我国所使用的脱硫设备的防腐材料有：第一种是碳钢衬玻璃钢、玻璃鳞片或橡胶内衬等材料，这些材料因耐磨性较差和各材料膨胀系数不同，经常出现内衬脱落、破损的现象，导致防腐失败；第二种是陶瓷材料，而这种材料无法抵制烟气中氟的腐蚀。第三种是耐腐蚀性能较好的不锈钢材料，但这种材料不能抵御烟气中二氧化硫、氟、氯在高温条件下的长期腐蚀。公司生产的钛钢复合板设计寿命在 10 年以上，价格比钢泡沫产品略高，因而具有很好的产品防腐性能。目前市场使用脱硫设备的电厂达到 74%，其中钛钢复合板的设备所有脱硫设备的比例估计仅仅 10%左右，其可替代市场前景乐观，目前在钛钢复合板脱硫设备中的绝对控制者为本公司和宝钛集团。

《国家酸雨和二氧化硫污染防治“十一五”规划》要求，2010 年末火电脱硫装机容量要达到 4.6 亿 kW。根据中电联统计数据，2006-2008 年火电脱硫装机容量分别为 1.60 亿、2.70 亿、3.79 亿 kW。电力行业脱硫现状及规划目

标见表 2。

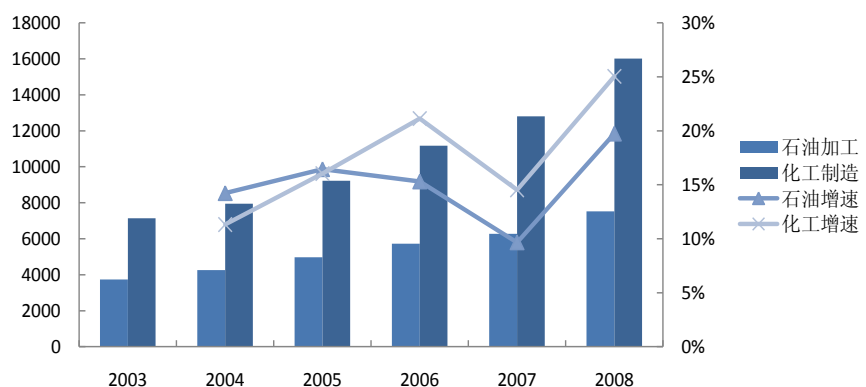
表5. 我国电力行业脱硫现状及其规划目标

项目 (亿千瓦)	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
火电装机容量	3.91	4.84	5.54	6.01	6.51	7
新增火电装机容量		0.93	0.7	0.47	0.5	0.5
火电脱硫装机容量	0.53	1.6	2.7	3.79	4.7	5.21
新增火电脱硫装机容量		1.07	1.1	1.09	0.91	0.51
脱硫装机占比	13.54%	33.05%	48.70%	63.03%	72.20%	74.42%

数据来源:《我国火电厂脱硫脱硝行业 2008 年发展综述》和中电联发布 2009 年全国电力工业统计年报数据 东海证券研究所

化工产品在生产过程中具有不同程度的腐蚀性,传统的搪瓷设备可以满足腐蚀要求,但温度的周期性高低变化使得搪瓷设备的搪瓷容易剥落,造成设备寿命较短,而钛钢复合板不存在此问题。随着石油和化工业的迅猛发展及相关设备国产化程度的不断提高,如石油精炼设备的真空塔、加氢反应器、蒸馏塔;化工厂的各种反应釜、沉降槽、搅拌器、热交换器;海水淡化的设备;制盐工业的蒸发室;氯碱工业的蒸发室等,相关钛/钢、钽/钢、锆/钢等稀有金属复合材料需求近年以较快速度增长。随着我国产业结构升级加快,化工行业投资大量增加,化工设备升级将不可避免。在化工用的钛材上,公司具有绝对的控制力,其化工替代市场将为市场提供充足的订单。石油化工行业固定资产的告诉增长也为钛材需求增加巨大的市场需求。

图2. 石油加工和化工制造固定资产增长情况



数据来源: 国家统计局 东海证券研究所

在航空航天上,钛合金是铝合金之后的一重要材料。第七届珠海航展上,中航集团公布了 2008-2027 年民用飞机中国市场预测年报。预计未来 20 年中国航空客运周转量的年均增长率为 8.3%,中国民航需要补充各型民用客机

3815 架，其中大型喷气式客机 2822 架，支线飞机 993 架。预计到 2027 年，中国的民用客机机队规模将达到 4250 架，货机机队规模将达到 604 架。

我国目前钛材容量相对较小，可开拓空间巨大。世界全球的钛市场容量为 50000-60000 吨，我国的钛使用量仅仅 1600-1700 吨（宝钛股份招股说明书）。目前我国钛主要用在火电脱硫和化工防腐上，其占有钛材使用的比例为占有 90% 以上的需求，而世界上发达国家在航空航天等装备上占有 50% 以上的市场，未来航空航天对钛材的需求增长空间巨大。



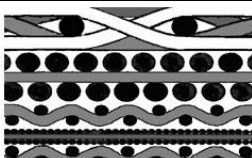
据统计，波音 737 的钛用比例为 2%，747 为 3%，757 为 5%，777 为 11%，而 F-22 的钛使用量达到 41%，未来大飞机和战斗机升级对钛材需求空间巨大。

3 金属纤维制品，节能环保的基础性材料

3.1 金属纤维制品介绍及用途

金属纤维是采用金属丝材复合组装，多次多股拉拔、热处理等特殊工艺制成，每股有数千、数万根，纤维丝径可达 1-2 微米，延伸率大于 10%。由于技术难度大，工艺复杂，世界上只有比利时、美国等少数国家可以生产，比利时贝卡尔特公司，其产品占有率达到世界市场的一半以上。

表6. 不锈钢纤维及制品介绍和用途

名称	图片	性能	适用领域
不锈钢纤维及镍纤维产品		不锈钢纤维及镍纤维是近 20 年来发展起来的新型功能材料和高新技术产品。它不仅具有金属原有的导电、导热、高强度、耐高温、耐腐蚀等优点，而且还具有化纤、合成纤维的柔软性、可纺性。	航天、航空、石油化工、电子、环保
金属纤维毡产品		多层金属纤维毡由不同孔径层形成孔径梯度，可控制得到极高的过滤精度和较单层毡更大的纳污容量。纤维毡产品孔径分布均匀，具有渗透性能好、强度高、耐腐蚀、耐高温、可折叠、可再生、寿命长等特点。	适合于在高温、高压及腐蚀环境中使用
多层金属烧结复合网产品		多层金属烧结网板是选用不同丝径和网目数的金属网按一定次序排序，经高温烧结而成。它比不锈钢纤维毡强度高、比金属粉末制品渗透性好，具有孔径分布均匀、耐高温、可焊接、可再生、寿命长等特点。	应用到高压、高温介质中的过滤

资料来源：公司网站 东海证券研究所

在金属纤维制品中，其主要是金属纤维毡，将钢丝拉成纤维，可以像毛毯一样，具有高耐热、可做成过滤材料，用于化工和烟气除尘，钢厂过滤等

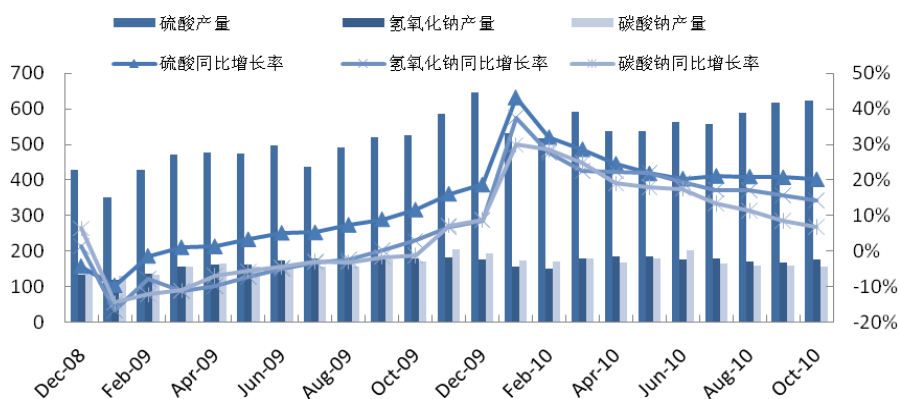
装置中。公司目前正在开发新的市场，目前产能预计在 3 万平方米，明年产能有望在 5 万平方米，后年产能到达 10 万平方米。

