

行业景气度回升提升公司估值水平

——西部材料三季报点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件： 公司2010年10月29日公布3季报，季报显示公司前3季度营业收入11.60亿元，同比增长84.19%，归属于上市公司股东净利润2270.78万元，同比增长25.56%，实现每股收益0.13元。

投资要点：

- 第三季度实现营业收入4.7亿元，环比增加19.9%，归属于母公司净利润732.50万元、同比减少-35.07%。营业收入增加、而利润减少，主要原因在于营业成本增加幅度超过收入增长幅度（为21.66%）。而成本增速超过收入增速的原因我们判断可能原材料采购价格上涨所致。公司前三季度分别实现每股收益0.024、0.065、0.042元，销售毛利率8.47%、11.84%、9.25%，盈利能力基本稳定。
- **收购西部钛业，延伸钛产业链。**公司收购西部钛业100%股权收购，已形成较为完整的产业链。预计公司在2011年形成8000吨/年熔炼、3000吨/年板材、1000吨/年锻件、1000吨/年管材的生产能力和完整的钛材产业链。
- **钛行业景气度回升。**目前，国内民用钛材市场竞争激烈、市场容量趋于饱和，未来市场的增长点主要来自于航天、航空、军工、核电等新兴需求。伴随着国家航天大飞机项目的推进、核电中长期规划的出台、中国新一轮武器装备的升级、国产发动机研制成功、国际航空业的回暖，我国钛行业将迎来高速发展时期，公司所处的行业景气度回升，这将为公司带来重要的发展机遇，未来钛产业将成为公司未来利润增长的主要来源。
- **钛钢复合板，行业龙头。**随着国家环保政策的趋严，对火电机组安装脱硫设备的强制要求和一些鼓励政策，火电机组中安装有脱硫设施的机组容量，从2005年开始呈现了爆发性增长，到2009年投运和建成的脱硫设施容量已达到4.7亿千瓦，占火电机组比例大幅上升至72.19%。我们认为，未来节能减排大幅下降的空间已经很小，安装有脱硫设施的机组容量的增速将趋于平稳，对于钛钢复合板的需求也将趋于稳定。化工设备是钛钢复合板应用的另一重要领域，未来几年有望以较快速度增长。公司是国内最大的钛钢复合板生产企业，产品主要用于电厂烟气脱硫以及化工设备防腐。公司老生产线5000吨产能2009年产量7596吨，新生产线1万吨的产能今年部分投产。预计2010年共生产1.1万吨复合材料，2011年1.4万吨和2012年1.5万吨值得期待。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	782.45	1280.00	1876.00	2486.00
增长率(%)	5.71%	63.59%	46.56%	32.52%
归属母公司股东净利润	29.55	35.76	87.74	144.51
增长率(%)	1.47%	21.03%	145.33%	64.70%
每股收益(EPS)	0.169	0.205	0.502	0.828
每股经营现金流	0.163	-1.106	2.443	-0.275
销售毛利率	13.35%	13.49%	15.64%	17.06%
销售净利率	5.72%	4.23%	7.09%	8.81%
净资产收益率(ROE)	3.48%	4.09%	9.35%	13.85%
市盈率(P/E)	159.09	131.45	53.58	32.53
市净率(P/B)	5.54	5.27	5.01	4.51

西部材料 002149

2010-10-29

评级 推荐（维持）

目标价格

当前价格

28.24

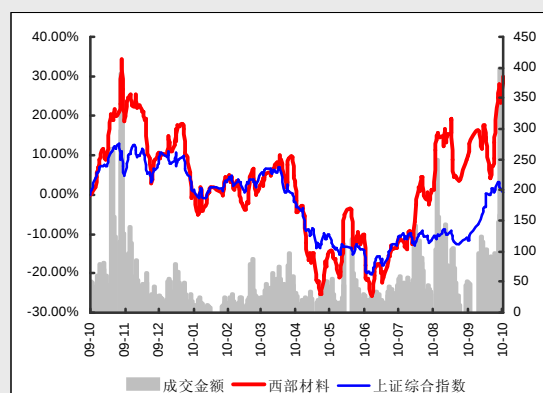
基础数据

总市值(百万)	2975.69
总股本/流通股本(百万)	174.63/137.13
流通市值(百万)	1239.66
每股净资产	4.99
净资产收益率	4.09

交易数据

52周内股价区间	15.35/29.89
10年市盈率	131.45
市净率	4.50

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com
	zzpforests@hotmail.com

相关报告

依托技术优势，开拓成长空间--西部材料调研
报告 2010-9-22

- I **金属纤维，盈利能力突出。**金属纤维及制品广泛应用于高温、高粘度、有腐蚀介质等恶劣条件下的过滤材料领域，随着中国的产业结构升级的加快，近几年来化工行业的投资大量增加，大型石化设备对过滤材料的需求较大，这为公司纤维毡的业务稳定增长提供了良好的基础。公司目前金属纤维生产能力30000M²，未来有望进一步增加至100000M²。该产品毛利率在40%以上，盈利能力突出。
- I **银铟镉控制棒，空间广阔。**我们预计到2020年将建成8000万千瓦-1亿千瓦核电装机容量。相比较2009年装机容量，将提升至10倍左右，可以认为未来十年将是核电大发展的黄金时期。公司是目前国内唯一可以生产百万千瓦级核电用银铟隔控制棒的企业，产品已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。未来十年将是核电迅速发展的黄金时期，且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，未来市场前景将十分广阔。我们预计该产品在2011年的订单5000万元左右，2012年获得订单1.5-2亿元，产品毛利率25%左右，则有望在明后两年贡献EPS分别为0.056元、0.226元。
- I 我们维持公司2010年、2011年、2012年EPS为0.205、0.502、0.828元不变，对应市盈率分别为131.45、53.58、32.53，鉴于公司强大的研发实力以及具有活力和竞争性的集团化战略管理模式，以及主要产品所面向的广阔市场需求前景，我们首次给予“推荐”评级。随着大飞机项目的逐步推进，公司股价有望迎来催化剂。

图表 1 盈利预测基本假设

主要产品产量	2010 年	2011 年	2012 年
钛材 (吨)	2200	3600	5000
钛钢复合板 (吨)	11000	14000	15000
金属纤维及制品 (平方米)	40000	80000	120000
银钨钼控制棒 (万元)		5000	20000
贸易 (万元)	50000	50000	50000
价格			
钛材 (万元/吨)	13	16	17
钛钢复合板 (万元/吨)	4	4.5	5
金属纤维及制品 (元/平方米)	1350	1500	1550
毛利率 (%)			
稀有金属复合材料及制品	18	18	18
钛制品	16	16	16
金属纤维及制品	42	42	42
贸易	5	5	5

图表 2 报表预测

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	552.81	740.21	782.45	1280.00	1876.00	2486.00
减: 营业成本	472.95	641.62	678.01	1107.36	1582.54	2061.88
营业税金及附加	1.36	1.89	1.52	2.49	3.64	4.83
营业费用	5.11	6.53	7.57	11.84	17.35	22.99
管理费用	20.30	32.13	51.56	62.30	91.31	121.00
财务费用	8.63	14.80	20.14	32.28	24.79	17.75
资产减值损失	-0.26	2.48	-1.31	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.72	40.75	24.98	63.74	156.37	257.55
加: 其他非经营损益	4.24	6.85	25.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	48.96	47.60	50.94	63.74	156.37	257.55
减: 所得税	4.30	1.73	6.17	9.56	23.46	38.63
净利润	44.66	45.87	44.76	54.18	132.92	218.92
减: 少数股东损益	15.77	16.75	15.22	18.41	45.18	74.41
归属母公司股东净利润	28.89	29.12	29.55	35.76	87.74	144.51
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	172.53	93.80	299.30	12.80	56.57	24.86
应收和预付款项	75.98	104.21	156.59	195.76	318.79	361.44
存货	161.68	173.16	307.07	349.39	588.77	633.55
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.08	0.08	5.00	5.00	5.00	5.00
投资性房地产	6.82	6.64	6.46	5.73	5.01	4.28
固定资产和在建工程	192.51	471.38	1183.57	1054.39	925.22	796.04

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

无形资产和开发支出	28.84	26.98	112.73	99.24	85.74	72.25
其他非流动资产	0.00	0.00	1.44	0.72	0.00	0.00
资产总计	638.45	876.26	2072.17	1723.03	1985.09	1897.41
短期借款	104.00	265.00	385.00	333.79	0.00	73.88
应付和预收款项	81.18	70.50	383.43	41.19	528.33	187.73
长期借款	30.00	61.00	290.00	290.00	290.00	290.00
其他负债	41.28	64.39	88.80	88.80	88.80	88.80
负债合计	256.46	460.89	1147.23	753.78	907.13	640.41
股本	91.42	91.42	174.63	174.63	174.63	174.63
资本公积	157.71	157.71	559.44	559.44	559.44	559.44
留存收益	74.44	103.01	115.09	140.99	204.51	309.15
归属母公司股东权益	323.57	352.13	849.16	875.06	938.58	1043.22
少数股东权益	58.42	63.24	75.78	94.20	139.37	213.78
股东权益合计	381.99	415.37	924.94	969.25	1077.96	1257.00
负债和股东权益合计	638.45	876.26	2072.17	1723.03	1985.09	1897.41
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	32.31	-17.73	28.42	-193.14	426.56	-47.97
投资性现金净流量	-52.34	-232.34	-401.62	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	125.29	177.68	537.45	-93.35	-382.79	16.26
现金流量净额	105.35	-72.39	164.25	-286.50	43.77	-31.71

请务必阅读正文之后的重要声明

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。