东兴证券
DONGXING SECURITIES

核电及环保业务成最大亮点

——西部材料（002149）

2016 年 12 月 15 日

推荐/首次

西部材料 | 调研简报

杨若木
010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480510120014
联系人：王加煨
010-66554142 wang_jw@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480116110054
联系人：彭磊
010-66554036 penglei@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480116090061
联系人：邱日尧
01066554034 qiury@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480115110069
联系人：李永乐
010-66554047 liyl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480116050067

报告摘要：

公司背靠西北有色金属研究院，在稀贵金属领域优势地位长期保持，产品应用于军工、核电、环保等领域，已发展成为国内规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工生产基地。七个主要控股子公司协同发展，其中西诺公司及菲尔特公司未来 3 年业绩有望翻番。

- **子公司西诺公司是国内核电控制棒、核电用稀有金属复合材料唯一供应商。**公司 2015 年募投核电堆芯关键材料国产化项目，2016 年该项目预计实现营收入 1.5 亿元，净利润约 3000 万元；2017 年预计营收 3.0 亿元，净利润约 7800 万元，2020 年以后可以达到 100%产能利用率。
- **子公司菲尔特公司火电烟气脱硫、柴油车尾气金属纤维载体等环保业务将成为公司未来 3 年另一利润增长点。**未来五年，火电烟气脱硫内衬复合板材市场容量约合 14-18 亿元/年，综合现有机组改造及未来新增火电项目需求，**未来五年火电烟气脱硫内衬复合板的市场需求将达百亿。**此外，**按每年生产 250 万辆柴油车计算，柴油车尾气金属纤维载体的市场规模可达每年 37 亿元以上。**

公司盈利预测及投资评级。公司核电及环保项目的利润增长较为明确，钛产品有待行业缓慢复苏。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 13 亿元、20 亿元和 29 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 **0.41 亿元、0.98 亿元和 1.44 亿元；每股收益分别为 0.19 元、0.46 元和 0.68 元，对应 PE 分别为 144、60 和 41 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。**

风险提示：钛材价格波动；核电、环保等产业政策发生重大变化；金属复合材料销售不及预期等

财务指标预测

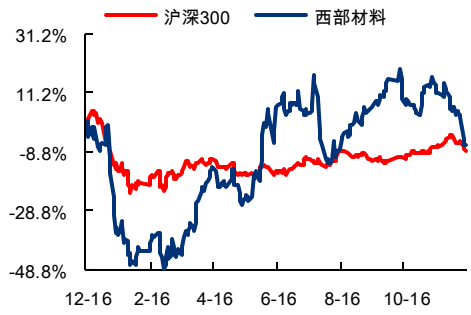
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,225	983	1,298	1,973	2,905
增长率（%）	7%	-20%	32%	52%	47%
净利润（百万元）	39	-175	55	141	206
增长率（%）	-25%	-548%	-131%	155%	46%
净资产收益率（%）	1%	-17%	5%	12%	16%
每股收益(元)	0.03	-0.76	0.19	0.46	0.68
PE	923	-37	144	60	41
PB	5.5	6.3	7.3	6.9	6.5

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	27.7-29.9
总市值（亿元）	58.92
流通市值（亿元）	48.37
总股本/流通 A 股（万股）	21271/17463
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.32

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

目 录

1. 稀有金属领域优势地位不变 3
1.1 背靠西北院，持续推动科研成果产业化 3
1.2 子公司协同发展，布局军工、核电、环保等领域 3
2. 垄断国内核电控制棒及金属复合材料供应市场 6
2.1 核电“十三五”规划带来重大机遇 6
2.2 募投核电堆芯关键材料国产化项目， 7
3. 环保业务百亿市场 7
3.1 火电烟气脱硫内衬复合板未来五年需求达百亿 8
3.2 柴油车尾气金属纤维载体年规模 37 亿以上 8
4. 航空钛材有待放量，民用市场难突破 9
5. 盈利预测及估值 9
6. 风险提示 9

表格目录

表 1: 公司盈利预测表 10

插图目录

图 1: 公司股权结构示意图 3
图 2: 公司主营业务及产品 4
图 3: 公司主营业务收入（百万元）及增长率 4
图 4: 公司净利润（百万元）及其增长率 4
图 5: 公司各子公司主营业务收入（百万元）及增长率 5
图 6: 公司各子公司净利润（百万元）及增长率 5
图 7: 公司各子公司主营业务收入累积图（百万元） 5
图 8: 公司各子公司净利润累积图（百万元） 5
图 9: 我国核电并网容量及在建容量预估（单位: MW） 6
图 10: 我国核电运行机组及在建机组数量预估 6
图 11:菲尔特公司主要产品 7
图 12: 我国柴油车历年产量 9

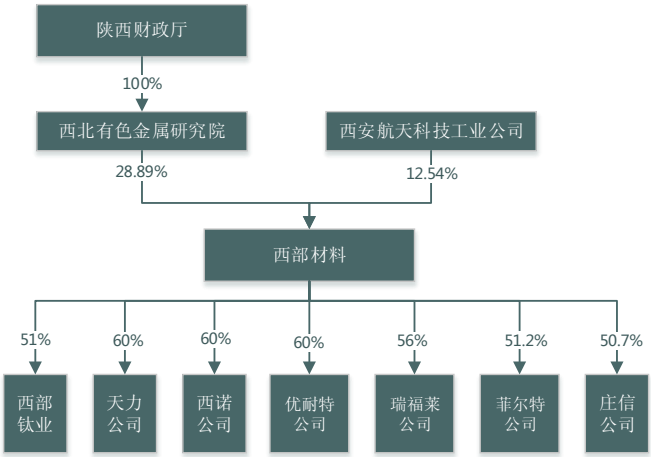
1. 稀有金属领域优势地位不变

1.1 背靠西北院，持续推动科研成果产业化

公司成立于 2000 年 12 月，是由科研院所转制设立并上市的高新技术企业，主要从事钛材、层状金属复合材料、稀有金属复合材料及制品、贵金属制品等领域的研发、生产和销售，产品广泛应用于**航空、航天、核电、环保、海洋工程、石化、电力**等行业和众多国家大型项目。

- 公司股权关系简明，如图 1 所示，控股股东及主要发起人为西北有色金属研究院，实际控制人为陕西省财政厅；公司第二大股东西安航天科技工业公司（航天六院，持股比例 **12.54%**）隶属航天科技集团，是我国液体火箭发动机研制中心，在航空航天领域建树颇多，能够为公司在军工领域的发展提供有力支持。

图 1: 公司股权结构示意图



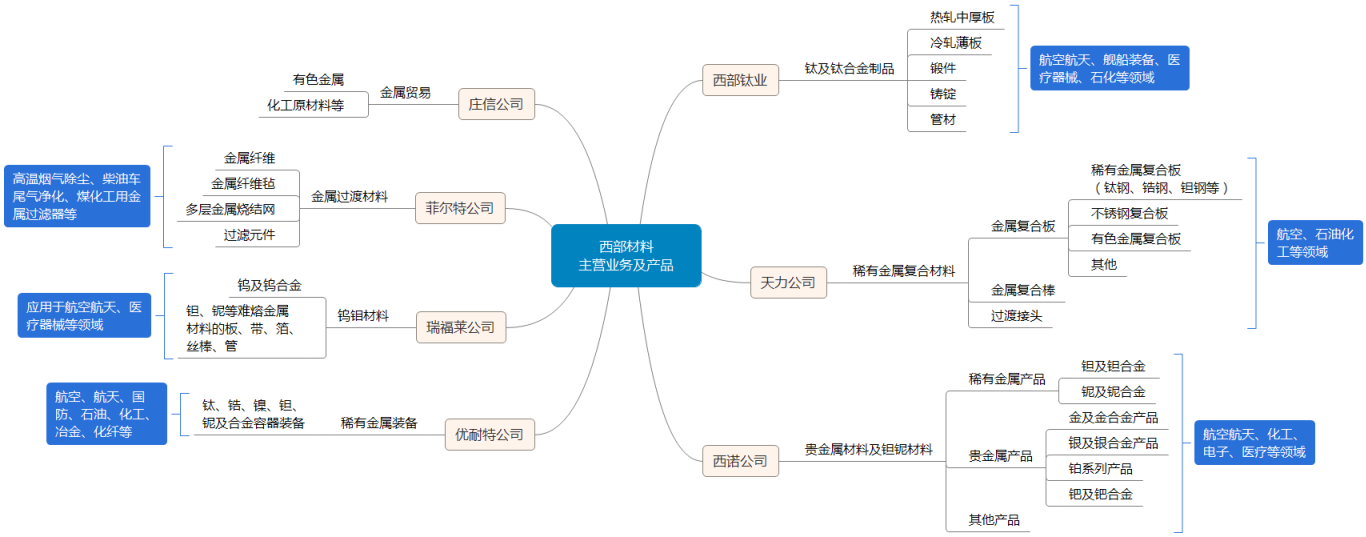
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 公司背靠西北院，依托其在稀有金属材料领域 **50** 多年的优势，始终高度重视科技创新能力的建设和提升，在各业务领域都拥有一批具有自主知识产权的核心技术和关键技术，推动科技成果转化和产业化。旗下拥有西部钛业、西诺公司、菲尔特公司等七大控股子公司。各个子公司分工专业、明确，集团协同效应突出。