3.2 金属纤维制品市场受益于节能环保和化工过滤

金属纤维及制品为国内独家生产企业，其具有完全的垄断地位，因此该产品具有较高的毛利率，并且能继续维持下去。广泛应用于高温、高粘度、有腐蚀介质等恶劣条件下的过滤材料领域，目前公司的产品主要作为过滤材料广泛应用于化工及欧四标准的柴油汽车尾气排放装置。日益严格的环保标准和庞大的汽车尾气处理市场需求为铁铬铝纤维提供了良好的市场发展空间，每辆欧四标准小型柴油汽车的尾气排放装置要用 1.2 公斤左右铁铬铝纤维，大型商用柴油汽车尾气排放装置的铁铬铝纤维用量为 6-7 公斤，目前欧洲每年销售的汽车中柴油动力汽车约占 50%左右，铁铬铝纤维市场空间巨大。未来国家执行新的排放标准将为该产品汽车用的国内市场增添巨大空间。

对于化工过滤，其主要受制于化工行业的发展，其相关性与化工产出相关性较高，基础化工已经从 09 年的负增长中复苏，在 10 年维持在 10-30%以上的速度增长，将为公司金属纤维制品业务维持高速增长提供支撑。

图3. 基础化工从低谷中复苏将维持金属纤维高速增长



数据来源：wind 数据库 东海证券研究所

同时公司正在开发高温除尘等新产品，以支持其产能的扩张，金属纤维的客户比较稳定，能够实现稳定的高速增长。

4 难熔金属和贵金属制品

上半年公司难熔金属经营出现亏损，其原因在于公司在出口受到影响，而贵金属的增长比较稳定，其存在潜在的增长动力源于银铜钨合金控制棒，其收益与核电的发展。

4.1 难熔金属和贵金属制品介绍

表7. 主要的层状金属复合材料产品性能介绍和用途

名称	图片	性能	适用领域
钨、钼、钽、铌系列产品		具有熔点高、强度高、塑性差；其锭坯制备、热加工成型、合金化等技术难度均较钢铁和一般的有色金属高出很多，没有长期的研究开发很难掌握，因此技术门槛较高。	电子、照明、真空镀膜、医疗器械、电真空炉用电极、发热体、隔热屏等
银及银合金材料		航空、航天微型密封继电器用银镁镍合金；银钨钼合金控制棒	航空航天、核电用银钨钼合金控制棒
金及金合金材料		于贵金属材料加工是技术和资金密集型高技术产业，产品技术含量高，价值昂贵，生产工艺复杂，产品和技术更新快，需要掌握多专业及交叉专业技术，没有雄厚的技术实力和技术储备是不行的。	航空航天
铂及铂合金材料		导航陀螺仪用铂钴永磁合金。	导航陀螺仪、电厂、码头、舰艇等防腐

资料来源：公司网站 东海证券研究所

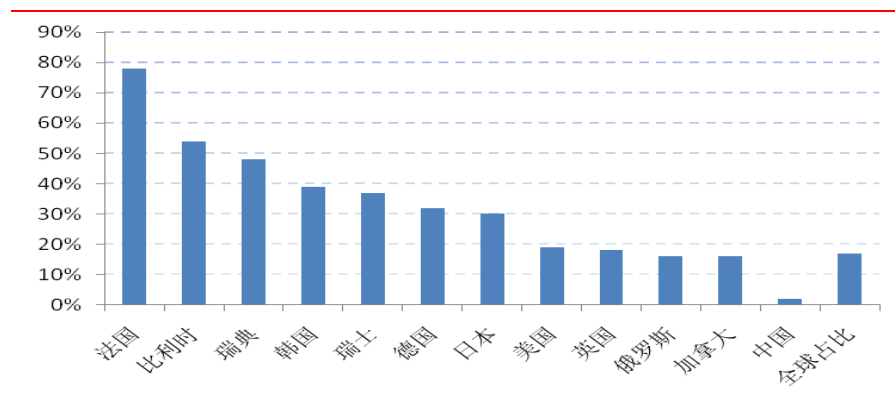
4.2 银钨钼市场受益于核电行业的迅速发展

公司的铂金合金材料用于导航陀螺仪，其将受益于航空航天的大力发展，其上文所分析的大飞机和战斗机升级将会为公司铂金合金材料提供高速增长空间。

银钨钼合金棒用于核电发展，我国在 2007 年底颁布了《国家核电发展专题规划（2005-2020 年）》，《规划》提出我国核电的发展目标是：到 2020 年，核电运行装机容量争取达到 4000 万千瓦，并有 1800 万千瓦在建项目结转到 2020 年以后续建。

公司已经能够生产银钨钼成套设备，预计在手订单 5000 万元左右，预计在 2012 年将获得 1 亿以上的大订单，能够为公司收入提供增长支撑。

图4. 全球各国核电占比



数据来源：世界核电协会 东海证券研究所

2009年6月2日国家能源局局长张国宝在国新办发布会上证实能源局从4月2日开始启动新能源发展规划工作，目前已经形成较成熟的方案，国家将选择适当的时机出台。预计到2020年新能源发展总投资将达到3万亿元，根据新能源发展规划的数据，到2020年我国核电装机容量将达到8000万千瓦，总投资规模约为9000亿元。我国现有6座核电站开始建设，另有4座核电站获得批准。核电站建设周期约4-5年，在2015年之前我国将相继建成9至10座核电站。核电的高速发展将为公司银铟镭产品提供高速增长空间，公司的银铟镭产能扩张容易。

表8. 我国在建的核电项目

核电站	省份	装机容量 (万千瓦)	建成年份	技术类型
方家山	浙江	100×2	2011	本国 CPR-1000
岭澳二期	广东	108×2	2010/2011	本国 CPR-1000
红沿河	辽宁	100×2	2012/2014	本国 CPR-1000
宁德	福建	100×2	2012/2015	本国 CPR-1000
福清	福建	100×2	2013	本国 CPR-1000
阳江	广东	100×2	2013/2017	本国 CPR-1000

数据来源：东海证券研究所

表9. 我国已获批的核电项目

核电站	省份	装机 (万千瓦)	建成年份	技术类型
海阳一期	山东	100 × 2	2013	美国西屋联合 AP1000
三门一期	浙江	125 × 2	2013	美国西屋联合 AP1001
秦山二期扩建	浙江	100 × 2	2013/2014	本国 CNP600
台山一期	广东	160 × 2	-	法国阿海珐集团 EPR

数据来源：东海证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

根据今年上半年的财务数据，我们预计今年金属复合板收入增长 96%，明年和后年将是公司募集资金投资项目产能释放的 2 年，能为公司此业务带来高速增长，同时由于下游行业化工和火电脱硫的复苏，带来公司产品定价和毛利率增加，预计 11 年和 12 年收入增长 120%和 60%。

公司的钛材也是未来发展的重点收入增长方向，预计今年增长到达 200%，明年和后年的产能释放，将使得公司收入增长达到 180%和 60%。其毛利率也将维持在今年的水平。

金属纤维的项目开发将能为公司实现稳定的增长，其预计未来三年的复合增长率为 66%，由于国家政策的扶植，节能减排将促使公司该业务继续维持高毛利率的状态。

对于难熔金属业务，目前公司将维持目前的生产情况，预计其三年的复合增长速度维持在 8%左右，由于公司投入重心不在此业务上，我们悲观估计此业务继续保持亏损状态。

在贵金属业务中，其主要增长动力在于银铜钨合金棒，我们估计公司此业务的收入三年复合增长率为 30%，毛利率保持稳定。对于贸易、检查加工和内部抵消是根据历史数据分析得来。

表10. 分项业务预测表

年份	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
金属复合板	308.66	337.52	206.46	404.66	890.25	1,424.41
收入增长率		9.35%	-38.83%	96.00%	120.00%	60.00%
毛利率	13.56%	17.02%	23.54%	16.60%	17.50%	20.00%
钛制品			176.73	530.18	1,484.50	2,375.20
收入增长率				200.00%	180.00%	60.00%
毛利率			11.01%	15.80%	15.60%	15.60%
金属纤维制品	66.97	40.42	27.57	43.84	70.14	126.26
收入增长率		-39.65%	-31.79%	59.00%	60.00%	80.00%
毛利率	22.87%	30.35%	42.21%	46.00%	46.00%	46.00%
难熔金属制品	60.17	68.45	47.76	54.45	57.17	60.03
收入增长率		13.75%	-30.22%	14.00%	5.00%	5.00%
毛利率	22.48%	15.58%	11.90%	-5.00%	8.00%	8.00%
贵金属制品	58.00	52.24	45.62	74.36	85.52	94.07
收入增长率		-9.92%	-12.68%	63.00%	15.00%	10.00%
毛利率	9.72%	13.58%	14.55%	15.60%	15.00%	15.00%
检测加工及其他	8.65	10.91	6.55	7.21	8.29	9.53
收入增长率		26.06%	-39.93%	10.00%	15.00%	15.00%

毛利率	55.55%	52.41%	39.44%	32.00%	36.00%	40.00%
贸易收入	86.89	267.44	339.40	576.99	721.23	865.48
收入增长率		207.79%	26.91%	70.00%	25.00%	20.00%
毛利率	0.42%	1.39%	2.84%	5.06%	4.80%	4.20%

数据来源：东海证券研究所

表11. 财务报表以及指标预测

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	732.16	1240.85	2520.22	3626.99					
现金	268.09	430.53	803.18	1387.67					
应收账款	116.26	174.68	427.47	546.53					
其它应收款	10.20	24.12	48.29	63.19					
预付账款	9.12	55.93	59.04	98.46					
存货	307.07	529.98	1122.75	1448.45					
其他	21.42	25.61	59.49	82.69					
非流动资产	1310.80	2833.75	5109.90	6879.65					
长期投资	5.00	5.00	5.00	5.00					
固定资产	539.66	1657.72	3279.91	4765.32					
无形资产	112.73	168.46	290.01	430.21					
其他	653.40	1002.56	1534.98	1679.12					
资产总计	2042.96	4074.60	7630.12	10506.64					
流动负债	750.94	2321.56	5820.62	8454.86					
短期借款	385.00	1946.26	4793.70	7438.19					
应付账款	191.96	122.98	521.58	546.75					
其他	173.98	252.32	505.34	469.92					
非流动负债	367.08	265.40	194.77	212.56					
长期借款	290.00	212.79	136.35	149.86					
其他	77.08	52.60	58.41	62.70					
负债合计	174.63	2586.96	6015.39	8667.42					
少数股东权益	75.78	96.27	141.12	219.42					
母公司股东权益	849.16	1391.37	1473.61	1619.79					
负债和股东权益	2042.96	4074.60	7630.12	10506.64					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	782.45	1627.43	3243.22	4870.02					
营业成本	678.01	1411.98	2762.74	4088.49					
税金及附加	1.52	3.77	7.37	10.60					
营业费用	7.57	15.05	29.99	45.72					
管理费用	51.56	78.12	157.62	224.02					
财务费用	20.14	66.07	158.52	268.69					
资产减值损失	-1.31	-1.16	-2.58	-5.17					
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	24.98	53.59	129.57	237.66					
营业外收入	26.40	12.93	15.74	18.36					
营业外支出	0.44	0.58	0.69	0.57					
利润总额	50.94	65.94	144.62	255.44					
所得税	6.17	7.99	17.53	30.96					
净利润	44.76	57.95	127.09	224.48					
少数股东损益	15.22	20.49	44.85	78.30					
母公司净利润	29.55	37.46	82.24	146.18					
EBITDA	109.85	202.33	450.70	759.50					
EPS（摊薄）	0.17	0.21	0.47	0.84					

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	5.71%	107.99%	99.29%	50.16%
营业利润	-38.71%	114.56%	141.76%	83.43%
母公司净利润	1.47%	26.76%	119.56%	77.75%
获利能力				
毛利率	13.35%	13.24%	14.81%	16.05%
净利率	5.72%	3.56%	3.92%	4.61%
ROE	4.84%	3.90%	7.87%	12.21%
ROIC	4.69%	3.18%	4.18%	5.26%
偿债能力				
资产负债率	1169.88%	157.51%	126.84%	121.22%
净负债比率	392.83%	91.68%	87.76%	90.85%

