

西部材料(002149.SZ) 军工行业

评级：买入 首次评级

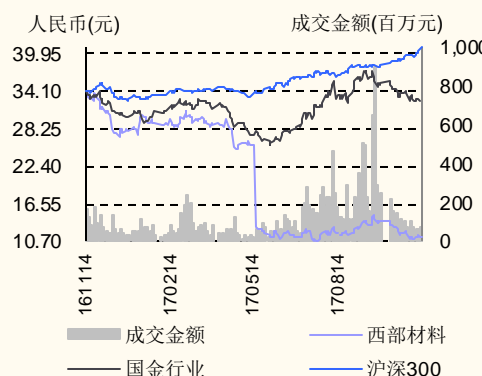
公司深度研究

 市场价格(人民币): 11.27 元
 目标价格(人民币): 15.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	425.38
总市值(百万元)	4,794.42
年内股价最高最低(元)	34.05/10.70
沪深 300 指数	4128.07
深证成指	11695.00



钛材受益军工景气周期, 核电、环保多点位布局

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.758	0.100	0.116	0.334	0.492
每股净资产(元)	4.37	8.01	8.15	8.72	9.56
每股经营性现金流(元)	-0.15	-0.34	0.88	0.68	1.01
市盈率(倍)	-36.97	281.16	97.16	33.70	22.92
行业优化市盈率(倍)	22.95	22.95	22.95	22.95	22.95
净利润增长率(%)	-2517.32%	-116.04%	132.54%	188.29%	47.06%
净资产收益率(%)	-17.32%	1.25%	2.85%	7.67%	10.29%
总股本(百万股)	174.63	212.71	425.41	425.41	425.41

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

投资逻辑

- **背靠西北院, 国内稀有金属材料行业领跑者:** 西部材料是西北有色金属研究院旗下从事稀有金属材料深加工的产业化平台, 目前已形成以钛产业为主业、覆盖钽、铌、钨、钼、铂、钯等产业的多元化发展格局, 覆盖军工、核电、环保、电子等行业和众多国家大型项目。公司业绩也伴随着下游行业发展步入快车道, 2017 年前三季度公司归母净利润同比增长 322%。
- **钛材受益军工景气周期, 核电、环保材料多点布局:** 根据公司年报显示, 公司子公司西部钛业已于 2014 年成功通过中航工业商发合格供应商资格评审, 当年航空用钛合金板材订货超过 160 吨, 预计未来将直接受益于新机型持续上量所带来的巨大增量市场。此外, 公司作为全国唯一的核电用控制棒及核电用稀有金属材料提供商, 于 2016 年增发募集 9.4 亿元用于加强核电堆芯关键材料及能源环保用高性能金属复合材料产线。新项目预计在 2018 年陆续建成达产, 届时可为公司带来新的增长动力。
- **成熟一个转化一个, 机制灵活的产学研结合先锋:** 公司背靠西北院, 成功践行大股东的创新产学研结合模式, 科技成果转化效率和员工激励模式均走在陕西省乃至全国的前列。目前公司牵头成立了 7 家子公司, 每个子公司代表一个科技成果转化主体进行独立经营, 且每个子公司均实现了“混合所有制”改革, 引入了 40%-50% 的员工持股或战略投资, 最大程度调动员工积极性、激发子公司经营活力。

投资建议

- 西部材料是我国稀有金属材料深加工行业的佼佼者。公司正在布局的下游军工、核电、环保、电子等行业均属于国家重点支持的朝阳领域, 且公司在相应行业均已高筑竞争壁垒, 未来将确定性受益下游领域的快速发展。我们认为, 强大的研发能力和高效的转化机制将成为公司业绩持续快速增长的有力保障, 优质公司叠加朝阳下游将带来业绩的持续快速成长。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年有望实现营收 13.52/17.79/23.68 亿元, 同比增速 11.4%/31.6%/33.1%; 归母净利润 0.49/1.42/2.09 亿元, 同比增速 132.5%/188.3%/47.1%。公司当前股价对应摊薄后 97X17PE、34X18PE 和 23X19PE, 我们给予公司首次“买入”评级, 6-12 个月目标价 15 元。

风险

- 军品放量进程不达预期; 我国核电项目建设进程不达预期。

司景喆 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001
(8621)60870938
sijz@gjzq.com.cn

时代 联系人
(8621)60893123
shidai@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

内容目录

国内稀有金属新材料行业领先者	4
背靠西北院，稀有金属材料品类齐全	4
成熟一个转化一个，机制灵活的产研结合先锋	6
聚焦高附加值产品，业绩反转趋势确立	7
军工、核电、环保各个突破，步入业绩爆发快车道	10
军工钛材的后起之秀，将确定性受益我国航空工业发展	10
面向国家重点领域布局，新项目投产更添增长弹性	13
盈利预测与投资建议	20
盈利预测	20
估值与投资建议	20
风险	21

图表目录

图表 1：公司主营产品及下游应用领域	4
图表 2：公司股权结构及参控股公司	4
图表 3：西部材料参控股子公司情况	5
图表 4：公司主要产品及竞争优势	6
图表 5：7 个子公司代表 7 个产业化方向	6
图表 6：公司营业收入构成（2016 年）	7
图表 7：公司营业收入及增速	8
图表 8：公司归母净利润及增速	8
图表 9：公司单季度营业收入及增速	8
图表 10：公司单季度归母净利润及增速	8
图表 11：公司历年毛利率、净利率	8
图表 12：分项目毛利率	9
图表 13：公司各版块收入占比	9
图表 14：研发费用在营业收入占比	9
图表 15：员工总数	9
图表 16：典型军民机机身钛材需求量统计及我国相应情况测算	10
图表 17：战机发动机钛材需求量统计	10
图表 18：我国军用深加工钛材市场空间测算	11
图表 19：公司与可比公司高端钛材产能情况	12
图表 20：公司钛产品收入及毛利成长空间测算	12
图表 21：公司定增募资用途	13
图表 22：我国核电建设时间线（近十年）	13
图表 23：我国核电发电量增速快于全球	14
图表 24：近五年我国核电机组新增并网情况	14

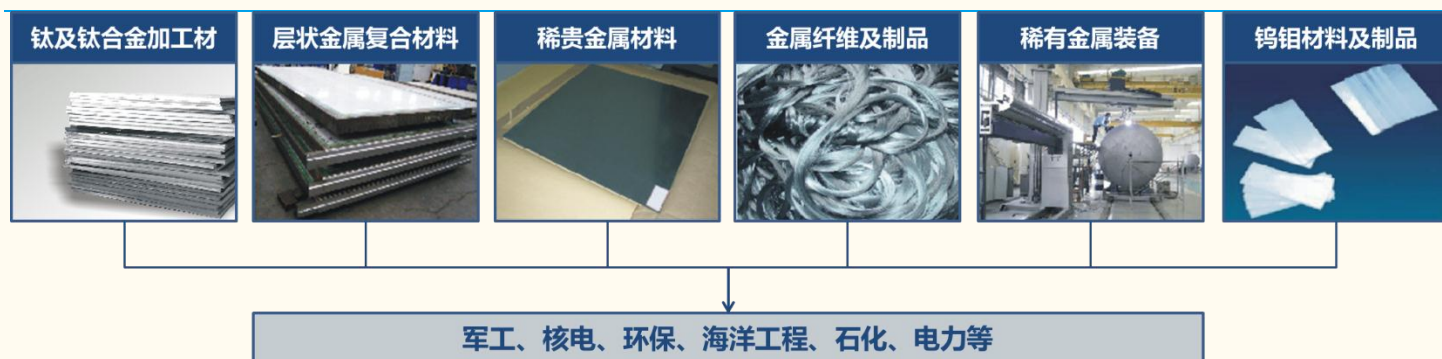
图表 25: 我国在建核电机组总览.....	14
图表 26: 核电投资成本构成.....	15
图表 27: 未来三年我国规划开工核电机组列举.....	16
图表 28: 核反应堆压力容器结构图.....	17
图表 29: 堆芯控制棒结构图.....	17
图表 30: 公司核电堆芯产品的三重增长逻辑.....	18
图表 31: 公司高温烟气除尘产品.....	19
图表 32: 主营收入预测（分项目）.....	20

国内稀有金属新材料行业领先者

背靠西北院，稀有金属材料品类齐全

- 西部金属材料股份有限公司成立于 2000 年 12 月 28 日，主要从事稀有金属材料的研发、生产和销售，是我国规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工生产基地。公司于 2007 年 8 月 10 日在深圳证券交易所挂牌上市。
- 公司经过多年的研发积累和市场开拓，目前形成了以钛产业(含钛及钛合金加工、层状金属复合材料、稀有金属装备及管道管件制造等)为主业，覆盖金属纤维及制品、稀贵金属材料、钨钼材料及制品等产业的多元化格局。
- 公司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。

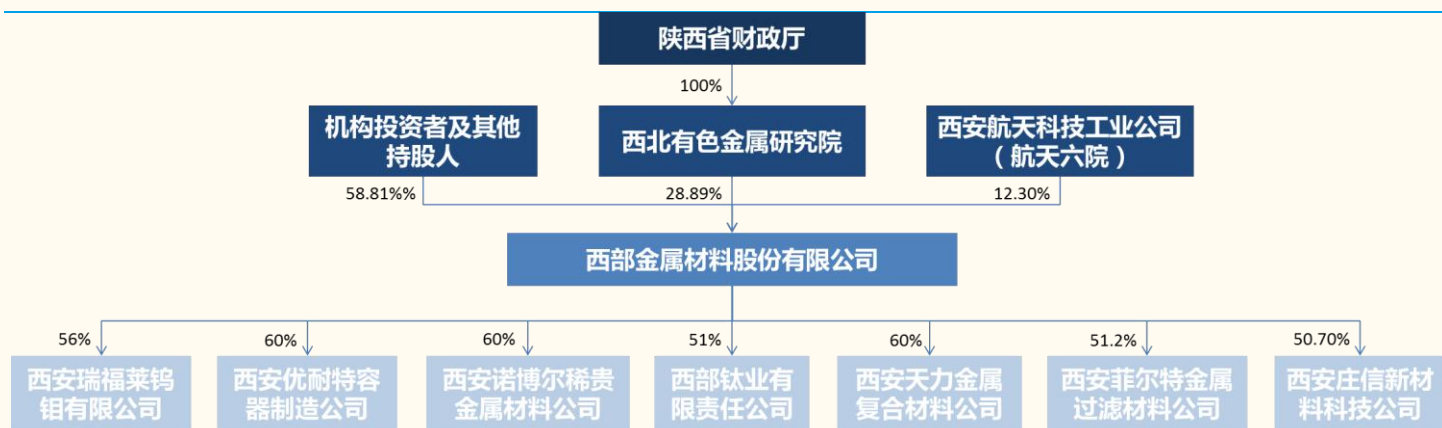
图表 1：公司主营产品及下游应用领域



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司是以西北有色金属研究院为主发起人设立的高新技术企业，与西北院在相关领域 50 多年的科研积淀一脉相承，是西北院重要的自主知识产权的科技成果转化和产业化平台。

图表 2：公司股权结构及参控股公司



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司控股股东的西北有色金属研究院经过 50 多年的发展，已成为一个由具有较强综合科技实力的国家级重点研究院、工程研究中心和若干产业化公司组成的大型科技集团，形成了基础研究、工程化和产业化“三位一体”的发展模式。西北院自“六五”以来承担了大量的科技攻关、863 计划和 973 计划等国家科技计划的研发任务，特别是在钛合金等领域取得了一系列具有达到国际先进水平的科研和学术成果。目前，研究院发起组建了 28 个控股参股的高新技术企业，其中包含西部材料、西部超导、西安凯立、西部宝德四家 A 股或新三板上市公司。2016 年，全院综合收入 101.5 亿元。

- 目前，公司共计参控股子公司 7 家，同时拥有一个通过国家实验室认可的理化检验中心。
- 目前公司的子公司中，西部钛业、优耐特、庄信三家公司主营军民用钛合金材及装备；西部钛业是公司军工订单承接主体，主要产品包括钛铸锭、热轧中厚板、冷轧薄板、锻件、管材等，是航天科技集团、中航工业等军工集团的重要钛材供应商，参与了“神舟飞船”和“嫦娥系列”等多项重点工程以及长征五号大推力火箭、某新型军用飞机研制工作。
- 菲尔特为金属纤维过滤产业经营主体；西诺子公司是国内唯一核电用控制棒供应商；瑞福莱主要负责钨钼材料的研发，2016 年已完成溅射靶材用大规格钼板和钨钼旋转复合靶材的研发；天力子公司是国内唯一核电用稀有金属复合材料供应商、公司“能源环保用高性能金属复合材料生产线建设项目”项目的承接主体。

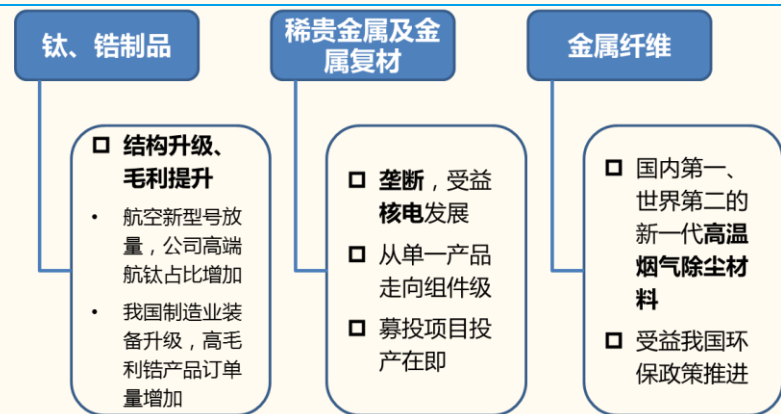
图表 3：西部材料参控股子公司情况

被参控公司	主要业务	直接持股比例	被参控公司注册 资本（万元）	投资额 （万元）	2016 年营业收入 （万元）	2016 年净利润 （万元）
西部钛业有限责任公司	钛制品	51.00%	25,000.00	18,387.01	45,688.23	-3,044.86
西安天力金属复合材料有限公司	钛/钢复合板	60.00%	7,000.00	4,315.65	25,451.12	2,058.60
西安诺博尔稀贵金属材料有限公司	贵金属制品	60.00%	6,000.00	3,600.00	22,600.15	3,069.61
西安菲尔特金属过滤材料有限公司	金属纤维及纤维毡	51.20%	5,000.00	4,172.80	8,532.37	1,778.26
西安优耐特装备制造有限公司	稀有金属装备	60.00%	5,000.00	3,000.00	6,032.56	503.59
西安瑞福莱钨钼有限公司	钨钼材料及制品	56.00%	5,000.00	2,950.00	3,899.86	106.29
西安庄信新材料科技有限公司	金属材料及制品	50.70%	1,420.00	720.00	31,042.99	467.35

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司上市以来，以自身科研成果转化为主、募投资金补充产能为辅，逐步发展出四个优势领域，产品下游面向军工、核电、环保和电子等国家重点扶持的朝阳产业，未来发展潜力巨大。
- 公司的钛、锆制品正处于产品结构升级、毛利提升的重要时期。高端钛材将受益于航空新型号放量，未来 3 年在公司钛板块中占比有望快速提升；锆的耐腐蚀性和产品附加值都高于民用钛材，将在我国制造业装备升级过程中实现销量的逐步增长。
- 公司的稀贵金属及金属复材是核电领域的垄断产品，目前正从单一产品供应者走向组件级供应商，2018 年即将达产的募投项目将为该板块业绩带来明显弹性。
- 公司的金属纤维制品主要用于新一代高温烟气除尘材料，公司拥有国内第一、世界第二的金属纤维过滤生产基地，未来将显著受益我国环保政策的持续推进。

图表 4：公司主要产品及竞争优势

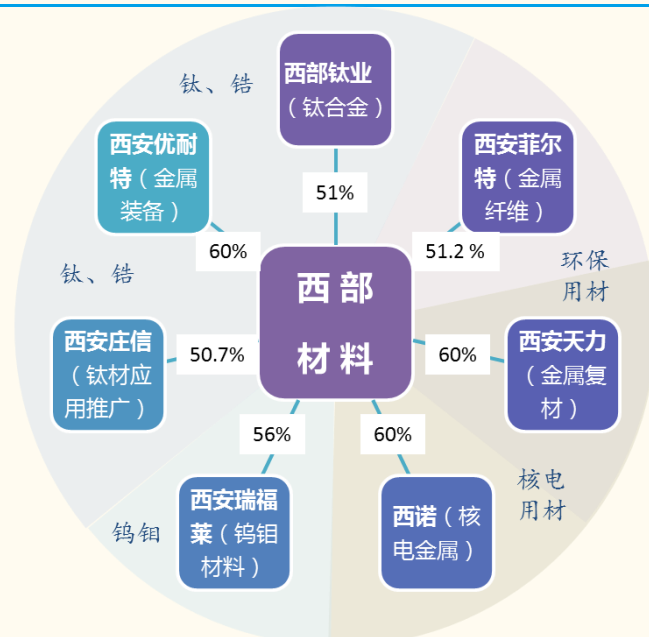


来源：公司公告、国金证券研究所

成熟一个转化一个，机制灵活的产研结合先锋

- 公司是西北有色金属研究院下属产业化平台。西北院自 2000 年起采用全新发展模式，即通过组建股权多元化的高新技术产业化公司，实行研究院控股、战略投资者参股、经营层和技术骨干持股的“混合所有制”，是陕西省“一院一所”模式的学习典范。
- “一院一所模式”是指西北有色金属研究院的“三位一体，母体控股、股权激励、资本运作”创新模式和中科院西安光机所“开放办所、专业孵化、择机退出、创业生态”的创新模式。
- 2016 年 7 月，陕西印发《陕西省 2016 年西安光机所西北有色院创新模式复制推广工作方案》，专门在全省推进推进西北院、光机所的“一院一所”模式。
- 公司完整沿袭了西北院的产研转化模式，将有色金属材料方面的科研成果“成熟一个转化一个”。目前由公司牵头成立了 7 家子公司，每个子公司代表一个科技成果产业化主体进行独立经营，且公司在每个子公司保持控股但持股比例不高于 60%，其余股权均分予战略投资者或员工持股，用体制创新最大程度调动了员工积极性、激发子公司经营活力。

图表 5：7 个子公司代表 7 个产业化方向



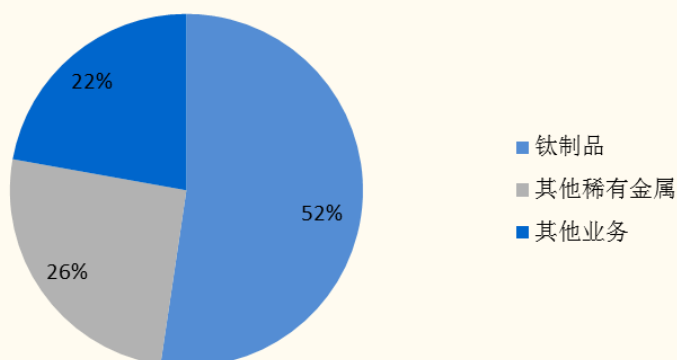
来源：公司公告、国金证券研究所

- 2015 年 12 月，西安庄信子公司引入北兵科技投资有限公司为战略投资者，公司持股比例由 90%下降至 50.70%，标志着公司所有子公司均完成引入战投或员工持股。

聚焦高附加值产品，业绩反转趋势确立

- 根据 2016 年年报，公司一半以上的收入来自钛制品，通过来料加工和买断加工两种经营模式盈利；公司约 1/4 收入来自其他金属产品，主要包括钽、铌、钨、金、银、铂、钯等材料的科研及生产，主导产品为核电控制棒材料、航天钽铌合金材料、航天 AgMgNi 合金材料、超导阻隔层材料、高纯靶材、高排流量电极材料等。

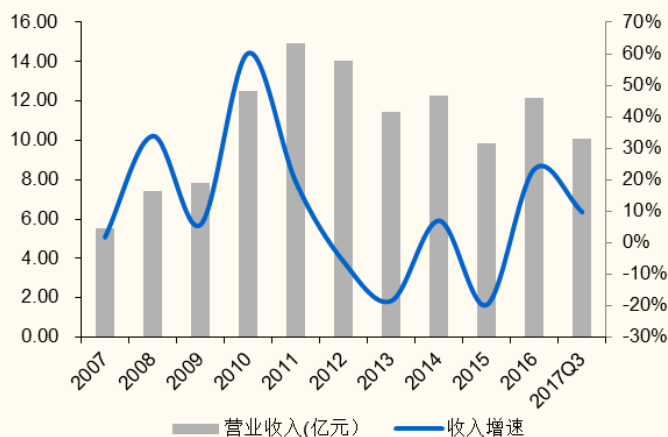
图表 6：公司营业收入构成（2016 年）



来源：公司公告、国金证券研究所

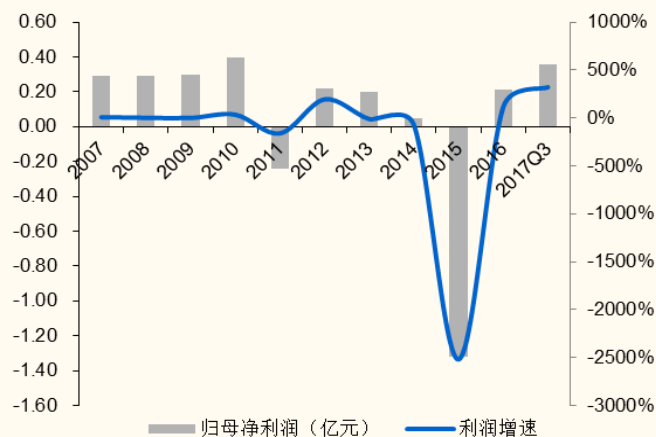
- 公司上市以来收入平稳增长，利润基本维持稳定，2011 年和 2015 年出现了年度亏损。
- 2011 年，由于公司首发募集资金投资项目投产，固定费用大幅度增加，同时当年民用钛产品市场不景气导致亏损；2015 年，公司受化工行业固定资产投资低迷导致钛制品需求萎缩、钛加工行业整体产能过剩等因素影响，钛产品销售价格、毛利率以及加工费收入下降，业绩出现亏损。
- 公司通过聚焦高端产品、降低亏损子公司股权比例，业绩自 2016Q2 起实现扭亏。2016 年公司全年实现营业收入 12.13 亿元，同比+23.42%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比+116.04%。2017 年前三季度，公司实现营业收入 10.07 亿元，同比+9.71 %；实现归母净利润 0.36 亿元，同比+322.69 %，经营状况实现持续改善。

图表 7：公司营业收入及增速



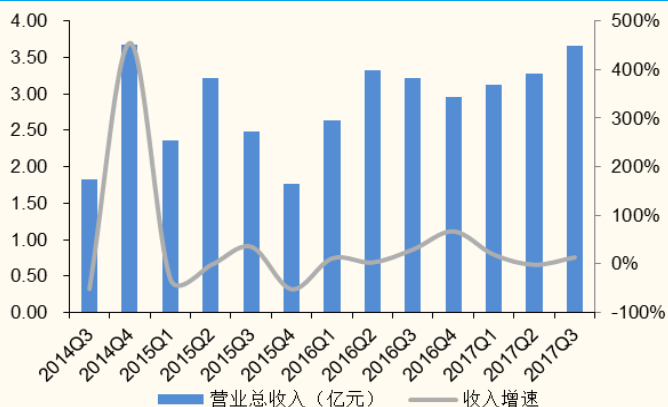
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：公司归母净利润及增速



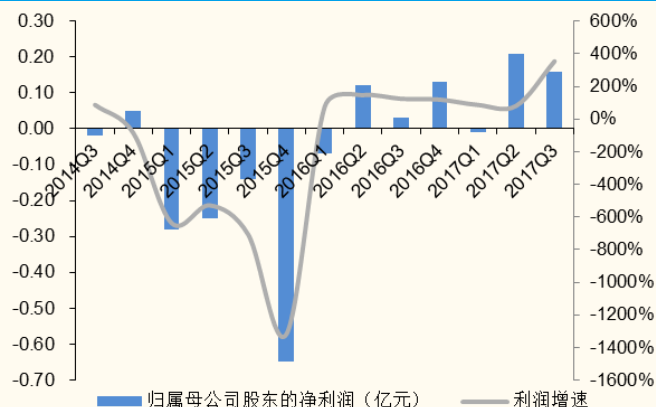
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：公司单季度营业收入及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

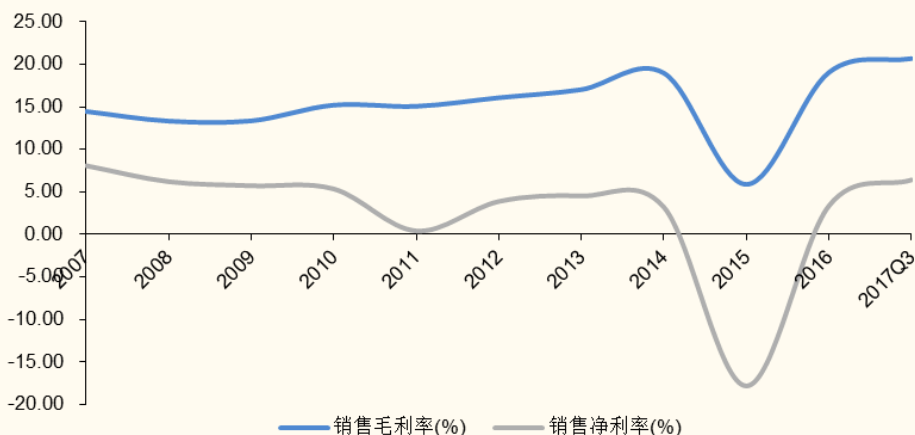
图表 10：公司单季度归母净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

- 上市以来，公司通过不断调整产品结构、提升高附加值产品占比，实现了综合毛利率的稳步提升（除去亏损年份），销售净利率也在近几年有所改善。2016 年公司销售毛利率 19%，净利率 3.37%；2017 年前三季度公司销售毛利率达到 20.67%，净利率 6.41%，分别实现同比+2.06ppt 和+3.91ppt 的大幅提升。

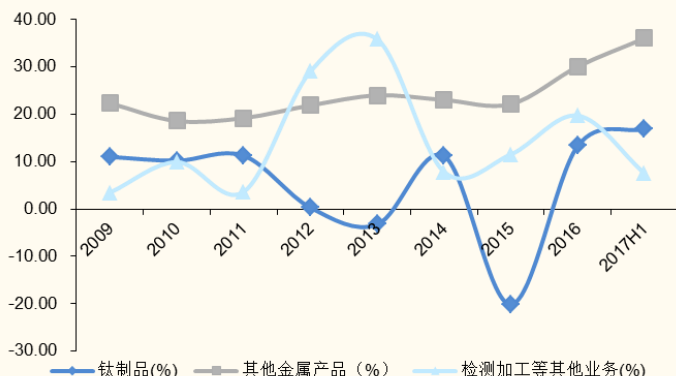
图表 11：公司历年毛利率、净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

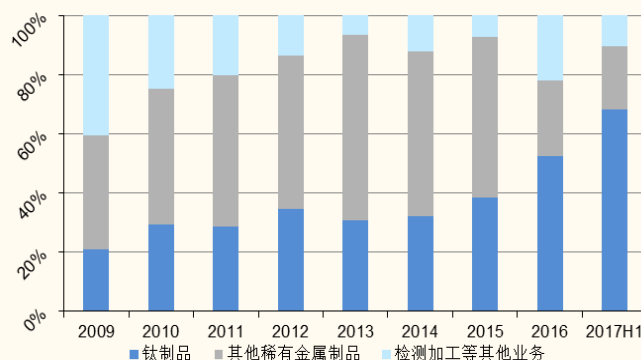
- 以公司披露的公开信息为依据，我们将公司业务拆分为钛制品、其他金属产品及检测加工等其他业务三部分。
- 可以看出，过去几年，公司的钛制品经过一段时间的市场摸索和自我定位（2011-2014 年），逐步回归高端的市场定位，毛利率呈现企稳态势（2015 年为行业整体产能过剩造成盈利危机），营收占比在所有产品占比中节节攀升。
- 公司的其他金属产品逐步聚焦高端，近两年毛利率几乎翻倍，达到近 40%。公司聚焦高端的产品战略日渐明晰。