1.2 子公司协同发展，布局军工、核电、环保等领域

公司主营业务及主要产品如**图 2** 所示。经过十多年的研发积累和市场开拓，公司已形成钛及钛合金加工材产业、层状金属复合材料产业、金属纤维及制品产业、稀贵金属材料产业、钨钼材料及制品产业和稀有金属装备制造及管道管件产业等六大业务领域，已发展成为国内规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工生产基地。

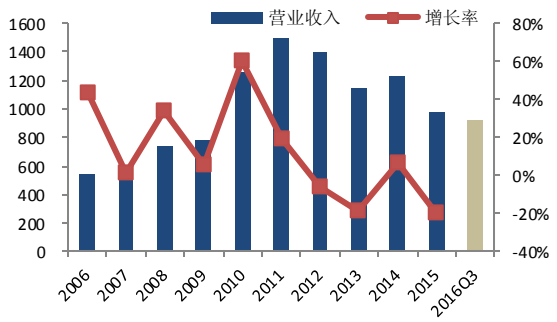
图 2: 公司主营业务及产品



资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

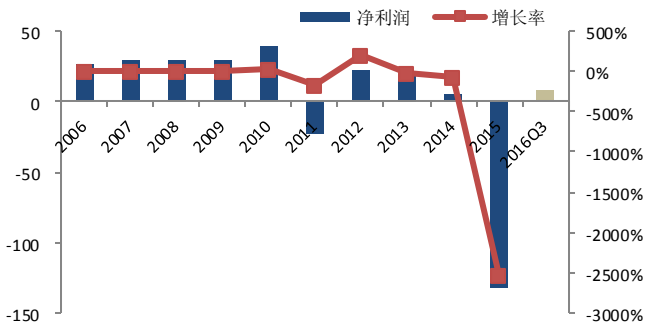
- 贵金属制品方面，**公司是国内唯一核级银合金控制棒和核电用稀有金属复合材料供应商**，未来将实现控制棒包裹材料国产化替代；公司积极拓展稀有金属复合材料在环保领域的发展空间，新型铁铬铝金属纤维烧结毡、高性能火电烟气脱硫内衬复合板材等市场广阔。
- 公司在稀贵金属领域具有材料及制备工艺的独特优势，在航空航天等军工领域已积累丰富经验。当前公司积极参与**第四代军机预研**并提供航空航天领域钛合金棒材，与中船重工旗下多家研究所**合作研发舰船用钛合金板**，未来将受益于航空航天、船舰军工装备等领域钛材需求量的扩张。

图 3: 公司主营业务收入（百万元）及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4: 公司净利润（百万元）及其增长率

