

中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：董俊业

证券执业证书号：S0640520040001

研究助理：邱净博

证券执业证书号：S0640119100018

邮箱：qiujb@avicsec.com

## 西部材料（002149）2020 年报点评：

### 业绩稳增长，航空航天领域销售收入 同比增幅达 62%

行业分类：国防军工

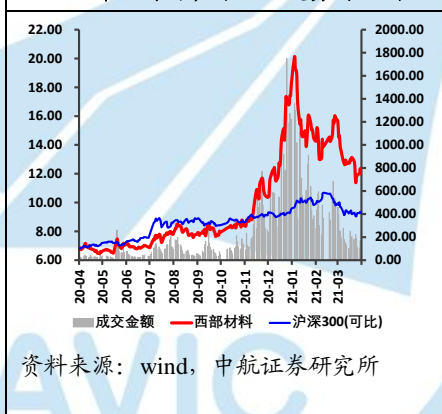
2021 年 4 月 4 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.2)	12.06
目标价格	13.20

#### 基础数据（2021.4.2）

上证指数	3484.39
总股本（亿股）	4.88
流通 A 股（亿股）	4.25
资产负债率（2020 年）	47.35%
ROE（加权，2020 年）	4.37%
PE（TTM）	74.10
PB（LF）	2.28

近一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件：**公司 2020 年营业收入 20.29 亿元（+1.16%），归母净利润 7940.81 万元（+29.19%），毛利率 21.18%（-0.36pcts），净利率 6.11%（+0.28pcts）。

➤ **投资要点：**

● **业绩稳增长，航空航天领域销售收入同比增幅达 62%：**公司主要从事稀有金属材料的研究、生产和销售，报告期内经营指标实现较大进步和提高，其中高端应用领域收入占比大幅提升，航空航天领域销售收入 5.4 亿元（+62%）。营业收入 20.29 亿元（+1.16%），归母净利润 7940.81 万元（+29.19%），扣非净利润 4338.59 万元（+6.75%）。毛利率 21.18%（-0.36pcts），净利率 6.11%（+0.28pcts），加权 ROE 4.37%（+0.96pcts），净利率和加权 ROE 均是近十年最高水平。2021 年 3 月 17 日，公司发布 2021 年第一季度业绩预告，报告期公司利润同比大幅增长，预计实现归母净利润 2500-3500 万元，整体营业收入同比大幅增长，高端钛合金等高附加值产品占比增加。

**费用方面：**销售费用 2444.25 万元（-45.37%），主要是本年根据新收入准则将运费调整至主营业务成本所致；全年投入研发经费 9283.37 万元（-2.08%），推进新产品、新技术和新工艺开发 70 余项，资本化研发投入占研发投入的比例为 34.34%（+7.52%）。

**业务方面：**报告期内，公司主要业务分为三部分。其中，**钛制品方面**，实现营业收入 13.58 亿元（+5.84%），占营收 66.94%，毛利率 21.54%（-1.94pcts）；**其他稀有金属方面**，实现营业收入 4.23 亿元（-10.08%），占营收 20.83%，毛利率 30.30%（+9.63pcts）；**其他收入方面**，实现营业收入 2.48 亿元（-1.73%），占营收 12.23%，毛利率 3.68%（-9.59pcts）。

**产销量方面：**钛制品销售量 5,592.94 吨（+4.00%），生产量 5,298.87 吨（-11.47%）；稀有金属复合材料及制品销售量 14,007 吨（-33.30%），生产量 12,612.83 吨（-41.62%），天力公司受疫情影响订单减少导致产销量下降；**金属纤维及制品**销售量 191,278 平方米（+19.97%），生产量 208,122 平方米（+4.53%）；**难熔金属制品**销售量 106.92 吨（+32.43%），生产量 109.09 吨（+28.15%），主要因钨钼类产品产销量较上年同期增加；**贵金属制品**销售量 9.51 吨（-47.08%），生产量 9.87 吨（-45.11%）。

**资产方面：**货币资金 11.06 亿元（+216.55%），占总资产比例 19.80%；应收账款 6.54 亿元（+35.43%），占总资产比例 11.70%；存货 14.01 亿（+6.02%），占总资产比例 25.06%。**现金流方面：**经营活动产生的现金流量净额-2.67 亿元（-286.19%），主要是本年军工收入较上年增长较多，账期较长且回款多为承兑汇票所致；投资活动产生的现金流量净额-1.25 亿元（-41.76%），主要是本年增加对朝阳金达及稀有金属材料研究院的投资所致；筹资活动产生的现金流量净额 11.80 亿元（+4,826.58%），主要是本年借款较上年增加且年末收到募集资金所致。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航  
 资本大厦中航证券有限公司  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：010-59562524  
 传真：010-59562637

- **规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工生产基地：**公司拥有钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、稀有金属装备、钨钼材料及制品、钛材高端日用消费品及精密加工制品等八大业务板块，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。其中，**钛加工**采取“高端发展”和“低成本制造”策略，同时打通从海绵钛到钛材日用品的完整钛产业链；**稀有金属层状复合材料**处于国际先进水平，将进一步开发油气管道用复合材料、海洋工程用复合材料等新产品；**金属纤维及过滤材料**处于国际先进水平，将逐渐向开发过滤元件、设备等终端产品转变升级；**稀贵金属**目前垄断国内核电用银合金控制棒生产，后续逐步实现核电堆芯关键材料的全面配套；**压力容器制造**将走特色发展道路，在能源、海洋工程、核化工、环保等领域进行新产品研发和市场开拓；**难熔金属**技术水平国内先进，公司将利用新投资的 950mm 和 800mm 轧机开发高附加值的大规格靶材。
- **控股子公司申请挂牌新三板：**为进一步完善公司治理结构，促进控股子公司实现快速发展，拓展融资渠道，公司于 2020 年 11 月 16 日通过议案，西安天力金属复合材料股份有限公司、西安菲尔特金属过滤材料股份有限公司、西安诺博尔稀贵金属股份有限公司等三家控股子公司申请挂牌新三板，并于 2021 年 1 月 29 日收到股转公司同意挂牌的函。2021 年 3 月 31 日，菲尔特公司在全国中小企业股份转让系统正式挂牌。
- **积极开展对外投资工作，增厚业绩，巩固和拓展战略合作：**公司对西部钛业的持股比例从年初 66% 增加至目前的 88.3%，可进一步增厚公司业绩；投资 4752 万元参股朝阳金达钛业，持股 8%，实现与上游原材料供应商的战略合作，为公司军工用钛材的原材料供应提供有力保障；投资 1598.57 万元参与西部新铝增资扩股，加强与中核集团等合作伙伴的战略合作关系，巩固并提升公司在核电领域的市场竞争力；拟对参股公司西安泰金增资，以 960 万元认购新增注册资本 800 万元，增资后持股比例为 20%，泰金公司未来发展战略主要是围绕国防军工和新材料等领域，有利于公司优化业务结构，拓宽利润来源。
- **航空航天领域钛材消费占比持续提升，钛材将成为公司未来核心增长点：**中国钛材的消费主要集中在化工、航空航天、电力三大领域，其中化工占比最大，2019 年占比 53.1%。而航空航天领域发展消费占比持续提升，2019 年占比 20.5%。与美国、俄罗斯等先进钛材国家以航空航天为主要下游相比，中国钛材消费结构中高端航天航空占比偏低，未来钛材结构优化的空间较大。为满足我国航空航天、舰船、海洋工程、兵器等行业对高性能低成本钛合金板材的迫切需求，公司推动募投项目《高性能低成本钛合金生产线技改项目》建设。项目预算 48500 万元，已于 2021 年 3 月 4 日开工，整体项目预计 2021 年底建成投产。
- **投资建议：**公司以西北有色金属研究院为主发起人设立，依托控股股东西北有色金属研究院在相关领域 50 多年沉淀积累的雄厚科技实力，是我国稀有金属新材料行业的领先者。公司规模较大、品种齐全，各业务领域的协同效应日益凸显。与此同时，公司积极开展对外投资业务和控股子公司挂牌新三板，业绩有望继续增厚。军工领域方面，公司加快航空航天所需的钛合金和稀贵金属材料的制造发展。随着我国“两机”重大专项的逐步实施，以及“十四五”提出跨越式武器装备的发展，公司亦将因此受益。

我们预测公司 2021 年、2022 年、2023 年归母净利润分别为 1.18 亿元、1.46 亿元、1.65 亿元，EPS 为 0.24 元、0.30 元、0.34 元，当前股价对应 PE 分别为 50.25 倍、40.20 倍、35.47 倍，结合公司未来盈利能力及 2021 年一季度业绩预告情况，给予公司 2021 年 55 倍 PE，目标价格为 13.20 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**列装不及预期，原材料价格上升，技术研发进度不及预期。

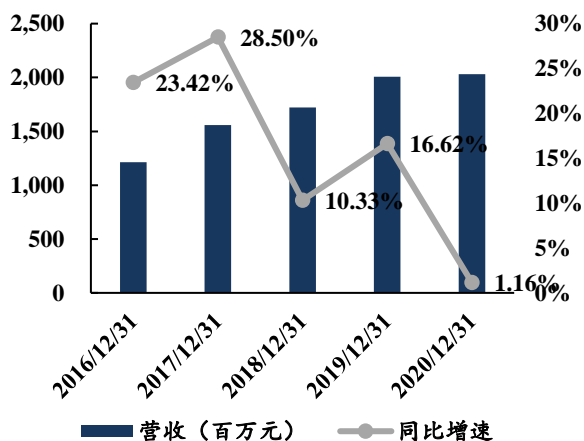
#### ● 盈利预测：

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2029.34	2329.85	2693.96	3119.95
增长率 (%)	1.16%	14.81%	15.63%	15.81%
归属母公司股东净利润	79.41	118.34	146.27	164.63
增长率 (%)	29.19%	49.03%	23.61%	12.55%
每股收益 (EPS)	0.16	0.24	0.30	0.34

数据来源：wind，中航证券研究所

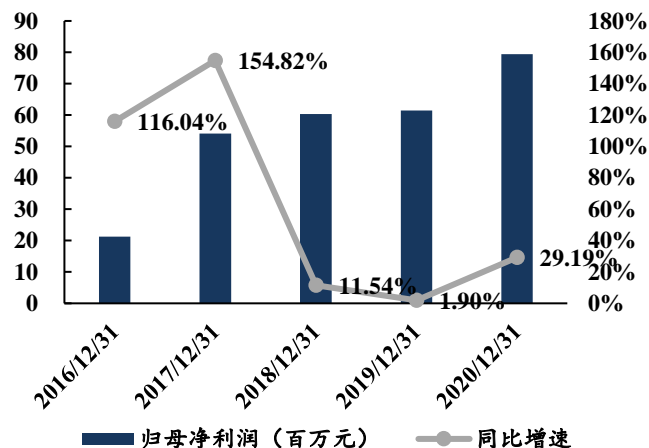
### ◆ 公司主要财务数据

图 1：公司近五年营业收入及增速情况



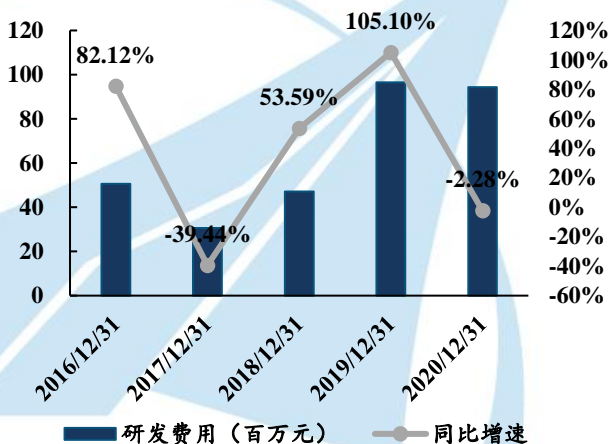
资料来源：wind，中航证券研究所

图 2：公司近五年归属母公司净利润及增速情况



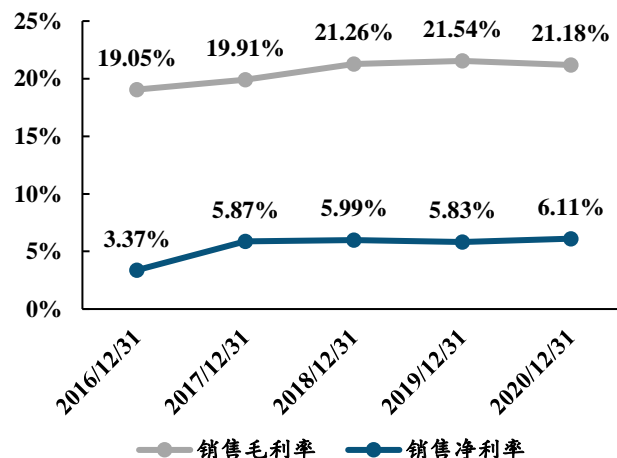
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：公司近五年研发费用情况



资料来源：wind，中航证券研究所

图 4：公司近五年销售毛利率和净利率情况



资料来源：wind，中航证券研究所

**◆ 公司财务报表预测（单位：百万元）**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2029.34	2329.85	2693.96	3119.95	货币资金	1106.46	709.39	643.43	546.66
营业成本	1599.51	1826.83	2105.33	2435.75	应收和预付款项	1054.58	1137.04	1303.67	1531.87
营业税金及附加	16.74	30.06	35.29	37.75	存货	1400.65	1518.07	1788.91	2065.01
销售费用	24.44	39.94	43.92	49.52	其他流动资产	168.81	33.42	38.44	42.84
管理费用	127.76	147.07	167.70	195.49	长期股权投资	75.34	75.34	75.34	75.34
财务费用	52.30	44.76	45.22	66.59	投资性房地产	4.52	4.64	4.61	4.60
资产减值损失	-21.84	4.74	1.13	5.34	固定资产和在建工程	1332.57	1351.15	1369.05	1385.99
投资收益	11.99	2.07	2.37	2.40	无形资产和开发支出	288.78	263.33	237.88	212.44
公允价值变动损益	0.83	-0.02	0.06	0.16	其他非流动资产	157.61	168.53	165.54	169.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产总计</b>	5589.34	5260.91	5626.87	6033.86
<b>营业利润</b>	151.07	238.50	297.80	332.07	短期借款	1239.31	800.00	800.00	800.00
其他非经营损益	0.90	6.05	2.17	2.42	应付和预收款项	726.13	882.97	1022.18	1168.11
<b>利润总额</b>	151.98	244.55	299.98	334.49	长期借款	100.11	100.11	100.11	100.11
所得税	28.01	45.07	55.29	61.65	其他负债	580.75	363.04	380.49	407.20
<b>净利润</b>	123.97	199.48	244.69	272.85	<b>负债合计</b>	2646.30	2146.11	2302.79	2475.42
少数股东损益	44.56	81.14	98.42	108.21	股本	488.21	488.21	488.21	488.21
归属母公司股东净利润	79.41	118.34	146.27	164.63	资本公积	1932.76	1932.76	1932.76	1932.76
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	留存收益	156.56	246.86	358.33	484.24
经营活动现金流净额	-267.31	372.09	108.44	107.53	归属母公司股东权益	2581.95	2672.58	2783.44	2909.59
投资活动现金流净额	-125.35	-112.22	-97.78	-104.23	少数股东权益	361.08	442.23	540.65	648.86
筹资活动现金流净额	1180.22	-656.94	-76.63	-100.08	<b>股东权益合计</b>	2943.04	3114.81	3324.08	3558.45
<b>现金流量净额</b>	787.41	-397.07	-65.96	-96.77	负债和股东权益合计	5589.34	5260.91	5626.87	6033.86

数据来源：wind，中航证券研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。