

# 西部材料 (002149.SZ)

## 立足导弹、四代机等军工高增长赛道的核心钛材企业

西部材料是西北有色院旗下的稀有金属材料平台，是我国稀有金属材料行业领先者。公司与西部超导同属西北有色院控股，旨在依托有色院相关领域50多年雄厚的科研实力并推动科技成果产业化。公司产品为钛合金、层状金属复合材料等稀有金属材料，用于航天导弹、航空四代机、核电等行业。

**钛合金：子公司西部钛业（持股88.3%）是导弹、四代机等军工高增长赛道上的核心钛材供应商，近3年产量、业绩都或实现翻番增长。**

**1) 需求端，导弹+四代机带来钛板材需求快速增长。**西部材料主供钛板、管材（西部超导供棒线材以避免同业竞争），主要用于导弹、四代机，这是军工高增长的细分赛道。其增长逻辑是下游装备放量增长，叠加钛材在新型装备使用量提升。

**2) 供给端，军品钛板材持续扩产连续3年产量有望实现翻番增长，且航天导弹用钛薄板材单价更高。**收入方面，2020年西部钛业军品收入占比15%左右，预计2021年西部钛业军品收入占比超30%（民品可以覆盖大部分成本）；产能方面，公司2020年非公开募资4.85亿元用于“高性能低成本钛合金材料生产线技改项目”，2021、2022年公司军品钛材产能为1500吨、3000吨，实现翻倍增长。在全面备战能力建设带来装备尤其是航天导弹放量列装的背景下，即使连续翻番的产能也有足够的订单消化。

**3) 盈利端，航空航天薄板材单价更高，规模效应下盈利能力将继续提升。**价格方面，军用钛材价格呈现为兵器<舰船<航空<航天导弹，公司新增军品产能优先供给航空航天巨大缺口，高附加值的航空航天薄板的批产将给公司带来更大业绩弹性，且量产后规模效应将会大幅提升公司盈利能力。

**长期打造成为稀有金属材料平台型企业，其他子公司发展潜力很大，为实现分拆至科创板公司业绩释放动力充足。**据《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，分拆子公司上科创板要求：扣除按权益享有的拟分拆所属子公司净利润后，3年累计归母净利润达6亿元。目前子公司天力股份、菲尔特、西诺稀贵均已在新三板挂牌，如若满足分拆至科创板条件则激励公司进入业绩持续兑现期。

**1) 天力股份（持股56.74%）：**主营层状金属复合材料，面向化工、核电、航空航天、半导体等领域。公司具备年产25000吨层状复合材料的能力，在国内钛钢复合板市占率达40%以上，其中核电行业市占率达100%。2020年实现营收3.87亿元，净利润0.33亿元。

**2) 菲尔特（持股51.20%）：**世界最大金属纤维及其制品供应商，核心产品金属纤维过滤装置可在800℃条件下长期服役，未来有望全面替代传统无纺布除尘袋，目前已经在氧化铝、钛白粉、水泥、玻璃及燃煤电厂等行业的高温烟气除尘领域得到广泛应用，预计市场空间超过100亿。2020年实现营收1.10亿元，净利润0.23亿元。

**3) 西诺稀贵（持股60%）：**国内核电控制棒、堆内组件核级不锈钢及镍基合金的唯一供应商，2010年建立以来累计为三十多台核反应堆机组供应控制棒。核电重启叠加存量机组进入换料阶段，预计“十四五”期间我国核电堆芯关键材料年均市场规模有望达3.8亿元左右。2020年实现营收2.74亿元，净利润0.30亿元。

**投资建议：**公司是导弹、四代机等军工高增长赛道上的核心钛材企业，预计2020~2022年公司军用钛材产量迎来翻番增长，规模效应下盈利能力有望继续提升。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.75/3.63/4.69亿元，对应估值分别为50X/24X/19X。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**1) 钛合金业务订单不及预期；2) 原材料价格大幅上涨；3) 募投项目进度不及预期。

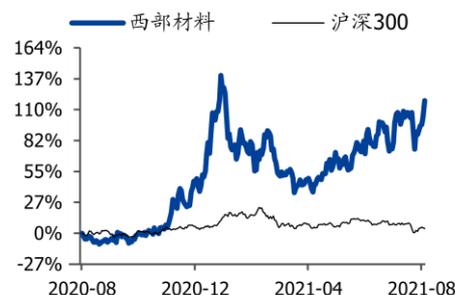
财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,006	2,029	2,670	3,791	4,665
增长率 yoy (%)	16.6	1.2	31.6	42.0	23.1
归母净利润(百万元)	61	79	175	363	469
增长率 yoy (%)	1.9	29.2	120.7	106.9	29.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.13	0.16	0.36	0.74	0.96
净资产收益率(%)	5.5	4.2	8.0	14.5	16.0
P/E(倍)	143.4	111.0	50.3	24.3	18.8
P/B(倍)	4.9	3.4	3.3	2.9	2.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为2021年8月6日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	稀有金属
8月6日收盘价(元)	18.05
总市值(百万元)	8,812.27
总股本(百万股)	488.21
其中自由流通股(%)	99.98
30日日均成交量(百万股)	27.41



#### 作者

分析师 余平

执业证书编号: S0680520010003

邮箱: yuping@gszq.com

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

1. 西部材料：西北有色院旗下的稀有金属材料平台 .....	4
2. 西部钛业：导弹和四代机等军工高速增长赛道上的核心钛材供应商 .....	5
3. 长期打造稀有金属材料平台型，公司业绩释放动力充足 .....	10
4. 盈利预测与投资建议 .....	13
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 西部材料主要业务及经营主体 (百万元) .....	4
图表 2: 西部材料 2011 年-2021 年 (1-3 月) 营收情况 .....	4
图表 3: 西部材料 2011 年-2021 年 (1-3 月) 归母净利润情况 .....	4
图表 4: 西部材料和西部超导同属西北院 .....	5
图表 5: 我国主要钛合金制造企业对比 .....	5
图表 6: 西部材料产品形态为板材和管材，西部超导产品形态为棒材和丝材 .....	6
图表 7: 钛合金优势突出，在飞机和航空发动机上得到广泛应用 .....	6
图表 8: 十四五期间导弹市场规模 CAGR 有望达到 30% .....	7
图表 9: 某型空空导弹伺服机构壳体采用钛合金材料制成 .....	7
图表 10: 某型导弹用钛合金气瓶 .....	7
图表 11: 与美国相比，我国各类军机在数量上均有明显的差距 (架) .....	7
图表 12: 我国歼击机代次与美国相比有明显差距 (架) .....	7
图表 13: 钛合金在飞机上的应用 .....	8
图表 14: F-22 飞机机身构件用钛情况 .....	8
图表 15: 除航空航天外，化工、舰船、兵器等领域对钛材需求同样强劲 .....	8
图表 16: 西部材料 2020 年募投项目情况 .....	8
图表 17: 西部材料主营业务成本原材料占比近 70% .....	9
图表 18: 海绵钛价格变化趋势 .....	9
图表 19: 规模效应下西部超导钛合金毛利率有所提升 .....	9
图表 20: 规模效应下抚顺特钢高温合金毛利率有所提升 .....	9
图表 21: 西部材料各类稀有金属产销量及图例 .....	10
图表 22: 天力公司拳头产品钛/钢复合板在环保、核电等行业均具备良好发展潜力 .....	10
图表 23: 公司核心产品金属过滤装已处于快速推广阶段 .....	11
图表 24: 通用核电站工作流程图 .....	11
图表 25: 上市公司分拆所属于子公司境内上市试点若干规定 .....	12
图表 26: 2020 年三家子公司归母净利润占比与净资产占比情况 (单位: 万元) .....	12
图表 27: 西部材料钛制品收入拆分及预测 .....	13
图表 28: 西部材料整体收入拆分及预测 .....	14
图表 29: 西部材料可比公司估值 .....	14

## 1. 西部材料：西北有色院旗下的稀有金属材料平台

西部材料是西北有色院旗下的稀有金属材料平台，是我国稀有金属材料行业领先者。公司主营钛及钛合金加工材、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和精密加工制造等八大业务板块，产品用于航空航天、核电、环保、海洋工程、石化、化工、冶金、电力等行业和众多国家项目。

图表 1: 西部材料主要业务及经营主体 (百万元)

公司名称	持股比例	产品	营收			净利润		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
西部钛业	88.30%	钛板、钛管、钛锭。在我国新一代运输机、战斗机和轰炸机得到应用。	778.88	880.5	1014.66	24.05	39.29	47.3
天力公司	56.74%	钛/钢、不锈钢/钢、铝/钢等金属复合材料。国内钛钢复合板市占率超 40%。	385.35	459.29	387.4	24.14	45.05	33.28
西诺公司	60%	稀贵金属材料：核反应堆堆芯关键材料（国内独供）、稀有难熔金属（钽、铌）、贵金属（金、银、铂、钯）。	195.55	248.77	273.59	25.02	16.80	29.50
菲尔特公司	51.20%	金属纤维及其制品，用于高温烟气除尘等环保领域。	119.80	150.40	109.71	22.58	25.36	22.91
优耐特公司	60%	稀有金属及其复合材料制造各类特种设备压力容器，压力管道元件等产品。	99.99	125.21	220.27	8.22	16.81	20.01
瑞福莱公司	56%	钨、钼及其合金的板、片、箔、带、棒、舟、炉用材料、溅射靶材等。	43.62	32.42	42.80	-12.49	-23.99	-23.89
庄信公司	50.70%	钛制消费品，如锅具、保温杯等，已在天猫、京东、苏宁等线上旗舰店布局。	319.41	242.57	228.79	4.81	3.31	1.45
三川公司	41.45%	航天、电子、氢能源、海洋工程等战略性新兴产业用精密加工零部件。	-	-	9.43	-	-	2.84
上市公司	--	--	<b>1720.2</b>	<b>2006.1</b>	<b>2029.34</b>	<b>60.32</b>	<b>61.47</b>	<b>79.41</b>

资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

“十四五”军工高景气度显现，2020 年航空航天材料营收大幅增长。公司 2020 年实现营收（20.29 亿元，+1.16%），其中航空航天领域营收（5.40 亿元，+62%），增幅远高于公司整体水平。2020 年公司实现归母净利润（0.79 亿元，+29.19%），主要系产量增长。预计 2021H1 公司归母净利润（0.65~0.75 亿元，同比+340.22%~407.94%，环比+11.45%~43.98%）。

图表 2: 西部材料 2011 年-2021 年 (1-3 月) 营收情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3: 西部材料 2011 年-2021 年 (1-3 月) 归母净利润情况

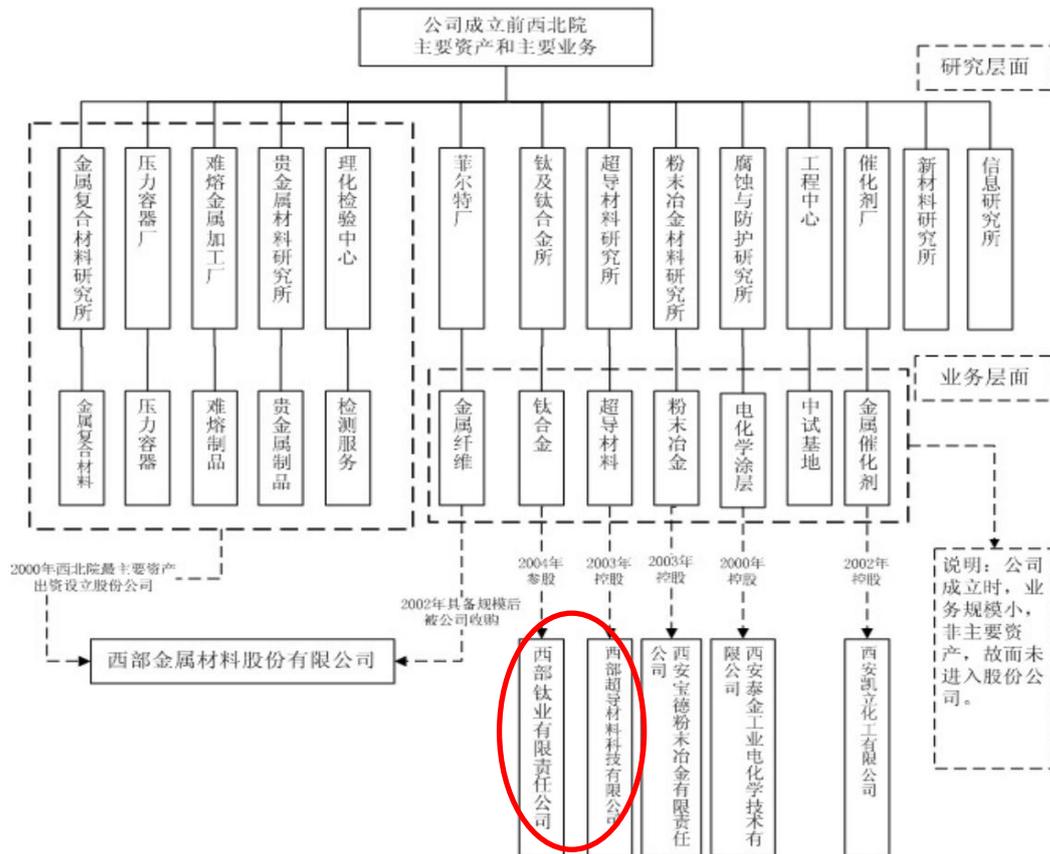


资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 2. 西部钛业：导弹和四代机等军工高增长赛道上的核心钛材供应商

西部材料核心子公司西部钛业是国内两大军用钛合金板材、管材供应商之一。目前国内军品钛材主要企业包括西部超导、宝钛股份、西部材料三家。西部超导与西部材料同属西北有色院，因同业竞争规定，西部超导主营高端钛合金棒丝材，西部材料主营钛合金板材、管材，因此西部材料仅和宝钛股份有部分竞争关系。

图表 4：西部材料和西部超导同属西北院



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表 5：我国主要钛合金制造企业对比

	西部超导	西部材料	宝钛股份
主要产品	钛合金棒材、丝材	钛合金板材、管材	钛合金板、带、管、棒、线、锻件、铸件等
产量(吨)	4876.96 (钛合金)	5298.87 (钛制品)	18794.27 (钛产品)
应用领域	军机、航空发动机	航天导弹、四代机等	航空航天、石油化工、船舶、冶金工业、体育休闲等
核心工艺及设备	锻造工艺为主，主要设备为大型锻机、精锻机、拉丝机	轧制工艺为主，主要设备为大型板材轧机、轧管机	海绵钛、熔铸、锻造、板材、带材、无缝管、焊管、棒丝材、铸造、原料处理十大生产系统
营业收入(亿元)	21.13	20.29	43.38
归母净利润(亿元)	3.71	0.79	3.63
钛产品毛利率(%)	43.03%	21.54%	25.9%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所注：产量、营收、归母净利润、毛利率均为 2020 年数据

图表6: 西部材料产品形态为板材和管材, 西部超导产品形态为棒材和丝材



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

西部钛业是国内军用钛板材、管材核心供应商, 立足导弹、四代机两大军工高增长赛道, 其业绩有望快速增长, 我们预计 2021~2023 年其产量、业绩有望逐年翻番。

第一, 需求端: 导弹、四代机等装备放量叠加钛材渗透率提升带来军用钛材需求高增长, 同时民用领域进一步拓展市场空间。

钛合金对于减轻航空航天装备重量、提高结构效率等方面具有不可替代的作用, 其应用水平已经成为衡量航空航天装备的重要指标。钛的密度比钢小 40%却有着相同的强度, 同时具备较好的耐热性、耐蚀性、弹性、抗弹性和成形加工性, 因此钛合金自诞生以来就应用于航空领域(早在 1952 年道格拉斯公司生产的 DC-7 飞机的短舱及隔热墙就使用钛金属)。

图表7: 钛合金优势突出, 在飞机和航空发动机上得到广泛应用

优势	说明
减轻结构重、提高结构效率	先进的战技性能要求军用飞机具有比较低的结构重量系数(即: 机体结构重量/飞机正常起飞重量), 先进的航空发动机需要更高的推重比。钛合金具有强度高密度小的特点, 能大幅减轻结构重量, 提高结构效率。
耐高温	常用的 Ti-6Al-4V 能在 350°C 下长期工作, 因此在飞机的高温部位(如后机身等)可取代因高温使用性能不能满足要求的铝合金; TC11 能在 500°C 下长期工作, 在发动机的压气机部位可取代高温合金和不锈钢。
与复材结构相匹配	为减轻结构重和满足隐身要求, 先进飞机大量使用复材, 钛合金与复合材料的强度、刚度匹配较好, 减重效果好。
高抗蚀性、长寿命	钛合金具有较好的抗疲劳和耐腐蚀性能, 可提高结构抗腐蚀能力和寿命。

资料来源: 西部超导招股说明书, 国盛证券研究所

### 1) 导弹

从装备角度来看, 导弹是备战能力建设首选, 实战化训练加强带动导弹不断消耗。我们认为未来“十四五”期间, 导弹是增速快、确定性高的军工装备。我们从战术、消耗性、技术更迭三个维度进行分析, 预计当前我国导弹市场规模有望达到 1000 亿元左右, 未来 5 年市场规模复合增速有望达到 30% 多。

图表 8: 十四五期间导弹市场规模 CAGR 有望达到 30%

维度	描述	论证
战术角度	现代战争不是二战时代大面积火力覆盖方式, 精确打击已成为重要手段, 导弹在未来战争中的需求更为迫切, 因此备战能力建设会将其作为战略储备首选。	从历次局部战争看, 美军精确制导导弹使用量占比从 1991 年海湾战争的 8.36% 到 2003 年伊拉克战争已经提升到 68%。
消耗角度	我国加强推进实战化训练, 训练频率、强度提高, 弹药类装备消耗将快速增长。	《解放军报》披露, 东部战区陆军某重型合成旅 2018 年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是 2017 年 2.4、3.9、2.7 倍。
技术角度	飞机、舰船等实质是导弹武器平台, 目前以 20 系列为代表的新型航空装备正处于列装高峰, 需要装备大量先进的导弹与新型平台进行战斗力匹配。	以中航沈飞为代表, 其 2020 年营收为 (273.16 亿元, +14.96%), 或表明航空装备正处于列装高峰期。

资料来源: Wind, 解放军报, 国盛证券研究所

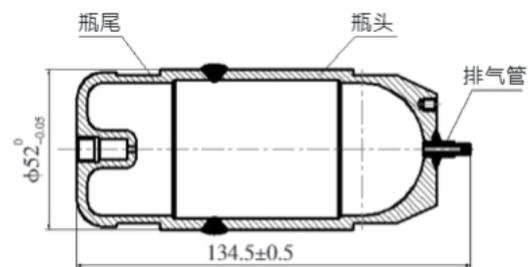
从渗透率的角度来看, 据《钛合金成型工艺在飞航导弹的应用研究》, 钛合金已在导弹中得到广泛应用, 主要包括: 麻雀导弹使用半金属铸造技术替代石墨型铸造, 铸钛弹翼生产费用降低 30%; ALCM 空射巡航导弹使用 Ti-6AL-4V 牌号钛合金制成的升降副翼外壳; “宇宙神”、“大力神”等导弹压力气瓶均有过去的合金钢或铝合金换成钛合金材料。

图表 9: 某型空空导弹伺服机构壳体采用钛合金材料制成



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

图表 10: 某型导弹用钛合金气瓶

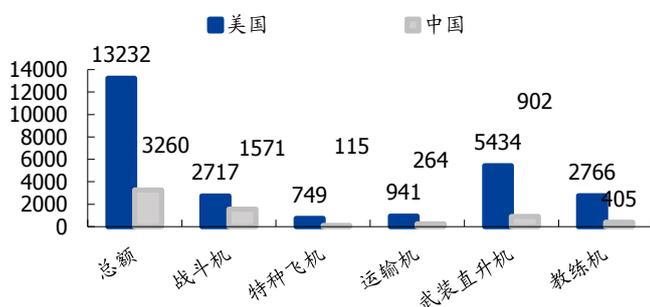


资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

## 2) 四代机

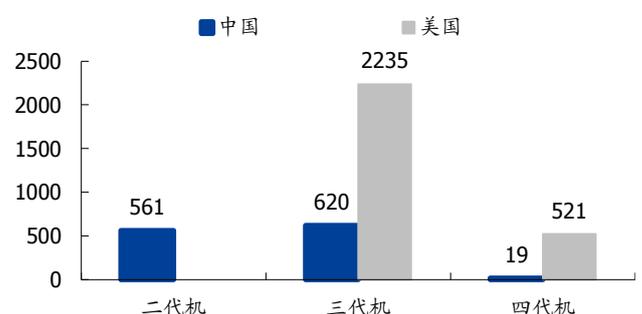
从装备角度来看, 四代机是我国空军提质补量首选。根据《WorldAirForce2021》统计, 我国军机总数量为 3260 架, 美国军机总数达 13232 架, 相当于我国 4.06 倍; 从质量上来看, 我国现役歼击机 1200 架, 其中二代机占比达 46.75%, 四代机 J-20 仅 19 架, 占比 1.58%。而美军全部换装三代及以上机型, 部分空军和海军已经使用以 F-22 和 F-35 为代表的四代机, 占比达 18.90%。由此我们认为我国空军急需提质补量, 四代机 J-20 作为我国现代空中力量代表将是最佳选择。

图表 11: 与美国相比, 我国各类军机在数量上均有明显的差距 (架)



资料来源: 《WorldAirForces2021》, 国盛证券研究所

图表 12: 我国歼击机代次与美国相比有明显差距 (架)



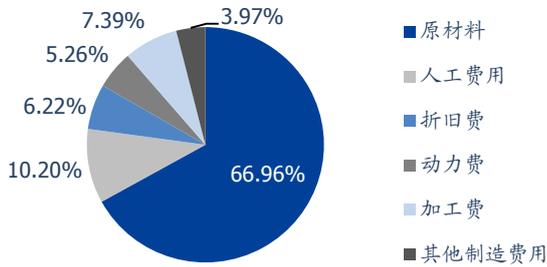
资料来源: 《WorldAirForces2021》, 国盛证券研究所

从渗透率的角度来看, 目前四代机 J-20 的钛材渗透率已经高达 20%。钛合金主要用于军机起落架部件、机身梁、框和紧固件等。美国三代战斗机用钛量占机体结构总质量仅为 20%~25% 左右, 五代战斗机 F-22 用钛量已高达 41%。曹春晓院士在“一代材料、一代飞机”论坛中提到我国军机钛用量已由二代机 J-8 的 2% 提升至四代机 J-20 的 20%。



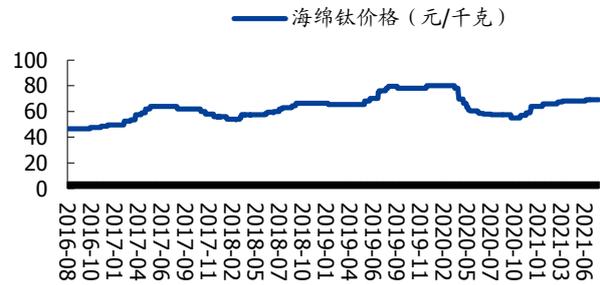
钛等原材料涨价，20Q3 进一步传导至海绵钛，因海绵钛不耐储存、库存有限，而军品定价刚性，导致钛材生产企业成本压力较大。今年海绵钛生产企业均在扩产，我们预计 21H2 海绵钛价格逐步回调。比如西部材料参股子公司朝阳金达，根据官网 2021H1 其精整车间两条军品、一条民品破碎线建造完成并投入使用，产能大幅增加。

图表 17: 西部材料主营业务成本原材料占比近 70%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

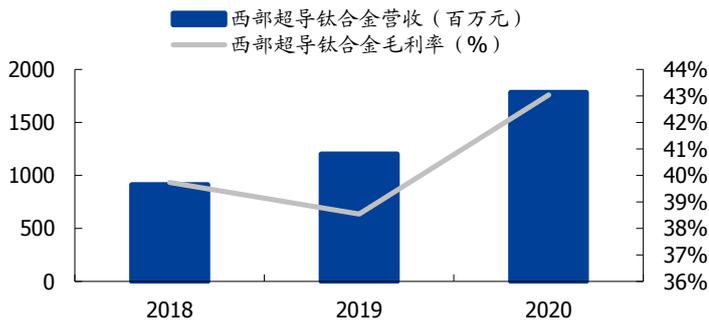
图表 18: 海绵钛价格变化趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

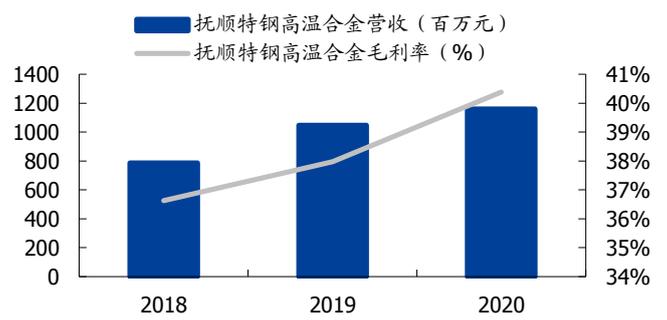
**2) 规模效应带来毛利率提升: 量产后规模效应将大幅提升公司毛利率。**2020 年之前我国武器装备处于研制、定型、小批产时期，随着当前武器装备进入到“大规模批产”阶段时，对于上游材料的需求也将成倍增加，因此可以为上游材料企业带来很强的规模效应。我们以同样生产军品钛材的公司西部超导为例，其高端钛合金材料 2020 年产量为 4876.96 吨，综合毛利率 37.91%，综合净利率 17.5%；2021 年公司预计钛合金产能有望为 7000 吨，上半年公司综合毛利率达 42.48%，综合净利率 24.89%，规模效应显著。

图表 19: 规模效应下西部超导钛合金毛利率有所提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 规模效应下抚顺特钢高温合金毛利率有所提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3. 长期打造稀有金属材料平台型，公司业绩释放动力充足

除西部钛业外，上市公司其他子公司也扎根稀有金属材料多年，包括稀有层状金属复合材料、金属纤维及制品、稀有难熔金属等产品，我们认为长期来看，公司意在打造成为稀有金属材料平台型企业。

图表 21: 西部材料各类稀有金属产销量及图例

产品类别	项目	单位	2019年	2020年	2020yoy	图例
钛制品	销售量	吨	5377.96	5592.94	4.00%	
	生产量	吨	5985.21	5298.87	-11.47%	
稀有金属复合材料及制品	销售量	吨	20999	14007	-33.30%	
	生产量	吨	21603	12613	-41.62%	
金属纤维及制品	销售量	平方米	159439	191278	19.97%	
	生产量	平方米	199108	208122	4.53%	
难熔金属制品	销售量	吨	80.74	106.92	32.43%	
	生产量	吨	85.13	109.09	28.15%	
贵金属制品	销售量	吨	17.97	9.51	-47.08%	—
	生产量	吨	17.98	9.87	-45.11%	

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

**1) 天力股份: 国内第一、全球第二的稀有层状金属复合材料厂商。**公司由西北有色金属研究院爆炸焊接研究所改制成立, 1965年起从事层状金属复合材料研发, 主攻稀有难熔贵金属的爆炸焊接技术, 主要产品为钛/钢、锆/钢、钽/钢、银/钢、不锈钢/钢、铝/钢等超百余种多种不同类型的金属复合材料, 在化工、核电、环保、航空航天等领域得到广泛应用, 公司目前具备年产 25000 吨层状复合材料的生产加工能力, 在国内钛钢复合板市场占有率约 40%以上, 其中核电行业市占率达 100%。

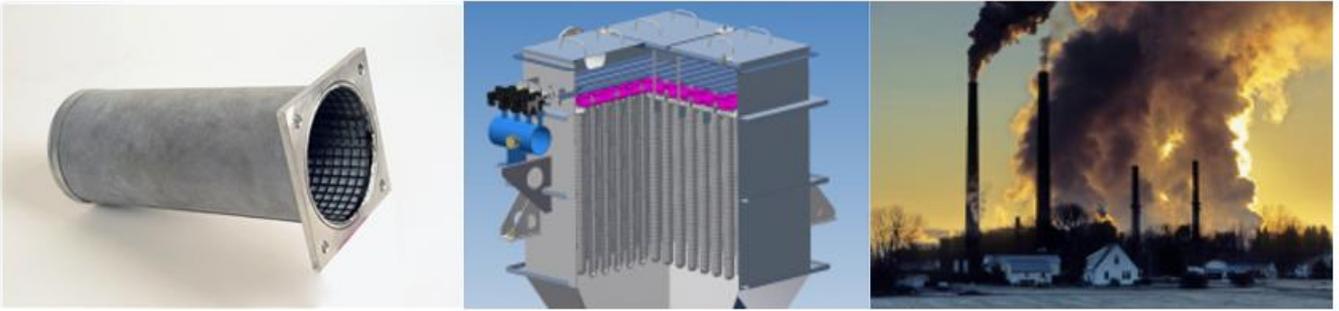
图表 22: 天力公司拳头产品钛/钢复合板在环保、核电等行业均具备良好发展潜力

行业	发展机遇	市场空间
环保	火力发电二氧化硫排放量约占全国排放量 50%, 环保政策趋严要求国内新建火电厂和已建火电机组进行烟气脱硫处理, 拉动钛/钢轧制复合材料需求。	“十三五”后, 我国每年新开工 20 台 60 万千瓦以上火电机组, 年需大型火电项目烟气脱硫内衬复合板材 3-4.5 万吨, 对应金属复合板材每年市场规模约 4.2-6.3 亿元。
核电	根据《中国核电中长期发展规划》, 到 2015 年核电规划装机容量达到 4000 万千瓦, 在建 1800 万千瓦; 2020 年规划装机容量达到 5800 万千瓦, 在建 3000 万千瓦。	“十三五”期间, 国内已明确开工建设 31 台百万千瓦核电机组, 每年约需 2000 吨高性能钛/钢复合板, 对应高性能钛/钢复合板每年市场规模 1.5 亿元以上。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2) 菲尔特: 世界最大金属纤维及其制品供应商。**公司成立于 1993 年, 前身是西北有色金属研究院粉末冶金研究所, 是国内较早从事金属纤维及其制品研发并批量生产的单位之一。主要产品包括金属纤维、金属纤维毡、多层金属烧结网、金属纤维过滤元件, 成套过滤装备等, 公司核心产品金属纤维过滤装置能够在 800℃ 条件下长期服役, 未来有望全面替代传统无纺布除尘袋, 目前正在氧化铝、钛白粉、水泥、玻璃及燃煤电厂等行业的高温烟气除尘领域得到广泛应用, 预计市场空间超过百亿。

图表 23: 公司核心产品金属纤维过滤装置已处于快速推广阶段

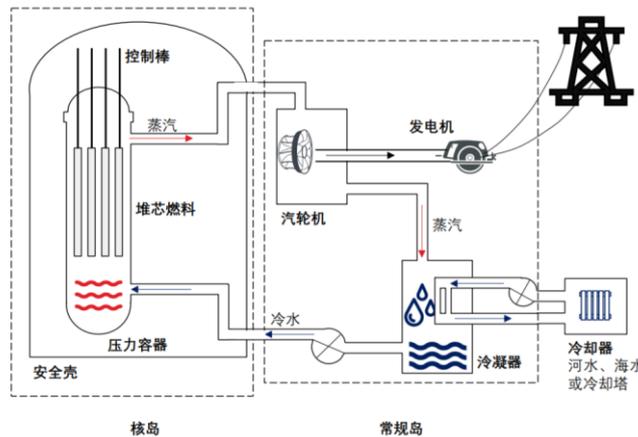


资料来源: 菲尔特公司官网, 国盛证券研究所

**3) 西诺稀贵: 国内核电控制棒唯一供应商, 核心受益核电机组重启审批。**公司主要产品包括核反应堆堆芯关键材料、稀有难熔金属(钽、铌等)和贵金属(金、银、铂、钯等)三大类。在核电领域, 公司是国内核电控制棒、堆内组件核级不锈钢及镍基合金的唯一供应商, 2010 年建立以来累计为三十多台核反应堆机组供应控制棒。2019 年 6 月, 我国重启核电审批程序, 据中国核能行业协会副理事长兼秘书长张廷克表示, “十四五”时期我国年均新增核准核电机组有望达到 8 台左右。

我们预计“十四五”期间我国核电堆芯关键材料年均市场规模约 3.8 亿元左右, 公司作为国内唯一供应商有望享受确定性的增长。据核电建设规划, “十三五”期间计划新建 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。我们预计“十四五”期间每年新开工机组有望达到 8 台, 再叠加在平均每年 2-3 个在运行核电机组进入换料周期, 则十四五核电堆芯关键材料年均市场规模有望达 3.8 亿元左右。

图表 24: 通用核电站工作流程图



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

天力、西诺、菲尔特均已实现挂牌新三板, 公司释放业绩动力充足。2021 年, 天力股份(873536)、西诺稀贵(873575)、菲尔特(873577)均已在新三板挂牌上市, 我们预计公司后续或将推进三家公司转为科创板。据《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》, 目前分拆子公司上科创的要求: 扣除按权益享有的拟分拆子公司的净利润, 3 年累计归母净利润达到 6 亿元; 按权益享有的子公司净利润不超过归母净利的 50%、净资产不超过 30%。

图表 25: 上市公司分拆所属于子公司境内上市试点若干规定

分拆条件	描述
上市时间	上市公司股票境内上市已满 3 年。
盈利能力	上市公司最近 3 个会计年度连续盈利，且最近 3 个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润后，归属于上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元人民币（本规定所称净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）。
净利润	上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润不得超过归属于上市公司股东的净利润的 50%；上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过归属于上市公司股东的净资产的 30%。
无违规行为	上市公司不存在资金、资产被控股股东、实际控制人及其关联方占用的情形，或其他损害公司利益的重大关联交易。
募集资金投向	上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产，不超过拟分拆子公司净资产 10% 的除外。
高管持股比例	上市公司董事、高管及关联方持有拟分拆上市公司股份不得超过上市前总股本 10%；上市公司拟分拆子公司董事、高管及关联方合计持股比例不得超过上市前总股本 30%。

资料来源：中国证监会，国盛证券研究所

我们按照《上市公司分拆所属于子公司境内上市试点若干规定》对西部材料三家子公司进行梳理，登录科创板的核心要素在于扣除拟分拆上市公司带来的净利润后未来三年归母净利润能否达到 6 亿元（扣非/归母孰低值计算）。我们认为在“十四五”装备放量建设的红利期下，3 年 6 亿元净利润极有可能实现，相关规定有望激励公司持续释放业绩。

图表 26: 2020 年三家子公司归母净利润占比与净资产占比情况（单位：万元）

公司名称	主要业务	持股比例	净利润	归母净利润	子公司净利润占比	净资产	净资产占比
天力股份	层状金属复合材料	56.74%	3328.12	1888.38	23.78%	22420.92	8.68%
西诺稀贵	稀贵金属材料	60%	2950.24	1770.14	22.29%	23344.33	9.04%
菲尔特	金属纤维及制品	51.20%	2290.64	1172.81	14.77%	13491.71	5.23%
西部材料	稀有金属	100%	7940.81	7940.81	100.00%	258195.45	100.00%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

**1) 钛制品:** 西部钛业是我国核心钛材企业, 未来发展有望充分享受下游四代机、导弹等军工高增长赛道带来的需求, 而此次募投项目达产后公司 2022 年将具备年产 3000 吨军品钛材生产能力, 连续 2 年接近翻倍增长。综合考虑高毛利军品钛材对于毛利率的提振效应及规模化生产下的固定成本缩减, 我们预计 2021 年~2023 年公司钛制品业务收入分别为 18.09、27.49、33.89 亿元, 增速分别为 33.19%、51.95%、23.28%, 毛利率分别为 24.67%、28.33%、30.71%。

图表 27: 西部材料钛制品收入拆分及预测

	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>总销量 (吨)</b>	5593	6500	8500	10000
产品均价 (万元)	24.29	27.84	32.34	33.89
钛制品总收入 (亿元)	13.58	18.09	27.49	33.89
yoy (%)		33.19%	51.95%	23.28%
综合毛利率 (%)	21.54%	24.67%	28.33%	30.71%
总毛利 (亿元)	2.93	4.46	7.79	10.40
<b>军品销量 (吨)</b>	800	1500	3000	4000
单价 (万元)	50.06	54.00	55.00	54.75
收入 (亿元)	4.005	8.1	16.5	21.9
yoy (%)		102.25%	103.70%	32.73%
毛利率 (%)	30%	33%	35%	38%
军品毛利 (亿元)	1.20	2.63	5.78	8.21
<b>民品销量 (吨)</b>	4793	5000	5500	6000
单价 (万元)	19.99	19.99	19.99	19.99
收入 (亿元)	9.58	9.99	10.99	11.99
yoy (%)		4.32%	10.00%	9.09%
民品毛利率 (%)	18%	18%	18%	18%
民品毛利 (亿元)	1.72	1.83	2.01	2.20

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

**2) 其他稀有金属:** 主要包括稀有金属复合材料、金属纤维、钨钼制品、稀贵金属等, 考虑到核电行业复苏带来的新增机组需求及存量机组换料需求, 我们预计公司 2021~2023 年其他稀有金属有望实现收入 6.05、7.75、9.97 亿元, 增速分别为 43.12%、28.18%、28.50%, 毛利率分别为 30.0%、31.5%、33.0%。

图表 28: 西部材料整体收入拆分及预测

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入合计</b>	2006.10	2029.34	2669.93	3790.59	4664.83
增长率 (%)		1.16%	31.57%	41.97%	23.06%
毛利率 (%)	21.54%	21.18%	23.80%	27.20%	29.54%
毛利润	432.08	429.84	635.46	1031.13	1378.05
<b>钛制品</b>	1283.48	1358.49	1809.36	2749.30	3389.23
增长率 (%)		5.84%	33.19%	51.95%	23.28%
销量 (吨)	5377.96	5592.94	6500	8500	10000
单价 (万元/吨)	23.87	24.29	27.84	32.34	33.89
毛利率 (%)	23.48%	21.54%	24.67%	28.33%	30.71%
毛利润 (百万元)	301.39	292.64	446.30	778.88	1040.90
<b>其他稀有金属</b>	470.10	422.71	604.98	775.48	996.50
增长率 (%)		-10.08%	43.12%	28.18%	28.50%
毛利率 (%)	20.67%	30.30%	30.00%	31.50%	33.00%
毛利润 (百万元)	97.17	128.06	181.50	244.28	328.84
<b>其他业务</b>	252.52	248.14	255.59	265.81	279.10
增长率 (%)		-1.73%	3.00%	4.00%	5.00%
毛利率 (%)	13.27%	3.68%	3%	3%	3%
毛利润 (百万元)	33.52	9.14	7.67	7.97	8.37

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

**投资建议:** 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.75/3.63/4.69 亿元, 对应估值分别为 50X/24X/19X。我们选择同属军用钛合金材料企业的西部超导、宝钛股份进行对比, 西部材料估值性价比显著。**首次覆盖, 给予“买入”评级。**

图表 29: 西部材料可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688122.SH	西部超导	376.01	5.87	7.73	10.21	64.06	48.64	36.83
600456.SH	宝钛股份	247.39	5.49	6.90	8.68	45.06	35.85	28.50
002149.SZ	西部材料	88.12	1.75	3.63	4.69	50.35	24.28	18.79

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (市值日期为 8 月 6 日收盘价, 除西部材料外业绩预测采用 Wind 一致预期)

## 5. 风险提示

- 1) **钛合金业务订单不及预期:** 因下游用户产品生产、交付计划调整, 可能导致钛合金业务新增订单不及预期。
- 2) **原材料价格大幅上涨:** 若上游海绵钛行业供需关系变化, 有可能导致主要原材料采购成本发生明显变化。
- 3) **募投项目进度不及预期:** 若钛合金产能扩张不及预期, 将导致公司利润释放不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com