现金流量表			单位: 百万元	
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	182.40	-353.67	20.92	212.63
净利润	44.76	57.95	127.09	224.48
折旧摊销	24.00	64.12	126.66	188.07
财务费用	20.14	66.07	158.52	268.69
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	87.59	-538.67	-391.46	-469.58
其它	5.92	-3.14	0.12	0.97

投资活动现金流	-828.12	-1587.19	-2402.39	-1958.07
资本支出	767.85	1547.38	2269.97	1765.73
长期投资	-4.92	0.00	0.00	0.00
其他	-65.19	-39.82	-132.41	-192.34
筹资活动现金流	815.98	408.38	-44.22	-302.75
短期借款	120.00	-133.67	49.11	11.81
长期借款	229.00	-77.21	-76.44	13.50
其他	466.98	619.25	-16.90	-328.06
现金净增加额	170.26	-1532.49	-2425.69	-2048.19

流动比率	0.98	0.53	0.43	0.43
速动比率	0.57	0.31	0.24	0.26
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.53	0.55	0.54
应收账款周转率	8.04	11.19	10.77	10.00
应付账款周转率	5.42	8.97	8.57	7.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.21	0.47	0.84
每股经营现金流	1.04	-2.03	0.12	1.22
每股净资产	4.86	7.97	8.44	9.28
估值比率				
P/E	29.55	29.55	126.48	57.61
P/B	1.03	3.41	3.22	2.92
EV/EBITDA	13.10	33.74	20.88	15.15

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	782.45	1627.43	3243.22	4870.02	
同比(%)	5.71%	107.99%	99.29%	50.16%	
母公司净利润	29.55	37.46	82.24	146.18	
同比(%)	1.47%	26.76%	119.56%	77.75%	
毛利率(%)	13.35%	13.24%	14.81%	16.05%	
ROE(%)	4.84%	3.90%	7.87%	12.21%	
每股收益(元)	0.17	0.21	0.47	0.84	
P/E	29.55	126.48	57.61	32.41	
P/B	1.03	3.41	3.22	2.92	
EV/EBITDA	13.10	33.74	20.88	15.15	

永续增长率	3.00%	WACC	7.92%
终值	13231.42	Ke	13.90%
企业价值	8592.94	Kd	5.10%
非核心资产价值	442.17	t	12.12%
债务价值	2422.82	Rf	4.00%
股权价值	6516.02	Rm	13.00%
股本	174.63	Rm-Rf	9.00%
每股价值	37.31	Beta	1.10

数据来源: 东海证券研究所

5.2 合理估值

A 股属于金属新材料的上市公司有科力远、格林美、博云新材、云海金属、东方钽业、中钢吉炭和宝钛股份, 2010 年的 PE 分别为 86、73、133、80、120、271 和 207 倍, 均值为 140 倍, 西部材料为 101 倍, 低于整个市场平均水平。

2011 和 2012 年这些公司的平均 PE 为 79 和 46 倍, 西部材料的市盈率为 48 和 30 倍, 结合同类公司的比较分析, 公司具有很高的成长性, 我们给予公司 2011 年 70 倍的 PE, 对应价格为 32.9 元。11 月 19 日收盘价为 25.25 元, 尚有 30% 的增长空间, 给与 “买入” 投资评级。

表12. 相关公司上市估计值

证券简称	市盈率				PEG	收盘价
	2009	2010E	2011E	2012E	当前	当前
科力远	162.57	85.49	29.96	21.87	0.40	16.85
格林美	132.56	72.89	48.33	35.94	0.90	62.25
博云新材	165.31	133.16	75.89	46.03	2.95	23.43
云海金属	118.30	80.29	32.55	18.33	0.11	18.00
西部材料	90.18	101.38	48.63	29.58	0.90	25.25

东方钨业	141.65	120.31	60.19	46.18	1.30	24.40
中钢吉炭		271.20	226.00	113.00	0.50	13.56
宝钛股份	315.95	206.61	63.39	32.11	0.71	30.68

数据来源: wind 数据库 东海证券研究所

注: 对于 PEG 数据中西部材料是根据未来三年净利润增长速度的复合增长速度来估计的, 其他公司是 wind 中的预测数据

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚: 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 海油工程、巨星科技、天地科技、威海广泰、科达机电、三一重工、中联重科等。

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122