

2023年04月03日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

西部材料 (002149)

2022 年报点评:航空航天及高端民品推动结构升级, 净利率创近十年新高

报告摘要

◆ **事件:** 公司 3 月 31 日公告, 2022 年实现营收 (29.41 亿元, +22.83%), 归母净利润 (1.85 亿元, +38.97%), 毛利率 (22.20%, -0.84pcts), 净利率 (8.76%, +1.42pcts); 22Q4 实现营收 (7.79 亿元, 同比+22.76%, 环比+12.16%), 归母净利润 (0.50 亿元, 同比+67.69%, 环比+19.08%), 毛利率 (26.31%, 同比-2.14pcts, 环比+5.17pcts), 净利率 (9.03%, 同比+1.51pcts, 环比+0.58pcts)。

◆ **“打造全球领先的稀有金属材料加工基地”:** 公司是我国稀有金属新材料行业的领先者, 依托控股股东西北有色金属研究院的科研实力, 形成了钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、稀有金属装备、钨钼材料及制品、钛材高端日用消费品及精密加工制品等八大业务领域, 产品主要应用于军工、核电、环保、海洋工程、石化、电力等行业和众多国家大型项目。

◆ **结构优化盈利提升, 净利率创近十年新高。** 2022 年, 公司营收 (29.41 亿元, +22.83%), 归母净利润 (1.85 亿元, +38.97%) 实现持续增长; 毛利率 (22.20%, -0.84pcts) 略降, 但基本维持稳定; **净利率 (8.76%, +1.42pcts) 创出近十年的新高**, 我们认为主要得益于公司三费率 (8.26%, -1.89pcts) 的降低以及投资收益 (0.39 亿, +185.10%) 的提升, 公司投资收益的增加主要是公司对子公司优耐特公司丧失控制权确认增加的投资收益。公司**加快推进产品结构升级, 航空航天及高端民品占比持续提高, 占比超过 50%**。其中: 航空航天 (收入 9.45 亿元, +29%, 占比 32.13%, +1.64pcts); 锆材 (收入 4.75 亿元, +150%); 装备及部件 (1.45 亿元, +41%)。

◆ **公司主要子公司均实现稳步增长。** 公司 2022 年钛制品及其他稀有金属相关子公司业绩均实现稳步增长, 一些公司成功扭亏为盈, 具体如下:

投资评级

买入
维持评级

2023 年 03 月 31 日

收盘价(元): 17.08

目标价(元): 20.58

公司基本数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股) | 488.21 |
| 总市值(百万) | 8,338.70 |
| 流通股本(百万股) | 488.14 |
| 流通市值(百万) | 8,337.42 |
| 12 月最高/最低价(元) | 18.74/8.42 |
| 资产负债率(%) | 50.04 |
| 每股净资产(元) | 5.72 |
| 市盈率(TTM) | 45.10 |
| 市净率(PB) | 2.98 |
| 净资产收益率(%) | 6.62 |

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

| 公司名称 | 主要业务 | 持股 | 收入 (亿元) | 收入 同比 | 净利润 (亿元) | 净利润 同比 |
|-------|----------|--------|------------|----------|-------------|-----------|
| 西部钛业 | 钛制品 | 88.30% | 16.88 | 28.39% | 1.48 | 42.72% |
| 天力公司 | 钛钢复合板 | 51.31% | 6.39 | 26.46% | 0.73 | 72.02% |
| 西诺公司 | 贵金属制品 | 60.00% | 3.43 | 38.90% | 0.41 | 29.60% |
| 菲尔特公司 | 金属纤维及纤维毡 | 51.21% | 1.50 | 37.71% | 0.22 | 21.72% |
| 瑞福莱公司 | 钨钼材料及制品 | 56.00% | 0.95 | 15.45% | 0.00 | 扭亏 |
| 庄信公司 | 金属材料及制品 | 50.70% | 2.89 | 72.18% | 0.05 | 扭亏 |
| 三川公司 | 精密制造 | 36.00% | 0.21 | 60.03% | 0.03 | 4.16% |

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

◆ **22Q4 毛利率环比提升，海绵钛价格下降缓解成本压力。**公司 2022Q4 实现营收 (7.79 亿元, +22.76%)，归母净利润 (0.50 亿元, +67.69%)，毛利率 (26.31%，同比-2.14pcts，环比+5.17pcts)虽然同比有下降，但环比已经大幅提升，主要得益于 22Q3 海绵钛价格下降，由于生产周转，成本下降体现在了 22Q4，我们认为，随着当前海绵钛价格压力的环节，有望提升公司的整体盈利水平。

◆ **规模效应三费率下降，数字化平台建设有望提升效率：**2022 年公司三费率 (8.26%，-1.89pcts) 快速下降，我们认为是公司产能增长，规模效应的体现。具体来看，销售费用 (0.29 亿元, -9.03%)，管理费用 (1.67 亿元, +3.88%)，财务费用 (0.46 亿元, -6.93%)，费用管控能力持续加强。公司全面推动数字化平台建设，加快推进 MES 系统建设，建立可视化 BI 系统，提升了数据分析能力；健全移动报销和电子档案系统；成功申报 DCMM 试点企业，并取得 2 级证书。

◆ **持续加大研发投入，创新能力显著增强：**2022 年公司研发投入 (1.57 亿元, +30.38%) 持续增长，比重 (5.34%，+1.24pcts) 不断增加，公司持续完善研发体系建设，制定研发考核目标，建立健全研发投入考核机制，开设研发课题 100 余项，其中 60 余项涉及航空航天、舰船等领域，多项产品取得突破性进展；公司获得科技收入支持 9688 万元，获授权专利 51 项，完成了西部材料国标/国军标质量体系认证。

◆ **合同负债稳定增长，现金流改善。**公司合同负债 (1.90 亿元, +19.60%) 持续增长，一定程度反映了下游需求较为强劲；公司存货 (15.27 亿元, +0.01%) 基本持平，但其中发出商品 (0.72 亿元, +329.67%) 增长较快，待确认收入可提供业绩增量。**现金流量表**方面，公司经营活动产生的现金流量 (0.24 亿元, +631.53%) 有所改善，主要是销售回款增加所致。

◆ **募投项目进展顺利，助推产能大幅提高。**2022 年公司高性能低成本钛合金材料生产线技术改造项目顺利投产，快速提升了公司生产能力（铸锭

熔炼能力 1.5 万吨/年；合金薄板产能 1000 吨/年；管材产能 1500 吨/年）。同时公司新增的 EB 炉，将对公司形成残钛回收能力（2000 吨/年），进一步提升公司毛利率。此外，公司西部材料联合技术中心建设项目顺利推进，相关研发设备进入试生产阶段，现已开发出专用钛合金和锆合金异形件，并向航天等领域提供 3 种材质、6 种规格的异形件样品。

◆ **推进子公司上市，利用资本市场实现高质量发展。**公司积极推进天力公司、西诺公司北交所上市，具体情况：**1、天力公司北交所上市申报已于 2022 年 12 月底获受理，目前已经完成第一轮问询函回复；2、西诺公司于 2022 年 8 月完成增资扩股，募集资金 1971 万元。9 月获批进入创新层。**我们认为，随着子公司上市的推进，将进一步完善公司治理结构，促进子公司实现快速发展，拓展融资渠道。

◆ **投资建议：**

- 1、随着航空航天钛材需求增长，公司军品业务有望快速提升，产品结构不断优化升级；
- 2、公司产能建设落地，打开钛产能上限，公司盈利规模将快速提升，叠加规模效应和原材料降价，公司盈利质量也将得到明显改善；
- 3、其他稀有金属深耕多年，迎来发展契机，核电领域、环保领域业务快速增长，有望增厚公司盈利。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 38.97 亿元、49.91 亿元和 61.65 亿元，归母净利润分别为 2.62 亿元、3.39 亿元和 4.22 亿元，EPS 分别为 0.54 元、0.69 元和 0.86 元，我们维持“买入”评级，目标价 20.58 元，对应 2023-2025 年预测 EPS 的 38 倍、30 倍及 24 倍 PE。

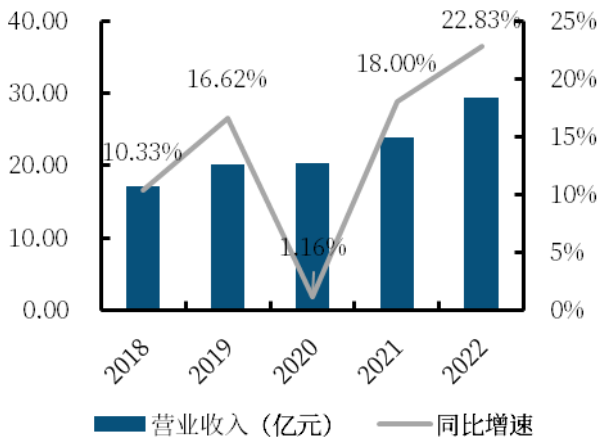
◆ **风险提示**

产品价格下降，海绵钛价格上涨，交付波动风险，行业景气度下降。

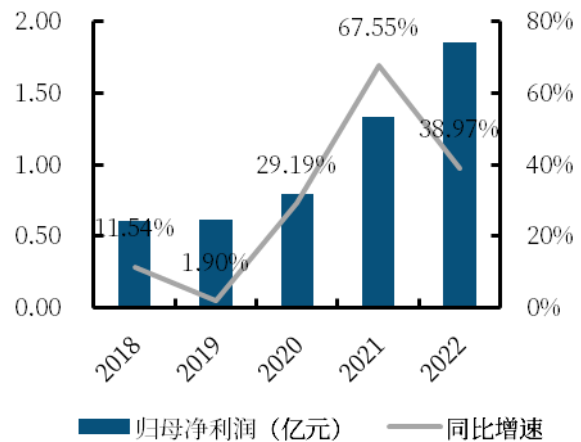
| 财务数据与估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 2394.57 | 2941.30 | 3896.65 | 4990.57 | 6164.62 |
| 增长率（%） | 18.00 | 22.83 | 32.48 | 28.07 | 23.53 |
| 归母净利润（百万元） | 133.05 | 184.90 | 261.61 | 339.08 | 421.69 |
| 增长率（%） | 67.55 | 38.97 | 41.49 | 29.61 | 24.36 |
| 毛利率（%） | 23.05 | 22.20 | 23.26 | 23.33 | 23.35 |
| 每股收益(元) | 0.27 | 0.38 | 0.54 | 0.69 | 0.86 |
| 市盈率 PE | 56.99 | 41.01 | 28.98 | 22.36 | 17.98 |
| 市净率 PB | 2.88 | 2.71 | 2.48 | 2.23 | 1.99 |
| 净资产收益率 ROE（%） | 5.06 | 6.62 | 8.56 | 9.99 | 11.05 |

资料来源：iFind，中航证券研究所

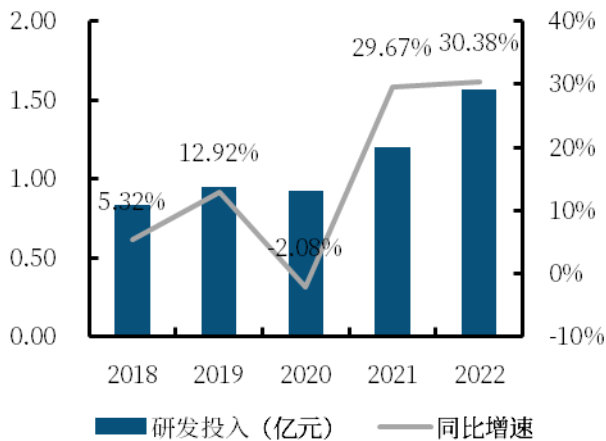
● 公司主要财务数据

图1 公司近5年营业收入及增速情况


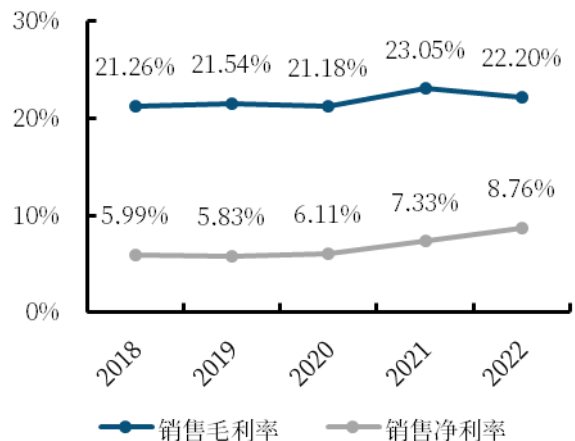
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司近5年归母净利润及增速情况


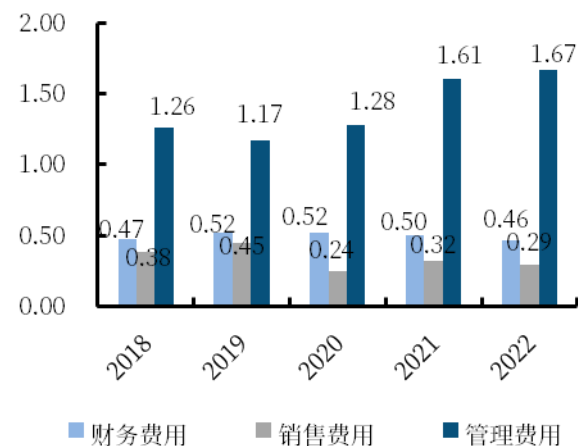
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司近5年研发投入情况


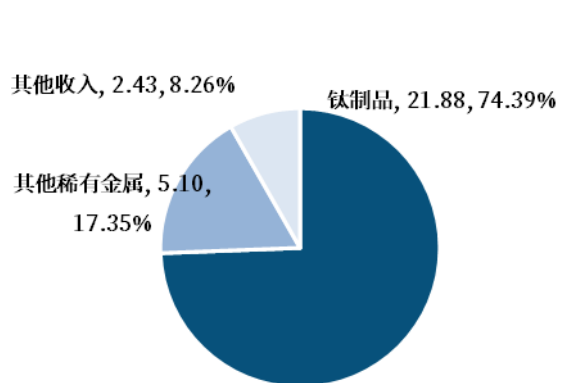
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司近5年毛利率及净利率情况


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5: 公司近5年三费情况 (亿元)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6: 公司2022年产品结构 (亿元)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (百万元)

| 单位:百万元 | 单位:百万元 | | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润表 | | | | | | |
| 营业收入 | 2,029.34 | 2,394.57 | 2,941.30 | 3,896.65 | 4,990.57 | 6,164.62 |
| 减: 营业成本 | 1,599.51 | 1,842.69 | 2,288.27 | 2,990.32 | 3,826.48 | 4,725.16 |
| 税金及附加 | 16.74 | 17.72 | 25.89 | 31.76 | 40.67 | 50.24 |
| 主营业务利润 | 413.10 | 534.15 | 627.15 | 874.58 | 1,123.42 | 1,389.22 |
| 减: 销售费用 | 24.44 | 32.42 | 29.49 | 42.86 | 54.90 | 67.81 |
| 管理费用 | 127.76 | 160.75 | 167.00 | 222.11 | 284.46 | 351.38 |
| 研发费用 | 94.38 | 134.08 | 170.07 | 218.21 | 279.47 | 345.22 |
| 财务费用 | 52.30 | 49.89 | 46.43 | 53.43 | 45.44 | 37.90 |
| 经营性利润 | 114.21 | 157.02 | 214.16 | 337.96 | 459.15 | 586.91 |
| 加: 资产减值损失 | -21.84 | -27.33 | -19.85 | -26.30 | -33.68 | -41.60 |
| 信用减值损失 | -11.66 | -10.74 | -18.17 | -21.31 | -27.30 | -33.72 |
| 其他经营损益 | -0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.00 | -0.00 | -0.00 |
| 投资收益 | 11.99 | 13.65 | 38.92 | 38.48 | 43.22 | 47.97 |
| 公允价值变动损益 | 0.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产处置收益 | 0.02 | 0.05 | 0.07 | 0.04 | 0.05 | 0.06 |
| 其他收益 | 57.52 | 47.21 | 54.54 | 49.38 | 48.85 | 50.22 |
| 营业利润 | 151.07 | 179.85 | 269.68 | 378.26 | 490.30 | 609.83 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收入 | 2.29 | 2.65 | 0.24 | 0.95 | 0.85 | 0.73 |
| 减: 营业外支出 | 1.38 | 0.73 | 2.33 | 1.28 | 1.31 | 1.38 |
| 利润总额 | 151.98 | 181.78 | 267.59 | 377.93 | 489.85 | 609.18 |
| 减: 所得税 | 28.01 | 6.20 | 10.05 | 13.54 | 17.55 | 21.82 |
| 净利润 | 123.97 | 175.58 | 257.54 | 364.39 | 472.30 | 587.36 |
| 减: 少数股东损益 | 44.56 | 42.53 | 72.64 | 102.78 | 133.22 | 165.67 |
| 归属母公司股东净利润 | 79.41 | 133.05 | 184.90 | 261.61 | 339.08 | 421.69 |
| 资产负债表 | | | | | | |
| 货币资金 | 1,106.46 | 660.43 | 633.04 | 584.50 | 748.59 | 924.69 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收票据 | 232.67 | 361.77 | 624.00 | 640.55 | 752.00 | 844.47 |
| 应收账款 | 800.73 | 949.14 | 1,110.72 | 1,281.09 | 1,367.28 | 1,604.49 |
| 预付账款 | 156.39 | 131.68 | 132.74 | 175.85 | 225.22 | 278.20 |
| 其他应收款 | 13.10 | 13.35 | 11.65 | 20.77 | 26.60 | 32.86 |
| 存货 | 1,400.65 | 1,526.57 | 1,526.78 | 1,884.31 | 2,306.37 | 2,718.58 |
| 其他流动资产 | 20.50 | 17.39 | 37.48 | 39.11 | 50.08 | 61.87 |
| 长期股权投资 | 75.34 | 92.94 | 160.71 | 199.19 | 242.41 | 290.38 |
| 金融资产投资 | 54.31 | 86.10 | 116.98 | 116.98 | 116.98 | 116.98 |
| 投资性房地产 | 4.52 | 4.34 | 4.17 | 3.61 | 3.06 | 2.51 |
| 固定资产和在建工程 | 1,332.57 | 1,444.76 | 1,649.46 | 1,696.27 | 1,698.07 | 1,671.99 |
| 无形资产和开发支出 | 288.78 | 269.32 | 256.25 | 244.22 | 232.00 | 219.58 |
| 其他非流动资产 | 103.31 | 206.96 | 131.33 | 125.71 | 120.08 | 120.08 |
| 资产总计 | 5,589.34 | 5,764.76 | 6,395.31 | 7,012.15 | 7,888.73 | 8,886.67 |
| 短期借款 | 1,239.31 | 1,132.30 | 1,350.79 | 1,135.10 | 992.77 | 815.99 |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据 | 340.29 | 332.74 | 317.04 | 530.16 | 678.40 | 837.73 |
| 应付账款 | 303.53 | 348.96 | 322.66 | 518.47 | 663.44 | 819.26 |
| 预收账款 | 0.00 | 0.36 | 1.63 | 0.91 | 1.17 | 1.44 |
| 合同负债 | 111.78 | 158.62 | 189.71 | 241.36 | 309.11 | 381.84 |
| 其他应付款 | 98.76 | 128.28 | 166.67 | 203.54 | 260.45 | 321.62 |
| 长期借款 | 100.11 | 226.33 | 99.39 | 99.39 | 99.39 | 99.39 |
| 其他负债 | 452.52 | 421.88 | 752.07 | 723.49 | 851.95 | 990.00 |
| 负债合计 | 2,646.30 | 2,749.47 | 3,199.95 | 3,452.40 | 3,856.68 | 4,267.26 |
| 股本 | 488.21 | 488.21 | 488.21 | 488.21 | 488.21 | 488.21 |
| 资本公积 | 1,932.76 | 1,918.39 | 1,924.14 | 1,924.14 | 1,924.14 | 1,924.14 |
| 留存收益 | 160.98 | 222.84 | 381.47 | 643.08 | 982.16 | 1,403.85 |
| 归属母公司股东权益 | 2,581.95 | 2,629.45 | 2,793.83 | 3,055.44 | 3,394.52 | 3,816.20 |
| 少数股东权益 | 361.08 | 385.84 | 401.53 | 504.31 | 637.53 | 803.20 |
| 股东权益合计 | 2,943.04 | 3,015.29 | 3,195.36 | 3,559.75 | 4,032.05 | 4,619.41 |
| 负债和股东权益合计 | 5,589.34 | 5,764.76 | 6,395.31 | 7,012.15 | 7,888.73 | 8,886.67 |
| 投入资本(IC) | 3,426.09 | 3,986.57 | 4,336.71 | 4,677.25 | 5,007.22 | 5,417.81 |
| 现金流量表 | | | | | | |
| 自由现金流 | -248.00 | -251.96 | 79.79 | 114.12 | 229.77 | 261.88 |
| 经营性现金净流量 | -267.31 | -7.58 | 20.08 | 295.62 | 388.99 | 403.95 |
| 投资性现金净流量 | -125.35 | -292.03 | -207.12 | -75.04 | -37.13 | -13.17 |
| 筹资性现金净流量 | 1,180.22 | -168.40 | 172.55 | -269.12 | -187.77 | -214.68 |
| 现金流量净额 | 787.41 | -468.23 | -11.48 | -48.54 | 164.09 | 176.11 |
| 货币资金的期初余额 | 192.93 | 980.34 | 515.24 | 633.04 | 584.50 | 748.59 |
| 货币资金的期末余额 | 1,106.46 | 660.43 | 633.04 | 584.50 | 748.59 | 924.69 |
| 企业自由现金流 | -248.00 | -251.96 | 79.79 | 114.12 | 229.77 | 261.88 |
| 权益自由现金流 | 133.81 | -280.93 | 126.65 | -153.08 | 43.62 | 48.56 |

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10 以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10~10 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10 以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637