

“一大六强”打造新材料精品企业

西部材料（002149）调研报告

推荐（维持）

2010年11月24日

投资要点：

- ✧ **西部材料：金属新材料高新技术企业。**公司是国内规模较大、品种齐全的金属材料深加工生产基地之一，有五大业务：钛及钛合金材料、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，公司产品已广泛应用于航空、航天、核电、冶金、石化、化工、电力等领域。
- ✧ **以西部钛业为平台，做大钛业务。**全资子公司西部钛业已获得军工三大认证，具备了向航空航天、国防军工等单位供货的资质。5000吨钛材技改项目预计将在2011年底完成。完成后西部钛业将形成8000吨/年的熔铸能力，钛材生产能力为5000吨/年（其中3000吨钛板、1000吨钛管、1000吨钛锻件）。
- ✧ **钛钢复合板增长明确。**钛钢复合板被广泛应用在电厂烟气脱硫、化工防腐设备、核电设备中，公司钛钢复合板产能1.5万吨/年，为全国第一。公司的钛钢复合板符合核电用换热器的技术要求，可替代进口。预计2010-2012年产量分别为10000吨、14000吨、15000吨，保持快速增长。
- ✧ **核电用银铯镉控制棒是主要亮点。**该控制棒已经通过了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。我们认为，在“关键技术和关键设备国产化、进口替代政策鼓励下”的背景下，未来百万千瓦级核电用银铯镉控制棒材料将呈现爆发性增长，盈利前景也较为乐观。
- ✧ **给予推荐。**预计2010-2012年公司每股收益分别为0.2元、0.46元、0.68元，“十二五规划”对新材料的政策扶持、大飞机项目、核电发展、节能环保等对公司而言是长期利好因素。给予推荐评级。

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340107081298

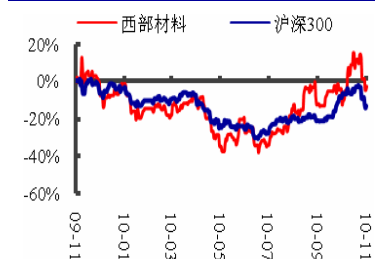
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2010年11月23日

收盘价(元)	24.64
总市值(亿元)	43.03
总股本(百万股)	174.63
流通股本(百万股)	137.13
ROE (TTM)	3.92%
12月最高价(元)	32.65
12月最低价(元)	15.35

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	782.45	1,604.03	2,165.44	2,706.80
同比%	5.71	105.00	35.00	25.00
归属母公司净利润(百万元)	29.55	35.05	80.11	118.03
同比%	1.47	18.60	128.58	47.35
毛利率%	13.35	9.50	12.50	13.50
ROE%	3.19	3.62	7.50	9.72
每股收益(元)	0.17	0.20	0.46	0.68
每股净资产(元)	4.86	5.54	6.11	6.95
市盈率(倍)	149.22	125.82	55.04	37.36
市净率(倍)	5.20	4.56	4.13	3.63

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

目录

1.西部材料：金属新材料高新技术企业	3
2.以西部钛业为平台，做大钛业务	4
2.1 钛：需求爆发前夜	4
2.2 以西部钛业为平台，做大钛业务	6
3.钛钢复合板增长明确	8
3.1 钛钢复合板应用领域前景良好	8
3.2 公司的钛钢复合板具备规模和技术优势.....	8
4.金属纤维毡保持高盈利水平	9
5.难熔金属材料 and 贵金属制品保持稳定，核电用银铟镉控制棒是主要亮点.....	10
6.盈利预测与投资评级	11
6.1 盈利预测	11
6.2 投资评级	12

插图目录

图 1：西部材料股权结构及控股子公司	3
图 2：我国钛材消费需求分布	5
图 3：空客公司航空订单	6
图 4：2010H 营业收入占比	7
图 5：2010H 毛利占比	7
图 6：西部材料与宝钛股份钛业务毛利率比较.....	8
图 7：公司稀有金属复合材料收入及占比	9
图 8：稀有金属复合材料毛利率走势	9
图 9：金属纤维材料收入占比和毛利率趋势.....	10
图 10：难熔金属材料 and 贵金属制品的收入占比和毛利率趋势.....	11

表格目录

表 1：西部材料主要产品及其用途	3
表 2：钛的特性和应用领域	4
表 3：美国单体战斗机和空客飞机钛消耗比例.....	6
表 4：波音公司对 2009-2028 年全球民航市场的预测.....	6
表 5：公司主要产品产量假设	12
表 6：公司利润预测表	12

1.西部材料：金属新材料高新技术企业

西部材料由西北有色金属研究院发起于 2000 年 12 月 28 日在西安高新技术产业开发区注册成立。2007 年 8 月在深交所挂牌上市。公司是国内规模较大、品种齐全的金属材料深加工生产基地之一，有五大业务：稀有金属复合材料及制品、钛及其制品、金属纤维及制品、难熔金属制品、贵金属制品，公司产品已广泛应用于航空、航天、核电、冶金、石化、化工、电力等领域。

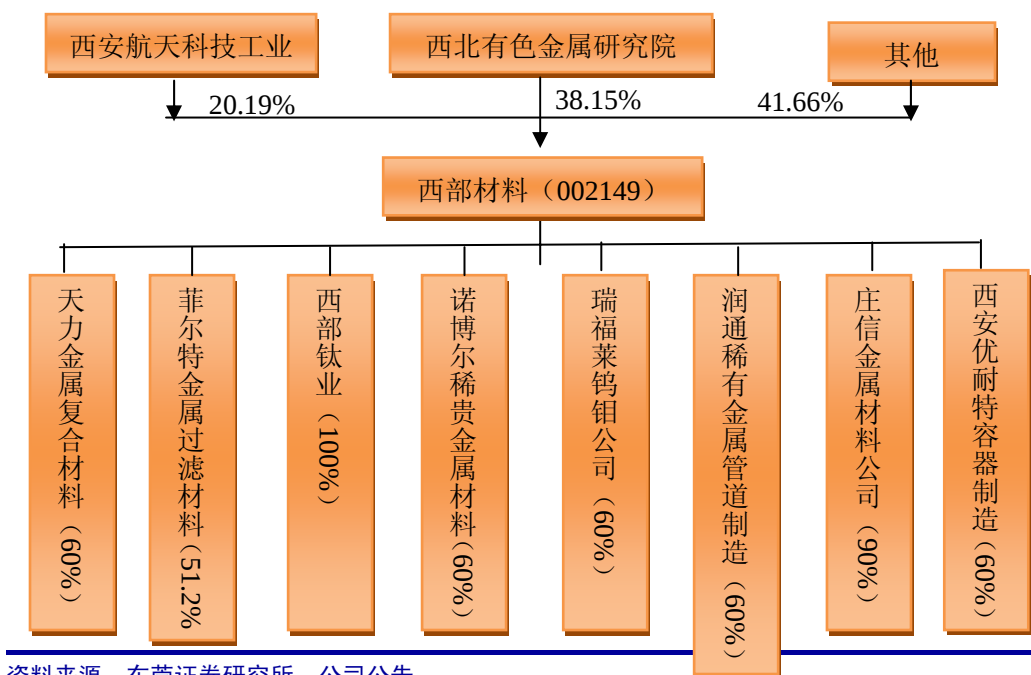
公司是陕西省高新技术企业，具备雄厚的研发技术，全资子公司西部钛业在 2009 年已通过“国军标认证”、“武器装备科研生产单位二级保密资格认证”、“武器装备科研生产单位生产许可证”等军工三大认证，具备了向航空航天、国防军工等单位供货的资质。贵金属制品业务中的百万千瓦级核电用银铟镉控制棒材在 2010 年上半年顺利通过了中广核组织的技术工艺鉴定、产品鉴定和合格供应商评定，为成功实现该产品的国产化打下基础。

公司 2009 年 5 月定向增发收购西部钛业股权，并引入了战略投资者——西安航天科技工业公司，使公司在航空航天、军工领域的地位和影响力迅速拓展，并为公司进入高端钛产品的应用市场提供了更为广阔的发展空间。

公司 2010 年实现改制，将原有事业部根据产业类型、产业关联度及地域性等特点，逐步改制成立控股子公司，由西部材料控股，若干技术骨干和高管人员参股，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。

公司发展战略定位于“一大六强”，即做大钛产业，做强稀有金属复合材料产业、金属纤维及制品产业，稀贵金属产业、稀有金属装备制造产业、稀有金属管道产业、钨钼材料产业。

图 1：西部材料股权结构及控股子公司



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

表 1：西部材料主要产品及其用途

系列产品名称	主要产品	主要用途
稀有金属复合材料及制品	钛/钢复合板	电力烟气脱硫、化工设备、航空、核电设备等
金属纤维及制品	铁铬铝纤维	汽车尾气净化等
	不锈钢纤维毡	化工行业过滤材料等
难熔金属制品	钨及钨合金制品	医疗、化工、军工等
	钽及钽合金制品	电子、化工、纺织、照明等
贵金属制品	金及金合金制品	航空、航天、电力、电子、电镀、胶片等
	银及银合金制品	航空、航天、电力、电子、电镀、胶片等

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

2. 以西部钛业为平台，做大钛业务

2.1 钛：需求爆发前夜

钛，化学元素符号为 Ti，属于难熔稀有金属。钛的化学结构十分稳定，具有高强的耐高温低温能力和耐腐性能力；钛的比强度高（抗拉强度/密度），纯钛和钛合金的比强度分别是低碳钢的 2.3 倍和 3.8 倍，是不锈钢的 1.8 倍和 3 倍。

因其良好耐高温低温性和抗腐蚀性，钛被广泛用于航空航天领域，被誉为“太空金属”；且被广泛应用于潜艇、船舶、海洋工程等领域而被称为“海洋金属”。随着钛的应用领域不断扩大，被广泛应用在生物技术、医疗器械、化工、石油、冶金、轻工、电力、海水淡化等工业生产中，被称为 21 世纪的战略金属。

表 2：钛的特性和应用领域

性质	应用领域
高比强度（密度小、比强度高）	航天、航空、航海领域，如飞机机体结构件、飞机发动机部件等；体育、旅游器械，如高尔夫球杆、球棍，汽车、自行车架、眼镜架等。
耐腐蚀性	核电站、核潜艇、船舶、海洋工程；化工中的氯碱、纯碱、石化、海水淡化、火电脱硫、屋顶建材等。
耐高温低温性	航天航空、制冷工业等。
生物相容性	人工骨、牙根、主动心瓣等各种医疗领域及福利器械。
记忆性	石油输油管路系统、宇航飞行器，医疗器械。
超导性	电力设备。

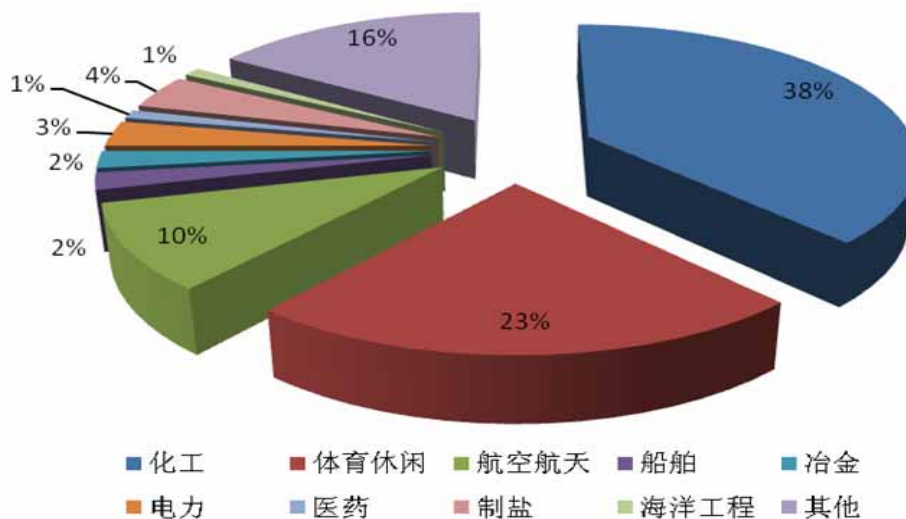
资料来源：东莞证券研究所、钛锆协会

钛及钛合金对一个国家的国防、经济及技术的发展发挥着重要的作用，钛应用量的多少和钛工业的发展水平已经成为一个国家综合实力强弱的重要标志。世界上仅有美国、俄罗斯、日本和中国掌握了完整的钛金属工业化生产技术。

从全球市场钛需求结构看，航空航天占据了钛需求的 50%以上。作为战略金属，美国、欧洲、俄罗斯 50%以上的钛材消费需求集中在航空航天领域；日本钛应用主要是民用，主要在化工、电力和海水淡化等领域。

中国当前钛材需求以民用为主，主要集中在石油化工业和体育休闲业，约占钛材消费量的 60%左右，而航空航天也是一个重要需求领域，约占 10%，随着我国大飞机工程的实施，航空航天未来对钛材的需求量大幅上升。

图 2：我国钛材消费需求分布



资料来源：东莞证券研究所、钛协协会

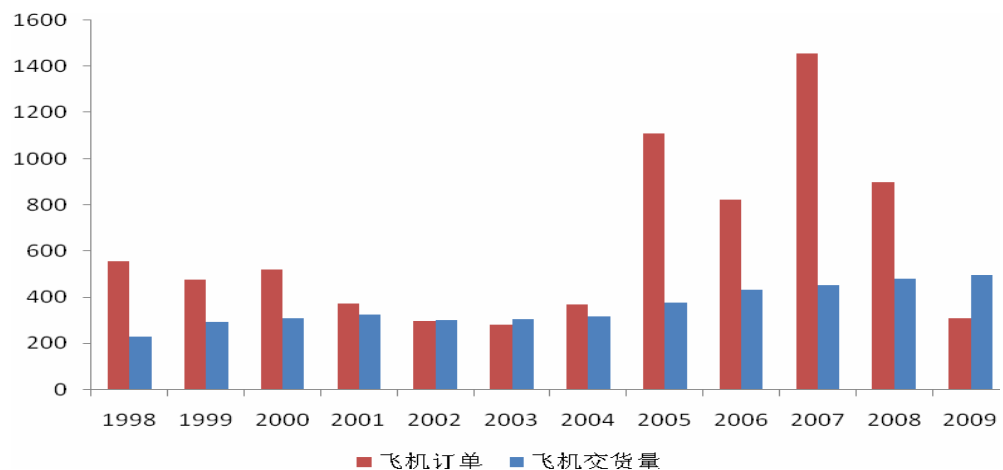
我们认为，目前的钛需求处于爆发前夜。

其一，2010 年中，波音 787 试飞成功，波音 777 和 747-8 的生产提速，随着航空业去库存化的完成，钛增量需求回暖可期。

其二，中国大飞机计划的实施将使钛需求增量保持快速增长，中国大型飞机 C919 大型客机计划 2010 年完成初步设计，2012 年完成详细设计，2014 年实现首飞，2016 年完成适航取证并投放市场，在今后 3 到 5 年要投入 600 亿元，总投资将达 2000 亿元，最终达到年产大飞机 150 架的规模。按照每架用钛量 30 吨计算，年增钛需求 4500 吨以上，占 2009 年中国钛产量的 7.25%；占高端钛材比重则在 20%左右。

其三，空客、波音以及美国新一代战斗机的单体使用钛量在不断增加，空客 A380 和波音 777 飞机用钛量占机体总重量的 10%，用钛量在 50 吨以上。根据波音公司发布的 2009-2028 年全球民航市场预测报告，预测 2009-2028 年未来 20 年间全球经济年均增长 3.1%，航空客运量年均增长 4.9%，航空货运量年均增长 5.4%，进而带动民用飞机需求量年均增长 3.2%。

