



金属, 采矿, 制品/原材料

西部材料 (002149)

## 关注核电及除尘减排政策对公司业绩的提升

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 27.28

上次预测:

当前价格: 24.85

2010.12.04

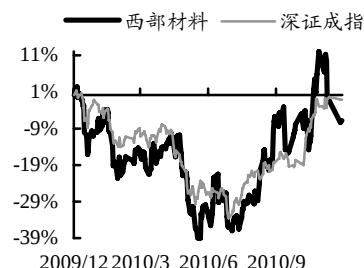
## 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 15.35-32.65 |
| 总市值 (百万元)        | 4,340       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 175/137     |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 79%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 4           |
| 日均成交值 (百万元)      | 95          |

## 资产负债表摘要

|            |      |
|------------|------|
| 股东权益 (百万元) | 872  |
| 每股净资产      | 4.99 |
| 市净率        | 5.0  |
| 资产负债率      | 57%  |

## 52周内股价走势图



|                                                                                   |                         |                            |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|----------------------------|
|  | <b>桑永亮</b>              | <b>蔡鼎尧</b>                 |
|  | 021-38676052            | 021-38674743               |
|  | sangyongliang@gtjas.com | caidingyao008733@gtjas.com |
|  | S0880210100006          | S0880110090104             |

## 本报告导读:

鉴于国家对核电产业发展的支持、对除尘脱硫等要求越来越严格,西部材料 2011 年或存在主题性投资机会,给予谨慎增持评级。

## 投资要点:

## ● 对公司总体观点:

公司依托西北有色金属研究院的技术实力,子业务开展众多,其中值得重点关注的业务有四块——钛材、钛钢复合板、不锈钢纤维毡、银钨钼控制棒。产品主要应用于航空、化工、核电、火电等领域,业绩及股价均受益于国家核电发展及节能减排、除尘脱硫等环保要求。2010-2012 年 EPS 为 0.18、0.25、0.32 元。

- **钛材:** 钛锭冶炼产能 2000+5000 吨/年已建成,钛材方面:管材 1000 吨/年,板材 700 吨/年,预计将建成 1000 吨/年,钛棒在建产能预计将达到 3000 吨/年。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.05 元、0.07 元、0.1 元

- **钛钢复合板:** 由于火电改造,该业务需求向好,订单充足。在建的 1 万吨/年产能,已经投产,目前全部产能 1.5 万吨。2010 年产量 1 万多吨,2011 年产量可能增长 20%,2012 年满产。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.05 元、0.07 元、0.9 元。

- **不锈钢纤维毡:** 生产技术国内独有,逐步进口替代,产能 5 万米<sup>2</sup>/年,2010 年产量预计在 3.5 万米<sup>2</sup>,目前价格 1000 元/米<sup>2</sup>。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.08 元、0.09 元、0.10 元。

- **银钨钼控制棒:** 核电用银钨钼控制棒材料同样是西部材料独家研制而成,产能 0.5-1 万只/年。根据国家规划,2010-2020 年间,每年新增核电装机容量 600 万千瓦,因此国内银钨钼控制棒市场容量大于 0.8 亿元/年。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.00 元、0.02 元、0.03 元。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 740   | 782   | 940   | 1,280 | 1,660 |
| (+/-)%      | 34%   | 6%    | 20%   | 36%   | 30%   |
| 经营利润 (EBIT) | 58    | 44    | 110   | 168   | 218   |
| (+/-)%      | 9%    | -25%  | 151%  | 53%   | 30%   |
| 净利润         | 29    | 30    | 32    | 44    | 56    |
| (+/-)%      | 1%    | 1%    | 7%    | 38%   | 27%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.32  | 0.17  | 0.18  | 0.25  | 0.32  |
| 每股股利 (元)    | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |

| 利润率和估值指标  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 7.8%  | 5.6%  | 11.7% | 13.1% | 13.1% |
| 市盈率       | 78.0  | 146.9 | 137.2 | 99.2  | 78.0  |
| 股息率 (%)   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 相关报告

《西部材料公司 2010-11-10 调研提纲》

2010.11.08

## 对公司总体的判断:

公司依托西北有色金属研究院的技术实力,子业务开展众多,其中值得重点关注的业务有四块——钛材、钛钢复合板、不锈钢纤维毡、银铟镉控制棒。产品主要应用于航空、化工、核电、火电等领域,受益于国家核电发展及节能减排、除尘脱硫等环保要求。

**钛材:** 钛锭冶炼产能 2000+5000 吨/年已建成。钛材产能为:管材 1000 吨/年,板材 700 吨/年,很快将扩建到 1000 吨/年,钛棒在建产能为 3000 吨/年。目前钛材主要应用在于中高端客户,化工、石化、海水淡化、制盐、火电等防腐蚀等领域。国内主要竞争对手还是宝钛,目前价格竞争较激烈,毛利率难以提升。但现在,海绵钛价格上升,说明钛下游的需求在持续回暖的。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.05 元、0.07 元、0.1 元

**钛钢复合板:** 下游需求好,主要是因为火电这块需求好,原来是新建电厂需求,现在是老厂改造。目前老厂大多数没有脱硫设备,现在国家要求必须安装,否则不允许电力上网。西部材料现在的合同非常饱满,一年内合同量已全满,再多合同也没法做了。在建的 1 万吨/年产能,已经投产,目前全部产能 1.5 万吨。2010 年产量 1 万多吨,2011 年产量可能增长 20%,2012 年满产。短期内还没有新建产能的计划,等用足再说。价格上,用于核电和出口的产品 4-6 万元/吨,用于烟气脱硫的较便宜,2-3 万元/吨。竞争上,西部材料和宝钛是国内仅有的两家生产企业,宝钛产能 5000-10000 吨/年之间。但是用于核电的钛钢复合板国内仅西部材料可以做,别人做不了。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.05 元、0.07 元、0.9 元。

**不锈钢纤维毡:** 产能 5 万米<sup>2</sup>/年,2010 年产量约 3.5 万米<sup>2</sup>/年。未来可能会有扩产,主要看进一步下游拓展的情况。这块业务生产加工线长,技术难度高,自主研发,技术仅有西部材料有。目前价格 1000 元/米<sup>2</sup>。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.08 元、0.09 元、0.10 元。

**银铟镉控制棒:** 百万千瓦级核电用银铟镉控制棒材料是公司历经数年研制而成,属于国内首个。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。产能 0.5-1 万只/年,大规模生产之后可能会有问题,可以随时投产,公司的产品应用于美国、西欧的生产线。产能建设不到 1000 万元。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 1300 多只,而每只售价在 1 万元以上(现在的银价需要更高的价格),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。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。根据国家规划,2010-2020 年间,每年新增核电装机容量 600 万千瓦,因此国内银铟镉控制棒市场容量大于 0.8 亿元/年。如果西部材料占据 30%市场份额,毛利率 40%计,给公司贡献 0.063 亿元净利润,折合 EPS 为 0.04 元。我们认为这块业务 2010-2012 年给公司贡献的 EPS 依次为 0.00 元、0.02 元、0.03 元。

综上,2010-2012 年公司 EPS 为 0.18、0.25、0.32 元。以目前 24.85 元股价计算,PE 分别为 138、99.4、77.66。鉴于国家对核电产业发展的支持、对除尘脱硫等要求越来越严格,西部材料 2011 年或存在主题性机会,给予谨慎增持评级。

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |