

西部材料 (002149.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.73 元
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元
市场数据(人民币)

**相关报告**

- 1.《确认周期影响收入，维持行业景气判断-西部材料公司点评》，2018.4.25
- 2.《行业高景气逻辑兑现，低估值高成长优势凸显-西部材料公司点评》，2018.4.17
- 3.《钛材受益军工景气周期，核电、环保多点位布局-西部材料公司深度...》，2017.11.14

赵玥炜 联系人
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

卞晨晔 分析师 SAC 执业编号: S1130518070004
 biancy@gjzq.com.cn

高端产品持续发力，业绩创历史同期最好水平**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.100	0.127	0.282	0.502	0.682
每股净资产(元)	8.01	4.17	4.85	5.17	5.62
每股经营性现金流(元)	-0.34	-0.66	0.87	0.95	1.25
市盈率(倍)	281.16	75.60	23.87	13.40	9.86
净利润增长率(%)	-116.04%	154.82%	121.78%	78.20%	35.84%
净资产收益率(%)	1.25%	3.05%	5.81%	9.71%	12.15%
总股本(百万股)	212.71	425.41	425.41	425.41	425.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司披露 2018 年半年报，2018H1 实现营收 7.71 亿元，同比+20.28%；归母净利润 2314.69 万元，同比+15.12%，创历史同期最好水平。

经营分析

- **高端钛产品比例提升，业绩创历史同期最好水平：**公司 2018H1 实现归母净利润 2314.69 万元，同比+15.12%，创历史同期最好水平。报告期内，公司钛产品销售收入、毛利率实现双双提升，分别达 5.55 亿、18.30%，同比+26.88%、+1.37ppt。我们判断，钛产品收入的增加主要来自高附加值军品比例的提升；在上半年主要成本海绵钛涨价情况下，公司产品毛利率仍实现提升，印证军用钛材的有力贡献。同时，受益于收入及回款较同期增加，公司经营活动现金净流量实现大幅改善，达 1.01 亿元，同比+150.90%。
- **钛加工行业迈入高景气周期，维持全年看好判断：**我国钛加工行业正处于航天航空需求集中兑现、大炼化项目陆续上马所带来的黄金发展期。我们测算，军用钛材需求将产生三年翻倍的增量空间，同时石化炼化用钛材将随大炼化基地项目投资而迎来新一轮需求高峰。公司是具有高端航钛供货能力的三家公司之一，且在兵器装甲用钛合金产品应用推广取得积极进展，将确定性受益行业高速发展。此外，公司半年报披露 PTA 和蛋氨酸行业用钛及其复合材产品销量显著增长，侧面印证石化行业需求复苏。
- **核电批量建设阶段将至，有望带来新增长动力：**国家能源局于今年 4 月发布《我国三代核电发展战略价值研究》、《中国核能发展报告(2018)》，提出三代核电将在“十三五”后期进入批量建设阶段，今后一个时期每年将开工 6 至 8 台三代核电机组建设。目前，三门 1 号和台山 1 号已分别于 6 月 29 日、6 月 30 日成功并网发电，我们预计下半年起有望迎来核电投产复建的新契机。公司垄断我国核电用银合金控制棒的生产，并已攻克部分组件级产品的制造，将显著受益于核电复建及国产核电机组“走出去”的进程。

盈利调整与投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年有望实现营业收入 20.01/23.68/26.92 亿元，同比增加 28.3%/18.4%/13.7%；归母净利润 1.20/2.14/2.90 亿元，同比增加 121.8%/78.2%/35.8%。当前股价对应 24 X 18PE 和 13X19PE，我们维持对公司的买入评级及 15 元目标价。

风险提示

- 军品放量进程不达预期；我国核电项目建设进程不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	983	1,213	1,559	2,001	2,368	2,692
增长率	23.4%	28.5%	28.3%	18.4%	13.7%	
主营业务成本	-925	-982	-1,249	-1,477	-1,621	-1,754
%销售收入	94.1%	81.0%	80.1%	73.8%	68.5%	65.1%
毛利	58	231	310	523	747	939
%销售收入	5.9%	19.0%	19.9%	26.2%	31.5%	34.9%
营业税金及附加	-4	-10	-17	-22	-25	-29
%销售收入	0.4%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	
营业费用	-24	-26	-28	-36	-42	-47
%销售收入	2.4%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	
管理费用	-129	-150	-151	-192	-225	-253
%销售收入	13.1%	12.3%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	-99	46	115	274	454	610
%销售收入	n.a	3.8%	7.4%	13.7%	19.2%	22.6%
财务费用	-76	-61	-34	-21	-16	-14
%销售收入	7.7%	5.0%	2.2%	1.0%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-65	-29	-23	-8	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-240	-45	110	245	437	594
营业利润率	n.a	n.a	7.1%	12.2%	18.5%	22.1%
营业外收支	38	87	1	1	1	1
税前利润	-201	43	111	246	438	595
利润率	n.a	3.5%	7.1%	12.3%	18.5%	22.1%
所得税	26	-2	-19	-43	-77	-104
所得税率	n.a	3.8%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	-175	41	91	203	361	491
少数股东损益	-43	20	37	83	148	201
归属于母公司的净利润	-132	21	54	120	214	290
净利率	n.a	1.7%	3.5%	6.0%	9.0%	10.8%

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	245	420	213	250	260	280
应收账款	374	465	765	780	876	969
存货	496	639	760	830	888	961
其他流动资产	31	56	71	79	85	90
流动资产	1,146	1,580	1,809	1,939	2,109	2,300
%总资产	40.0%	47.5%	50.7%	51.9%	49.8%	50.9%
长期投资	25	25	25	25	25	25
固定资产	1,363	1,344	1,328	1,362	1,682	1,777
%总资产	47.5%	40.4%	37.2%	36.4%	39.7%	39.3%
无形资产	234	290	308	310	313	316
非流动资产	1,721	1,747	1,759	1,799	2,123	2,222
%总资产	60.0%	52.5%	49.3%	48.1%	50.2%	49.1%
资产总计	2,867	3,328	3,569	3,738	4,233	4,523
短期借款	1,196	675	568	248	377	203
应付款项	352	433	452	566	629	685
其他流动负债	49	61	63	76	85	94
流动负债	1,597	1,169	1,083	891	1,091	982
长期贷款	34	0	200	200	200	200
其他长期负债	252	229	243	233	243	253
负债	1,882	1,397	1,526	1,324	1,534	1,435
普通股股东权益	764	1,703	1,775	2,064	2,201	2,389
少数股东权益	221	227	267	350	498	699
负债股东权益合计	2,867	3,328	3,569	3,738	4,233	4,523

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	-0.758	0.100	0.127	0.282	0.502	0.682
每股净资产	4.374	8.006	4.173	4.852	5.174	5.617
每股经营现金净流	-0.150	-0.341	-0.663	0.868	0.952	1.252
每股股利	0.000	0.000	0.090	0.100	0.180	0.240
回报率						
净资产收益率	-17.32%	1.25%	3.05%	5.81%	9.71%	12.15%
总资产收益率	-4.62%	0.64%	1.52%	3.21%	5.05%	6.42%
投入资本收益率	-3.87%	1.68%	3.36%	7.87%	11.42%	14.39%
增长率						
主营业务收入增长率	-19.73%	23.42%	28.50%	28.32%	18.36%	13.70%
EBIT增长率	N/A	-146.27%	151.08%	138.48%	66.05%	34.18%
净利润增长率	2517.32%	-116.04%	154.82%	121.78%	78.20%	35.84%
总资产增长率	-1.04%	16.08%	7.24%	4.74%	13.24%	6.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	110.8	92.5	98.4	98.0	98.0	98.0
存货周转天数	207.4	210.8	204.5	205.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	115.9	97.0	72.3	73.0	73.0	73.0
固定资产周转天数	474.6	386.3	297.3	225.2	188.8	206.0
偿债能力						
净负债/股东权益	100.03%	13.20%	27.18%	8.21%	11.74%	3.98%
EBIT利息保障倍数	-1.3	0.7	3.3	13.3	29.3	43.9
资产负债率	65.67%	42.00%	42.77%	35.41%	36.23%	31.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-11-14	买入	11.27	15.00~15.00
2	2018-04-17	买入	9.71	15.00~15.00
3	2018-04-25	买入	9.60	15.00~15.00

来源：国金证券研究所

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


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认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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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