图 3：空客公司航空订单



资料来源：东莞证券研究所、空客公司

表 3：美国单体战斗机和空客飞机钛消耗比例

美国战斗机用钛百分比 (%)					空客飞机钛合金消耗百分比 (%)		
机型	F/a-18	F/a-18	F/a-22	F/a-35	机型	钛合金	复合材料
服役时间	1986 年	2002 年	2005 年	2008 年	第三代 A320	4.5	5.5
复合材料	10	23	24	36	第四代 A340	6	8
钛合金	13	15	41	27	新研制 A380	10	25

资料来源：东莞证券研究所、《金属材料科学》

表 4：波音公司对 2009–2028 年全球民航市场的预测

增长预测	年均增长率 (%)	飞机机种	2008 年机群 (辆)	2028 年机群 (辆)	年均增长率 (%)
全球 GDP	3.1	大飞机	870	1,070	1.15
航空客运量	4.9	双过道飞机	3,510	8,080	6.51
航空货运量	5.4	单过道飞机	11,360	24,230	5.66
民用飞机需求量	3.2	喷气式飞机	3,060	2,220	-1.37
		合计	18,800	35,600	4.47

资料来源：东莞证券研究所、波音公司

2.2 以西部钛业为平台，做大钛业务

公司在 2009 年 5 月通过定向增发 2500 万股，收购西部钛业 97.78%股权，并斥资 5.037 亿元进行年产 5000 吨钛材技术改造项目。2010 年 5 月，公司完成了西部钛业剩余 2.22%股权的收购，使西部钛业成为公司的全资子公司。

公司定向增发引进战略投资者——西安航天科技工业公司（简称西航科技），使公司在航空航天、军工领域的地位和影响力迅速拓展，并为公司进入高端钛产品的应用市场提供了更为广阔的发展空间。据航天动力配股说明书资料显示，西安航天科技工业公司是上市公司航天动力（600343，SH）的控股股东，主营业务是液体火箭发动机、惯性器件及其相关的航天产品研究、设计、生产、销售，特种密封件的设计制造销售。截止 2009 年底西航科技的总资产为 21.42 亿元。西航科技的直接控制人为中国航天科技集团，

是国资委直属的大型企业集团，主营各类导弹、运载火箭、卫星等国防武器、国防设备 and 应用系统的研制、生产和销售，以及金属制品、机械设备、电子及通讯设备、汽车及零部件的研制、生产、销售。因而，中国航天科技集团间接持有公司 3525 万股股权，占比为 20.19%，为第二大股东。

西部钛业有限责任公司是从事钛及钛合金加工材生产的大型高新技术企业，成立于 2004 年 6 月，公司具有万吨级以钛为主的稀有金属加工材生产能力，2 万吨层状金属复合材和 20 万吨钢板的加工能力。产品广泛应用于航空、航天、航海、兵器、能源、化工、冶金、医疗、体育用品等行业，并远销欧美、日韩、东南亚等国家和地区。西部钛业在 2009 年已通过“国军标认证”、“武器装备科研生产单位二级保密资格认证”、“武器装备科研生产单位生产许可证”等军工三大认证，具备了向航空航天、国防军工等单位供货的资质。

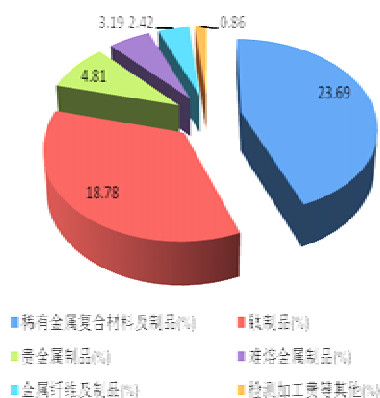
西部钛业 5000 吨钛材技改项目预计将在 2011 年底完成。完成后西部钛业将形成 8000 吨/年的熔铸能力，钛材生产能力为 5000 吨/年（其中 3000 吨钛板、1000 吨钛管、1000 吨钛棒）。其中，钛板中扣除约 1000 吨用于公司钛钢复合板的原料，约有 2000 吨钛板可以外销。

收购西部钛业后，公司的钛业务规模快速扩大，2010 年中期钛业务收入近 1.3 亿元，同比大幅增长了 287%；收入占比为 18.78%，仅次于稀有金属复合材料业务（钛钢复合板）；毛利率 15.59%，毛利占比 28.18% 仅次于稀有金属复合材料业务。

比较公司与宝钛股份钛业务盈利能力，西部钛业的毛利率显著高于宝钛股份，我们认为主要原因是公司的钛材生产技术先进，成本控制较好；且销售以高端市场为主，议价空间较大。

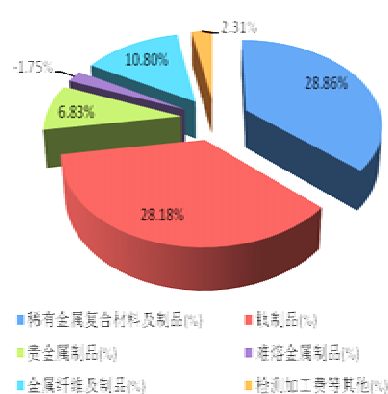
公司 2009 年钛材产量约为 1200 吨，我们预计 2010-2012 年钛材产量分别为 2100 吨、2800、4200 吨。未来公司将继续做大钛业务，随着中国大飞机项目的逐渐推进，公司有望获得一定份额的钛材订单，将受益明显。

图 4：2010H 营业收入占比



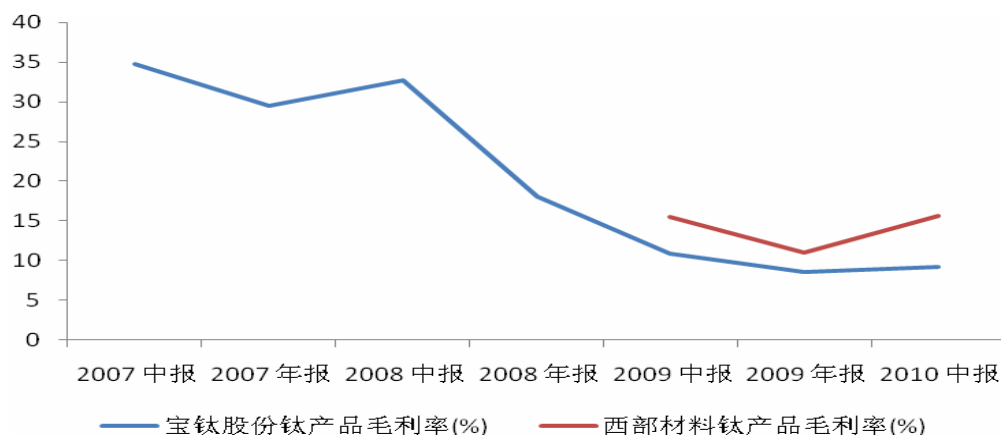
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 5：2010H 毛利占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 6：西部材料与宝钛股份钛业务毛利率比较



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

3. 钛钢复合板增长明确

稀有金属复合材料是公司的传统优势业务，其主要产品为钛/钢复合板及少部分钼/钢、锆/钢复合板。未来几年该业务增长比较明确，产能产量释放明显，需求也保持快速增长。

3.1 钛钢复合板应用领域前景良好

钛/钢复合板是将钛材和钢板通过爆炸复合及爆炸成型工艺，或者是直接轧制复合工艺而形成一体的复合材料，它不但具有钛材的耐高温和抗腐蚀性，而且具备钢板的高强度，并且价格也比钛材便宜很多。因此，钛钢复合板被广泛应用在电厂烟气脱硫、化工防腐设备、航空航天、核电设备中。

火电厂烟气脱硫是国家环保强制要求，从 2003 年开始，国家分阶段强制要求电厂上脱硫装置；由于在烟气脱硫过程中 SO_2 等硫化物会对脱硫装置内壁会产生较强的腐蚀性，因此对脱硫装置内壁材料的耐蚀性提出了较高的要求，在这方面钛材与原电厂脱硫用耐酸钢等材料相比具有不可比拟的优势；截至 2009 年底我国火电厂烟气脱硫设备安装率约为 75%，仍有近 25% 火电厂未安装脱硫装置。

化工防腐设备中，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。而金属材料钛完全不存在此问题，钛钢复合板广泛应用在腐蚀性较大的化工容器和运输管道中。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。

3.2 公司的钛钢复合板具备规模和技术优势

西部材料的钛钢复合板产品主要在控股子公司西安天力金属复合材料有限公司，具有不可比拟的规模优势和技术优势。

规模上，公司新增一条 1 万吨层状金属复合材料生产线，2010 年已经实现投产，目前钛钢复合板产能已经达到了 1.5 万吨/年，居国内首位；此外公司还有 3000 吨稀有金属装备制造生产线。

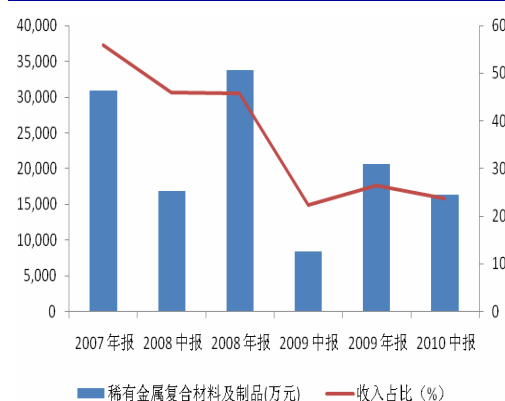
技术方面，公司钛钢复合板采用的是公司首创的爆炸复合及爆炸成型工艺，技术门槛和审批门槛高。稀有金属复合材料爆炸复合加工工艺是一门介于金属物理学、爆炸物理学和焊接工艺学之间的边缘学科，对于不同金属材料的物理和化学性能，以及炸药的配置技术需要有非常深入的了解。同时爆炸复合焊接需要现场爆炸，因此无法取得民用爆炸许可证的企业无法进行复合材料的爆炸焊接。此外，公司针对电站用大面积高性能钛/钢复合板的设计要求，自主研发出宽幅钛板的叠轧制备工艺，生产出适合电站所需的宽幅钛板，研制出可替代进口、单幅面积超过 15 平方米的高性能钛/钢复合板，产品可以满足我国电力和核电领域的应用和进口替代。

公司目前钛钢复合板约有 2/3 应用于火电厂烟气脱硫设备中，1/3 应用于化工设备防腐。我们认为前者未来几年将逐渐进入饱和期，增长速度将呈现平稳；而后者依然有很大的市场开拓空间。

