

增 持 维持

西部材料（002149）

2010 年 3 月 8 日

战略调整将提升公司的竞争力

有色金属行业分析师：杨红杰

yanghj@htsec.com

021-23219406

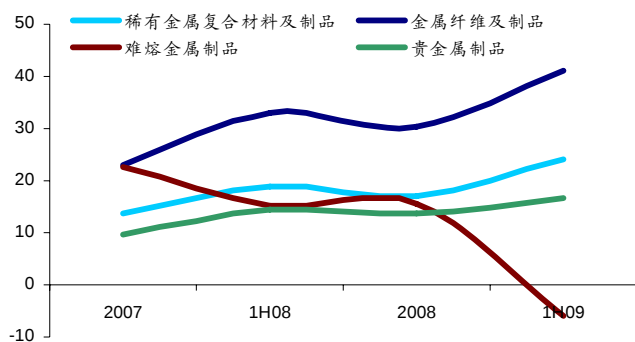
调研结论及投资评级：我们认为，公司未来将以钛材业务为主，不断开发新的增长点为辅，在发展钛材业务的同时，不断研发其他新的高科技产品，从而实现公司业绩的不断提高。到 2010 年，公司钛材将达到 5000 吨/年的生产能力，而其他业务也将呈现快速的发展态势。我们预计，2010-2012 年公司每股收益将达到 0.28 元、0.45 元和 0.65 元，维持公司“增持”的投资评级，我们看好公司的长期发展，并且认为公司未来可能会在部分业务上获得超常规发展，从而超出预期。

1. 2009 年是最艰苦的一年。

公司目前主要业务为稀有金属复合材料及制品、金属纤维及制品、难熔金属制品、贵金属制品等，公司主要产品分为稀有金属复合材料及制品、金属纤维及制品、难熔金属制品和贵金属制品四大系列产品。随着公司 5000 吨钛材生产能力的逐步形成，未来钛材生产将成为公司第一大业务。

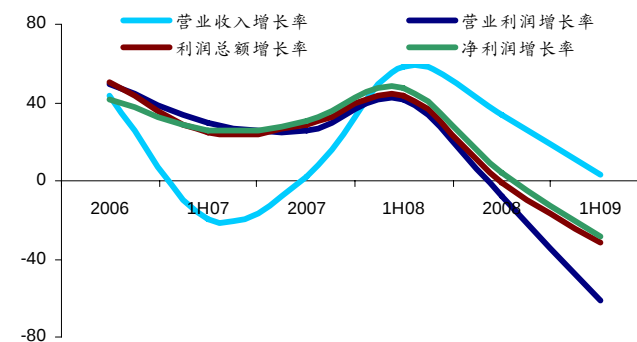
2009 年受经济危机影响，公司各项业务的盈利能力受到了影响，但公司的净利润保持了稳定的增长。我们认为，2009 年是公司最为艰苦的一年，尽管大部分产品毛利率保持稳定上升趋势，但是由于单位产品价格下降，从而导致了产品实际盈利能力下降，公司业绩稳定主要来自于产品销售量的增长。未来随着公司钛材产量的提升以及其他业务的稳定发展，公司业绩将会得到稳步提高。

图 1 公司近几年各产品毛利率走势（%）



资料来源：海通证券研究所

图 2 公司各项指标增长情况（%）



资料来源：海通证券研究所

2. 调整产业战略，钛材业务将成为公司第一业务。

公司收购西部钛业以后，并增发扩大了钛材生产能力，未来将形成 5000 吨的钛材生产能力，其中包括 3000 吨板材、1000 吨管材和 1000 吨棒材。另外，公司将建设 8000 吨的熔铸能力以及废料回收生产线。公司目前拥有西部钛业 97.78% 的股权，未来有可能收购剩余的 2.22% 的股权，从而使得西部钛业成为公司全资子公司，继而成为公司第一业务。

2 月 9 日，公司公告拟设立两个控股子公司西安润通稀有金属管道制造有限公司和西安瑞福莱钨钼有限公司，从而拉开了公司把旗下业务逐步分离成为子公司的序幕。我们认为，为了公司其他业务将逐步成立子公司，取消原来的事业部制度，从而减轻了公司的运行控制难度。

目前,公司分别拥有西安菲尔金属过滤材料公司 51.25%的股权、西安天士力金属复合材料公司 60%的股权,未来公司有可能将逐步调整子公司的股权比例,除西部钛业全资控股外,其他子公司将统一控股 60%,从而便于公司对各项业务的管理和控制。

3. 公司业务扩展情况。

公司未来除钛材业务发展迅速之外,其他业务也有可能出现快速发展,尤其是公司金属纤维及制品业务和贵金属制品业务。其中,金属纤维及制品在环保节能领域的推广前景较好,尤其是在冶金、水泥等行业的除尘领域,未来前景广阔,一旦得到行业的认可,有望实现爆发式增长;贵金属制品中银铟隔控制棒是国内唯一一家生产企业,一座 100 万千瓦的核电装置大致需要 2700 根银铟隔控制棒,银铟隔控制棒一般更换年限为 3-5 年。随着核电关键部件国产化的不断深入,银铟隔控制棒的应用前景广阔,一旦打开市场,有望成为公司第二个爆发式增长的业务。

公司稀有金属复合材料及制品业务发展稳定,随着国内下游行业对稀有金属复合材料及制品的认识深入,稀有金属复合材料及制品的市场需求将逐步扩大。公司目前拥有稀有金属复合材料及制品产能 15000 吨,预计 2010 年产量达到 12000 吨,2011 年有望实现 15000 吨的产量。

4. 盈利预测与投资评级

我们对公司各项产品产量的预测如下:

表 1 公司主要产品产量预测

	2009E	2010E	2011E	2012E
钛材(吨)	600	1600	3600	4500
钛/钢复合板(吨)	7500	12000	14500	15000
金属纤维及制品(平方米)	35000	50000	80000	120000

资料来源:海通证券研究所

贵金属制品和难熔金属制品由于所占比重较小而且产品分类比较复杂,因此我们在此不进行详细预测。我们将综合考虑银铟隔控制棒业务未来的发展前景,对公司贵金属业务做粗略预测。贸易收入是公司目前占比最大的业务,但由于该业务盈利稳定,因此也不作为重点预测。

表 2 公司主要产品价格预测

	2009E	2010E	2011E	2012E
钛材(万元/吨)	12.00	14.50	16.00	17.50
钛/钢复合板(万元/吨)	3.50	4.50	5.60	6.40
金属纤维及制品(元/平方米)	1350.00	1450.00	1500.00	1550.00

资料来源:海通证券研究所

我们预测,其他业务的价格以及营业收入保持稳定发展,其中,贵金属制品和难熔金属制品业务保持稳定增长,而贸易业务保持稳定。

表 3 公司主要产品毛利率预测

	2009E	2010E	2011E	2012E
钛材(%)	17.50	20.00	22.00	23.00
钛/钢复合板(%)	24.00	23.00	22.00	22.00
金属纤维及制品(%)	38.20	36.00	36.00	36.00

资料来源:海通证券研究所

在上述分析的基础上，我们初步预测公司 2010 - 2012 年 EPS 分别为 0.28 元、0.45 元和 0.65 元。我们认为，公司未来业绩有望超出我们的预测，主要因为随着钛材行业景气度逐步回升，公司钛材盈利能力有望超出预期；公司部分业务市场前景以及增长速度有望超出预期；公司有望培养出新的业务增长点，并且逐步做大做强。综合考虑，我们维持公司“增持”评级。

5. 主要不确定因素

新建项目的建设进度、行业复苏的情况以及主要产品的市场开拓情况等存在不确定性。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

杨红杰：有色金属行业分析师

重点研究上市公司：中国铝业、南山铝业、铜陵有色、云南铜业、驰宏锌锗、宝钛股份、中金黄金、西部材料、包钢稀土、西部资源。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。