图表 12：分项目毛利率



来源：公司公告、国金证券研究所

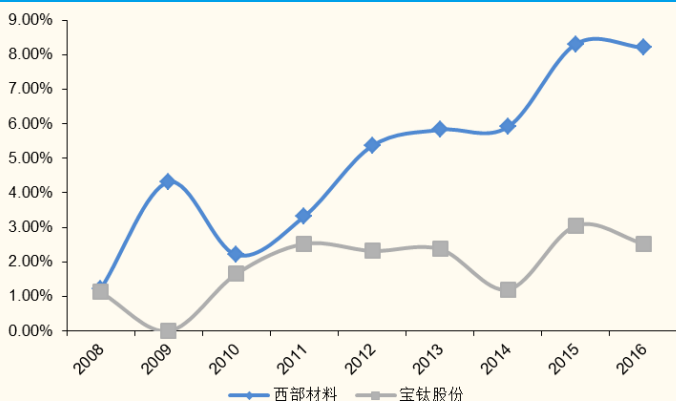
图表 13：公司各版块收入占比



来源：公司公告、国金证券研究所

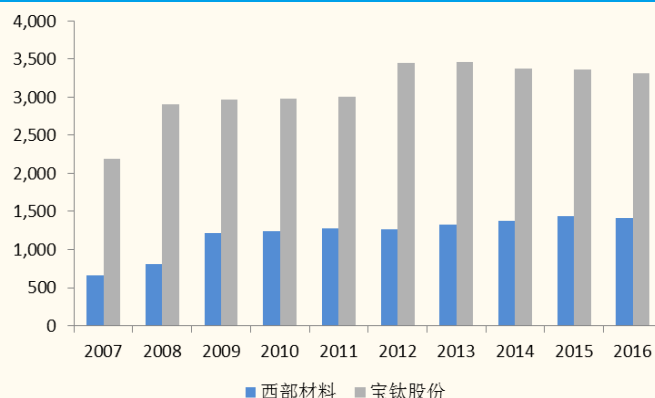
- 公司作为西北院旗下稀有金属新材料高新技术产业化平台，沿袭了大股东的科研人马和创新基因，每年保持着高于行业水准的研发投入。公司的研发费用单项在营业收入占比逐年增长，已经连续两年超过 8%。公司的技术储备丰富，未来转化成果可期。
- 此外，公司坚持精兵强政，员工总数不足竞争对手的一半，人均产出也连年高于行业。公司地处西安市经济技术开发区，地理位置和人均薪资都较竞争对手更加富有吸引力。

图表 14：研发费用在营业收入占比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15：员工总数



来源：公司公告、国金证券研究所

军工、核电、环保各个突破，步入业绩爆发快车道

军工钛材的后起之秀，将确定性受益我国航空工业发展

- 钛加工是典型下游产业升级驱动市场需求的行业，目前高端钛合金主要应用于航空航天等军工领域。根据美国地质调查局（USGS）统计，2016 年全球航空用钛约占钛材消耗总量的一半，美、俄等国家航空钛材占比甚至超过 70%，而我国这一比例仅为 20%。我国航空钛材刚刚起步，随着近几年我国航空装备的换代放量，民机制造领域取得重点突破，航空钛材将迎来可观的增量需求。我们测算，我国航空航天产业的快速发展有望催生每年百亿元的高端钛材需求，约为当前的六倍左右。
- 当前，国际先进战机机身含钛比例已超过 40%，F-22 单架机钛合金用量高达 8.08 吨；民用航空领域的空客 A380 和波音 B787 含钛量分别达到 10%和 15%，其中 A380 单机用钛量超过 28 吨。而俄罗斯最新研制的中短程干线飞机 MS-21，机体含钛量已经高达 25%，有望成为钛材含量最高的民机机型。
- 根据国际可比机型机身用钛情况，我们估算我国即将大规模服役的新一代运输机和新一代战斗机钛合金质量占比有望分别达到 20%和 40%，对应 12 吨/架和 6.8 吨/架的单机用钛量。此外，根据中国科学院院士曹春晓在中航工业航材院 2014 年度航空材料院士论坛的表述，我国商用支线客机 ARJ21 的钛合金用量为 4.8%，商用干线客机 C919 的钛合金用量为 9.3%，对应单架机钛材需求分别约 1.2 吨和 3.92 吨。而我们预计我国首款远程宽体客机将产生高达 25 吨/架的钛材需求。

图表 16：典型军民机机身钛材需求量统计及我国相应情况测算

机 型		首飞 时间	空机质量 (吨)	钛合金质 量占比	单机用钛量 (吨)
军 机	F-22	1985	19. 7	41%	8. 08
	F-35	1993	13. 3	27%	3. 59
	B-2	1978	71. 7	26%	18. 64
	C-17	1981	125. 6	10. 3%	12. 94
	我国新一代运输机		60	约 20%	12
我国新一代战斗机		17	约 40%	6. 8	
民 机	A380	2005	280	10%	28
	B787	2013	115	15%	17. 25
	MS-21	2014	42. 6	25%	10. 65
	ARJ-21	2008	25	4. 8%	1. 2
	C919	2017	42. 1	9. 3%	3. 92
	C929	-	约 250	10%	约 25

来源：《航空用钛合金的发展概况》、wikipedia、上飞设计院、中航工业航材院 2014 年度航空材料院士论坛、国金证券研究所整理

（注：新一代运输机、新一代战斗机及 C929 机身用钛量为我们根据海外可比机型估算得到）

- 此外，我们预计航空发动机的国产化将对应航空高端钛材一块巨大的增量市场。根据我国对军品“自主可控”要求，航发国产化必将伴随大量高性能钛合金需求。根据国外航空发动机普遍含钛水平，我们粗略测算单台 WS-10 发动机用钛量约在 2 吨左右，对应一架双发战机新增约 4 吨钛材料需求。

图表 17：战机发动机钛材需求量统计

飞机型号	发动机型号	发动机	单台发动机用钛	飞机发动机用钛
------	-------	-----	---------	---------

		台数	量 (吨)	量 (吨)
F-22	F119-PW-100	2	-	-
F-35	F119-PW-100	1	-	-
B-2	F118-GE-100	4	-	-
C-17	F117-PW-100	4	3.9	15.6
苏-27	AL-31F	2	-	-
新一代运输机	WS-18、WS-20	4	约 4	约 16
新一代战斗机	WS-10B	2	约 2	约 4

来源：《航空用钛合金的发展概况》、wikipedia、国金证券研究所整理

(注：新一代运输机、新一代战斗机航发用钛量为我们根据海外可比机型估算得到)

- 根据我国目前军民机制造水平及发展状况，我们预计“十三五”期间，我国航空钛材年需求最保守将达到 1 万吨，对应每年的市场规模约 30-40 亿元；中长期来看，我国航空钛材年均市场规模有望突破百亿元，约为当前规模的六倍左右。此外，航天、船舶等其他领域的装备升级也将产生大量的高端钛材需求，将上述市场考虑在内，则乐观预计未来三年高端钛材市场空间将突破每年百亿元，对应年均复合增速超过 56%，10-20 年年均市场规模将有望突破 300 亿元。

图表 18：我国军用深加工钛材市场空间测算

	考虑范围	未来 3 年 钛坯材需求 量 (万吨/年)	3Y CAGR	未来 10-20 年钛坯材需求 量 (万吨/年)	10Y CAGR	20Y CAGR	10-20 年钛 坯材市场规 模 (亿元/年)
保守 预计	新一代运输机、新一代战斗机、ARJ-21、C919、C929 及现有老型号	约 1.0	25.8%	约 3.3	20.6%	9.8%	99-132
中性 预计	所有航空钛材 (含波音、空客国内交付机)	约 1.7	50.9%	约 3.6	21.9%	10.4%	108-144
乐观 预计	航空、航天、船舶、兵器等军工领域整体需求	约 3.2	56.5%	约 8.2	25.8%	12.1%	246-328

来源：国金证券研究所测算

注：我们假设未来 3 年钛坯材到钛合金部件成材率为 10%，未来 10-20 年成材率升至 20%，具体测算过程见相关系列报告《钛产业链系列报告之一：装备升级拉动成长，航空航天催生需求蓝海》

- 军用高端钛材的研制技术属于军事机密，在国际上存在严格的进出口限制。我国军用高端钛材市场完全来自国内企业的自主研发，目前军机上采用的航空钛材几乎全部来自宝钛股份、西部超导和西部材料三家企业。鉴于军工配套审批流程存在一定的时间周期，我们预计短期内行业将难有其他竞争者参与，因此当前作为行业寡头的三家企业将直接受益国内新机型上量带来的巨大增长空间。
- 西部材料沿袭了西北有色金属研究院的优良基因与研发实力，同时通过上市募资，形成目前行业内最高精度钛中厚板生产和最宽钛板冷轧能力，为公司在航空钛材制造领域谋取一席之地奠定良好基础。

- 公司于 2011 年完成“年产 5000 吨钛材技改项目”，建成全国最大的钛锭（Φ1200mm/15t）、精度最好的钛中厚板（宽 2500mm）和最宽的冷轧钛板（宽 1500mm）产线，为后续赢得高附加值军工订单奠基。

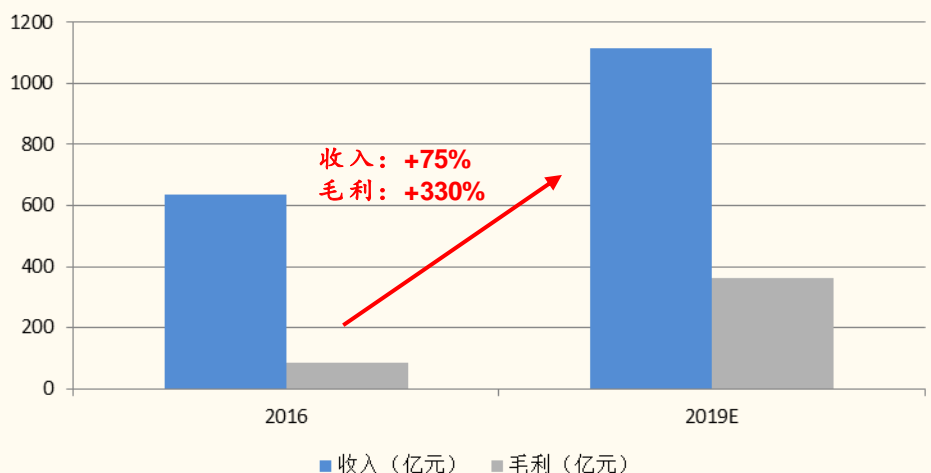
图表 19：公司与可比公司高端钛材产能情况

产品种类（吨）	西部材料	宝钛股份	西部超导
钛板（带）材	3000	7300	
钛棒（丝）材		1300	3600
钛管材	1000	1000	
钛锻件及其他钛材产品	2000	5250	
总计	6000	14850	3600

来源：公司公告、国金证券研究所

- 由于军工配套前期需要 6-7 年的取证试制，取得军工订单意味着一段长期、稳定的合作关系。公司经过数年技术积淀和产品研发试制，目前已确定成为中航工业钛合金板材供应商，将有望受益我国航空新型号的放量列装。
- 2014 年，西部材料子公司西部钛业成功通过中航工业商发合格供应商资格评审，航空用钛合金薄板正式立项；公司当年获得的航空用钛合金板材订货量超过 160 吨。
- 公司于 2015 年完成了航空用 TC4 宽幅薄板材料评审和装机评审、高温钛合金 Ti2AlNb 板材开发并交付应用研究单位，解决了航空用高强 TA18 管材工艺性能问题。
- 2016 年，公司公告在“新型飞机用钛合金超塑薄板”等一批研发项目上取得重要进展。全年获批科技项目 21 项，其中国家项目 4 项。获授权专利 40 项，公司在航空钛材领域影响力持续扩大。
- 与行业内主要竞争对手不同，公司属于航空航天钛材的后起之秀，目前参与型号以新一代军用飞机为主，优势产品为钛合金板材。我们认为，公司已在航空钛材领域崭露头角，加之有望与同一母公司旗下的西部超导在航空航天高端钛材领域发挥各自优势、形成合力，未来拿单能力不容小觑。目前公司所有钛产品中，仅有 10% 左右的收入来自军工订单，随着公司参与配套机型的迅速放量，高毛利军工钛材占比将有望持续攀升，从而带来盈利能力的大幅提升。
- 如果不考虑民用钛材行业下游需求扩大，仅看航空钛材对公司业绩的边际贡献，我们根据公司参与航空型号情况粗略估算，预计未来三年公司钛产品收入有望比目前增长 75%，三年复合增速超过 20%；随着高端钛材占比的迅速提升，公司钛产品业务毛利有望在三年内翻三倍，复合增速超 60%。

图表 20：公司钛产品收入及毛利成长空间测算



来源：公司公告、国金证券研究所测算

面向国家重点领域布局，新项目投产更添增长弹性

- 公司于 2016 年 8 月完成定增，以 24.7 元/股价格发行新股 3807.7 万股，共计募资 9.4 亿元，用于扩大高端产品产能，并布局核电及环保等新兴领域。这是公司自 2011 年大规模产线技改之后的第二次重大项目募资，着重面向国家重点发展领域进行布局。

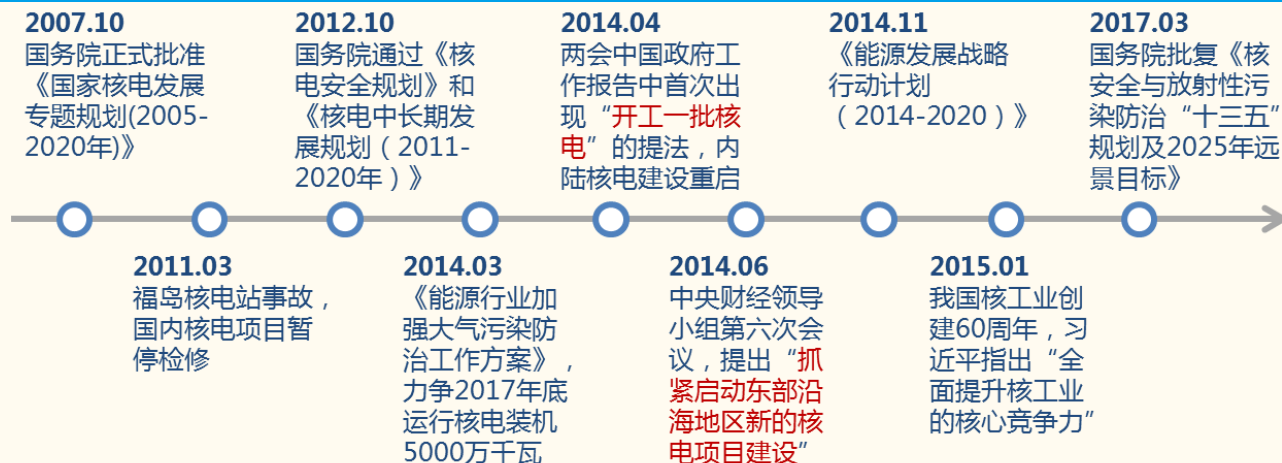
图表 21：公司定增募资用途

序号	募投项目	投资总额 (亿元)	使用募集资金 金额 (亿元)
1	自主化核电堆芯关键材料国产化项目	3.5	3.5
2	能源环保用高性能金属复合材料生产线建设项目	2.8	2.8
3	通过增资取得西部新铝 8.33% 股权项目	0.28	0.28
4	偿还银行贷款	2.82	2.6

来源：公司公告、国金证券研究所

- 核能是当前应用最为广泛的新型能源之一，具有清洁无污染、能量密度高、综合成本低、无供电间隙性等优点，且目前技术已相对比较成熟，符合我国大气污染解决治理的目标方向。我国自 2007 年以来正式启动《国家核电发展专题规划（2005-2020 年）》，首次明确核电装机容量及核电年发电量中长期目标，至今为止我国的核电建设已逾十年。2014 年，两会政府工作报告中提出“开工一批核电”，大大推进了因日本福岛核电事故搁置的核电建设，相关配套产业也随之迎来新的发展机遇。

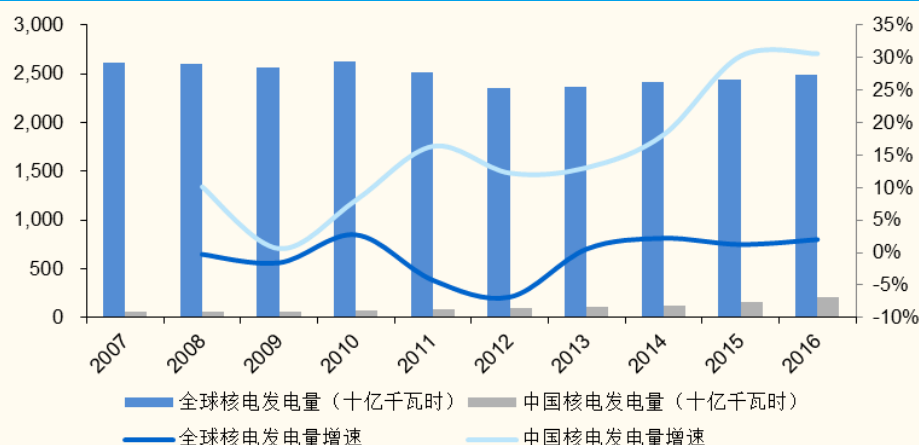
图表 22：我国核电建设时间线（近十年）



来源：人民日报、中国核电网、国金证券研究所

- 我国自 2015 年起迎来新一轮核电建设高峰，以平均每年开工 5-6 台核电机组的速度估算，预计每年将新增核电投资 1000 亿元左右，其中核岛设备约占 200 亿元，且有望呈现逐年增长。
- 根据世界核协会统计，目前中国核电在服役反应堆数达到 38 座，2016 年发电容量达到 210TWh，占全球核能发电总量的 8.45%；过去两年，我国核电发电量维持 30% 以上的年均增速，远高于全球增长水平。

图表 23：我国核电发电量增速快于全球



来源：世界核协会、国金证券研究所

- 根据世界核协会统计，2013 年至今，我国共计并网核电机组达 21 台；目前我国在建核电站共计 20 座，在建容量 2200 万千瓦，约占全球的 35%；我国规划新建核电站 143 座，规划新建容量达到 16400 万千瓦，约占全球规划总量的 41%。

图表 24：近五年我国核电机组新增并网情况

首次组网时间	机组	省份
2013.02	红沿河一期 1 号机组	辽宁
2013.11	红沿河一期 2 号机组	辽宁
2013.12	阳江一期 1 号机组	广东
2014.01	宁德 2 号机组	福建
2014.08	福清一期 1 号机组	福建
2014.11	方家山 1 号机组	浙江
2015.01	方家山 2 号机组	浙江
2015.03	阳江一期 2 号机组	广东
2015.03	宁德 3 号机组	福建
2015.03	红沿河一期 3 号机组	辽宁
2015.08	福清一期 2 号机组	广东
2015.10	阳江一期 3 号机组	广东
2015.10	防城港一期 1 号机组	广西
2015.11	昌江 1 号机组	海南
2016.03	宁德 4 号机组	福建
2016.04	红沿河一期 4 号机组	辽宁
2016.06	昌江 2 号机组	海南
2016.07	防城港一期 2 号机组	广西
2016.09	福清一期 3 号机组	福建
2017.01	阳江一期 4 号机组	广东
2017.03	福清一期 4 号机组	福建

来源：世界核协会、国金证券研究所

图表 25：我国在建核电机组总览

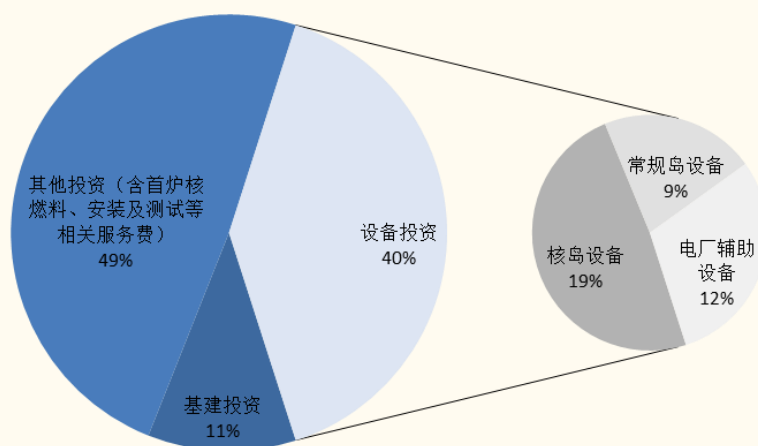
序号	预计并网时间	在建核电机组	省份	开工时间	技术路线	实施主体
1	2018	三门核电站 1 号机组	浙江	2009.03	AP1000	中国核工业集团

2		三门核电站 2 号机组	浙江	2009.12	AP1000	中国核工业集团
3		海阳核电站 1 号机组	山东	2009.09	AP1000	中国电力投资集团
4		海阳核电站 2 号机组	山东	2010.06	AP1000	中国电力投资集团
5		泰山 1 号机组	广东	2009.12	EPR	中国广核集团
6		泰山 2 号机组	广东	2010.04	EPR	中国广核集团
7		石岛湾核电站	山东	2012.12	HTR-PM	中国华能集团
8		田湾核电站 3 号机组	江苏	2012.12	VVER-1000 V-428M	中国核工业集团
9		阳江核电站 5 号机组	广东	2013.09	ACPR1000	中国广核集团
10	2019	田湾核电站 4 号机组	江苏	2013.09	VVER-1000 V-428M	中国核工业集团
11		阳江核电站 6 号机组	广东	2013.12	ACPR1000	中国广核集团
12		红沿河核电站 5 号机组	辽宁	2015.03	ACPR1000	中国广核集团、中国电力投资集团
13		福清核电站 5 号机组	福建	2015.05	Hualong 1	中国核工业集团、中国华电集团
14		防城港核电站 3 号机组	广西	2015.12	Hualong 1	中国广核集团
15	2020	红沿河核电站 6 号机组	辽宁	2015.07	ACPR1000	中国广核集团、中国电力投资集团
16		福清核电站 6 号机组	福建	2015.12	Hualong 1	中国核工业集团、中国华电集团
17		防城港核电站 4 号机组	广西	2016.12	Hualong 1	中国广核集团
18		田湾核电站 5 号机组	江苏	2015.12	ACPR1000	中国核工业集团
19		渤海海上核电站		2016.11	ACPR50S	中国广核集团
20	2021	田湾核电站 6 号机组	江苏	2016.09	ACPR1000	中国核工业集团

来源：世界核协会、国金证券研究所

- 中国核能行业协会副秘书长徐玉明在第十一届中国核能国际大会上表示，未来我国核电产业将迎来大发展，根据核电发展规划，2020 年之前，我国至少还要新建 3500 万千瓦的核电机组，平均每年开工 5 至 6 台，每年新增投资约 1000 亿元左右。
- 根据《核电工程总包与项目管理》介绍，我国每年核电投资总额中约 40% 为设备投资，而设备投资中的一半为最关键的核岛设备投资。因此，我们预计未来 2-3 年我国核岛设备投资将达到每年 200 亿元左右，且有望呈现逐年增长。

图表 26：核电投资成本构成



来源：《核电工程总承包与项目管理》、国金证券研究所

- 按照现有计划，我国未来拟建机组均将为三代核电站。我国的第三代核电技术经历了最初的完全进口，到 2017 年 8 月完全自主研发生产的首台百万千瓦级压水堆核电机组——华龙一号正式交付，正迎来进口替代、走出

国门的关键阶段，能否实现核电反应堆堆芯关键设备和材料的国产化成为最重要的技术瓶颈。

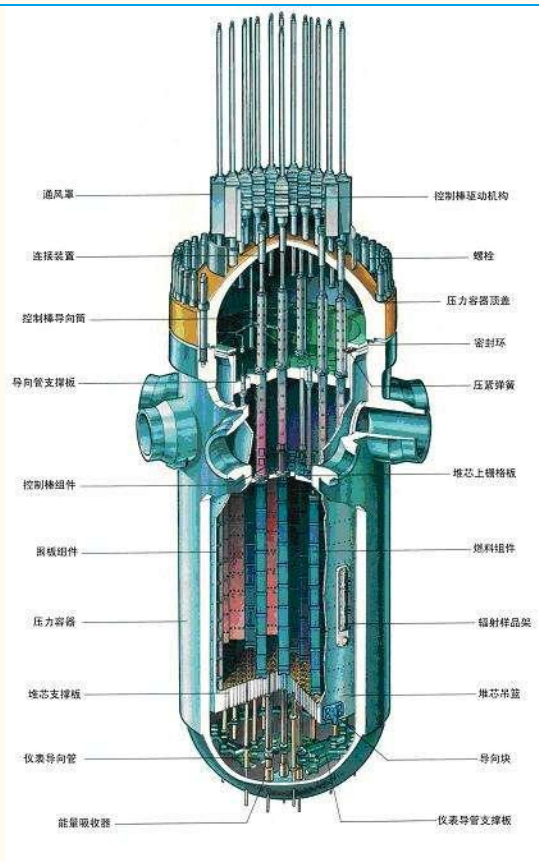
图表 27：未来三年我国规划开工核电机组列举

预计开工时间	规划建设核电机组	省份	技术路线	实施主体
2017	石岛湾 1 号、2 号机组	山东	CAP1400	中国电力投资集团、中国华能集团
	徐大堡核电站 1 号、2 号机组	辽宁	CAP1000	中国核工业集团、中国大唐集团
	海阳核电站 3 号、4 号机组	山东	CAP1000	中国电力投资集团
	陆丰核电站 1 号、2 号机组	广东	CAP1000	中国广核集团
	廉江 1 号、2 号机组	广东	CAP1000	中国电力投资集团
	海兴核电站 1 号、2 号机组	河北	CAP1000	中国核工业集团
	防城港核电站 5 号、6 号机组	广西	Hualong 1	中国广核集团
	白龙核电站 1 号、2 号机组	广西	AP1000	中国电力投资集团
	昌江 SMR 核电站 1 号、2 号机组	海南	ACP100	中国核工业集团、中国国电集团
	彭泽核电站 1 号、2 号机组	江西	CAP1000	中国电力投资集团
	咸宁 1 号、2 号机组	湖北	CAP1000	中国广核集团
2017-2018	霞浦 1 号、2 号机组	福建	CFR600	中国核工业集团
	台山 3 号、4 号机组	广东	EPR	中国广核集团
	昌江核电站 3 号、4 号机组	海南	Hualong 1	中国核工业集团、中国华能集团
2018	桃花江核电站 1-4 号机组	湖南	CAP1000	中国核工业集团
	三门核电站 3 号、4 号机组	浙江	CAP1000	中国核工业集团
	宁德核电站 5 号、6 号机组	福建	Hualong 1	中国广核集团、中国大唐集团
	漳州核电站 1 号、2 号机组	福建	Hualong 1	中国国电集团、中国核工业集团
	惠州核电站 1 号、2 号机组	广东	Hualong 1	中国广核集团

来源：世界核协会、国金证券研究所

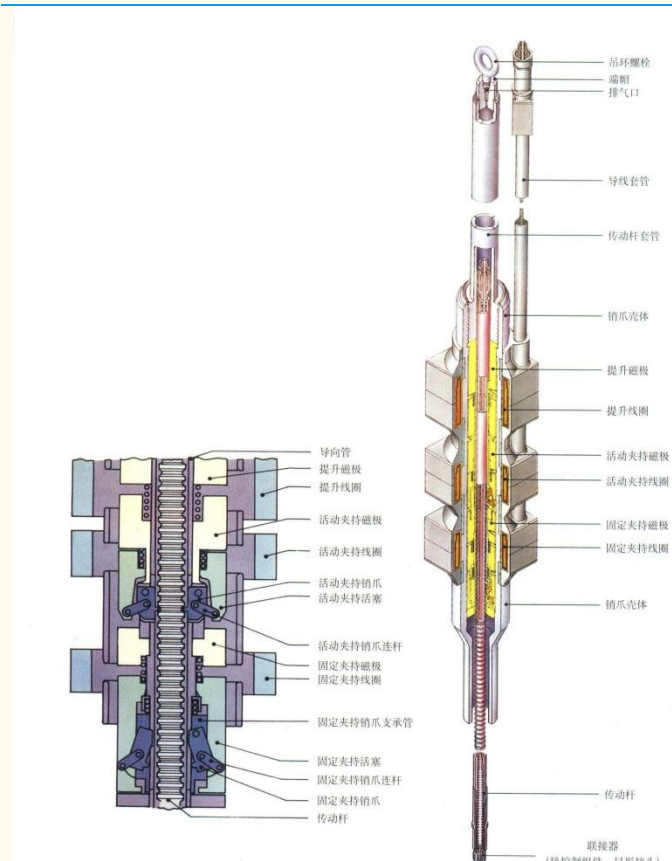
- 我国最早的大亚湾核电站相关设备及材料的国产化率仅为 17%，而预计我国首台 CAP1400 示范机组将达到 80%左右，“华龙一号”首台示范机组国产化率将不低于 85%。
- 我国核电建设原则上能够国产化的设备均需向国内企业采购。目前，除反应堆堆芯以外，新建核电站相关设备及材料基本已全部实现进口替代，而仅有堆芯的相关设备及材料还依赖进口。
- 堆芯是核电反应堆技术难度最大的部分，而控制棒是核电反应的“刹车器”。核电控制棒通过银铟镉材料吸收热中子来调节核反应堆的反应速度，或实现紧急停堆的控制。控制组件属于核反应堆的耗材，在我国，民用核反应堆以十年为周期进行控制组件的更替。目前，核反应堆堆芯组件的国产化是我国核能工业实现自主化建设、走出国门的关键。
- 核电反应堆堆芯由燃料组件、控制棒组件、中子源组件、可燃毒物组件及阻流塞组件组成，其中燃料组件及控制组件为核心工作组件，另外三个组件为相关组件。燃料组件是通过核裂变释放热中子和热量，热中子使核裂变持续进行，热量推动发电机发电。控制组件通过银铟镉控制棒吸收热中子，从而改变堆芯中子数量来实现对核反应堆的功率调节和紧急停堆的控制，以保证核安全。

图表 28：核反应堆压力容器结构图



来源：中国科学技术协会、国金证券研究所

图表 29：堆芯控制棒结构图

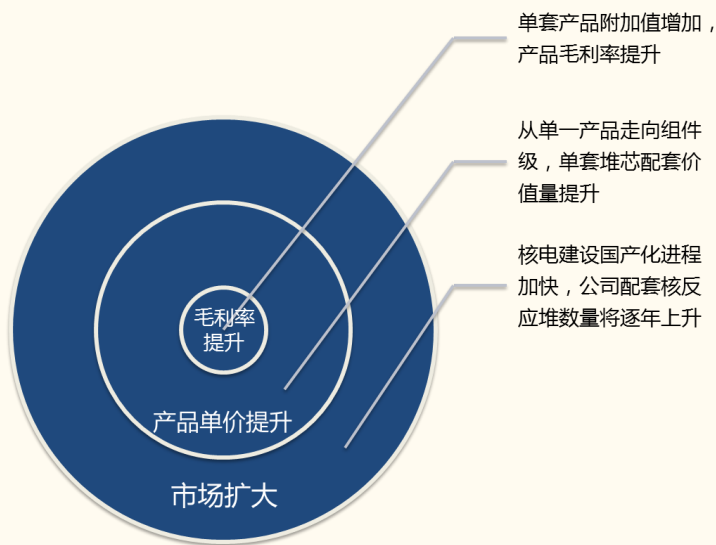


来源：《中国电力百科全书》、国金证券研究所

- 目前，我国 CAP1400、“华龙一号”核电站堆芯燃料组件用燃料芯块已分别由中核北方核燃料元件厂和中核建中核燃料元件厂实现了国产化，燃料包壳用锆合金管也由西部新锆、国核宝钛等公司在解决国产化。西部材料是核反应堆堆芯控制组件（包括银铟镉控制棒、中子吸收体材料、相关组件用不锈钢及 Inconel718 合金材料等）国产化任务的主要承担者。
- 西部材料下属的西诺子公司是目前国内核电用控制棒及核电用稀有金属复合材料的唯一供应商，主要核电用产品包括核电反应控制棒、核电站冷凝器管板、核乏燃料处理设备、核燃料烧结用难熔配件等。
- 截至 2016 年底，公司已累计供应核电控制棒 3 万余支，产值超过 4 亿元。同时，公司目前是核电冷凝器钛/钢复合板国产化唯一合格供应方。截至 2016 年底，公司已为 33 个项目的核电机组累计提供凝汽器管板 364 块，共计约 2235 吨。
- 此外，公司重点开发的 Ti35 钛合金核乏燃料后处理设备，从材料研发、加工制造、复合材加工到设备设计制造，全部由公司内部协作完成，该设备目前已通过国家核安全局验收。
- 当前公司正在我国重点攻坚的核电堆芯方面加大布局力度，力求实现单一产品向组件级产品的供应角色升级，从而实现单台核电机组供货价值量及附加价值的大幅提升。
- 公司传统仅为核电堆芯供应银合金控制棒用银铟镉材料，单台机组堆芯供货价值量约合人民币 1500 万-2000 万元（根据过往数据推测）。
- 核电控制棒组件除银铟镉控制棒外，还需要中子吸收体材料、不锈钢及 Inconel718 合金材料等多种类别的特种材料，如果公司能实现组件级产品的全覆盖，则单台堆芯的供货价值量有望比目前翻倍，即达到

3500 万-4000 万元；组件级产品的单台附加值（毛利率）也有望比目前的单一产品实现明显提升。

图表 30：公司核电堆芯产品的三重增长逻辑

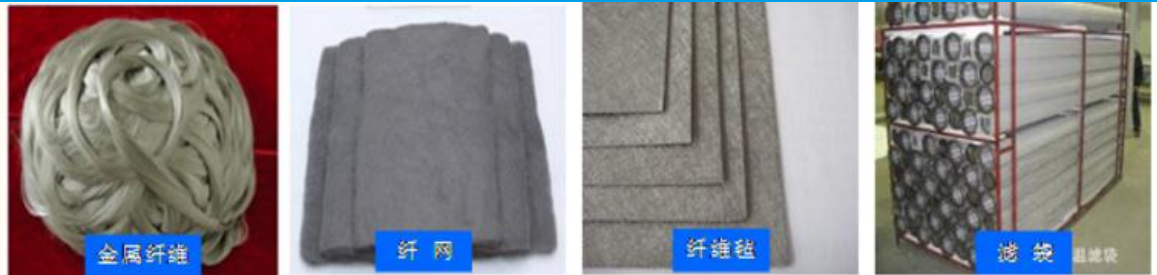


来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司 2016 年募资投入的“自主化核电堆芯关键材料国产化项目”旨在解决自主化核电站堆芯关键材料的国产化问题，预计将于 2018 年 6 月 30 日建设完工投产，投产当年有望为公司贡献 3000 万元净利润，2019 年起每年净利润贡献可达 7784 万元。
- 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 Inconel718 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。
- 2014 年，西诺子公司独家完成了科技部重大专项子课题“CAP1400 核电站银铟镉控制棒国产化”并通过验收；2015 年，公司独家承担了“CAP1400”、“华龙一号”核电堆芯用不锈钢及 Inconel718 合金材料国产化任务，预计于 2017 年实现批量供货，目前西诺公司是国内该领域产品的唯一供应商。
- 根据《国家核电中长期发展规划》，预计投产第一年产能利用率为 40%，预计实现营业收入 15,120 万元，净利润 2,995 万元，从第二年起产能利用率为 80%，预计实现营业收入 30,240 万元，净利润 7,784 万元。预计 2020 年以后可以达到 100% 产能利用率。
- 公司募资 2.8 亿元的另一项目将用于建设稀有金属复合材料生产线，产品主要用于核电汽轮机组冷凝器、火电厂环保脱硫烟囱内衬等。该项目将建设复材拼焊、表面处理、整形、热处理等五条专业生产线，预计将于 2018 年 6 月 30 日建设完工投产，预计新增年产能 2.2 万吨，年销售收入达到 4.2 亿元，达产年平均税后新增利润 5697 万元。
- 我们认为，随着我国核电反应堆关键材料国产化取得突破，CAP1400、“华龙一号”等自主研制的核电机组技术日益成熟，我国核电产业将随“一带一路”发展战略走出国门，拥抱更广阔的市场空间。届时，公司在核电方面的布局将迎来更广袤的用武之地。
- 此外，公司在环保领域也积极布局。公司拥有国内第一、世界第二的金属纤维过滤生产基地，年产能达到 700 吨金属纤维、30 万平方米滤材、10 万支滤袋。

- 产品研发方面，公司成功研发了过滤精度更高、耐磨和耐腐蚀性更好的金属纤维毡的新制膜工艺，产品成功应用于滤袋项目，金属纤维过滤器产品在燃煤电厂高温烟气除尘示范项目顺利通过鉴定，未来将实现对传统不耐高温的布制滤袋的替代；经营战略方面，公司将从生产金属纤维毡和烧结网等初级产品，向开发过滤元件、设备等终端产品甚至工程总包服务商转变升级。
- 公司在该产业主要产品包括金属纤维烧结毡、多层金属烧结网、金属纤维过滤器以及成套过滤设备等；主要应用领域包括高温烟气除尘装置、柴油车尾气净化、煤化工用金属过滤器、燃烧器用金属纤维等等。

图表 31：公司高温烟气除尘产品



来源：西安菲尔特金属过滤材料有限公司官网、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们将公司产品分为钛产品、核电及环保用金属产品（主要含核电堆芯贵金属、稀有金属复合材料、金属纤维及制品、钨钼制品等）及其他业务三大类，并基于以下假设，对公司未来三年盈利情况作以预测。
- 公司高端钛材产品将主要为我国新一代运输机等新机型供货，我们预计，随着这些型号的逐步上量，公司高端钛材收入将实现飞跃式增长，预计收入三年 CAGR 可达 84%，且军工钛材将有望实现 55%左右的高毛利率水平。
- 公司中低端钛材本年度将随行业供需关系改善好转¹，预计至少能够产生同比 10%的增长，此后随着公司产品结构日趋高端，中低端钛材销量将维持稳定，但随着公司生产模式的提质提效，产品毛利率有望实现明显提升。
- 我们预计，随着公司“自主化核电堆芯关键材料国产化项目”和“能源环保用高性能金属复合材料生产线建设项目”在 2018 年陆续达产，公司核电堆芯用材和稀有金属复材产能将得到有效扩充，其他金属产品盈利水平将得到明显提高。
- 我们预计公司 2017-2019 年主营业务整体收入将达到 13.52/17.79/23.68 亿元，同比增速 11.4%/31.6%/33.1%，综合毛利率 21.89%/29.24%/31.28%。

图表 32：主营收入预测（分项目）

项 目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
钛产品					
销售收入（百万元）	416.86	635.24	809.95	1,112.35	1,241.95
增长率（YOY）	#DIV/0!	52.39%	27.50%	37.34%	11.65%
毛利率	-20.17%	13.32%	19.04%	28.84%	32.52%
占总销售额比重	42.40%	7.85%	59.92%	62.53%	52.45%
占主营业务利润比重	-145.33%	36.60%	52.10%	61.66%	54.53%
核电及环保用金属产品					
销售收入（百万元）	587.44	309.20	246.00	356.00	464.00
增长率（YOY）	-22.71%	-47.36%	-20.44%	44.72%	30.34%
毛利率	22.17%	30.05%	35.98%	40.31%	44.05%
占总销售额比重	59.76%	25.48%	18.20%	20.01%	19.59%
占主营业务利润比重	225.10%	40.21%	29.90%	27.59%	27.59%
其他业务					
销售收入（百万元）	-21.24	268.90	295.79	310.58	662.11
增长率（YOY）	-176.98%	-1366.01%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-55.13%	19.94%	18.00%	18.00%	20.00%
占总销售额比重	-2.16%	22.16%	21.88%	17.46%	27.96%
占主营业务利润比重	20.24%	23.19%	17.99%	10.75%	17.88%
销售总收入（百万元）	983.06	1213.34	1351.74	1778.93	2368.06
销售总成本（百万元）	925.20	982.21	1055.80	1258.77	1627.32
毛利（百万元）	57.86	231.13	295.94	520.16	740.74
平均毛利率	5.89%	19.05%	21.89%	29.24%	31.28%

来源：公司公告、国金证券研究所

估值与投资建议

¹ 详见相关行业报告《钛产业链系列报告之二：行业出清有望加速，供需关系持续改善》

- 西部材料是我国稀有金属材料深加工行业的佼佼者。公司正在布局的下游军工、核电、环保、电子等行业均属于国家重点支持的朝阳领域，且公司在相应行业均已高筑竞争壁垒，未来将确定性受益下游领域的快速发展。此外，公司背靠西北有色金属研究院，与西北院在相关领域 50 多年的科研积淀一脉相承，同时成功践行了大股东“三位一体，母体控股、股权激励、资本运作”的创新经营模式，科技成果转化效率和员工激励模式均走在陕西省前列，也是全国产研结合的典范。我们认为，强大的研发能力和高效的转化机制将成为公司业绩持续快速增长的有力保障，优质公司叠加朝阳下游将带来业绩的持续快速成长。
- 我们预计公司 2017-2019 年有望实现营收 13.52/17.79/23.68 亿元，同比增速 11.4%/31.6%/33.1%；归母净利润 0.49/1.42/2.09 亿元，同比增速 132.5%/188.3%/47.1%；摊薄 EPS0.12/0.33/0.49 元。公司当前股价对应摊薄后 97X17PE、34X18PE 和 23X19PE，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 15 元。

风险

- **军品放量进程不达预期：**我们预计未来三年公司钛合金产品将参与我国航空重点型号放量，实现产品结构的升级，从而实现产品收入与毛利率的同向提升，航空军品放量进程不达预期将对影响我们对公司业绩的预判结果；
- **我国核电项目建设进程不达预期：**堆芯材料国产化后，公司核电材料相关产品业绩随我国核电建设周期波动明显，而核电建设推进受安全性事件及相关政策影响较大，一定程度上属于不可抗力，我国核电建设进程的延缓将对公司核电材料业务产生不可忽视的影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,225	983	1,213	1,352	1,779	2,368
增长率		-19.7%	23.4%	11.4%	31.6%	33.1%
主营业务成本	-992	-925	-982	-1,056	-1,259	-1,627
%销售收入	81.0%	94.1%	81.0%	78.1%	70.8%	68.7%
毛利	232	58	231	296	520	741
%销售收入	19.0%	5.9%	19.0%	21.9%	29.2%	31.3%
营业税金及附加	-5	-4	-10	-11	-15	-20
%销售收入	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-24	-24	-26	-26	-32	-40
%销售收入	1.9%	2.4%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%
管理费用	-115	-129	-150	-155	-196	-249
%销售收入	9.4%	13.1%	12.3%	11.5%	11.0%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	89	-99	46	103	278	432
%销售收入	7.2%	n.a	3.8%	7.7%	15.6%	18.2%
财务费用	-74	-76	-61	-20	-29	-39
%销售收入	6.1%	7.7%	5.0%	1.5%	1.6%	1.7%
资产减值损失	-14	-65	-29	-25	-14	-23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
%税前利润	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1	-240	-45	58	235	369
营业利润率	0.1%	n.a	n.a	4.3%	13.2%	15.6%
营业外收支	39	38	87	41	50	50
税前利润	41	-201	43	99	285	419
利润率	3.3%	n.a	3.5%	7.3%	16.0%	17.7%
所得税	-2	26	-2	-4	-11	-16
所得税率	4.1%	n.a	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
净利润	39	-175	41	95	274	403
少数股东损益	34	-43	20	46	132	194
归属于母公司的净利润	5	-132	21	49	142	209
净利率	0.4%	n.a	1.7%	3.7%	8.0%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	39	-175	41	95	274	403
非现金支出	106	167	135	122	115	141
非经营收益	59	46	53	-5	-10	2
营运资金变动	-132	-64	-301	-25	-234	-330
经营活动现金净流	72	-26	-72	187	146	215
资本开支	-66	-88	-77	-118	-390	-180
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-66	-88	-77	-118	-390	-180
股权募资	12	105	924	0	0	0
债权募资	64	32	-457	-186	315	68
其他	-64	35	-134	-54	-61	-83
筹资活动现金净流	12	171	333	-239	254	-15
现金净流量	18	57	183	-170	10	20

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	206	245	420	250	260	280
应收账款	435	374	465	432	539	707
存货	556	496	639	781	931	1,204
其他流动资产	26	31	56	102	118	139
流动资产	1,223	1,146	1,580	1,565	1,848	2,329
%总资产	42.2%	40.0%	47.5%	46.4%	46.3%	50.8%
长期投资	29	25	25	25	25	25
固定资产	1,357	1,363	1,344	1,381	1,705	1,803
%总资产	46.9%	47.5%	40.4%	40.9%	42.7%	39.3%
无形资产	206	234	290	314	329	343
非流动资产	1,674	1,721	1,747	1,809	2,147	2,259
%总资产	57.8%	60.0%	52.5%	53.6%	53.7%	49.2%
资产总计	2,897	2,867	3,328	3,374	3,995	4,589
短期借款	608	1,196	675	515	830	899
应付款项	480	352	433	628	674	820
其他流动负债	61	49	61	21	27	36
流动负债	1,149	1,597	1,169	1,164	1,532	1,754
长期贷款	0	34	0	0	0	0
其他长期负债	667	252	229	203	203	203
负债	1,817	1,882	1,397	1,367	1,735	1,957
普通股股东权益	880	764	1,703	1,734	1,855	2,032
少数股东权益	201	221	227	273	405	599
负债股东权益合计	2,897	2,867	3,328	3,374	3,995	4,589

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.031	-0.758	0.100	0.116	0.334	0.492
每股净资产	5.037	4.374	8.006	8.153	8.722	9.555
每股经营现金净流	0.412	-0.150	-0.341	0.878	0.685	1.010
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.100	0.150
回报率						
净资产收益率	0.62%	-17.32%	1.25%	2.85%	7.67%	10.29%
总资产收益率	0.19%	-4.62%	0.64%	1.46%	3.56%	4.56%
投入资本收益率	4.07%	-3.87%	1.68%	3.94%	8.63%	11.76%
增长率						
主营业务收入增长率	6.98%	-19.73%	23.42%	11.41%	31.60%	33.12%
EBIT增长率	89.51%	-211.37%	-146.27%	126.51%	168.20%	55.64%
净利润增长率	-72.88%	-2517.32%	-116.04%	132.54%	188.29%	47.06%
总资产增长率	4.10%	-1.04%	16.08%	1.39%	18.40%	14.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.3	110.8	92.5	85.0	80.0	80.0
存货周转天数	200.0	207.4	210.8	270.0	270.0	270.0
应付账款周转天数	116.9	115.9	97.0	104.0	104.0	104.0
固定资产周转天数	391.7	474.6	386.3	338.0	255.5	237.9
偿债能力						
净负债/股东权益	74.19%	100.03%	13.20%	13.20%	25.23%	23.50%
EBIT利息保障倍数	1.2	-1.3	0.7	5.1	9.7	11.0
资产负债率	62.71%	65.67%	42.00%	40.51%	43.42%	42.65%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	3	4
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.25	1.20

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH