

军品需求带动业绩增长 高端民品构建新增长曲线

——西部材料 2022 年年度报告点评

事件:

2023年3月31日,公司发布2022年报告,2022年公司实现营业收入29.41亿元,同比增长22.83%;归属上市公司股东的净利润1.85亿元,同比增长38.97%;基本每股收益0.38元,同比增长38.97%,公司整体经营实现持续增长。

● 主营业务盈利持续增加,持续加大研发投入

公司加快推进产品结构升级,主营业务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/锆材/装备及部件分别实现收入9.45亿元/4.75亿元/1.45亿元,同比增长29%/150%/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21.88亿元/5.10亿元/2.43亿元,同比增长23.10%/21.66%/22.93%,毛利率分别为21.78%/29.70%/10.28%。2022年研发投入1.57亿元,同比增加30.38%,占营业收入的5.34%,公司目前有效授权专利362项,制定国家及行业标准146项,多项产品取得突破性进展。引进高层次人才优化人才结构,研发人员数量增加9.71%,博士以上学历员工同比增加128%,为公司业务创新提供坚实保障。

表 1: 2022 年公司产品产销量及收入

行业分类	项目	2022 年	同比增减	营业收入 (亿元)	同比增减
钛制品	销售量(吨)	6,185.52	4.88%	21.88	23.10%
	生产量(吨)	5,968.00	2.55%		
稀有金属复合材料及制品	销售量(吨)	23,243.00	-2.02%	5.1	21.66%
	生产量(吨)	23,379.00	-6.97%		
金属纤维及制品	销售量(平方米)	314,080.00	35.29%	5.1	21.66%
	生产量(平方米)	315,032.00	34.86%		
难熔金属制品	销售量(吨)	105.71	-24.41%	5.1	21.66%
	生产量(吨)	107.09	-22.02%		
贵金属制品	销售量(吨)	22.02	49.90%	5.1	21.66%
	生产量(吨)	18.7	6.19%		
其他收入				2.43	22.93%

资料来源:公司公告,国元证券研究所

● 航空航天钛材需求景气向上,军工订单放量

2022年军工行业在复杂严峻形势下,保持了较好的发展态势,公司相关市场占有率不断提高。受航空航天等军工领域对装备服役安全性寿命的高要求,其所用高端钛合金对质量要求十分苛刻。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,具有万吨级以钛为主的加工材生产能力,两万吨层状金属复合材和二十万吨钢板的加工能力,形成了一条包括熔炼、锻造、轧制及深加工产品的完整产业链,可生产各类优质钛及钛合金、钛管产品。2022年实现了航空用TA12A高温钛合金 δ 0.8/ δ 1.0/ δ 1.5mm板材首批次工业化生产及舰船用Ti80合金 δ 25/ δ 14mm典型规格板材的首批次工业化生产及综合性能测试。2023年2月,公司生产钛扁锭从电子束冷床炉(EB炉)的顺利出炉,标志着公司

买入|首次推荐

当前价: 17.54元

基本数据

52周最高/最低价(元): 17.87/9.03

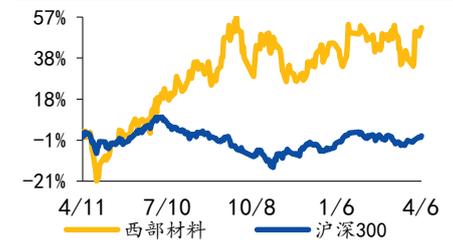
A股流通股(百万股): 488.14

A股总股本(百万股): 488.21

流通市值(百万元): 8561.96

总市值(百万元): 8563.28

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

3150KWEB 炉试车成功，对提升公司钛产业链具有重要意义。未来随着《中国制造2025》的实施以及制造业转型升级的深入，航空航天装备等领域的发展，为公司相关产业提供了广阔的市场空间。

● **国内唯一核电银合金控制棒供应商，核电复苏推升公司业绩区间**

“十四五”期间，我国核电机组审批和开工的节奏明显加快，核电装机规模将进一步加快扩大，发电量将大幅增加。公司拥有国内唯一的核级银合金控制棒生产线，填补核反应堆堆芯关键材料空白，为我国核电自主化发展及核电安全提供了保障。公司生产的核级不锈钢及镍基合金材料是核反应堆堆芯组件用结构材料，产品已经过堆内验证，已全面应用于国内核电机组，为多个核反应堆提供主要架构材料。

● **海防建设需求带动下游放量，公司有望持续收益**

海军是我国国防战略力量的重要支撑，根据《新时代的中国国防》白皮书，我国海军战略从“近岸防御”向“近海防御与远海防卫相结合”的战略转型，主力装备迎来“批量建设”的放量期。钛及钛合金在海洋工程装备领域应用非常广泛，受益于国防开支的增加与装备的升级换代，海军装备采购需求有望不断增加。公司作为国内少数几家舰船材料研究供应商紧抓生产，有望持续收益。

● **子公司上市及资本运营进展顺利，重要子公司净利润稳步增长**

子公司天力公司北交所上市申报于 2022 年 12 月底获受理并于 2023 年 3 月 31 日发布审议结果（符合发行、上市条件及信息披露要求）。公司对天力公司持股比例为 51.31%，其主营业务为层状金属复合材料的研发、生产和销售，将进一步提升公司规模化效应，拓展层状金属复合材料市场。子公司西诺公司于 2022 年 9 月获批进入创新层，公司对其持股 60%，是国内重要的核电控制棒供应商。子公司上市及资本运营助力于公司形成“1+3+X”的产业发展模式，充分发挥产业整体协同优势。

表 2：子公司主营业务及营收状况（单位：百万元）

公司名称	主要业务	注册资 本	营业收入(百万元)			净利润(百万元)		
			2022 年	2021 年	2020 年	2022 年	2021 年	2020 年
西部钛业	钛制品	250.00	1688.39	1315.08	1014.66	147.55	103.39	47.30
天力	钛钢复合板	94.00	638.88	505.20	387.40	73.18	42.54	33.28
西诺	贵金属制品	76.00	342.81	246.81	273.59	40.57	31.31	29.50
菲尔特	金属纤维及 纤维毡	53.45	150.13	109.02	109.71	22.26	18.29	22.87
瑞福莱	钨铂材料及 制品	50.00	94.94	82.24	42.80	0.18	(6.94)	(23.89)
庄信	金属材料及 制品	50.00	289.22	167.97	228.79	4.80	(22.64)	1.45
三川	精密制造	30.00	21.37	13.35	9.43	3.36	3.22	2.84

资料来源：公司公告，wind，国元证券研究所

● **募投项目落地投产，助推产能提升。**

2022 年二季度，公司高性能低成本钛合金生产线主体项目克服新冠疫情对工程进度的影响，历时 16 个月顺利完成基建及主体设备安装投产。公司铸锭熔炼能力/合金板产能/管材产能分别提升到 15000 吨/年、1000 吨/年、1500 吨/年，解决了公司熔炼问题，为公司完成国家重大项目和任务提供了坚实保障。西部材料联合技术中心建设

项目顺利推进，金属熔铸、深加工及特种板材研发设备进入试生产阶段并已开发出专用钛合金和钴合金异形件，并向航天等领域提供 3 种材质、6 种规格的异形件样品。

● **持续推进数字化平台建设，经营管理能力稳步提升**

公司加快推进 MES 系统建设，实现物流与信息流的一致和共享，提高车间的计划响应能力、订单交付能力。建立可视化 BI 系统，提升数据分析能力。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。2022 公司毛利率为 22.2%，较去年同期降 0.84%；净利率为 8.76%，较去年同期增 11.43 个百分点，经营效率稳步向好。销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 0.29 亿元/1.67 亿元/1.70 亿元/0.46 亿元，同比增长-9.03%/3.88%/26.84%/-6.93%，控费能力进一步提升。资产负债率 50.04%，资产结构稳中向好。

● **投资建议与盈利预测**

公司持续加大研发投入，推动工业制造向智能制造升级，航空航天、舰船、海洋工程、兵器等下游需求行业保持稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润约为 2.43 亿元、3.27 亿元、4.46 亿元，EPS 为 0.50 元、0.67 元、0.91 元，对应目前股价 PE 分别为 34.77 倍、25.83 倍和 18.98 倍，给予“买入”的投资评级。

● **风险提示**

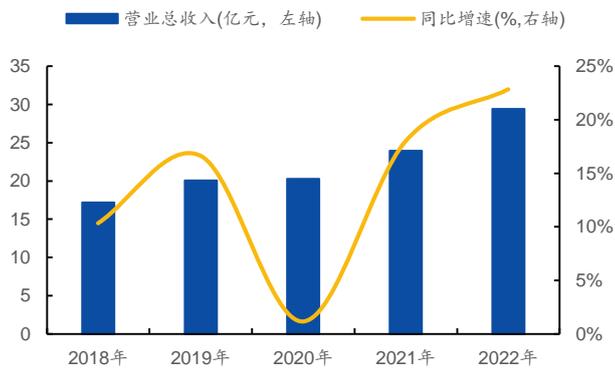
行业政策发生变化;公司产能供给不及预期;钛价格大幅波动;下游需求不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2394.57	2941.30	3691.41	4669.89	5960.03
收入同比(%)	18.00	22.83	25.50	26.51	27.63
归母净利润(百万元)	133.05	184.90	243.22	327.42	445.59
归母净利润同比(%)	67.55	38.97	31.54	34.62	36.09
ROE(%)	5.06	6.62	8.31	10.46	13.05
每股收益(元)	0.27	0.38	0.50	0.67	0.91
市盈率(P/E)	63.55	45.73	34.77	25.83	18.98

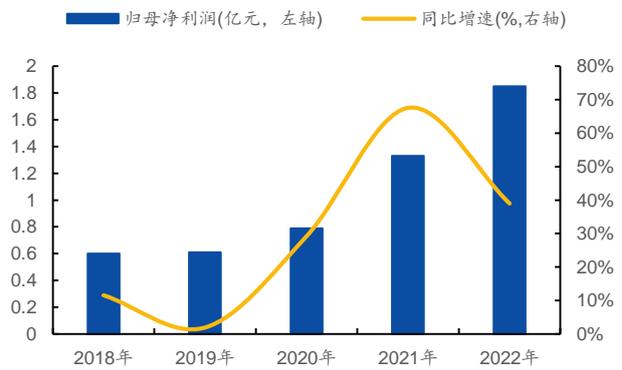
资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1：2022 年营收稳中有升



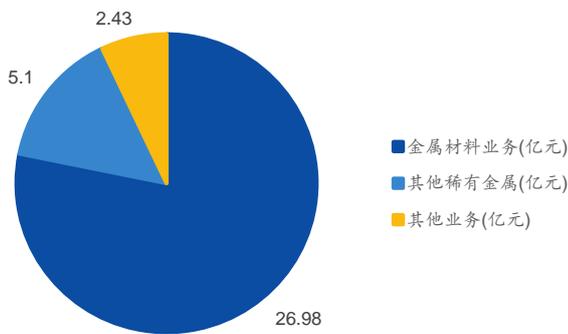
资料来源：wind，国元证券研究所

图 2：2022 年归母净利润



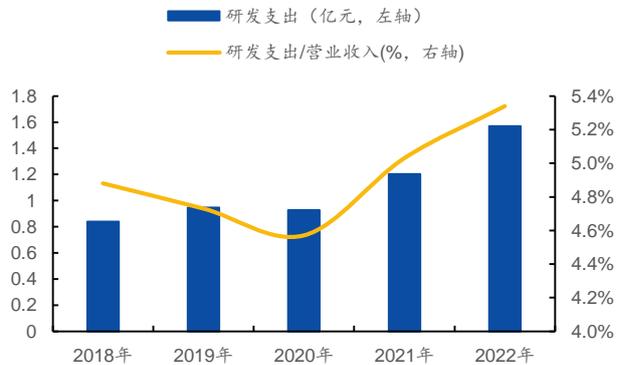
资料来源：wind，国元证券研究所

图 3：2022 年业务结构



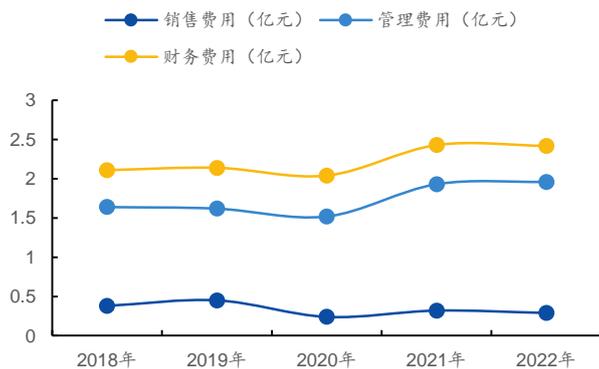
资料来源：wind，国元证券研究所

图 4：2022 年研发支出



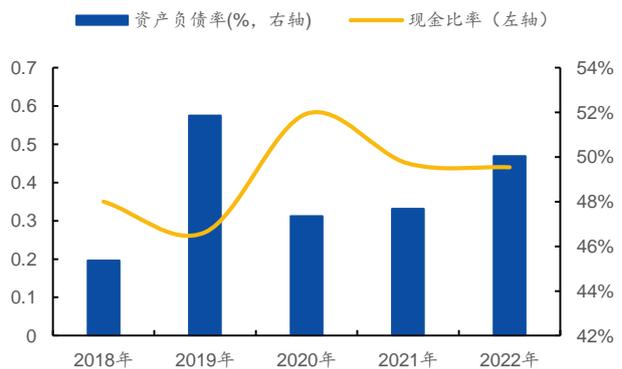
资料来源：wind，国元证券研究所

图 5：2022 年期间费用



资料来源：wind，国元证券研究所

图 6：2022 年资产负债率与现金比率



资料来源：wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3660.33	4076.41	5192.81	6205.98	7590.17
现金	660.43	633.04	721.07	681.62	686.67
应收账款	772.34	984.87	1206.27	1529.22	1959.12
其他应收款	13.35	11.65	16.80	21.66	27.23
预付账款	131.68	132.74	195.00	233.70	296.16
存货	1526.57	1526.78	2231.68	2708.18	3341.97
其他流动资产	555.96	787.33	822.00	1031.61	1279.02
非流动资产	2104.43	2318.90	2123.10	1980.38	1816.81
长期投资	92.94	160.71	123.89	131.01	133.59
固定资产	1259.72	1470.02	1446.39	1377.30	1285.49
无形资产	254.81	236.61	190.12	142.71	93.56
其他非流动资产	496.96	451.56	362.69	329.36	304.18
资产总计	5764.76	6395.31	7315.91	8186.36	9406.98
流动负债	2295.87	2836.25	3572.35	4102.61	4881.83
短期借款	1132.30	1350.79	1971.63	2265.90	2737.86
应付账款	348.96	322.66	466.21	572.44	718.52
其他流动负债	814.61	1162.81	1134.50	1264.27	1425.45
非流动负债	453.60	363.70	319.81	333.44	320.24
长期借款	219.33	89.08	66.89	76.39	61.64
其他非流动负债	234.27	274.62	252.92	257.04	258.60
负债合计	2749.47	3199.95	3892.16	4436.05	5202.07
少数股东权益	385.84	401.53	495.93	619.57	790.51
股本	488.21	488.21	488.21	488.21	488.21
资本公积	1918.39	1924.14	1924.14	1924.14	1924.14
留存收益	216.40	352.52	498.10	698.97	981.73
归属母公司股东权益	2629.45	2793.83	2927.82	3130.74	3414.40
负债和股东权益	5764.76	6395.31	7315.91	8186.36	9406.98

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-4.45	23.64	-338.31	-108.94	-163.62
净利润	175.58	257.54	337.63	451.06	616.53
折旧摊销	135.15	134.58	144.23	148.41	150.62
财务费用	49.89	46.43	117.51	150.19	179.31
投资损失	-13.65	-38.92	-38.92	-38.92	-38.92
营运资金变动	-364.94	-419.21	-863.11	-859.86	-1114.79
其他经营现金流	13.53	43.22	-35.65	40.18	43.64
投资活动现金流	-292.03	-207.12	108.07	35.27	46.34
资本支出	262.29	192.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	35.70	0.00	-57.44	12.31	3.42
其他投资现金流	5.96	-14.63	50.63	47.58	49.76
筹资活动现金流	-168.40	172.55	318.28	34.21	122.33
短期借款	-107.01	218.49	620.85	294.27	471.95
长期借款	119.22	-130.25	-22.18	9.50	-14.75
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-14.37	5.75	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-166.25	78.56	-280.38	-269.55	-334.87
现金净增加额	-465.10	-7.93	88.04	-39.45	5.05

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2394.57	2941.30	3691.41	4669.89	5960.03
营业成本	1842.69	2288.27	2821.16	3551.32	4513.83
营业税金及附加	17.72	25.89	30.77	39.65	50.29
营业费用	32.42	29.49	37.01	46.82	59.75
管理费用	160.75	167.00	209.58	265.14	338.39
研发费用	134.08	170.07	175.00	201.10	227.00
财务费用	49.89	46.43	117.51	150.19	179.31
资产减值损失	-27.33	-19.85	-19.85	-19.85	-19.85
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.14	0.07	0.08
投资净收益	13.65	38.92	38.92	38.92	38.92
营业利润	179.85	269.68	359.57	474.27	649.74
营业外收入	2.65	0.24	1.40	1.38	1.39
营业外支出	0.73	2.33	1.47	1.52	1.56
利润总额	181.78	267.59	359.51	474.12	649.57
所得税	6.20	10.05	21.88	23.06	33.04
净利润	175.58	257.54	337.63	451.06	616.53
少数股东损益	42.53	72.64	94.40	123.64	170.94
归属母公司净利润	133.05	184.90	243.22	327.42	445.59
EBITDA	364.89	450.69	621.32	772.86	979.67
EPS (元)	0.27	0.38	0.50	0.67	0.91

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	18.00	22.83	25.50	26.51	27.63
营业利润(%)	19.05	49.94	33.33	31.90	37.00
归属母公司净利润(%)	67.55	38.97	31.54	34.62	36.09
获利能力					
毛利率(%)	23.05	22.20	23.57	23.95	24.27
净利率(%)	5.56	6.29	6.59	7.01	7.48
ROE(%)	5.06	6.62	8.31	10.46	13.05
ROIC(%)	6.09	7.36	9.33	10.85	12.32
偿债能力					
资产负债率(%)	47.69	50.04	53.20	54.19	55.30
净负债比率(%)	52.95	51.12	56.42	56.44	57.00
流动比率	1.59	1.44	1.45	1.51	1.55
速动比率	0.92	0.89	0.82	0.84	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.48	0.54	0.60	0.68
应收账款周转率	3.14	3.15	3.16	3.19	3.20
应付账款周转率	5.65	6.81	7.15	6.84	6.99
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.38	0.50	0.67	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.05	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	5.39	5.72	6.00	6.41	6.99
估值比率					
P/E	63.55	45.73	34.77	25.83	18.98
P/B	3.22	3.03	2.89	2.70	2.48
EV/EBITDA	26.10	21.13	15.33	12.32	9.72

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188