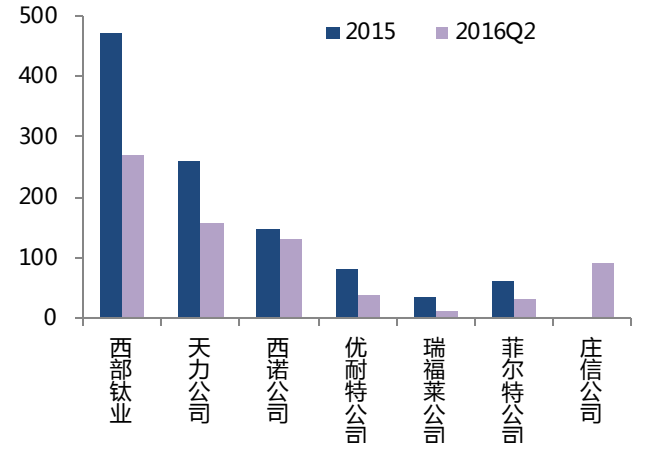


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司于 2010 年分别投资设立西诺公司、优耐特公司、瑞福莱公司、庄信公司以及润通公司 5 家子公司，将原有业务细化，钛制品及复合材料业务收入增加带动本年营业额和净利润的小幅增长。2011 年至 2014 年受钛材市场持续低迷、竞争加剧及成本增

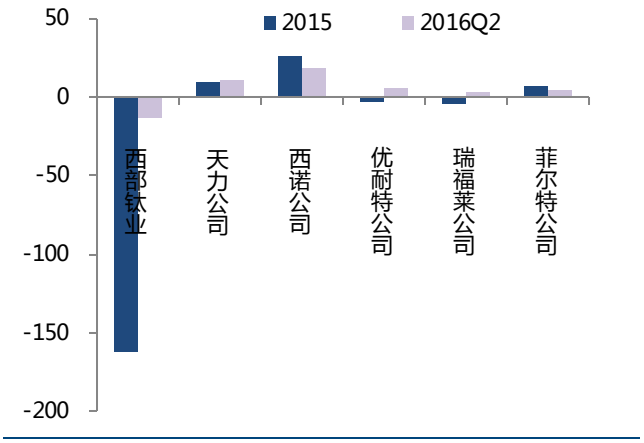
加等不利影响，公司营收及利润波动。2015 年受下游行业需求低迷、上游行业龙头产业停产减产等影响，公司营收及净利大幅下滑。2016 年公司重点布局军工、核电、环保领域，前三季度归属母公司净利润达 845 万元，同比实现扭亏为盈。预期公司业绩将有长期改善。

图 5：公司各子公司主营业务收入（百万元）及增长率



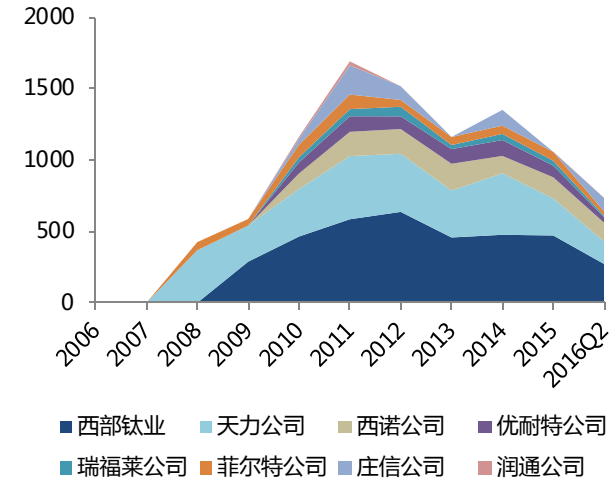
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：公司各子公司净利润（百万元）及增长率



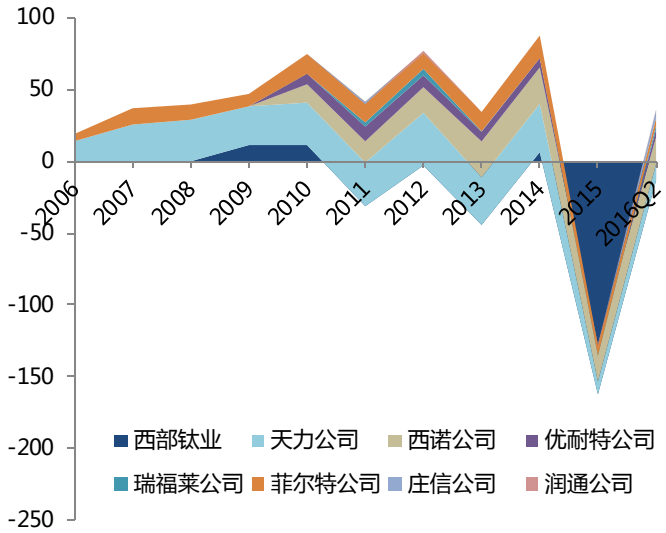
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：公司各子公司主营业务收入累积图（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：公司各子公司净利润累积图（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

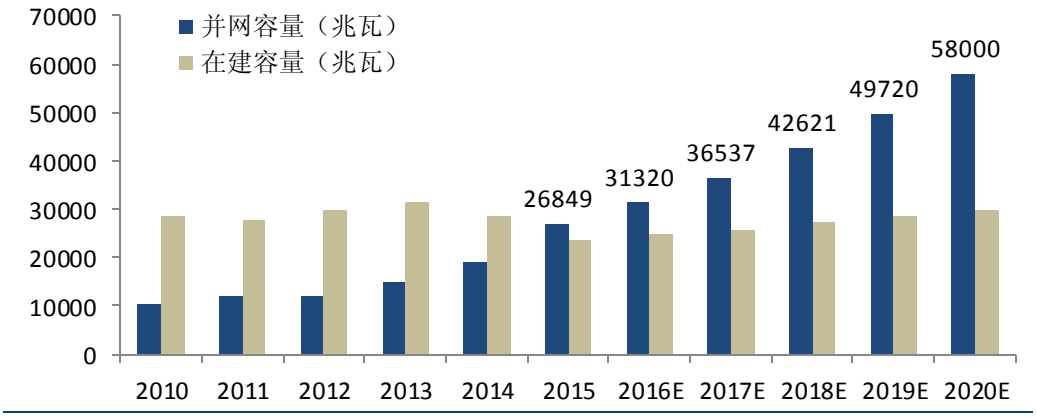
图 5 至图 8 为公司各子公司营收及净利情况。从绝对值来看西部钛业占主导，其次为天力公司和西诺公司。近年来受钛材市场低迷影响，西部钛业发展滞缓，尤其是 2015 年大额亏损致使母公司净利大幅下跌。西诺公司与菲尔特公司近期分别受益于核电与环保项目，发展势头迅猛。

2. 垄断国内核电控制棒及金属复合材料供应市场

2.1 核电“十三五”规划带来重大机遇

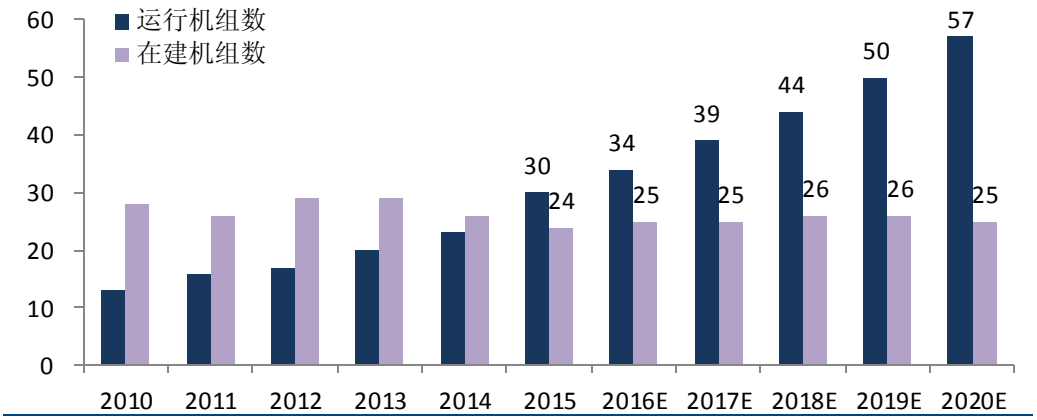
根据国务院部署的核电“十三五”规划目标，到 2020 年，我国运行核电装机达到 5800 万千瓦，在建 3000 万千瓦左右，未来核电项目将大跨步发展。如图 9 所示，**2016 年至 2020 年，按照规划我国核电并网容量的年复合增长率将达到 16.7%**，在建容量将保持在 25000 至 30000 兆瓦之间。

图 9: 我国核电并网容量及在建容量预估（单位：MW）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10: 我国核电运行机组及在建机组数量预估



资料来源：Wind，东兴证券研究所

自 2011 年日本福岛核电站发生核泄漏事故后，中国核电建设一度随之停滞，2011 年和 2014 年都出现零核准、零开工的局面。**而根据核电“十三五”规划，2016 年起，我国每年将新建 5 座-7 座核电站**，并为引进自主开发的新型核电站将投入共 5000 亿元资金。我国在运核电机组规模稳步增长，2015 年底机组数已达 30 台，总装机容量

2830 万千瓦，在建规模居世界第一。此外，我国核电基本具备了自主设计自主建设、自主运行的能力。

如图 10 所示，按照规划，到“十三五”末期，**全国核电的总规模将达到在运与在建共 8800 万千瓦的规模，到 2020 年，中国预计将有 57 座以上核电站投入运行。**

2.2 募投核电堆芯关键材料国产化项目，

公司的控股子公司**西诺公司是国内核电控制棒、核电用稀有金属复合材料唯一供应商**。国家大力培育和发展核电产业，为公司核电用稀有金属材料提供良好的发展机遇。

根据核电建设规划，在“十三五”期间计划新开工建设的 CAP1400 及“华龙一号”核电站共计 19 台机组（三代机型），需要银铟镉控制棒及中子吸收体材料、不锈钢及 Inconel 718 合金材料共计 7.2 亿元。**2020-2030 年期间，每年计划新开工 6-8 个机组，需求预计将达到 26 亿元。**

公司 2015 年非公开发行股票募集资金不超过 9.4 亿元，其中 3.5 亿元用于自主化核电站堆芯关键材料国产化项目，未来实现控制棒包裹材料的进口替代，营业收入有望翻番。按照规划，西诺公司预计项目建成投产后第一年产能利用率为 40%，**2016 年预计实现营业收入 1.5 亿元，净利润约 3000 万元；2017 年起产能利用率为 80%，预计实现营业收入 3.0 亿元，净利润约 7800 万元。预计 2020 年以后可以达到 100%产能利用率。**

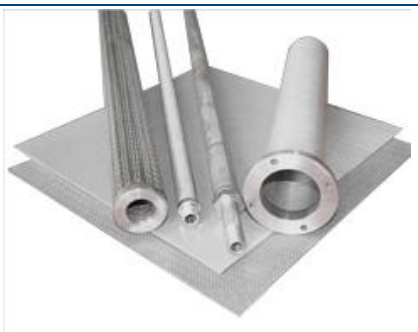
3. 环保业务百亿市场

公司另一大业务增长来自控股子公司菲尔特的业绩增长。菲尔特公司主要产品有金属纤维、金属纤维烧结毡、多层金属烧结网、金属过滤器及其它金属多孔材料，目前可用于**高温烟气除尘（金属纤维毡）、柴油车尾气净化、煤化工金属过滤器、燃烧器用金属纤维**等。

图 11:菲尔特公司主要产品

金属纤维

金属纤维毡



多层金属烧结网

过滤原件

资料来源：菲尔特公司网站，东兴证券研究所

3.1 火电烟气脱硫内衬复合板未来五年需求达百亿

火电行业是目前二氧化硫排放的主要污染源，约占全国二氧化硫排放的 50%。近年来，我国对于 SO2 排放的重视程度和治理力度，也达到了前所未有的高度。截至 2014 年，我国火电烟气脱硫装机容量超过 4.79 亿千瓦，约占火电总容量的 52%。

- 排放标准提高促使现役机组中约 1/2 需进行改造，**其中烟气脱硫内衬装置按改造均价 1200-1500 万元/百万千瓦估算，对应金属复合板材需求约需 35 亿元以上。**
- “十三五”期间，每年新开工 30 台 60 万千瓦以上火电机组，按 1500-2000 吨/台计算，每年约需大型火电项目烟气脱硫内衬复合板材 4.5 万-6 万吨。**未来五年，火电烟气脱硫内衬复合板材市场容量将达到 10-12 万吨/年，约合 14-18 亿元/年。**

综合现有机组改造及未来新增火电项目需求，**未来五年火电烟气脱硫内衬复合板的市场需求将达百亿。**

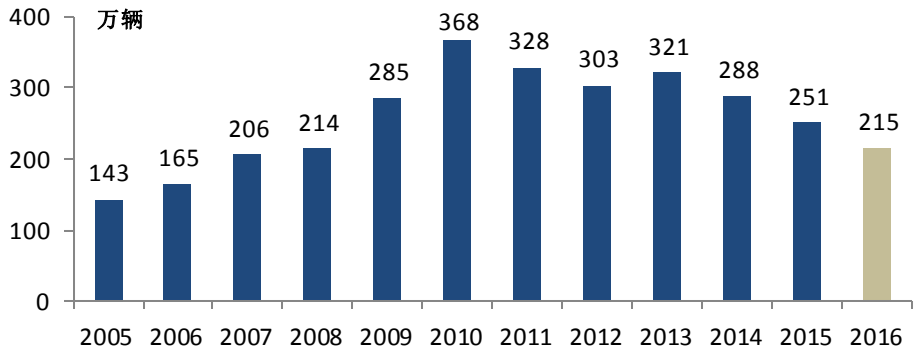
3.2 柴油车尾气金属纤维载体年规模 37 亿以上

随着我国工业的快速发展，我国雾霾引起的空气污染治理已刻不容缓。引发雾霾的这些超细颗粒常常携带多种致癌物质和病毒严重危及大众健康。经研究表明，我国各大中城市中机动车尾气是 PM2.5 的主要来源（约占 22%）。这其中以柴油车的颗粒排放物最为严重，每公里颗粒物的排放量约为汽油车的 50 倍。

国际上主要采取颗粒捕捉器来治理柴油车尾气颗粒排放，主要包括 DPF 和 POC 两种装置。国外已经大量使用金属纤维制备这两种装置，而国内还在使用蜂窝陶瓷、堇青石等传统材料。**公司基于已有金属纤维技术开发出了柴油机用金属纤维载体和装备，制备出的 DPF 和 POC 产品技术能够满足我国柴油车国 4 标准。**

如图 12 所示，2015 年我国柴油车产量（包括乘用车和商用车）为 251 万辆，**市场上单套金属纤维产品的价格约为 1500 元-2000 元，则柴油车尾气金属纤维载体的市场规模可达每年 37 亿元以上。**

图 12: 我国柴油车历年产量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 航空钛材有待放量，民用市场难突破

西钛公司经历 2015 年巨亏 1.6 亿，2016 年有望扭亏为盈。公司钛合金产品业务占比高，而当前钛产能过剩，钛材价格不断下跌，公司在行业周期中也无法幸免，盈利较为困难。

当前国产钛材 80%为民用，与美国相比，我国军品中的钛合金应用比例较低。公司积极布局钛材军用领域。目前公司参与了第四代军机的研发，钛合金在军机的应用比例有望提高，随着第四代军机的逐步量产，公司航空钛材产能有望释放。

公司同时积极开拓民用市场，我们认为钛合金民品市场定位高端，短时间内突破较为困难，尤其是在消费类领域，市场规模仍然十分有限。随着海绵钛价格走低，工业用钛成本将进一步降低，西钛公司业绩有望逐步回暖。

5. 盈利预测及估值

公司核电及环保项目的利润增长较为明确，钛产品有待行业缓慢复苏。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 13 亿元、20 亿元和 29 亿元，**归属于上市公司股东净利润分别为 0.41 亿元、0.98 亿元和 1.44 亿元；每股收益分别为 0.19 元、0.46 元和 0.68 元，对应 PE 分别为 144、60 和 41 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。**

6. 风险提示

钛材价格波动；核电、环保等产业政策发生重大变化；金属复合材料销售不及预期等。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1223	1146	1336	1953	2868	**营业收入**	1225	983	1298	1973	2905
货币资金	206	245	260	407	635	**营业成本**	992	925	1027	1469	2147
应收账款	321	276	327	523	773	营业税金及附加	5	4	5	8	12
其他应收款	10	11	14	22	32	营业费用	24	24	27	42	64
预付款项	22	14	19	21	19	管理费用	115	129	143	221	342
存货	556	496	566	807	1171	财务费用	74	76	45	66	85
其他流动资产	4	17	10	-10	-43	资产减值损失	14	65	20	20	20
非流动资产合计	1674	1721	1741	1753	1739	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1314	1278	1292	1302	1295	**营业利润**	1	-240	32	148	234
无形资产	179	218	216	215	213	营业外收入	42.0	40.5	45.6	42.7	42.9
其他非流动资产	48	34	42	41	39	营业外支出	2.6	2.1	3.6	2.8	2.8
资产总计	2897	2867	3077	3707	4607	**利润总额**	41	-201	74	187	274
流动负债合计	1149	1597	1708	2216	2987	所得税	2	-26	18	47	69
短期借款	582	696	1208	1563	2100	**净利润**	39	-175	55	141	206
应付账款	346	242	309	442	615	少数股东损益	34	-43	14	42	62
预收款项	28	28	40	36	43	归属母公司净利润	5	-132	41	98	144
一年内到期的非	26	500	0	0	0	EBITDA	330	133	179	321	429
非流动负债合计	667	285	317	357	367	**EPS（元）**	0.03	-0.76	0.19	0.46	0.68
长期借款	0	34	64	104	114	**主要财务比率**					
应付债券	400	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1817	1882	2024	2572	3353	**成长能力**					
少数股东权益	201	221	235	277	339	营业收入增长	7%	-20%	32%	52%	47%
实收资本（或股	175	175	213	213	213	营业利润增长	-92%	-16737%	-113%	367%	59%
资本公积	559	577	577	577	577	归属于母公司净利	-131%	140%	-131%	140%	46%
未分配利润	103	-30	-24	-9	13	**获利能力**					
归属母公司股东	880	764	810	850	907	毛利率(%)	18.96%	5.89%	20.93%	25.55%	26.09%
负债和所有者权	2897	2867	3077	3707	4607	净利率(%)	3.19%	-17.81%	4.25%	7.13%	7.08%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	0.19%	-4.62%	1.33%	2.65%	3.12%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	0.62%	-17.32%	5.05%	11.58%	15.87%
经营活动现金流	72	-26	149	17	-31	**偿债能力**					
净利润	39	-175	55	141	206	资产负债率(%)	63%	66%	66%	69%	`
折旧摊销	254.55	297.12	0.00	86.27	88.29	流动比率	1.06	0.72	0.78	0.88	0.96
财务费用	74	76	45	66	85	速动比率	0.58	0.41	0.45	0.52	0.57
应收账款减少	0	0	-52	-195	-250	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	11	-4	7	总资产周转率	0.43	0.34	0.44	0.58	0.70
投资活动现金流	-66	-88	-144	-141	-115	应收账款周转率	4	3	4	5	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.85	3.35	4.72	5.26	5.50
长期股权投资减	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.03	-0.76	0.19	0.46	0.68
筹资活动现金流	12	171	10	270	375	每股净现金流(最新	0.10	0.33	0.07	0.69	1.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.04	4.37	3.81	3.99	4.27
长期借款增加	0	0	30	40	10	**估值比率**					
普通股增加	0	0	38	0	0	P/E	923	-37	144	60	41
资本公积增加	0	18	0	0	0	P/B	5.5	6.3	7.3	6.9	6.5
现金净增加额	18	58	15	146	229	EV/EBITDA	17	44	38	22	17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

王加煨

清华大学工学硕士，2 年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

彭磊

工学博士，2016 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

邱日尧

工学硕士，2010 年就职于航天科技集团第一研究院，2015 年末加盟东兴证券研究所。5 年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4 年国防电子领域项目论证与管理经验，2016 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。