

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

## 营收盈利实现高增, 重点项目进展顺利

——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(维持)

#### 市场数据(2023-04-07)

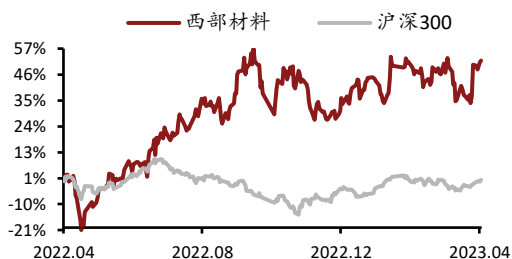
发布日期: 2023年04月10日

收盘价(元)	17.29
一年内最高/最低(元)	17.87/9.03
沪深 300 指数	4,123.28
市净率(倍)	3.02
流通市值(亿元)	84.40

#### 基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	5.72
每股经营现金流(元)	0.05
毛利率(%)	22.20
净资产收益率_摊薄(%)	6.62
资产负债率(%)	50.04
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

《西部材料(002149)公司点评报告:持续加大研发投入, 营收盈利稳步增长》2023-01-19

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

**事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年度实现营业收入 29.41 亿元, 同比增长 22.83%; 实现归母净利润 1.85 亿元, 同比增长 38.97%; 实现扣非归母净利润 1.36 亿元, 同比增长 30.24%; 基本每股收益 0.38 元/股。

#### 投资要点:

- 公司产品结构继续优化, 营收盈利实现双增。**2022 年公司航空航天钛材订货持续增加, 市场占有率不断提高; 民用锆材市场实现飞跃, 锆材订货远超去年。公司航空航天及高端民品营收占比持续提高, 占比超过 50%, 其中航空航天实现收入 9.45 亿元, 同比增长 29%; 锆材实现收入 4.75 亿元, 同比增长 150%; 装备及部件实现收入 1.45 亿元, 同比增长 41%。分产品来看, 公司钛制品、其他稀有金属、其他收入实现营业收入分别为 21.88/5.10/2.43 亿元, 分别同比增长 23.10%/21.66%/22.93%; 毛利率分别为 21.78%/29.70%/10.28%, 比上年同期分别增长 -1.43%/-3.66%/10.60%。公司钛制品/稀有金属复合材料及制品/金属纤维及制品/难熔金属制品/贵金属制品销售量分别为 6185.52 吨/23243.00 吨/314080.00 平方米/105.71 吨/22.02 吨, 分别同比增长 4.88%/-2.02%/35.29%/-24.41%/49.90%; 产量分别为 5968 吨/23379.00 吨/315032.00 平方米/107.09 吨/18.70 吨, 分别同比增长 2.55%/-6.97%/34.86%/-22.02%/6.19%。
- 公司重点项目进展顺利, 产能大幅提升。**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, 项目新增厂房建筑面积 1.9 万平方米, 新增设备主要包括 1 台 EB 炉、6 台 8 吨电弧炉及熔炼配套设备; 11 台砂光机及板材加热设备; 9 台高速轧管机等; 公司铸锭熔炼能力提升至 15000 吨/年, 解决了公司熔炼瓶颈问题; 合金薄板产能提升至 1000 吨/年; 管材产能提升至 1500 吨/年。公司西部材料联合技术中心建设项目顺利推进, 联合技术中心建设项目拟投资 6500 万元, 目前 4 个实验室筹建基本完成, 共采购设备 60 余台/套; 新能源及环保新材料研发设备已投入使用, 金属熔铸、深加工及特种板材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。
- 公司研发投入持续增加。**公司全年研发投入 1.57 亿元, 占营业收入的 5.34%, 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。公司承担国家、省、市级高新技术创新和产业化项目 31 项, 获得国家、省市等科技收支支

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。公司积极融入秦创原创新驱动平台，成功获批了秦创原成果转化“加速器”省级示范项目。公司持续推进国家级企业技术中心、国家地方联合工程技术中心、博士后创新基地等创新平台建设。新技术、新工艺的实施，提升了公司产品市场竞争力，公司核电用控制棒、装甲用低成本钛合金板材、宽幅钛合金薄板、化工钎板、钛(银)/钢复合板、大口径薄壁管材、金属纤维及制品等系列产品继续保持较高的市场份额。公司拟继续加强创新研发工作，2023 年确保研发投入在 5% 以上；各产业方向明确 1~3 项重点研发项目，并开展专项考核。

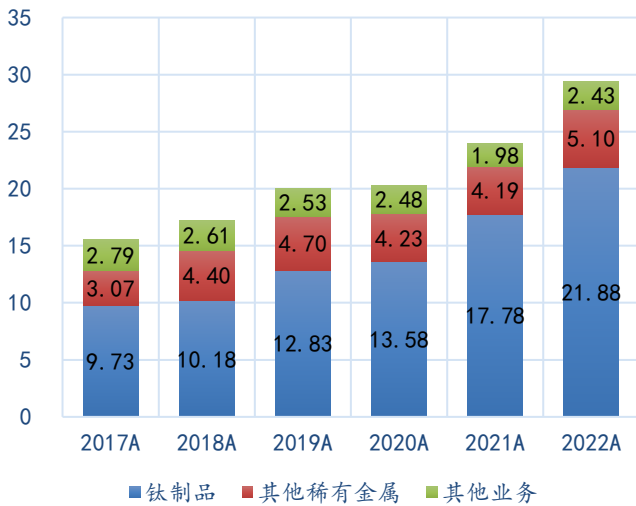
- **公司积极推进子公司上市及增资扩股工作。**天力公司北交所上市申报已于 2022 年 12 月底获受理，目前已经完成第一轮问询函回复。西诺公司于 2022 年 8 月完成增资扩股，发行 270 万股，募集资金 1971 万元，9 月获批进入创新层。
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观、行业环境变化及公司经营业绩情况，我们调整公司 2023/2024 年营业收入 32.38/36.33 亿元至 36.36/44.38 亿元，调整 2023/2024 年归母净利润 2.01/2.40 亿元至 2.47/3.07 亿元，预计公司 2023、2024 和 2025 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.51 元、0.63 元和 0.81 元，按照 4 月 7 日 17.29 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 34.16 倍、27.51 倍和 21.47 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，维持公司“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。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,395	2,941	3,636	4,438	5,633
增长比率(%)	18.00	22.83	23.63	22.04	26.93
净利润(百万元)	133	185	247	307	393
增长比率(%)	67.55	38.97	33.65	24.16	28.17
每股收益(元)	0.27	0.38	0.51	0.63	0.81
市盈率(倍)	63.44	45.65	34.16	27.51	21.47

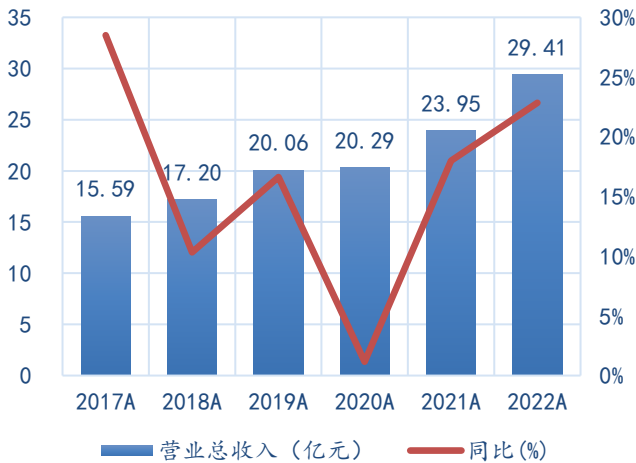
资料来源：中原证券

图 1：公司分产品营收（截至 2022 年年报）



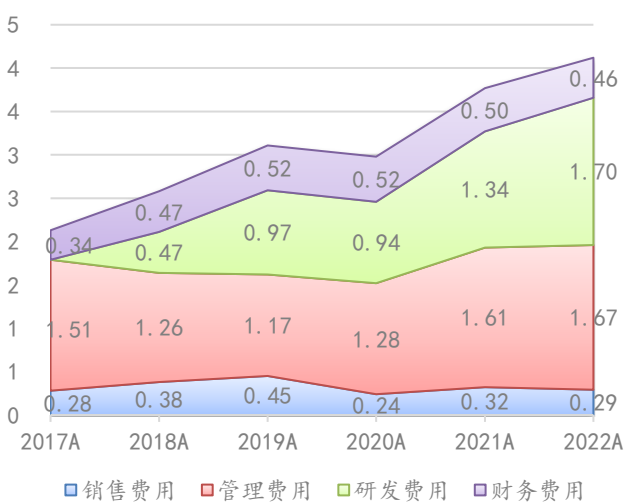
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比（截至 2022 年年报）



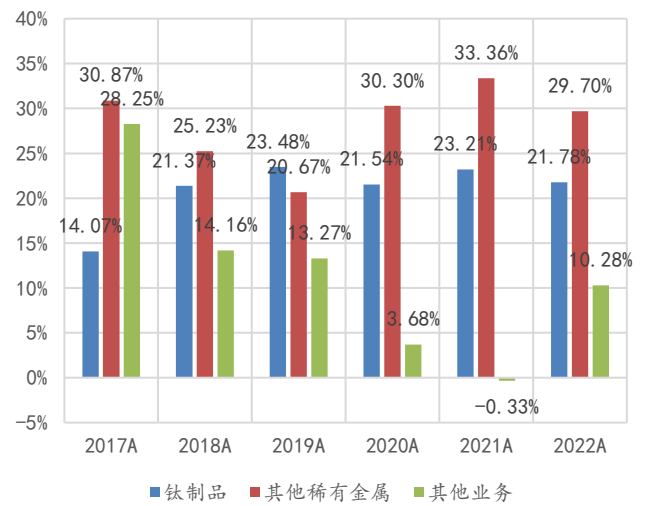
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司四项费用（亿元）



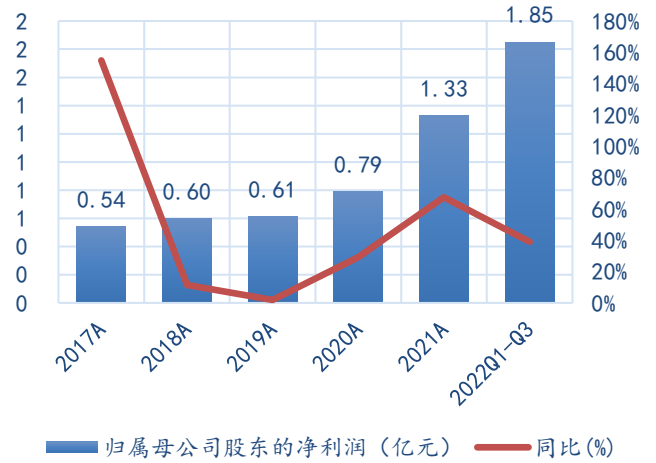
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司分产品毛利率（截至 2022 年年报）



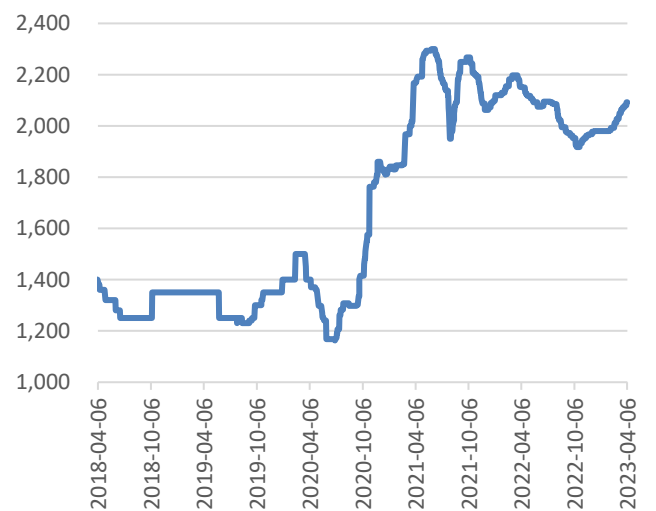
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比（截至 2022 年年报）



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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,660</b>	<b>4,076</b>	<b>4,657</b>	<b>5,318</b>	<b>6,101</b>
现金	660	633	606	571	577
应收票据及应收账款	1,134	1,609	1,915	2,228	2,660
其他应收款	13	12	19	18	29
预付账款	132	133	141	172	219
存货	1,527	1,527	1,750	2,057	2,288
其他流动资产	194	163	226	271	328
<b>非流动资产</b>	<b>2,104</b>	<b>2,319</b>	<b>2,600</b>	<b>2,745</b>	<b>2,890</b>
长期投资	93	161	229	249	268
固定资产	1,260	1,470	1,512	1,573	1,637
无形资产	255	237	220	211	205
其他非流动资产	497	452	639	712	780
<b>资产总计</b>	<b>5,765</b>	<b>6,395</b>	<b>7,257</b>	<b>8,063</b>	<b>8,991</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,296</b>	<b>2,836</b>	<b>3,337</b>	<b>3,674</b>	<b>4,046</b>
短期借款	1,132	1,351	1,612	1,749	1,851
应付票据及应付账款	682	640	711	785	897
其他流动负债	482	846	1,014	1,140	1,298
<b>非流动负债</b>	<b>454</b>	<b>364</b>	<b>394</b>	<b>457</b>	<b>502</b>
长期借款	219	89	112	169	207
其他非流动负债	234	275	281	289	295
<b>负债合计</b>	<b>2,749</b>	<b>3,200</b>	<b>3,730</b>	<b>4,131</b>	<b>4,547</b>
少数股东权益	386	402	485	584	702
股本	488	488	488	488	488
资本公积	1,918	1,924	1,924	1,924	1,924
留存收益	216	353	600	906	1,300
归属母公司股东权益	2,629	2,794	3,041	3,348	3,741
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,765</b>	<b>6,395</b>	<b>7,257</b>	<b>8,063</b>	<b>8,991</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-4</b>	<b>24</b>	<b>112</b>	<b>71</b>	<b>162</b>
净利润	176	258	331	405	512
折旧摊销	138	138	138	145	154
财务费用	51	49	57	66	72
投资损失	-14	-39	-44	-51	-68
营运资金变动	-392	-411	-400	-528	-539
其他经营现金流	37	29	31	34	30
<b>投资活动现金流</b>	<b>-292</b>	<b>-207</b>	<b>-374</b>	<b>-240</b>	<b>-231</b>
资本支出	-262	-192	-302	-242	-242
长期投资	-36	0	-114	-46	-54
其他投资现金流	6	-15	42	48	65
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-168</b>	<b>173</b>	<b>234</b>	<b>135</b>	<b>74</b>
短期借款	-107	218	261	137	102
长期借款	119	-130	23	56	38
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-14	6	0	0	0
其他筹资现金流	-166	79	-50	-59	-66
<b>现金净增加额</b>	<b>-465</b>	<b>-8</b>	<b>-28</b>	<b>-34</b>	<b>6</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,395</b>	<b>2,941</b>	<b>3,636</b>	<b>4,438</b>	<b>5,633</b>
营业成本	1,843	2,288	2,826	3,447	4,386
营业税金及附加	18	26	31	38	48
营业费用	32	29	36	44	56
管理费用	161	167	206	251	319
研发费用	134	170	211	257	327
财务费用	50	46	54	63	70
资产减值损失	-27	-20	-21	-24	-22
其他收益	47	55	58	67	68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	39	44	51	68
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>180</b>	<b>270</b>	<b>342</b>	<b>419</b>	<b>530</b>
营业外收入	3	0	3	3	3
营业外支出	1	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>182</b>	<b>268</b>	<b>344</b>	<b>421</b>	<b>532</b>
所得税	6	10	13	16	20
<b>净利润</b>	<b>176</b>	<b>258</b>	<b>331</b>	<b>405</b>	<b>512</b>
少数股东损益	43	73	84	99	118
<b>归属母公司净利润</b>	<b>133</b>	<b>185</b>	<b>247</b>	<b>307</b>	<b>393</b>
EBITDA	358	416	533	624	728
EPS (元)	0.27	0.38	0.51	0.63	0.81

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	18.00	22.83	23.63	22.04	26.93
营业利润 (%)	19.05	49.94	26.68	22.76	26.34
归属母公司净利润 (%)	67.55	38.97	33.65	24.16	28.17
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	23.05	22.20	22.28	22.33	22.13
净利率 (%)	5.56	6.29	6.80	6.91	6.98
ROE (%)	5.06	6.62	8.13	9.16	10.51
ROIC (%)	4.74	5.53	6.97	7.59	8.21
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.69	50.04	51.41	51.24	50.58
净负债比率 (%)	91.18	100.14	105.79	105.08	102.34
流动比率	1.59	1.44	1.40	1.45	1.51
速动比率	0.85	0.83	0.80	0.82	0.86
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.42	0.48	0.53	0.58	0.66
应收账款周转率	3.36	3.35	3.36	3.53	3.88
应付账款周转率	5.65	6.81	8.18	8.98	10.29
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.38	0.51	0.63	0.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.01	0.05	0.23	0.15	0.33
每股净资产 (最新摊薄)	5.39	5.72	6.23	6.86	7.66
<b>估值比率</b>					
P/E	63.44	45.65	34.16	27.51	21.47
P/B	3.21	3.02	2.78	2.52	2.26
EV/EBITDA	27.49	21.72	18.32	16.04	13.94

### 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。