而且，公司的钛钢复合板符合核电用换热器的技术要求，可替代进口。据了解，每百万千瓦级核电所需钛钢复合板约 6 块，每块约 20-30 吨，则总需 120 吨以上。核电中长期发展规划中指出，到 2020 年中国将争取将核电运行装机容量从 2009 年的 906.8 万千瓦大幅上升到 8600 万千瓦，增长 8.5 倍，未来十年核电复合增长率将达 25.31%，年均新增核电装机容量约 770 万千瓦，对应核电用钛钢复合板需求增量为 924 吨/年以上，市场空间很大。

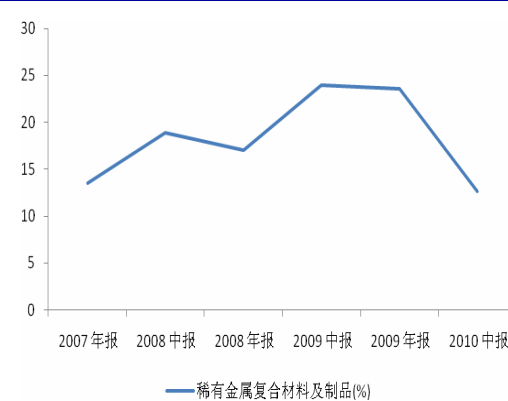
稀有金属复合材料是公司目前的主要收入和利润贡献点（剔除贸易业务），2010 年中期实现收入 1.63 亿元，收入占比为 23.69%；毛利率为 12.66%，毛利占比为 28.86%。2009 年公司钛钢复合板产量约为 6950 吨，预计 2010-2012 年产量分别为 10000 吨、14000 吨、15000 吨，保持快速增长。

图 7：公司稀有金属复合材料收入及占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 8：稀有金属复合材料毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

4. 金属纤维毡保持高盈利水平

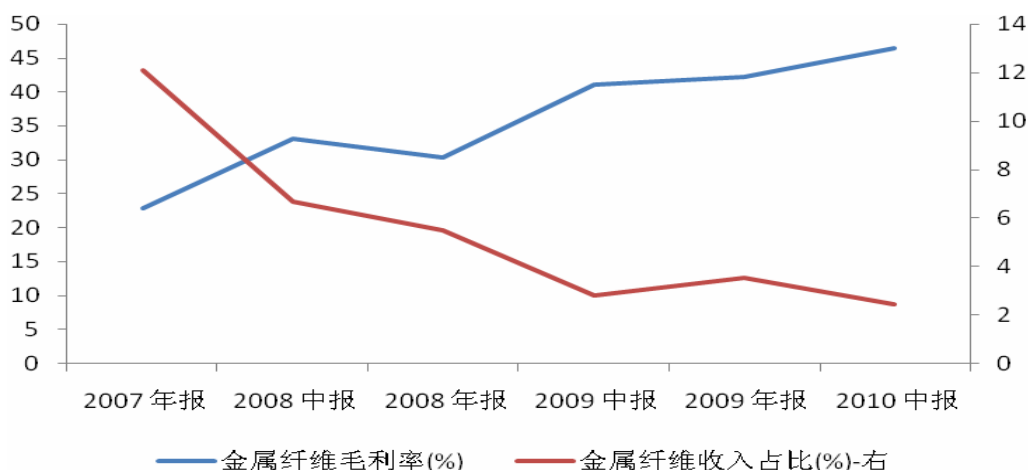
金属纤维是采用金属丝材复合组装，多次多股拉拔、热处理等一套特殊工艺制成，每股有数千、数万根，纤维丝径可达 1-2 微米，延伸率大于 10%。金属纤维不但具有金

属材料本身固有的一切优点，还具有非金属纤维的一些特殊性能。其表面积非常大，使得在内部结构、磁性、热阻和熔点等方面有着超常的效果，具有良好的导热、导电、柔韧性和耐腐蚀性，从而使其由传统材料变身为新材料，应用领域得到更大扩张。目前应用较为广泛的有用于中温过滤（450℃～550℃）的不锈钢纤维滤材和用于高温过滤（850℃～1100℃）的铁铬铝合金纤维滤材。

公司控股子公司菲尔特公司是我国产量最大的专业生产金属纤维及金属纤维过滤材料生产厂家，目前生产规模为金属纤维 120 吨（主要用于制造金属纤维毡，少量外销），金属纤维毡约 5 万平方米，以及多层金属烧结网约 3500 平米。尤其是金属纤维毡方面，公司则是国内唯一一家能规模化生产的企业。

公司的不锈钢金属纤维毡主要应用于化工领域的高温除尘和汽车尾气除尘，随着我国环保意识增强和对碳、硫排放的高标准，金属纤维毡依然具有良好的需求前景，公司的订单有望维持饱满。公司的金属纤维毡是现有业务中毛利率最高的，2010 年中为 46.43%，因而虽然收入占比仅有 2.52%，但毛利占比却达到了 10.8%。2009 年公司金属纤维毡销量约 2.6 万平米，我们预计未来 3 年销量将稳定在 5 万平米左右。我们认为未来几年金属纤维毡业务订单将保持饱满，毛利率也能维持较高水平，只是该业务占比不大，对公司业绩贡献不突出。

图 9：金属纤维材料收入占比和毛利率趋势



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

5.难熔金属材料 and 贵金属制品保持稳定，核电用银铟镉控制棒是主要亮点

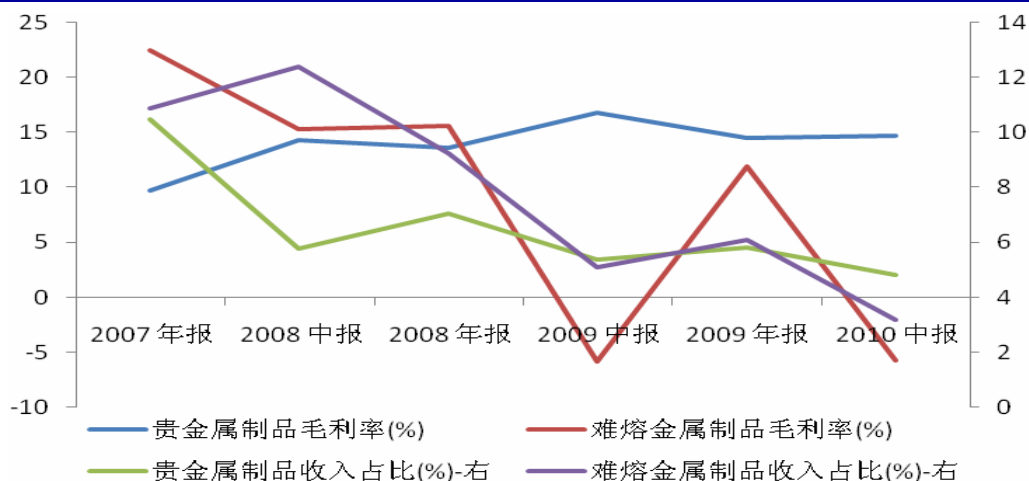
公司的难熔金属材料主要有钽铌材及其制品、钨钼材及其制品。公司的难熔金属材料规模较小，目前生产能力约有钽材 100 吨、钽材 20 吨、钼材 60 吨、高精密度钨片 10 吨，以及约 40 吨的钨钼合金等。高精度钨片是难熔材料中的一个重要产品，是国内独家生产企业，主要用于医疗设备的 CT 机，需求前景广阔；钨钼管是公司的另一个重要产品，主要应用于高压钠灯，随着城市照明工程的发展，可预见，公司钨钼管业务仍有较大的发展空间。

在技术升级和新兴产业政策背景下，公司这些难熔金属材料的下游需求前景大多比较光明。不过，由于公司没有上游原材料，受制于上游原料的涨价，而且主要以收取加工费经营模式，成本转嫁能力相对较弱，因而盈利能力较为薄弱。而且，难熔金属材料规模较小，对公司的收入和利润贡献都不明显。

贵金属制品主要是贵金属特种功能材料，广泛地应用于航空、航天、航海、导弹、火箭、原子能、微电子技术、化学、石油化工、玻璃纤维、废气净化及冶金工业中。公司的贵金属制品规模也较小，对利润贡献不明显。公司的贵金属制品航空、航天微型密封继电器用银镁镍合金，导航陀螺仪用铂钴永磁合金，电厂、码头、舰艇等用的海、淡水防腐用铂/铌、铂/钛复合阳极材料等产品目前国内具有一定优势。

贵金属制品中的百万千瓦级核电用银铟镉控制棒材料是未来主要亮点。该控制棒是公司历经数年研制而成，属于国内首创，2010 年上半年顺利通过了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。据了解，一台百万千瓦级的核电装置反应堆所需银铟镉控制棒约 1000 多只，而每只售价在 1 万元以上，也即一台百万千瓦级核电所需银铟镉控制棒的市场容量在 1000 多万元，而一只控制棒的使用寿命大概 10-15 年左右。上文已述，到 2020 年中国将争取将核电运行装机容量从 2009 年的 906.8 万千瓦大幅上升到 8600 万千瓦，增长 8.5 倍，未来十年核电复合增长率将达 25.31%，年均新增核电装机容量约 770 万千瓦。因而核电的高速发展为公司银铟镉控制棒提供了广阔的市场空间。我们认为，在“关键技术和关键设备国产化、进口替代政策鼓励下”的背景下，未来百万千瓦级核电用银铟镉控制棒材料将呈现爆发性增长，盈利前景也较为乐观。

图 10：难熔金属材料和贵金属制品的收入占比和毛利率趋势



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

6. 盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测

由于公司分类产品较多，我们对公司的盈利预测基于以下几点假设：1、假设公司金属纤维、难熔金属材料、贵金属制品等盈利水平保持稳定；2、预计未来 3 年钛钢复

合板、钛材产量如下表；3、盈利预测未考虑百万千瓦级核电用银铟镉控制棒材料的业务。

表 5：公司主要产品产量假设

主要产品产量	2009A	2010E	2011E	2012E
钛/钢复合板	6950	10000	14000	15000
钛材	1200	2100	2800	4200

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 16.04 亿元、21.65 亿元、27.07 亿元，净利润分别为 3505 万元、8011 万元、11803 万元，对应每股收益分别为 0.2 元、0.46 元、0.68 元。

表 6：公司利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	782.45	1604.03	2165.44	2706.80
营业总成本	757.48	1553.61	2029.80	2502.20
营业成本	678.01	1451.65	1894.76	2341.38
营业税金及附加	1.52	3.53	5.41	6.77
销售费用	7.57	12.83	16.24	20.30
管理费用	51.56	60.95	77.96	97.44
财务费用	20.14	19.83	35.42	36.30
资产减值损失	-1.31	4.81	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.98	50.42	135.65	204.61
加 营业外收入	26.40	15.00	15.00	15.00
减 营业外支出	0.44	5.00	5.00	5.00
利润总额	50.94	60.42	145.65	214.61
减 所得税	6.17	7.25	21.85	32.19
净利润	44.76	53.17	123.80	182.42
减 少数股东损益	15.22	18.13	43.69	64.38
归属于母公司净利润	29.55	35.05	80.11	118.03
最新总股本(万股)	17463.00	17463.00	17463.00	17463.00
基本每股收益(元)	0.17	0.20	0.46	0.68
市盈率(倍)	149.22	125.82	55.04	37.36

