

日期: 2010 年 11 月 30 日

行业: 有色金属冶炼及压延加工业



李华铮

021-53519888-1909



lihuazheng@sigchina.com

证书编号: S0870210010164

基本数据 (Y10Q3)

报告日股价 (元)	24.70
12mth A 股价格区间 (元)	15.45/29.89
总股本 (百万股)	174.63
无限售 A 股/总股本	78.52%
流通市值 (百万元)	3386.86
每股净资产 (元)	4.95
PBR (X)	4.99
DPS (Y09, 元)	不分配

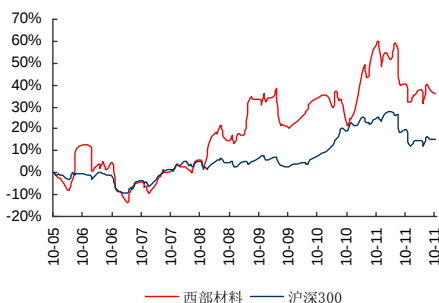
主要股东 (Y10Q3)

西北有色金属研究院	38.15%
西安航天工业科技公司	20.19%
浙江省创业集团有限公司	5.26%

收入结构 (Y10H1)

稀有金属复合材料	23.69%
钛制品	18.78%
贵金属制品	4.81%
抵消	4.51%
难熔金属制品	3.19%
金属纤维及制品	2.42%
检测加工费	0.81%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LHZ10-CT01

相关报告: 《2011 年钛行业投资策略: 新一轮景气周期有望来临》

《西部材料 2010 年半年报点评: 看好公司未来发展潜力》

首次报告日期: 5 月 27 日

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

钛业新贵, 正在启程

■ 主要观点:

产能扩张, 公司钛产品极具潜力。

在收购了西部钛业后, 钛产品成为公司发展的重点。年产 5000 吨钛材技改项目达产后, 钛锭产能将由原来的 3000 吨增加至 8000 吨; 钛材产能有望增加值 5000 吨。另外公司稀有难熔金属板带材生产线二期项目已经建成投产, 预计将增加 1 万吨钛钢复合板轧制产能、15 万吨中厚板的产能。2011 年公司开始步入产能投放期, 未来业绩有望大幅增长。

行业有望步入新一轮景气周期。

钛行业低迷期时间已经很长。近期航空订单上升, 化工产品价格上涨, 需求呈现好转的迹象, 新一轮的景气周期有望来临。景气回升预计主要由需求拉动, 下游加工材有望更加收益。高端钛材领域竞争环境较好, 西部材料在高端钛材领域具有优势, 有望显著受益于行业景气周期的来临。

管理模式改变助力公司发展。

公司对各产业的管理模式进行了调整, 集团化战略管控的制度体系已基本建成。各控股公司吸收核心管理、技术人员入股。钛行业是竞争较为激烈的制造行业, 管理和技术对公司发展具有决定性影响。公司管理模式改善有望助力公司发展。

公司将受益大飞机以及高端制造业的发展。

高端制造业是未来发展的方向, 高端制造业的发展将带来大量钛材需求。国产大飞机项目发展前景良好。公司中长期将受益大飞机及高端制造业的发展。

■ 投资评级:

未来六个月内, 维持“超强大市”评级

公司正处于产能建设期, 我们看好公司在钛产品领域的发展前景。明年钛行业有望步入复苏期, 我们预测, 2010、2011、2012 年公司 EPS 分别为 0.23 元、0.80 元和 1.35 元。公司属于国家重点支持的高科技新材料产业, 受益于中国高端制造业的发展, 应该给予更高的估值, 当前公司估值偏低。我们维持公司未来 6 个月“超强大市”评级。

目 录

一、公司基本分析.....	5
1、强势的股东背景.....	5
2、经营管理模式改变助力公司发展.....	5
3、钛产品是公司主打.....	6
4、公司产能持续扩张.....	8
5、技术是公司最重要的竞争优势.....	9
二、行业基本分析.....	9
1、钛—未来金属.....	9
2、需求—潜力无限.....	10
3、产业结构—越下游越优势.....	12
4、新一轮景气周期有望来临.....	13
三、盈利预测及估值比较.....	17
1、盈利预测.....	17
2、估值比较.....	20
四、投资评级及风险因素.....	21
1、投资评级—“超强大市”.....	21
2、风险因素.....	21

图 表

图 1 公司有色金属行业收入构成	6
图 2 公司主营业务收入构成	6
图 3 公司收入	7
图 4 公司毛利	7
图 5 公司有色金属行业综合毛利率	7
图 6 稀有金属复合材料产品毛利率	7
图 7 钛产品毛利率	7
图 8 金属纤维产品毛利率	7
图 9 稀有难熔制品毛利率	8
图 10 贵金属制品毛利率	8
图 11 2008 年中国钛需求分布	11
图 12 2008 年世界钛需求分布	11
图 13 钛行业产业链	12
图 14 中国海绵钛供给占比的变化	13
图 15 2003-2010 年海绵钛价格（美元/公斤）	14
图 16 2009-2010 年国内海绵钛价格（万元/吨）	14
图 17 美国钛材出货量	14
图 18 全球钛材出货量（除中国和俄罗斯）	14
图 19 空中客车飞机订单（单位：架）	15
图 20 各种型号民航客机用钛量（单位：吨/架）	15
图 21 大型飞机交货量预测（单位：架）	15
图 22 全球民机飞机交货量预测	16
图 23 全球钛材需求预测	16
图 24 国内纯碱价格	17
图 25 国内离子膜烧碱价格	17
图 26 公司钛产品综合毛利率预测	18
图 27 公司钛钢复合板毛利率预测	18
表 1 公司下属子公司情况	5
表 2 公司产能情况	8
表 3 钛金属的特点	9
表 4 钛与其他金属的物理特性比较	10
表 5 几种常见合金的比强度比较	10
表 6 钛需求领域的拓展历史	10
表 7 部分工业领域钛材用量	11
表 8 海绵钛企业增产计划（2008 年统计）	13
表 9 大型民航机用钛比例	15
表 10 西部材料关键假设	17

表 11 西部材料损益简表预测（单位：百万元人民币）	18
表 12 西部材料损资产负债表预测（单位：百万元人民币） .	19
表 13 西部材料损现金流量预测（单位：百万元人民币）	19
表 14 西部材料业绩及估值指标.....	19
表 15 部分重要钛业公司 2008.2009 年钛材产量、净利润、市值 比较.....	20
表 16 国际同行业上市公司估值比较	20
表 17 国内同行业上市公司估值比较	21

一、公司基本分析

1、强势的股东背景

公司控股股东西北有色研究院，成立于 1965 年，隶属于陕西省财政厅。西北有色金属研究院是国内领先的稀有金属研究机构，稀有金属技术先进，拥有大量的专利。西北院有 10 家和控股和参股公司。西部材料是西北院唯一一家上市公司。公司通过定向增发引入了西安航空工业公司作为其第二大股东。西安航天在航天、军工领域拥有独特的行业地位及行业影响力，可以协助公司迅速开拓和进入相关高端钛材应用市场。大股东的科研力量和二股东的行业影响力使公司在行业内拥有独一无二的地位。

2、经营管理模式改变助力公司发展

公司是稀有金属复合材料为主，包括多种稀有金属品种加工公司，在 2009 年收购西部钛业后，成为以钛加工和稀有金属复合材料为主的公司。公司拥有钛、复合材料、钽、铌、钨、钼、金属纤维、金属容器及贸易等众多金属品种和业务领域，为适应多金属多业务的公司结构，公司对管理模式进行集团化调整，原有的几个事业部已经分别改制为控股公司，目前共计 8 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的积极性和创造性。各子公司专注于其各自的业务领域，可以做到专业化与集团公司的协同效应双重优势。

当前在 8 家控股公司中西部钛业和天力复合材料公司是公司最重要的两家控股公司，公司未来将以钛金属作为业务的重点。其他公司各有特色，菲尔特金属过滤公司和诺博尔稀贵金属材料公司毛利率持续上升，贡献稳定的利润。

表 1 公司下属子公司情况

下属子公司	行业	股权	详情
西部钛业	钛制品	100%	西部钛业主营钛锭及钛加工材，收购时只有 3000 吨钛锭产能，募集资金进行 5000 吨钛材技改项目，未来的产能为 8000 吨钛锭和 5000 吨钛材。
天力复合材料	金属复合材料	60%	主营稀有金属复合材料产品，IPO 时产能为 5000 吨钛钢复合板，在建层状复合材料项目 10000 吨，总产能 1.5 万吨。
诺博尔稀贵金属	稀贵金属制品	60%	公司是今年上半年新设立的公司，将西部材料难熔金属制品部分资产

属				和贵金属制品资产放入诺博尔是上半年新设立公司。难熔金属方面拥有钨片、钨棒、钨管等产能 40 吨；贵金属制品方面，拥有贵金属制品产能 20 吨。
菲尔特金属过滤	金属纤维产品	51%		主营金属纤维和金属纤维毡，烧结网，拥有金属纤维 120 吨，金属纤维毡 3 万平方米，多层烧结网 3500 平方米产能。
优耐特容器制造	稀有金属容器制造	60%		主要产品为钛、钽、钨、镍、铌制容器制品。
庄信金属材料	贸易	90%		主营贸易。
西安瑞福莱钨钼	钨钼材料	60%		主营钨钼材料。
西安润通稀有金属管道	稀有金属管道	60%		主营稀有金属管道，主要是钛制管道。

资料来源：公司招股说明书，公司公告

3、钛产品是公司主打

公司主要盈利来源于有色金属行业。公司 2007-2009 年有色金属营业收入稳定，2010 年上半年由于西部钛业的并表，有色金属产品收入增长。公司有色金属产品中，钛产品和稀有金属复合材料（钛钢复合板）占最主要部分，2010 年上半年分别占 35%和 44%。钛相关产品是公司的现在和未来的主导产品。

公司钛制品 2010 年毛利率提升，钛钢复合板的毛利率在 2006-2009 年持续上升，2010 年上半年毛利率有所下降。但随着公司钛钢复合板轧制产能的释放，公司钛钢复合板的毛利率水平将显著上升。

图 1 公司有色金属行业收入构成

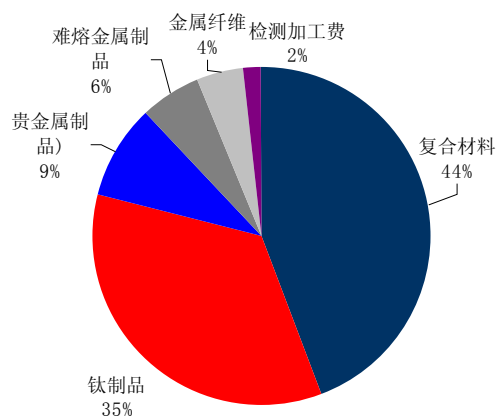
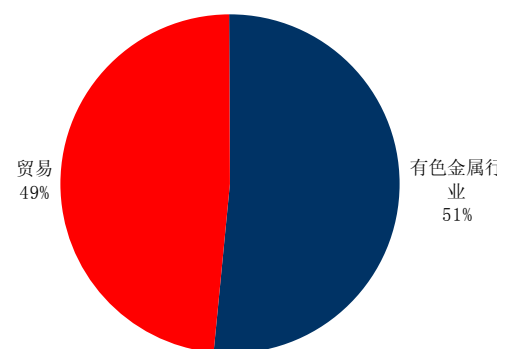


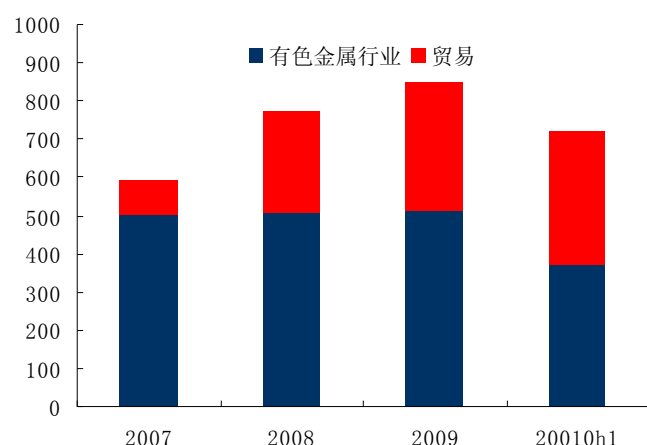
图 2 公司主营业务收入构成



数据来源：公司 2010 年半年报

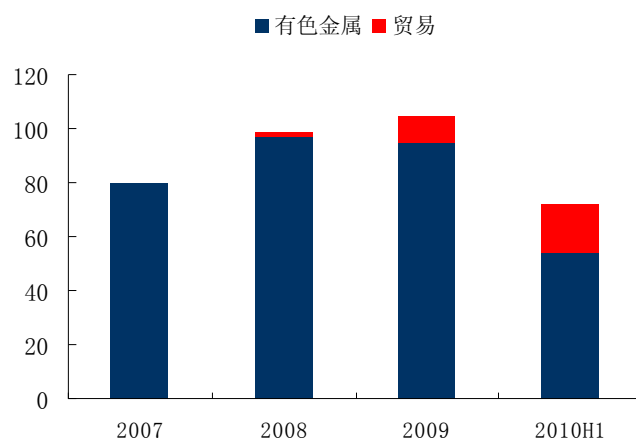
数据来源：公司 2010 年半年报

图 3 公司收入



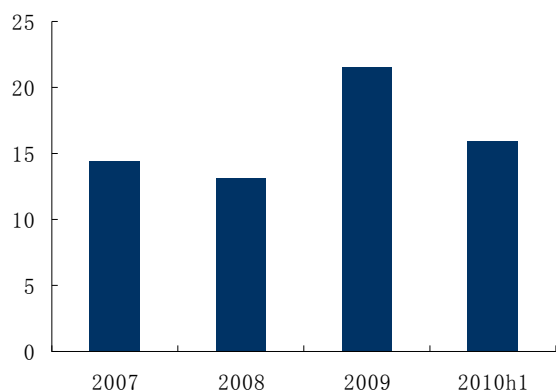
数据来源: Wind, 上海证券

图 4 公司毛利



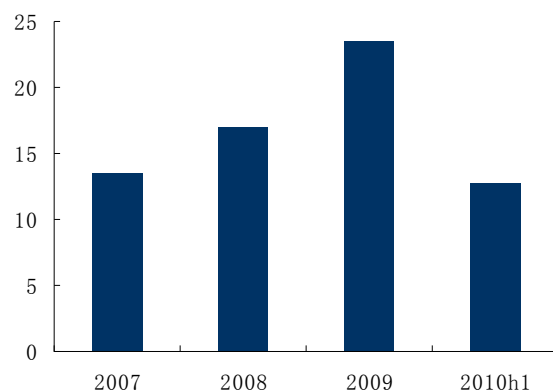
数据来源: Wind, 上海证券

图 5 公司有色金属行业综合毛利率



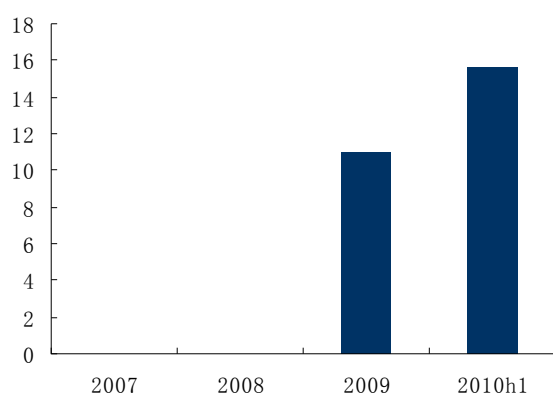
数据来源: Wind, 上海证券

图 6 稀有金属复合材料产品毛利率



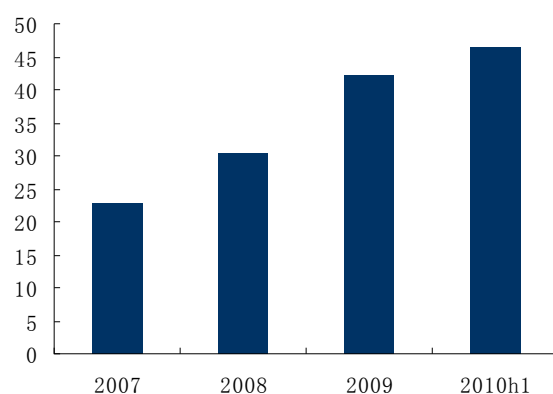
数据来源: Wind, 上海证券

图 7 钛产品毛利率



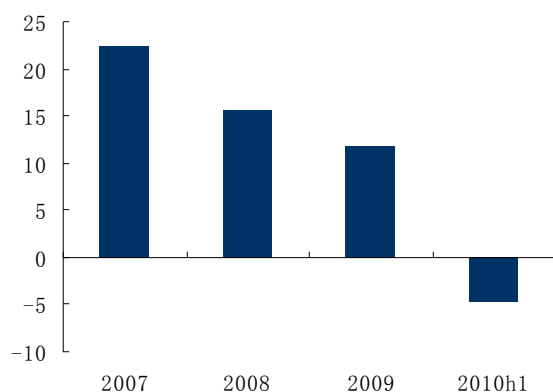
数据来源: Wind, 上海证券

图 8 金属纤维产品毛利率



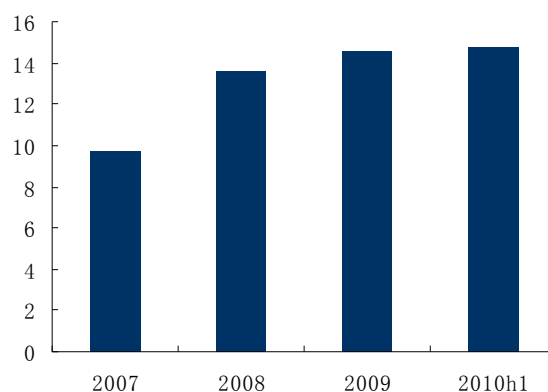
数据来源: Wind, 上海证券

图 9 稀有难熔制品毛利率



数据来源: Wind, 上海证券

图 10 贵金属制品毛利率



数据来源: Wind, 上海证券

4、公司产能持续扩张

公司上市时的主要产品为稀有金属复合材料（主要是钛钢复合板）和稀有难熔制品。公司 IPO 时拥有 5000 吨钛钢复合板产能，正在建设层状金属复合材料项目，合计产能 1.5 万吨（均为爆炸产能，爆炸后的轧制交给宝钛加工）；钨片、钨棒、钼管产能 40 吨；金银制品 20 吨；金属纤维 120 吨。公司 IPO 项目，难熔金属板带材一期工程产能 1650 吨，其中 1500 吨为钛材。难熔金属板带材二期工程增加了 1 万吨的钛钢复合板的轧制产能和 15 万吨中厚钢板产能。收购西部钛业拥有 3000 吨钛锭产能，进行 5000 吨钛材技改项目后，产能将扩张为 8000 吨钛锭和 5000 吨钛加工材（3000 吨钛板、1000 吨钛管和 1000 吨锻件）。

表 2 公司产能情况

项 目	IPO时产能	新增产能				总产能
		难熔金属板带材一期	难熔金属板带材二期	收购西部钛业	5000吨钛材技改项目	
钛锭	--	--	--	3000吨	5000吨	8000吨
钛加工材	--	钛及钛合金板 1500吨	--	--	3500吨	5000吨
钛钢复合板	5000吨，在建 10000吨，合计 1.5万吨（均为 爆炸产能）	--	1万吨轧制产 能	--	--	1.5万吨
中厚钢板	--	--	15万吨	--	--	15万吨
钨钼铌锆等 难熔金属制	钨片、钨棒、 钼管等产能40	钼铌及其合金 板120吨，锆及	--	--	--	200吨

品	吨	铝合金板40吨				
贵金属制品	20吨	--	--	--	--	20吨
金属纤维及纤维毡	纤维120吨, 毡3万平方米, 网3500平方米	--	--	--	--	纤维120吨, 毡3万平方米, 网3500平方米

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

5、技术是公司最重要的竞争优势

公司的最重要的优势是技术优势。母公司从事了半个世纪稀有金属材料的研究, 具有大量的技术储备和人才。公司的钛钢复合板已经应用在了核电领域, 公司与三大核电公司均具有业务往来, 钛钢复合板已经可以做到进口替代(取代了美国 DMC 的位置)。随着公司钛加工材的投产, 预计公司在核电用钛材领域将占据主导地位。另外, 公司 2009 年取得了军工认证, 相信公司在军工钛材市场将大有作为。以公司的技术能力, 同样有望供应国产大飞机用钛材。

二、行业基本分析

1、钛—未来金属

钛具有众多优异的性能。钛熔点高、密度小、强度高, 耐腐蚀、高低温性能好, 且具有生物相容性, 是航空、海洋、化工和医疗等领域的理想材料, 由于很多现有主流材料, 是应用领域多属于高端制造业, 需求前景巨大。资源非常丰富, 具备成为铝、铁一样大宗金属材料的潜力, 被成为未来金属。虽然钛材料性能好, 但钛材料相比普通金属材料价格高, 基本上越富裕的社会应用钛越多, 也被称为贵金属。

表 3 钛金属的特点

序号	特性	详细
1	熔点高	钛的熔点为 1668℃, 是轻金属中高熔点金属。
2	密度小	钛的密度是 4.51g/cm ³ , 仅为铁的 57.4%。
3	强度高	钛合金的比强度可以达到 29, 高于高强钢和铝合金。
4	耐腐蚀性好	常温下, 钛在 5%以下的硫酸、盐酸、磷酸中有较好的耐腐蚀性, 在海水中基本不被腐蚀。所以钛被应用于脱硫脱酸等环保设备和舰船和海洋工程中
5	高低温性能好	钛合金的工作温度向上可达 700-800℃, 向下可达零下 253℃, 钛适合作为极端环境下的材

料。

6	无磁性	钛具有无磁性的特点，可以躲避一些磁性供给武器，是军事工业，尤其是潜艇的理想材料。
7	具有形状记忆性	铌钛合金是很好的形状记忆材料
8	吸氢特性	钛是优良的吸氢储氢材料，是氢燃料电池的良好材料，储氢性能好于稀土材料。
9	低阻尼特性	声波在台中传播阻尼小
10	生物相容性	钛与人体有较好的相容性，在医疗中游大量应用，适合作为人工关节和血管支架等

资料来源：《钛材料及其应用》，日本钛业协会

表 4 钛与其他金属的物理特性比较

性能	Ti	Mg	Al	Fe	Cu
熔点/℃	1665	650	660	1535	1083
密度/(g/cm ³)	4.51	1.74	2.70	7.86	8.94
热导率/(cal/cm.s.℃)	55.4	4.40	2.68	10.0	1.72
比热容/(cal/g.℃)	0.126	0.245	0.211	0.109	0.093
线膨胀系数/(×10 ⁶ ℃ ⁻¹)	8.9	25.7	24.0	11.9	16.4
弹性模量(kgf/mm ²)	11200	4500	7250	20000	12250

资料来源：《钛合金在俄罗斯航空和航天上的应用》

表 5 几种常见合金的比强度比较

合金	镁合金	铝合金	LY12铝合金	高强度	30钢	钛合金	Ti-6Al-4V
比强度	16	21	16.7	23	14.1-15.4	29	26.4

资料来源：钛工业进展

2、需求—潜力无限

钛应用的历史较短，仅从 40 年代开始少量应用，不过钛的需求领域的拓展速度很快，至今钛需求已经遍及航空航天、能源、化工、冶金、汽车、海洋设备、建筑、武器、日用品等方方面面。二十一世纪，钛的需求已经拓展至太阳能汽车、燃料电池核燃料处理等尖端领域。当前钛的主流应用领域是 80 年代之前拓展的领域。90 年代和二十一世纪的拓展的需求领域还没有大规模应用。钛的应用仍然有广阔的前景。

表 6 钛需求领域的拓展历史

年代	需求领域拓展
40 年代	飞机发动机、飞机机身
50 年代	火箭、人造卫星、化纤设备、体育快艇
60 年代	板式热交换器、醋酸设备、尿素设备、医疗用红外线装置、双轮车
70 年代	钟表、眼镜、食品机械、超弹性器材、碱电极、对苯二甲设备、钓具
80 年代	火力发电、原子能发电、海水淡化、造纸纸浆设备、铜箔膜滚筒、尿尿处理装置、排烟脱硫

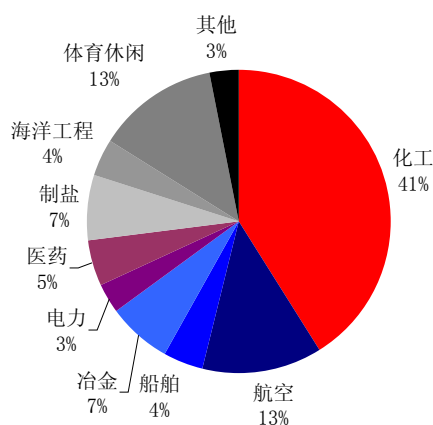
	装置、超真空装置、随身装饰品、屋盖板、轮椅、牙科用材料、照相机壳体、形状记忆装置、四轮车、自行车、快艇、磁悬浮列车、外包装材料、海底隧道五金器具、堰水栅
90 年代	大型飞机、超导电线圈、超导电动船、快艇巡逻艇、防腐蚀内衬材、汽轮机叶片、对阴极材料、烹调餐饮用具、核磁共振摄像装置、钛铝基耐热合金、携带用天线
二十一世纪	太阳能汽车、燃料电池、核燃料处理、海洋温差发电、氢吸收储存、钢筋混凝土防腐蚀、精密移动装置、超纯水制造、上水道用药品储存箱、漆器、超弹性钛

资料来源：《钛材料及其应用》，日本钛业协会

当前，全球钛需求中最重要的领域是航空，根据美国 TIE 公司的统计，除俄罗斯和中国全球钛需求的 46%来源于航空工业，43%来源于工业，9%来源于军工，2%来源于新兴市场。

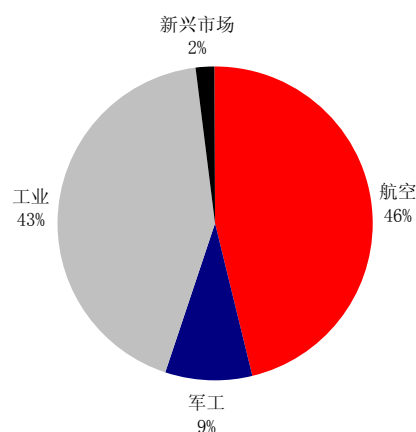
中国的钛需求中主要是工业需求，其中化工需求占比超过 40%，中国航空工业较小，航空需求仅占 10%左右。化工领域需求中，氯碱化工占比最大。

图 11 2008 年中国钛需求分布



数据来源：钛工业进展

图 12 2008 年世界钛需求分布



数据来源：钛工业进展

在中国我未来海水淡化、天然气和核电等工业领域有巨大的需求潜力。

表 7 部分工业领域钛材用量

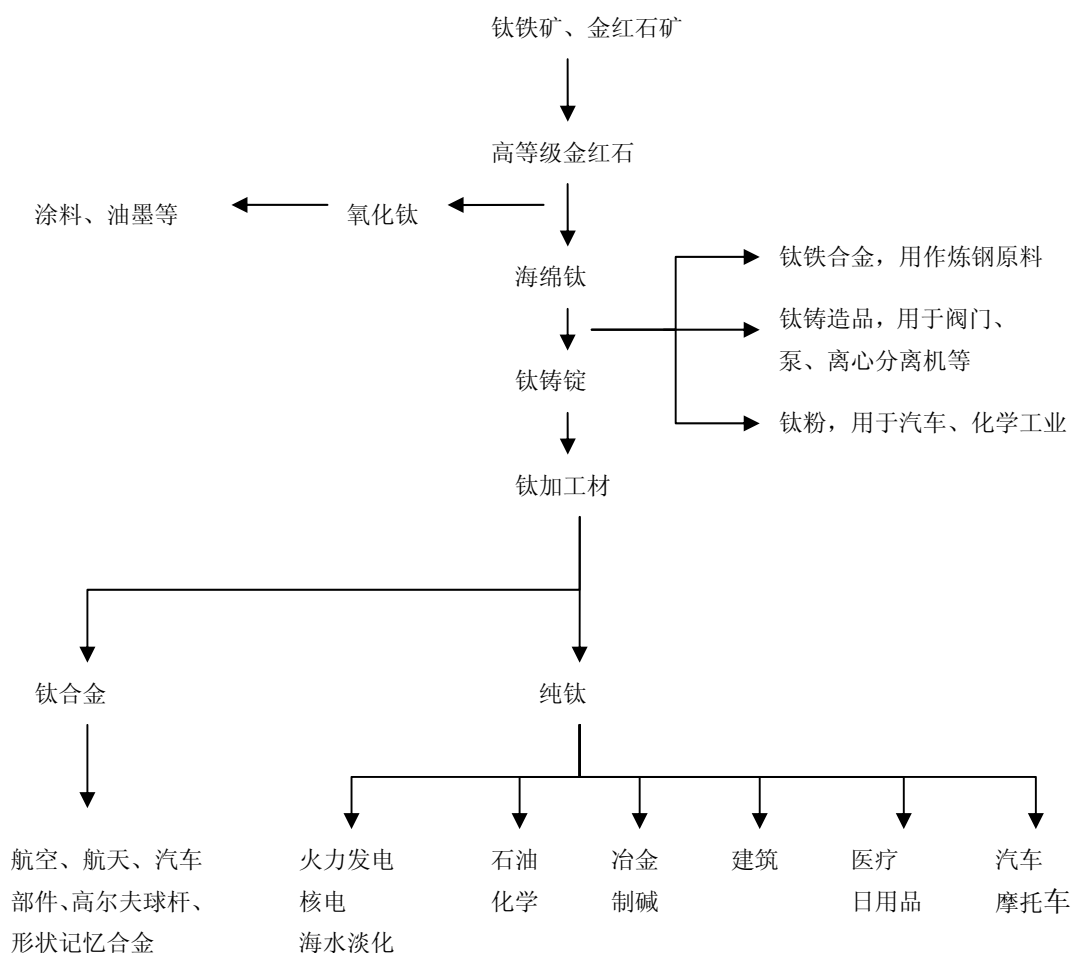
工厂	规模	用量
海水淡化	13 万吨/天	1000-1500 吨
纯碱	100 万吨/年	300-500 吨
对苯二甲酸	10 万吨/年	30-50 吨
L N G	200 万吨/年	1000 吨
核电	100 万 KW	200-250 吨

资料来源：东邦钛业

3、产业结构—越下游越优势

钛行业的产业链主要是钛铁矿、金红石—海绵钛—钛铸锭—钛加工材—钛制零件的过程。这也条产业链中，下游钛加工材领域将处于产业链优势地位。

图 13 钛行业产业链



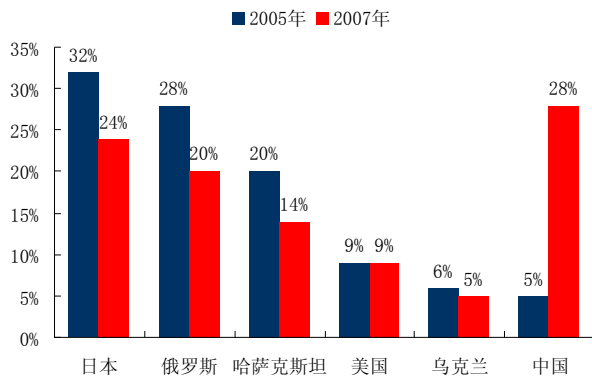
数据来源：《钛材料及其应用》，日本钛业协会

钛没有资源瓶颈。钛的资源丰富，它在地壳中的丰度为 0.56%，是镍的 30 倍，铜的 60 倍，总贮藏量为 7.6 亿吨。其中钛铁矿约占 80%，金红石约占 20%。中国的钛资源储量丰富。世界上的钛矿 90% 用于生产钛白，只有不到 10% 用于生产金属钛。

对于海绵钛来说，世界上主要的海绵钛生产地区是前苏联地区和日本，少量在欧洲，中国是海绵钛领域的后期之秀，受到上轮钛价格大幅上涨的刺激和海绵钛技术的扩散，中国的海绵钛产能大幅增加，计划再建产能庞大，根据 2008 年时的统计，中国在建的海绵钛产能超过 10 万吨。虽然世界其他地区的海绵钛增产计划大多推迟，但海

绵钛的供应过剩局面将维持较长时间。

图 14 中国海绵钛供给占比的变化



数据来源：钛工业进展

表 8 海绵钛企业增产计划（2008 年统计）

序号	厂商	计划新增产能（吨）
1	遵义钛业	10000
2	抚顺钛厂	5000
3	中国铝业	15000
4	唐山天赫钛业	10000
5	洛阳双瑞万基钛业	10000
6	中信锦州铁合金	10000
7	金川	15000
8	攀枝花三羊钛业	5000
9	攀钢集团	15000
10	宁夏东方钽业	10000
合计		105000

数据来源：钛工业进展

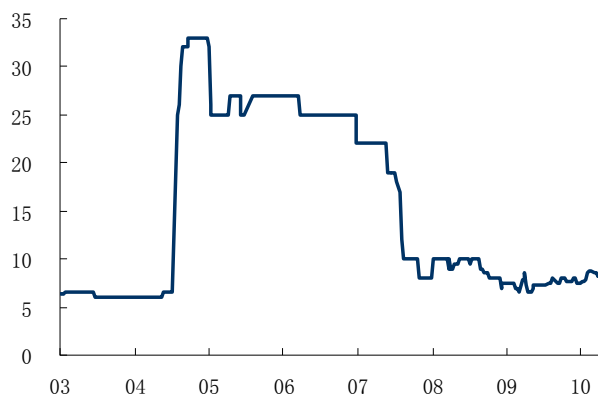
从钛矿、钛锭和钛材的产业链来看，下游的钛材和钛制零件领域过剩较少，当前处于产业链利润相对更好的部分。全球需求结构来看，航空和军工占据超过 50% 的需求，航钛和军工用钛材均属于高端钛材，需要认证；工业领域中有核电，建筑用钛材和大型船舶用钛材等高端领域。全球来看，高端领域的钛材需求占据主导，生产厂商有限，竞争并不激烈。国内的需求以化工为主，低端需求更多，小型加工厂较多，竞争激烈。在中高端钛材领域，集中于宝钛、西部材料两家公司，宝钛拥有航空及军工认证。西部材料拥有军工认证，在核电领域占据优势。我国正在大力发展高端制造业，未来高端钛材的需求将快速增长。未来国内的钛产业有望更加集中，钛材加工领域会形成高端钛材企业为主的寡头竞争局面。

4. 新一轮景气周期有望来临

钛并不是一个具有金融属性的品种，供需基本面主导价格走势。2007 年之后，钛行业产能过剩，尤其是海绵钛产能过剩开始显现，2008 年的金融危机直接打击了需求，包括中国在内全球各地区的钛材需求均出现了大幅下降，钛产品价格降至 2007 年高点的四分之一。在这一价格上，国内主要海绵钛生产企业亏损，钛材加工企业微利。

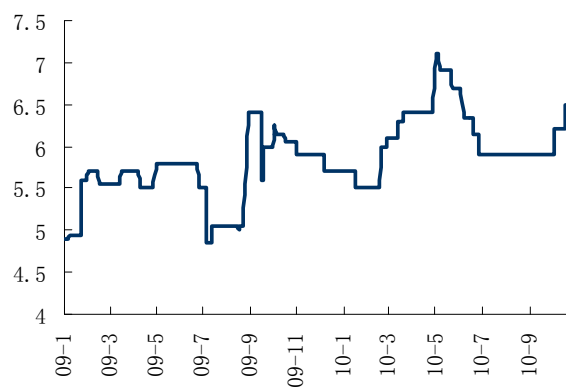
2009-2010 年钛产品价格出现回升，但回升幅度较小，总体来看仍处于历史低位附近。

图 15 2003-2010 年海绵钛价格（美元/公斤）



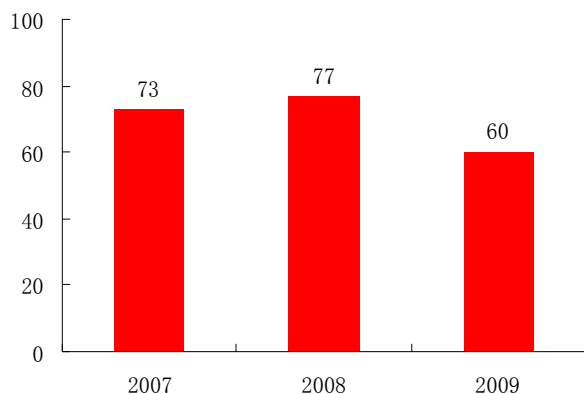
数据来源: WIND

图 16 2009-2010 年国内海绵钛价格（万元/吨）



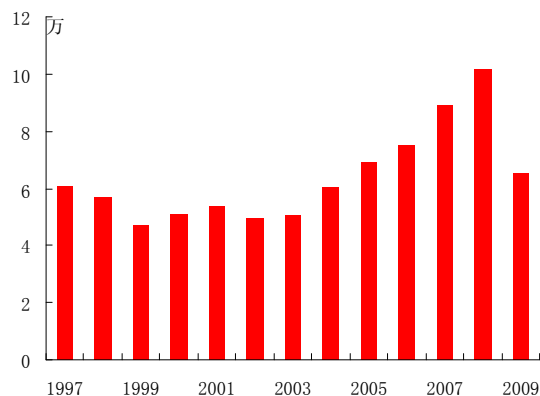
数据来源: 百川资讯

图 17 美国钛材出货量



数据来源: RTI

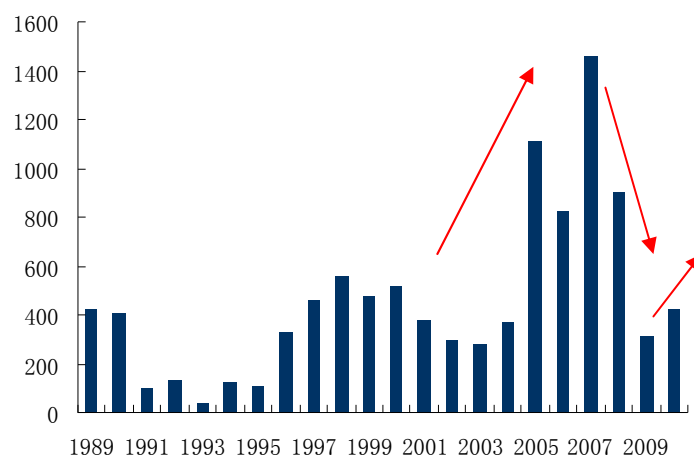
图 18 全球钛材出货量（除中国和俄罗斯）



数据来源: TIE

全球钛需求最大的部门是航空，其次是工业。从钛行业的历史来看，民航飞机制造业的景气周期与钛行业的景气周期高度相关。2004-2007 年的钛行业高景气周期与民用航空订单的大幅上升有直接关系。2010 年以来国际民用航空订单出现明显回升的趋势，随着中国等民航需求量的大幅增加以及全球经济回暖，未来民用航空飞机的订单上升将具有持续性，这有利于钛的需求。

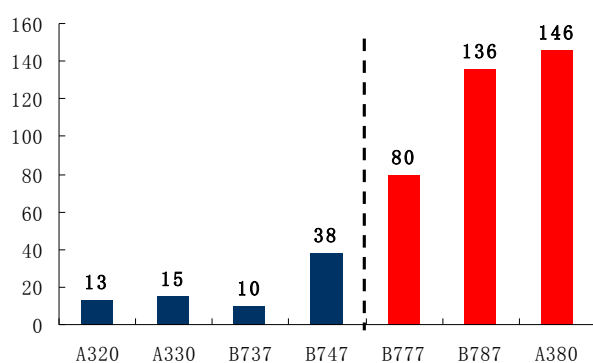
图 19 空中客车飞机订单（单位：架）



数据来源：空中客车

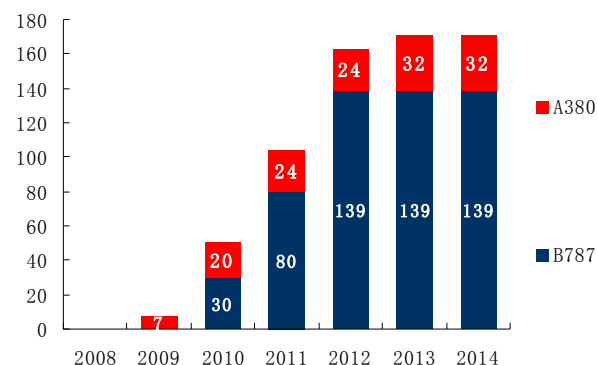
近几年，国际民用航空订单的结构也发生了变化，订单中大型飞机的订单比例在增加，未来 B777、B787、A380，以及正在研制中的 A350，将逐渐成为市场主流。这些大型飞机的耗钛量是中小型飞机的数倍，未来将带来钛的大量新增需求。A380 已经有少量交付使用。B787 数次跳票后，最新计划于 2011 年春季交付。随着大型飞机供应放量，我们对航钛需求较为乐观。

图 20 各种型号民航客机用钛量（单位：吨/架）



数据来源：钛工业进展、东邦钛业

图 21 大型飞机交货量预测（单位：架）



数据来源：钛工业进展、东邦钛业

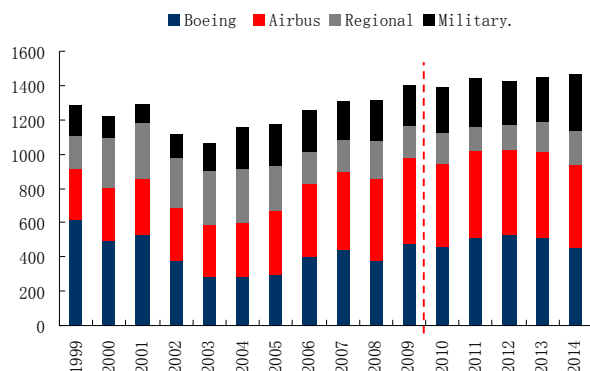
表 9 大型民航机用钛比例

国家/公司	机型	首飞年代	用钛量占比%
美国波音	B707	1957	0.2
	B777	1967	2.2
	B747-100	1969	2.4
	B757	1982	5

空客公司	B767	1982	1.8
	B777	1994	9
	B787	2010	15-20
	A300	1972	5
	A310	1982	5
	A320	1987	6
	A340	1983	6
	A330	1993	5
俄罗斯	A380	2004	9
	Tu-154	1968	2
	Tu-204	1990	9
	Tu-334	1997	9

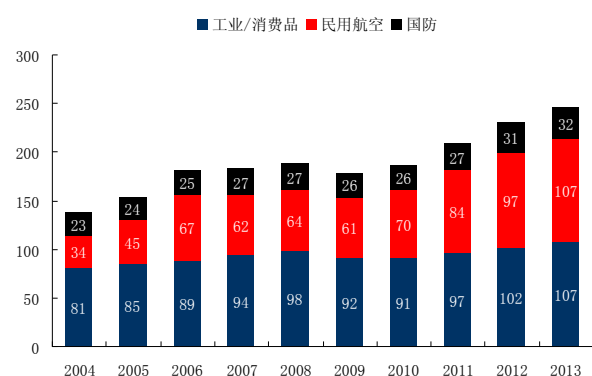
资料来源：钛工业进展、上海证券

图 22 全球民用飞机交货量预测



数据来源：钛工业进展

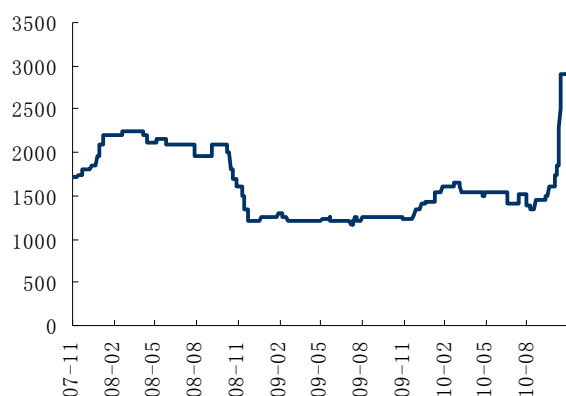
图 23 全球钛材需求预测



数据来源：RTI

工业需求方面，最主要的需求领域是化工，尤其在中国占据较高的比例。化工领域中，最重要的是氯碱化工。近期纯碱、烧碱的价格出现了快速的上涨，化工的景气度开始回升。随着经济的回暖，大量工业领域的投资也将逐渐增加，我们同样也看好工业钛材的需求上升。

图 24 国内纯碱价格



数据来源：百川资讯

图 25 国内离子膜烧碱价格



数据来源：百川资讯

三、盈利预测及估值比较

1、盈利预测

西部材料未来的主要产品以及公司的重点是钛相关产品，包括钛锭、钛材和钛钢复合板。我们根据公司的产能建设情况预测今年和未来三年的产量。受益于行业景气回升，钛锭和钛加工材的毛利率有望稳步上升。1 万吨钛钢复合板轧制产能今年已经投产，预计 2011 年钛钢复合板的毛利率将因此显著提升。2010 年的产品价格以当前不含税市场价格计算，由于当前钛产品价格严重偏低，随着行业景气回升，预计产品价格将逐年提高。简便起见，其他业务营业收入和利润我们预测保持稳定。

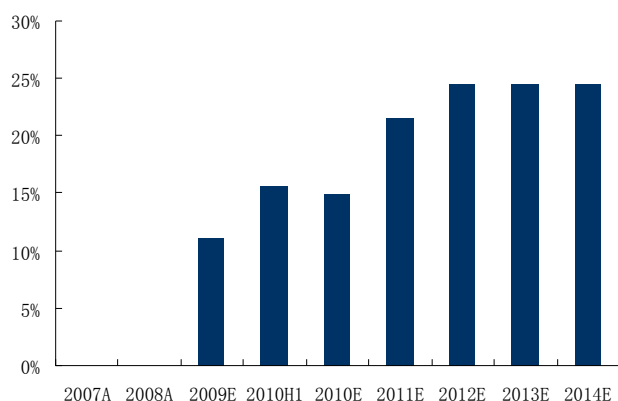
表 10 西部材料关键假设

指 标	2010E	2011E	2012E	2013E
钛锭				
产量（吨）	5,000	6,400	8,000	8,000
单价（万元/吨）	6.60	7.92	8.71	9.58
毛利率（%）	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%
钛材				
产量（吨）	300	3,000	5,500	5,500
单价（万元/吨）	11.60	13.92	15.31	16.84
毛利率（%）	15.00%	16.00%	18.00%	18.00%
钛钢复合板				
产量（吨）	10,500	13,500	15,000	15,000
单价（万元/吨）	35,000	40,250	43,470	46,948

毛利率 (%)	12.00%	17.00%	18.00%	18.00%
---------	--------	--------	--------	--------

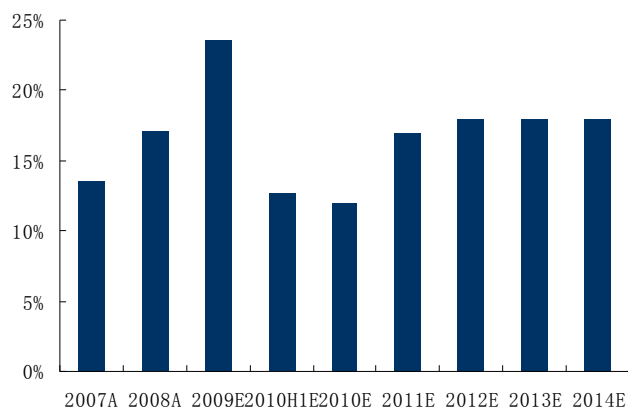
数据来源：上海证券

图 26 公司钛产品综合毛利率预测



数据来源：钛工业进展

图 27 公司钛钢复合板毛利率预测



数据来源：钛工业进展

根据我们的假设，我们预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.23 元、0.80 元、1.35 元

表 11 西部材料损益简表预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009 A	2010E	2011 E	2012 E
营业收入	782.45	1580.52	1936.16	2390.35
减: 营业成本	678.01	1413.50	1615.94	1926.27
营业税金及附加	1.52	3.16	3.87	4.78
营业费用	7.57	14.22	17.43	21.51
管理费用	51.56	71.12	77.45	88.44
财务费用	20.14	32.24	29.93	26.85
资产减值损失	-1.31	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.98	46.27	191.55	322.50
加: 其他非经营损益	25.96	14.00	14.00	14.00
利润总额	50.94	60.27	205.55	336.50
减: 所得税	6.17	9.04	30.83	50.47
净利润	44.76	51.23	174.72	286.02
减: 少数股东损益	15.22	10.40	34.62	50.71
归属母公司股东净利润	29.55	40.82	140.09	235.31
每股收益	0.17	0.23	0.80	1.35

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 17463 万股摊薄计

表 12 西部材料资产负债表预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009 A	2010E	2011 E	2012 E
货币资金	299.30	237.08	290.42	358.55
应收和预付款项	156.59	313.44	328.11	461.92
存货	307.07	524.40	426.15	706.95
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00
投资性房地产	6.46	5.73	5.01	4.28
固定资产和在建工程	1183.57	1160.38	1092.93	1104.15
无形资产和开发支出	112.73	119.24	123.74	126.25
其他非流动资产	1.44	0.72	0.00	0.00
资产总计	2072.17	2365.99	2271.36	2767.09
短期借款	385.00	427.53	294.07	362.88
应付和预收款项	383.43	594.75	497.53	703.35
长期借款	290.00	290.00	290.00	290.00
其他负债	88.80	88.80	88.80	88.80
负债合计	1147.23	1401.09	1170.40	1445.03
股本	174.63	174.63	174.63	174.63
资本公积	559.44	559.44	559.44	559.44
留存收益	115.09	144.65	246.09	416.47
归属母公司股东权益	849.16	878.72	980.16	1150.54
少数股东权益	75.78	86.19	120.81	171.52
股东权益合计	924.94	964.91	1100.97	1322.06
负债和股东权益合计	2072.17	2365.99	2271.36	2767.09

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 17463 万股摊薄计

表 13 西部材料现金流量预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009 A	2010E	2011 E	2012 E
经营性现金净流量	28.42	-33.15	283.49	199.20
投资性现金净流量	-401.62	-28.10	-28.10	-108.10
筹资性现金净流量	537.45	-0.97	-202.05	-22.97
现金流量净额	164.25	-62.22	53.35	68.13

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 17463 万股摊薄计

表 14 西部材料业绩及估值指标

指标名称	2009 A	2010E	2011 E	2012 E
EBIT	50.94	92.51	235.48	363.34
EBITDA	74.94	150.64	339.87	470.35
NOPLAT	22.70	66.73	188.26	296.94
净利润	29.55	38.69	136.92	236.58
EPS	0.169	0.222	0.784	1.355
BPS	4.863	5.023	5.591	6.572
PE	167.84	128.19	36.22	20.96

PB	14.08	5.84	5.65	5.08
PS	6.70	6.34	3.14	2.56
PCF	-279.70	174.49	-39.41	14.80
EV/EBIT	47.93	102.84	63.32	24.25
EV/EBITDA	46.51	69.90	38.89	16.80
EV/NOPLAT	56.83	230.79	87.78	30.33
EV/IC	4.30	4.64	3.30	3.31
ROIC-WACC	12.68%	6.58%	3.02%	7.88%

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 17463 万股摊薄计

2、估值比较

比较国际钛工业的主要生产企业，我国的钛业企业规模稍小，市值有溢价，但相比其他有色金属溢价并不大。在美国的钛业公司中，RTI 是在市场规模、市场地位以及业务结构上与西部材料最具有可比性的公司。RTI2011 年动态市盈率超过了 50 倍，考虑到西部材料有更高的成长性，我们认为在国际估值比较中西部材料估值偏低。国内同行业估值比较，同样西部材料的估值低于行业平均水平。西部材料公司价值被低估。

表 15 部分重要钛业公司2008.2009年钛材产量、净利润、市值比较

公司	产量（吨）		净利润（亿人民币）		市值（亿人民币）
	2009年	2008年	2009年	2008年	
TIE（美国）	11425	15050	2.26	10.76	206
ATI（美国）	23588	32530	2.12	37.58	320
RTI（美国）	4544	6455	-4.45	3.72	56
宝钛（中国）	7396	8350	0.16	3.01	133

资料来源：VSMPO-AVISMA、TIMET、ATI、RTI、Yahoo、Wind

表 16 国际同行业上市公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价	每股收益			市盈率		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600456	宝钛股份	30.14	0.04	0.10	0.63	753.50	301.40	47.84
002149	西部材料	24.70	0.17	0.23	0.80	137.22	107.39	30.88
国内同行业整体平均						445.36	204.40	39.36
TIE US	Titanium Metals Corporation	17.61	0.19	0.44	0.61	92.68	40.02	28.87
ATI US	Allegheny Technologies Incorporated	50.01	0.32	0.92	2.87	156.28	54.36	17.43
RTI US	RTI	28.40	-2.67	-0.10	0.50	NA	NA	56.80

2010 年 11 月 30 日

International
 Metals

国外同行业整体平均	124.48	47.19	34.36
-----------	--------	-------	-------

数据来源: WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (11 月 30 日收盘价)

表 17 国内同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
钛业公司										
002149.SZ	西部材料	24.70	0.17	0.23	0.8	1.35	137.22	107.39	30.88	18.30
600456.SH	宝钛股份	30.14	0.04	0.1	0.63	0.89	753.50	301.40	47.84	33.87
国内同行业整体平均							445.36	204.40	39.36	26.08
稀有金属材料										
000962.SZ	东方钽业	23.79	0.11	0.20	0.41	0.53	225.50	117.31	58.68	45.03
000969.SZ	安泰科技	23.45	0.20	0.32	0.47	0.67	117.13	72.85	49.42	34.99
002167.SZ	东方锆业	38.45	0.17	0.27	0.59	0.83	229.14	144.60	65.44	46.10
002182.SZ	云海金属	18.32	0.03	0.22	0.55	0.98	693.94	81.71	33.13	18.65
002340.SZ	格林美	63.90	0.47	0.85	1.30	1.69	136.04	75.62	49.23	37.91
002378.SZ	章源钨业	36.95	0.28	0.39	0.53	0.68	134.02	93.62	69.09	54.51
002428.SZ	云南锆业	79.08	0.62	0.69	0.90	1.30	127.32	114.99	87.87	60.84
国内同行业整体平均							237.59	100.10	58.98	42.58

数据来源: WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (11 月 30 日收盘价)

四、投资评级及风险因素

1、投资评级—“超强大市”

我们预计钛行业在 2011 年将步入景气上升期, 公司有望受益行业回暖。公司产能也将在 2011 年及 2012 年大量释放, 公司的技术实力以及高端钛材领域的优势将有助于产能的释放, 我们预计公司未来业绩高增长。根据国内和国际同类公司比较, 公司估值偏低。西部材料属于高端制造业, 未来有望受益于国产大飞机、核电和军工的发展, 也应该给予更高的估值。综合评价, 我们给予西部材料“超强大市”评级。

2、风险因素

所存在的风险主要是行业复苏低于预期及公司产能释放低于预

期。

分析师承诺

分析师 李华铮

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。