

# 西部材料 (002149.SZ)

## 2021H1 实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 387.09%

**事件:** 公司发布 2021 年中报, 2021H1 公司实现营收 (11.57 亿元, 同比+27.35%), 归母净利润 (0.72 亿元, 同比+387.09%), 扣非归母净利润 (0.65 亿元, 同比+2844.33%); 单季度来看, 2021Q2 公司实现营收 (6.98 亿元, 同比+16.41%, 环比+51.80%), 归母净利润 (0.41 亿元, 同比+42.03%, 环比+33.99%), 同比环比均实现大幅增长。

**分产品来看, 钛产品仍是公司主要业绩来源并实现快速增长。** 2021H1 钛产品实现营收 (8.39 亿元, +26.84%), 毛利率 (22.00%, +4.56pct), 我们认为主要系下游高附加值的航空航天领域需求增多叠加规模效应、钛产品制备技术优化大幅提高生产效率带动成本降低。具体来看, 2021H1 西部钛业实现营收 (6.29 亿元, +22.65%), 净利润 (0.55 亿元, +1167.26%), 天力公司实现营收 (2.26 亿元, +23.53%), 净利润 (0.18 亿元, +77.17%), 净利润增速显著高于营收增速。其他产品也实现较好发展, 如主营稀贵金属的西诺公司 (营收 1.11 亿元, +6.66%; 净利润 0.15 亿元, +139.75%)、主营金属纤维的菲尔公司 (营收 0.65 亿元, +3.04%; 净利润 0.09 亿元, +21.12%)。

**分应用领域来看, 1) 军工领域:** 2021H1 航空航天领域营收超过 3 亿元, 实现大幅增长, 预计未来将持续保持增长。**2) 核电领域:** 2021 年 4 月五座核电机组获批准, 预计下半年将陆续形成订单。**3) 环保领域:** 公司 2021H1 烟气除尘领域新签合同约 1 亿元, 创历史新高。

**新产品、新产业加速布局, 产能装备升级改造。** **1) 技术优化:** 实现多领域钛薄板制备技术优化从而降低成本, 比如高尔夫用钛薄板成本下降 40%。**2) 新产品:** 开发油气开采用高强韧钛管材、新能源领域用多层复合板、难熔金属多层复合靶材等新产品。**3) 高性能低成本钛合金材料生产线技改项目:** 完成主体设备采购及 4 台电弧炉设备基础施工, 预计 10 月底设备进场安装, 力争年底投产。**4) 其他产线进程顺利:** 如滤袋自动化生产线正在调试, 年底有望全线运行; 特种新材料园“稀有金属装备制造扩能项目”等进入征地阶段。

我们认为, 随着钛合金技改项目加速投产, 公司 3000 吨军品钛材产能有望加速释放, 在下游四代机、导弹需求强劲的背景下, 公司业绩有望实现连续翻倍增长。

**钛合金:** 子公司西部钛业 (持股 88.3%) 是导弹、四代机等军工高速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+四代机带来钛板需求快速增长。** 西部材料主供钛板、管材 (西部超导供棒丝材以避免同业竞争), 主要用于导弹、四代机, 这是军工高速增长细分赛道。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。

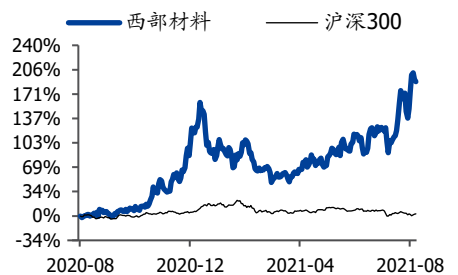
**2) 供给端, 军品钛板持续扩产连续 3 年产量有望实现翻番增长, 且航天导弹用钛薄板单价更高。** 收入方面, 2020 年西部钛业军品收入占比 15% 左右, 预计 2021 年西部钛业军品收入占比超 30% (民品可以覆盖大部分成本); 产能方面, 公司 2020 年非公开募资 4.85 亿元用于“高性能低成本钛合金材料生产线技改项目”, 2021、2022 年公司军品钛材产能为 1500 吨、3000 吨, 实现翻倍增长。在全面备战能力建设带来装备尤其是航天导弹放量列装的背景下, 即使连续翻番的产能也有足够订单消化。

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	稀有金属
前次评级	买入
8月25日收盘价(元)	22.16
总市值(百万元)	10,818.83
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)	43.93

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师余平

执业证书编号: S0680520010003

邮箱: yuping@gszq.com

#### 相关研究

1、《西部材料 (002149.SZ): 立足导弹、四代机等军工高速增长赛道的核心钛材企业》2021-08-08



**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，其中天力公司、菲尔特公司2021年6月正式进入创新层，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。

**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62X/30X/23X，维持“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)	177.8	137.6	62.3	30.1	23.3
P/B(倍)	6.1	4.2	4.1	3.7	3.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为2021年8月25日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2579	3731	4643	4878	5772
现金	350	1106	1468	1668	1866
应收票据及应收账款	654	887	1020	975	1195
其他应收款	13	13	21	27	32
预付账款	142	156	236	321	365
存货	1321	1401	1729	1720	2147
其他流动资产	100	167	167	167	167
<b>非流动资产</b>	1847	1859	2291	3002	3456
长期投资	23	75	95	118	134
固定资产	1333	1268	1690	2386	2846
无形资产	297	289	268	239	206
其他非流动资产	195	227	237	260	270
<b>资产总计</b>	4426	5589	6934	7881	9228
<b>流动负债</b>	1904	2321	3490	3961	4708
短期借款	765	1239	1810	2266	2484
应付票据及应付账款	808	644	1203	1302	1682
其他流动负债	331	438	477	393	542
<b>非流动负债</b>	391	325	323	335	321
长期借款	150	100	98	110	96
其他非流动负债	241	225	225	225	225
<b>负债合计</b>	2295	2646	3814	4296	5029
少数股东权益	332	361	436	592	793
股本	425	488	488	488	488
资本公积	1244	1933	1933	1933	1933
留存收益	120	157	217	337	481
归属母公司股东权益	1799	2582	2684	2993	3406
<b>负债和股东权益</b>	4426	5589	6934	7881	9228

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	144	-267	601	723	808
净利润	117	124	250	518	670
折旧摊销	125	131	126	167	212
财务费用	52	52	62	82	104
投资损失	-6	-12	-11	-14	-6
营运资金变动	-92	-631	172	-31	-172
其他经营现金流	-51	68	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-88	-125	-548	-865	-660
资本支出	60	74	412	688	438
长期投资	-28	-56	-20	-23	-16
其他投资现金流	-57	-107	-156	-200	-238
<b>筹资活动现金流</b>	-25	1180	-800	-115	-169
短期借款	218	475	-539	0	0
长期借款	131	-50	-2	12	-14
普通股增加	0	63	0	0	0
资本公积增加	-18	688	0	0	0
其他筹资现金流	-356	4	-259	-126	-155
<b>现金净增加额</b>	30	787	-748	-257	-21

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2006	2029	2670	3791	4665
营业成本	1574	1600	2034	2759	3287
营业税金及附加	14	17	21	27	37
营业费用	45	24	29	38	47
管理费用	117	128	160	197	243
研发费用	97	94	115	148	187
财务费用	52	52	62	82	104
资产减值损失	-22	-22	0	0	0
其他收益	44	58	40	58	34
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资净收益	6	12	11	14	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	137	151	298	612	801
营业外收入	0	2	2	2	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	136	152	298	612	801
所得税	19	28	48	94	131
<b>净利润</b>	117	124	250	518	670
少数股东损益	55	45	75	155	201
<b>归属母公司净利润</b>	61	79	175	363	469
EBITDA	307	332	481	860	1107
EPS (元)	0.13	0.16	0.36	0.74	0.96

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.6	1.2	31.6	42.0	23.1
营业利润(%)	15.9	10.0	97.1	105.5	30.8
归属于母公司净利润(%)	1.9	29.2	120.7	106.9	29.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.5	21.2	23.8	27.2	29.5
净利率(%)	3.1	3.9	6.6	9.6	10.1
ROE(%)	5.5	4.2	8.0	14.5	16.0
ROIC(%)	5.3	3.8	6.2	10.4	12.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.9	47.3	55.0	54.5	54.5
净负债比率(%)	37.9	20.5	22.0	26.9	23.2
流动比率	1.4	1.6	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.9	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.6	2.6	2.8	3.8	4.3
应付账款周转率	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.16	0.36	0.74	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-0.55	1.23	1.48	1.66
每股净资产(最新摊薄)	3.68	5.29	5.50	6.13	6.98
<b>估值比率</b>					
P/E	177.8	137.6	62.3	30.1	23.3
P/B	6.1	4.2	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	39.3	35.9	25.0	14.5	11.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为2021年8月25日收盘价

### 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One561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