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

6.2 投资评级

公司五大业务均可归类为新材料，受益于政策扶持，尤其是高端钛板钛管、核电用钛钢复合板、百万千瓦级核电用银铟镉控制棒和金属纤维毡，在各自的领域中均有很强

的竞争优势，市场需求前景也很广阔。“十二五规划”对新材料的政策扶持、大飞机项目、核电发展、节能环保等对公司而言是长期利好因素。

短期估值偏高，但考虑到公司业务属于新材料，受益政策鼓励和支持，未来发展空间广阔，给予推荐评级。

风险因素：原料成本上涨过快、订单低于预期。

利润表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	782.45	1,604.03	2,165.44	2,706.80
营业成本	678.01	1,451.65	1,894.76	2,341.38
营业税金及附加	1.52	3.53	5.41	6.77
销售费用	7.57	12.83	16.24	20.30
管理费用	51.56	60.95	77.96	97.44
财务费用	20.14	19.83	35.42	36.30
资产减值损失	-1.31	4.81	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.98	50.42	135.65	204.61
利润总额	50.94	60.42	145.65	214.61
减 所得税	6.17	7.25	21.85	32.19
净利润	44.76	53.17	123.80	182.42
减 少数股东损益	15.22	18.13	43.69	64.38
归母公司净利润	29.55	35.05	80.11	118.03
资产负债表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	268.09	585.93	213.39	72.23
应收账款	116.26	208.52	281.51	351.88
预付账款	9.12	29.03	37.90	46.83
存货	307.07	481.21	649.63	812.04
其它	31.62	36.04	41.65	47.07
流动资产合计	732.16	1,340.74	1,224.08	1,330.05
长期股权投资	5.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	541.43	885.35	1,235.80	1,373.79
长期待摊费用	1.44	0.00	0.00	0.00
其它	762.93	103.42	99.80	96.31
非流动资产合计	1,310.80	988.77	1,335.60	1,470.10
资产总计	2,042.96	2,329.51	2,559.68	2,800.16
短期借款	385.00	481.21	433.09	541.36
应付账款	191.96	145.16	189.48	234.14
预收款项	23.37	43.55	56.84	70.24
其它	150.60	291.05	379.89	469.43
流动负债合计	750.94	960.97	1,059.30	1,315.18
长期借款	290.00	401.01	433.09	270.68
其它	-183.44	-33.92	-32.08	162.41
非流动负债合计	106.56	367.08	401.01	433.09
负债合计	1,118.02	1,361.98	1,492.39	1,585.86
实收资本	174.63	174.63	174.63	174.63
资本公积	559.44	559.44	559.44	559.44
留存收益及其它	190.87	233.53	333.30	480.31
所有者权益合计	924.94	967.60	1,067.37	1,214.38
负债和权益总计	2,042.96	2,329.58	2,559.76	2,800.23

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

现金流量表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	44.76	53.17	123.80	182.42
折旧与摊销	22.34	75.80	117.57	166.50
财务支出	21.96	19.83	35.42	36.30
投资损失	-0.00	0.00	0.00	0.00
净营运资本变动	-80.77	-176.98	-109.44	-99.52
经营活动现金流	8.29	-28.17	167.36	285.69
资本支出	-401.70	169.14	-464.39	-301.01
其它投资	0.08	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-401.62	169.14	-464.39	-301.01
股权融资	489.75	0.00	0.00	0.00
债券融资	834.53	207.22	-16.04	-54.14
股利分配及其它	-49.49	-30.35	-59.45	-71.71
筹资活动现金流	1,274.79	176.87	-75.49	-125.84
货币资金净变动	881.45	317.84	-372.53	-141.16
主要财务比率				
科目	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力(YOY)				
营业收入	5.71%	105.00%	35.00%	25.00%
营业利润	-38.71%	101.88%	169.02%	50.84%
归母公司净利润	1.47%	18.60%	128.58%	47.35%
盈利能力				
销售毛利率	13.35%	9.50%	12.50%	13.50%
销售净利率	3.78%	2.18%	3.70%	4.36%
ROE	3.19%	3.62%	7.50%	9.72%
ROIC	7.56%	2.40%	3.60%	7.52%
偿债能力				
资产负债率	2.40%	3.60%	7.52%	10.11%
流动比率	0.98	1.40	1.16	1.01
速动比率	0.57	0.89	0.54	0.39
营运能力				
资产周转率	0.53	0.73	0.89	1.01
存货周转率	2.82	3.68	3.35	3.20
应收账款周转率	8.04	9.88	8.84	8.55
每股指标				
每股收益	0.17	0.20	0.46	0.68
每股经营现金流	0.05	-0.16	0.96	1.64
每股净资产	4.86	5.54	6.11	6.95
每股股利	0.00	0.06	0.14	0.20
估值指标				
PE	149.22	125.82	55.04	37.36
PB	5.20	4.56	4.13	3.63
EV/EBITDA	74.35	32.59	17.04	12.07

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn