



上市公司半年报点评

研究报告
有色金属—金属材料

增持 维持

西部材料（002149）

2010 年 8 月 10 日

转变发展战略 开拓核心业务

6 个月目标价：25.00 元

有色金属行业分析师：杨红杰
SAC 执业证书编号：S0850209010593
yanghj@htsec.com
021-23219406

西部材料 8 月 10 日公布 2010 年半年报。2010 年上半年，公司实现营业总收入 69001.29 万元，较上年同期增长 82.30%；实现利润总额 3001.55 万元，较上年同期增长 36.53%；实现净利润 1538.27 万元，较上年同期增长 7.56%；实现每股收益 0.09 元，同比下降 10%。

半年报点评及投资建议：公司 2010 年一季度实现每股收益 0.024 元，二季度实现每股收益 0.066 元，二季度比一季度盈利状况有所好转。我们看好公司未来的发展前景，维持公司“增持”的投资评级，主要基于以下几个方面的原因：

- (1) 公司的发展战略从事业部制改为集团化发展，为公司各项业务的发展壮大提供了制度保障。根据公司战略发展思路，报告期内公司对各产业的管理模式进行了调整，实施集团化战略管控模式，将公司原有的几个事业部（以产业划分）改制为五家控股公司。同时，各控股公司吸收核心管理、技术人员入股，充分激发和调动了管理团队及核心技术人员积极性和创造性。报告期内，公司完成了西部钛业公司剩余 2.22% 的股权收购工作，西部钛业公司成为公司全资子公司。配合公司管理模式的调整，公司开展了各项制度的建设，目前集团化战略管控的制度体系已基本建成，为公司的科学管理、稳健发展提供了制度保障。
- (2) 公司技术储备雄厚，为公司相关业务的开拓提供了技术保障。公司报告期内公司科技工作成绩显著，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。
- (3) 公司主要业务将不断发展壮大。我们认为，由于公司吸收了管理层如果子公司，这将极大的调动管理层发展壮大子公司的积极性，未来公司主要业务发展将得到快速的发展。目前，公司稀有金属复合材料及制品、金属纤维及纤维毡、钛材加工、稀有金属以及容器制造等业务发展良好，未来随着公司业务的不扩展，公司这几项业务将不断发展壮大，尤其是钛材加工、稀有金属复合材料及制品、金属纤维及纤维毡、稀有金属等业务，发展前景光明。我们预测认为，到 2011 年公司稀有金属复合材料及制品产能将达到 15000 吨；钛材加工能力将达到 6000 吨以上，钛锭熔炼产能将达到 8000 吨；金属纤维及纤维毡业务有望增长 30% 以上；百万千瓦级核电用控制棒材料有望实现良好的效益，并且具有进一步大幅度提高产能的可能。

公司上半年业绩较低的主要原因是稀有金属复合材料及制品销售价格较低以及新基地增加了企业的生产成本。我们认为，由于公司上半年稀有金属复合材料及制品订单充足但年初定价过低、固定成本增加，导致公司稀有金属复合材料及制品上半年毛利率较去年同期降低了 11.29%，而下半年随着新订单价格的调整以及产能不断的发挥，公司单位产品生产成本将呈现下降趋势，未来稀有金属复合材料及制品业务的毛利率将呈现回升态势。

公司百万千瓦级核电用控制棒材料业务将迅速发展。我们认为，公司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，为公司百万千瓦级核电用控制棒材料进军核电产业打开了大门，在国家鼓励核电国产化和关键设备技术替代进口的鼓励政策下，公司百万千瓦级核电用控制棒材料订单将迅速增长。我们预测认为，公司在 2011 年有望实现百万千瓦级核电用控制棒材料订单 1.00 亿-1.50 亿元，而到 2015 年公司百万千瓦级核电用控制棒材料订单量有望达到 4.50 亿元以上，届时这一项业务可增加公司每股收益 0.30-0.40 元。

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

	2010E	2011E	2012E
钛材 (吨)	2200	3600	4500
钛/钢复合板 (吨)	11000	14000	15000
金属纤维及制品 (平方米)	40000	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。我们将综合考虑银钨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

	2010E	2011E	2012E
钛材 (万元/吨)	12.50	15.50	16.50
钛/钢复合板 (万元/吨)	3.80	4.60	5.00
金属纤维及制品 (元/平方米)	1350.00	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

	2010E	2011E	2012E
钛材 (%)	17.00	18.00	20.00
钛/钢复合板 (%)	14.00	16.00	20.00
金属纤维及制品 (%)	46.00	45.00	45.00

资料来源: 海通证券研究所

对于其他业务的分析我们按照稳定增长的方式进行预测。其中, 难熔金属业务年均增长率为 12%; 贵金属业务由于百万千瓦级核电用控制棒材料业务的快速发展, 我们预计年均增长率可达到 50% 或者更高; 其他业务基本保持稳定。

维持公司“增持”评级。在上述分析的基础上, 我们调整公司 2010 - 2012 年 EPS 分别为 0.27 元、0.67 元和 1.46 元。我们认为, 公司未来的业绩增长主要来自于新增业务和原有业务盈利能力的提升。综合考虑, 我们维持公司“增持”评级, 但看好公司长期发展前景。

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。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	116.54	73.64	29.58	13.51
P/B	4.06	3.84	3.48	2.90
P/S	4.40	2.15	1.55	1.20
EV/EBITDA	55.87	30.23	15.28	8.78

偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	1.21	2.29	2.35	1.89
借款/股东权益	0.74	1.74	1.72	1.28
已获利息倍数	2.24	2.13	4.83	10.02
流动比率	0.98	0.59	0.67	0.85
速动比率	0.57	0.24	0.28	0.37
现金比率	0.36	0.13	0.15	0.20

盈利能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	13.35	9.48	13.05	18.12
息税摊销折旧利润率	8.83	10.19	14.88	19.07
净利润率	3.78	2.92	5.24	8.87
净资产收益率	3.48	5.22	11.77	21.50
资产回报率	1.45	1.43	3.09	6.29
投资回报率	1.83	1.72	3.80	7.95

经营效率指标 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	6.28	10.47	10.90	11.36
存货周转率	1.41	1.90	2.00	2.02
总资产周转率	0.30	0.46	0.57	0.69
固定资产周转率	0.49	0.76	1.04	1.41

盈利增长 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	5.71	104.61	38.79	29.32
营业利润增长率	-38.71	70.89	252.96	133.86
EBIT 增长率	-18.79	78.54	135.87	106.00
EBITDA 增长率	20.38	135.94	102.69	65.82
净利润增长率	1.47	58.26	148.97	118.98

利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	78245.45	160098.01	222200.03	287349.07
营业成本	67801.08	144920.72	193202.92	235281.42
销售费用	756.66	1280.78	1777.60	2298.79
管理费用	5155.75	5603.43	7777.00	10057.22
财务费用	2013.52	3786.09	3932.61	3904.45
投资收益	0.16	0.16	0.16	0.16
营业利润	2497.75	4268.43	15065.65	35232.66
EBIT	4511.27	8054.35	18998.10	39136.94
折旧摊销	2399.90	8252.09	14054.21	15671.08
EBITDA	6911.16	16306.44	33052.31	54808.03
利润总额	5093.79	7364.46	18161.69	38328.69
所得税	617.40	883.74	2179.40	4599.44
少数股东损益	1521.50	1804.23	4339.19	8233.31
归属母公司的净利润	2954.89	4676.49	11643.09	25495.94
每股收益 (元)	0.17	0.27	0.67	1.46

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	26809.24	24014.70	33330.00	43102.36
应收款项	15659.31	21039.76	29082.09	37390.44
存货	30707.32	65214.32	86941.31	105876.64
流动资产	73216.50	110268.78	149353.41	186369.44
固定资产	118357.11	204253.07	216984.58	208654.50
总资产	204296.19	326008.76	377315.83	405518.15
应付帐款	19195.97	36230.18	48300.73	58820.36
长期借款	29000.00	32000.00	34000.00	37000.00
总负债	111801.83	227033.68	264696.71	264991.32
少数股东权益	7578.18	9382.42	13721.61	21954.92
股东权益	92494.36	98975.09	112619.12	140526.83
付息负债	68600.00	172581.85	193887.85	180022.22
每股净资产 (元)	4.86	5.13	5.66	6.79

现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	4476.39	6480.73	15982.28	33729.25
折旧摊销	2399.90	8252.09	14054.21	15671.08
营运资金变动	-7688.24	40915.35	22727.60	22855.77
经营活动现金流	828.76	-10118.72	20556.65	40221.20
固定资产投资	43592.56	93468.23	26276.65	6857.38
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	84259.17	93468.23	26276.65	6857.38
投资活动现金流	-40162.06	-92871.58	-26276.49	-6857.22
公司自由现金流	-70206.55	-119043.66	-18231.71	20398.44
股权自由现金流	-37776.02	-18393.57	-386.41	3096.89
债务变化	36000.00	103981.85	21306.00	-13865.63
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	53745.23	100195.77	15035.14	-23591.63
现金净流量	14411.58	-2794.54	9315.30	9772.36
每股经营性现金流 (元)	0.05	-0.58	1.18	2.30

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。