

分析师: 刘智
登记编码: S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775
研究助理: 李泽森
登记编码: S0730121070006
lizs1@ccnew.com 021-50586702

持续加大研发投入, 营收盈利稳步增长

——西部材料(002149)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

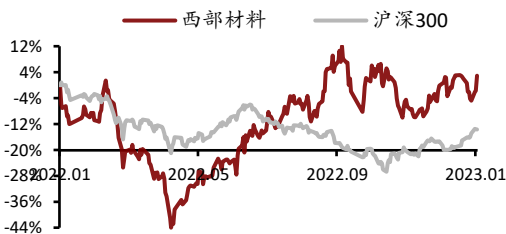
市场数据(2023-01-18)

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 16.42 |
| 一年内最高/最低(元) | 17.87/9.03 |
| 沪深 300 指数 | 4,130.31 |
| 市净率(倍) | 2.92 |
| 流通市值(亿元) | 80.15 |

基础数据(2022-09-30)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 5.62 |
| 每股经营现金流(元) | -0.43 |
| 毛利率(%) | 20.72 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 4.92 |
| 资产负债率(%) | 49.92 |
| 总股本/流通股(万股) | 48,821.43/48,813.93 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 马嶽琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 01 月 19 日

投资要点:

- 公司是我国稀有金属新材料行业的领先者, 是由重点科研院所转制设立并上市的高新技术企业, 依托控股股东西北有色金属研究院在相关领域 50 多年雄厚的科研实力, 旨在推动具有自主知识产权的科技成果转化和产业化。经过多年的研发积累和市场开拓, 已发展成为规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工研发生产基地, 拥有钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、钨钼材料及制品、稀有金属装备、钛材高端日用消费品和精密加工制造等八大业务板块, 产品主要应用于航空航天、核电、环保、海洋工程、石化、化工、冶金、电力等行业和众多国家大型项目。公司主要有来料和买断加工两种经营模式。来料加工即对客户材料进行加工, 收取稳定的加工费用, 公司不承担稀有金属价格波动的风险; 买断加工则是公司自己购买稀有金属原料, 经过加工后卖给下游客户, 公司一般在接受客户订单的时候即锁定原料采购成本, 通过两头锁定来赚取加工费用。2022 年 12 月 29 日, 公司子公司天力复合收到了北京证券交易所出具的《受理通知书》。北京证券交易所已正式受理天力复合向不特定合格投资者公开发行股票并上市的应用。
- 公司不断优化健全研发体系建设, 持续加大研发投入。2022 年公司开展某工程用低成本装甲钛合金研制, 产品性能达到国内先进水平; 完成航空用 TA12A 薄板制备, 实现 TA12A 高温钛合金 δ 0.8mm、 δ 1.0mm、 δ 1.5mm 板材首批次工业化生产, 板材室温及高温强塑性、高温持久性能匹配良好, 已成功交付用户使用; 开发舰船用高强韧 Ti80 板材, 已完成 Ti80 合金 δ 25mm、 δ 14mm 典型规格板材的首批次工业化生产及综合性能测试; 开展超低温用铝合金/不锈钢多层板材制备与开发, 随着碳中和概念及氢能源领域的快速发展, 该产品将具有广阔的市场前景; 开展厚复层铝/钛复合材料制备与开发, 第一批产品已交付用户; 成功研制 AuAgCu20-10 复合丝并进入批量制备生产阶段, 复合层硬度和弯折性能均满足客户要求, 经用户测试和试用, 性能可媲美进口产品; 开展耐蚀金属纤维制备工艺研究; Mo70Cu30 热沉材料 2022 年上半年已实现小批量验证, 并逐步完成扩产; 完成 165CT 靶盘并提供客户, 已完成首轮上机实验; 推进 200CT 异形靶盘产品开发; 研发用于钛及钛合金型材的成型设备, 大大降低了加工成本, 提高了材料利用率。
- 公司先进的制造手段逐步完善。公司拥有稀有金属材料加工方面国

内领先的大宽幅、高精度、自动化程度高的热轧板材生产线和最宽的冷轧板材生产线，拥有行业领先的金属复合材料生产线，拥有行业顶级的金属过滤材料及器件生产线，拥有国内唯一的核级银合金控制棒生产线，拥有国内先进的宽幅钨钼板材轧制生产线等。公司已形成了从熔炼、锻造、轧制、复合材料、管道管件到装备制造和精密加工制造的较完整的加工制造产业链，各业务领域的协同效应日益凸显。同时，公司不断完善现有产业链，通过股市融资以及政府项目支持等多种形式新购设备，打通影响产能释放的堵点、卡点，释放产能、提高生产效率、扩大市场占有率；此外，公司着力推动制造手段的数字化、自动化、智能化，逐步实现工业制造向智能制造的升级。

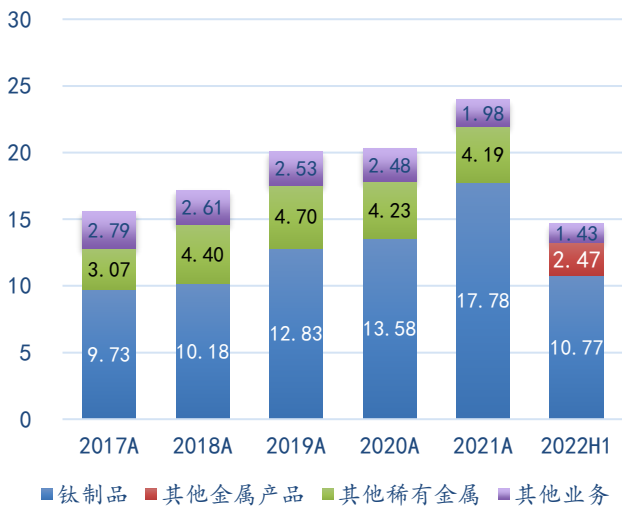
- **公司高性能低成本钛合金生产线主体项目顺利完成基建及主体设备安装投产。**该项目的投产，将极大满足我国航空航天、舰船、海洋工程、兵器等领域对高品质钛合金厚板及宽幅薄板的迫切需求，为国家重点型号任务及重大项目提供重要的关键材料支撑，将对提升公司在稀有金属材料领域的行业地位和市场竞争力，起到积极推动作用。公司前三季度营收与盈利均实现稳步增长，2022年前三季度公司营业收入为21.62亿元，同比增长22.86%；实现归母净利润1.35亿元，同比增长30.71%；实现扣非归母净利润1.02亿元，同比增长13.43%。2022年第三季度公司营业收入为6.95亿元，同比增长15.27%；实现归母净利润0.42亿元，同比增长33.28%；实现扣非归母净利润0.38亿元，同比增长51.24%。
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司2022、2023和2024年全面摊薄后的EPS分别为0.31元、0.41元和0.49元，按照1月18日16.42元的收盘价计算，对应的PE分别为52.76倍、39.80倍和33.37倍。公司持续加大研发投入、不断促进科研成果转化、着力推动工业制造向智能制造升级，公司下游需求方面航空航天、舰船、海洋工程、兵器等行业保持稳步增长，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 地缘政治冲突加剧；(4) 行业政策发生变化；(5) 钛价格大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期。

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,029 | 2,395 | 2,836 | 3,238 | 3,633 |
| 增长比率(%) | 1.16 | 18.00 | 18.44 | 14.15 | 12.21 |
| 净利润(百万元) | 79 | 133 | 152 | 201 | 240 |
| 增长比率(%) | 29.19 | 67.55 | 14.20 | 32.57 | 19.25 |
| 每股收益(元) | 0.16 | 0.27 | 0.31 | 0.41 | 0.49 |
| 市盈率(倍) | 100.95 | 60.25 | 52.76 | 39.80 | 33.37 |

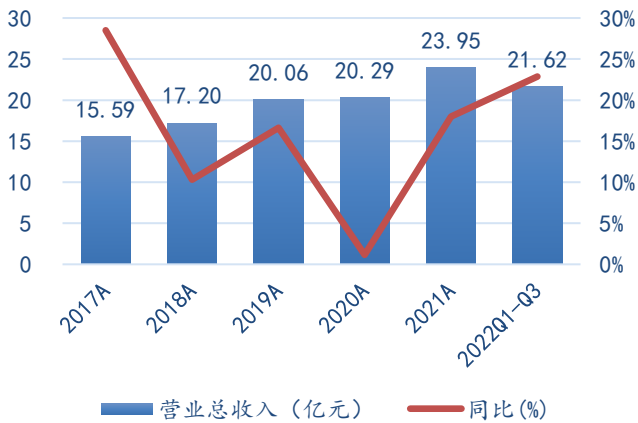
资料来源：中原证券

图 1：公司分产品营收（截至 2022 年半年报）



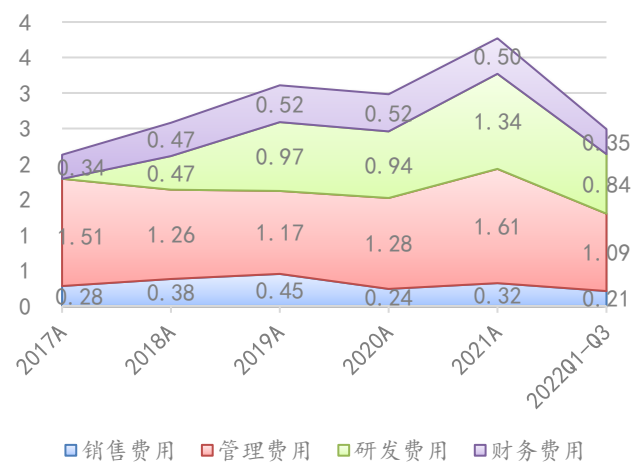
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比（截至 2022 年三季报）



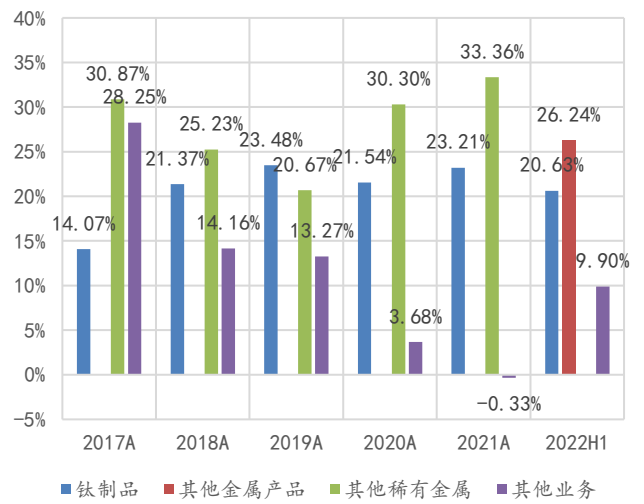
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司四项费用



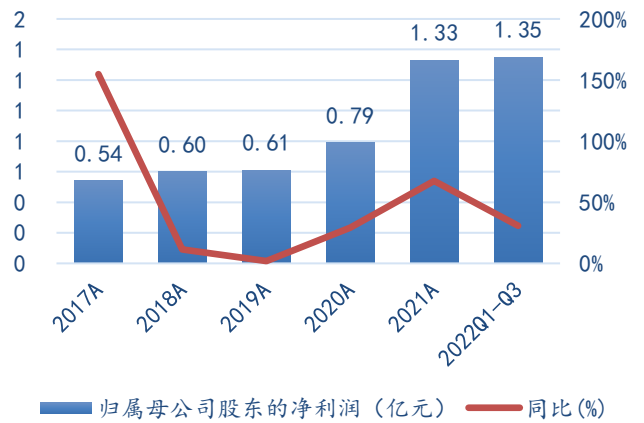
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司分产品毛利率（截至 2022 年半年报）



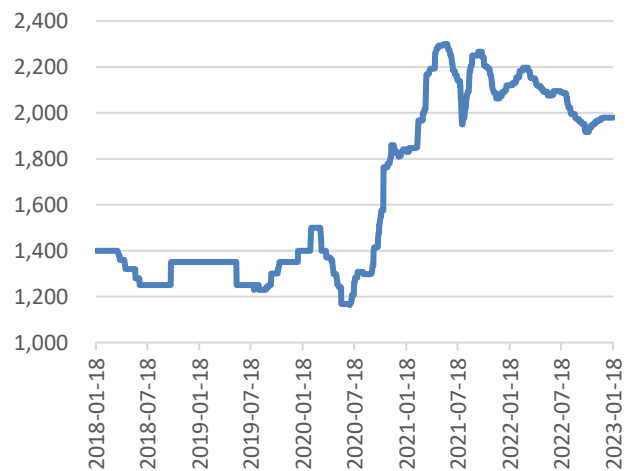
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比（截至 2022 年三季报）



资料来源：Wind，中原证券

图 6：钛精矿价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 3,731 | 3,660 | 3,946 | 4,585 | 5,240 |
| 现金 | 1,106 | 660 | 307 | 632 | 822 |
| 应收票据及应收账款 | 887 | 1,134 | 1,599 | 1,733 | 1,857 |
| 其他应收款 | 13 | 13 | 15 | 17 | 19 |
| 预付账款 | 156 | 132 | 185 | 205 | 232 |
| 存货 | 1,401 | 1,527 | 1,647 | 1,774 | 2,067 |
| 其他流动资产 | 167 | 194 | 194 | 223 | 243 |
| 非流动资产 | 1,859 | 2,104 | 2,337 | 2,325 | 2,315 |
| 长期投资 | 75 | 93 | 161 | 181 | 200 |
| 固定资产 | 1,268 | 1,260 | 1,255 | 1,240 | 1,215 |
| 无形资产 | 274 | 255 | 238 | 229 | 223 |
| 其他非流动资产 | 241 | 497 | 682 | 674 | 677 |
| 资产总计 | 5,589 | 5,765 | 6,283 | 6,909 | 7,555 |
| 流动负债 | 2,321 | 2,296 | 2,853 | 3,149 | 3,408 |
| 短期借款 | 1,239 | 1,132 | 1,394 | 1,530 | 1,663 |
| 应付票据及应付账款 | 644 | 682 | 744 | 856 | 923 |
| 其他流动负债 | 438 | 482 | 714 | 763 | 823 |
| 非流动负债 | 325 | 454 | 260 | 324 | 397 |
| 长期借款 | 100 | 219 | 19 | 76 | 143 |
| 其他非流动负债 | 225 | 234 | 241 | 248 | 255 |
| 负债合计 | 2,646 | 2,749 | 3,113 | 3,473 | 3,806 |
| 少数股东权益 | 361 | 386 | 437 | 502 | 574 |
| 股本 | 488 | 488 | 488 | 488 | 488 |
| 资本公积 | 1,933 | 1,918 | 1,918 | 1,918 | 1,918 |
| 留存收益 | 157 | 216 | 320 | 521 | 761 |
| 归属母公司股东权益 | 2,582 | 2,629 | 2,733 | 2,934 | 3,174 |
| 负债和股东权益 | 5,589 | 5,765 | 6,283 | 6,909 | 7,555 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | -267 | -4 | 27 | 286 | 155 |
| 净利润 | 124 | 176 | 203 | 266 | 312 |
| 折旧摊销 | 131 | 138 | 140 | 143 | 148 |
| 财务费用 | 52 | 51 | 63 | 68 | 77 |
| 投资损失 | -12 | -14 | -34 | -38 | -44 |
| 营运资金变动 | -609 | -392 | -364 | -175 | -358 |
| 其他经营现金流 | 46 | 37 | 19 | 22 | 20 |
| 投资活动现金流 | -125 | -292 | -337 | -94 | -94 |
| 资本支出 | -74 | -262 | -255 | -82 | -81 |
| 长期投资 | -56 | -36 | -114 | -46 | -54 |
| 其他投资现金流 | 5 | 6 | 32 | 34 | 41 |
| 筹资活动现金流 | 1,180 | -168 | -44 | 132 | 128 |
| 短期借款 | 475 | -107 | 261 | 137 | 132 |
| 长期借款 | -50 | 119 | -200 | 56 | 67 |
| 普通股增加 | 63 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 688 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 4 | -166 | -105 | -61 | -71 |
| 现金净增加额 | 787 | -465 | -354 | 325 | 190 |

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2,029 | 2,395 | 2,836 | 3,238 | 3,633 |
| 营业成本 | 1,600 | 1,843 | 2,243 | 2,529 | 2,826 |
| 营业税金及附加 | 17 | 18 | 23 | 27 | 29 |
| 营业费用 | 24 | 32 | 35 | 39 | 42 |
| 管理费用 | 128 | 161 | 180 | 204 | 228 |
| 研发费用 | 94 | 134 | 159 | 181 | 203 |
| 财务费用 | 52 | 50 | 59 | 67 | 74 |
| 资产减值损失 | -22 | -27 | -21 | -24 | -22 |
| 其他收益 | 58 | 47 | 60 | 69 | 72 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 12 | 14 | 34 | 38 | 44 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 151 | 180 | 209 | 275 | 323 |
| 营业外收入 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 152 | 182 | 211 | 277 | 325 |
| 所得税 | 28 | 6 | 8 | 10 | 12 |
| 净利润 | 124 | 176 | 203 | 266 | 312 |
| 少数股东损益 | 45 | 43 | 52 | 65 | 72 |
| 归属母公司净利润 | 79 | 133 | 152 | 201 | 240 |
| EBITDA | 324 | 358 | 396 | 470 | 523 |
| EPS (元) | 0.19 | 0.27 | 0.31 | 0.41 | 0.49 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 1.16 | 18.00 | 18.44 | 14.15 | 12.21 |
| 营业利润 (%) | 10.01 | 19.05 | 16.39 | 31.22 | 17.57 |
| 归属母公司净利润 (%) | 29.19 | 67.55 | 14.20 | 32.57 | 19.25 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 21.18 | 23.05 | 20.91 | 21.90 | 22.20 |
| 净利率 (%) | 3.91 | 5.56 | 5.36 | 6.22 | 6.61 |
| ROE (%) | 3.08 | 5.06 | 5.56 | 6.87 | 7.57 |
| ROIC (%) | 3.55 | 4.74 | 5.24 | 6.09 | 6.35 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 47.35 | 47.69 | 49.55 | 50.27 | 50.38 |
| 净负债比率 (%) | 89.92 | 91.18 | 98.20 | 101.08 | 101.53 |
| 流动比率 | 1.61 | 1.59 | 1.38 | 1.46 | 1.54 |
| 速动比率 | 0.91 | 0.85 | 0.72 | 0.81 | 0.84 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.41 | 0.42 | 0.47 | 0.49 | 0.50 |
| 应收账款周转率 | 3.57 | 3.36 | 3.33 | 3.27 | 3.30 |
| 应付账款周转率 | 4.45 | 5.65 | 6.18 | 6.14 | 5.99 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.16 | 0.27 | 0.31 | 0.41 | 0.49 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | -0.55 | -0.01 | 0.06 | 0.59 | 0.32 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.29 | 5.39 | 5.60 | 6.01 | 6.50 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 100.95 | 60.25 | 52.76 | 39.80 | 33.37 |
| P/B | 3.10 | 3.05 | 2.93 | 2.73 | 2.53 |
| EV/EBITDA | 25.20 | 27.49 | 23.35 | 19.40 | 17.46 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。