

低估值高成长的军用钛材供应商

西部材料(002149)

评级:	买入	股票代码:	002149
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	25.29/9.62
目标价格:		总市值(亿)	97.11
最新收盘价:	19.89	自由流通市值(亿)	97.09
		自由流通股数(百万)	488.14

核心观点:

公司是军用钛合金板材、管材主要供应商，广泛用于飞机蒙皮、导弹壳体等，核心受益于下游军用飞机、导弹等武器装备批产放量。我们预计公司有望实现持续高增长，明年业绩对应当前估值仅29倍。

分析判断:

▶ 军用钛材需求旺盛，行业竞争格局较好。

军用钛材需求主要源于飞机、发动机、导弹等装备批产放量，叠加新装备钛材用量提升。预计“十四五”期间军用钛材需求约10.8万吨，年均2.2万吨。目前，军用钛材供应商主要有宝钛股份、西部材料和西部超导，三家技术同源，但产品形态和配套机型有所侧重，整体属于有序竞争。按材料形态来分，宝钛股份覆盖各类钛加工材，西部材料以板材、管材为主（核心设备轧机、轧管机），西部超导以棒材、丝材为主（核心设备锻机、拉丝机）。

▶ 钛材产能释放提升业绩弹性。

公司钛材收入目前占比近七成，军品产量往年不足百吨，2019年超过300吨（多为科研产品），2020年受益于宝钛股份订单溢出达800吨，预计今年可达1500吨。公司军品销售占比由2019年约15%提升至2020年约30%，未来有望达50%以上。

公司购入真空自耗炉等设备，突破熔炼产能瓶颈。公司产品中薄板钛材盈利能力较强，价格超过70万元/吨，高于中厚板。我们预计公司2021-2023年军品产能达1500/3000/5000吨，其中薄板产能提升速度较快，可结构性提升军品钛合金的收入规模和盈利水平。

我们假设“大运”空重100吨、结构件重量60吨，钛合金部件占比10%，即6吨，按照10%成材率进行测算，需要60吨钛材。其中板材约占40%，按照50万元/吨进行测算，单架“大运”约需要1200万元的钛合金板材。

▶ 非钛子公司发展势头较好。

非钛业务方面，公司核电用控制棒、化工锆板、锆设备、钽设备以及海水淡化设备、大口径薄壁管、铍材、金属过滤器件等产品拥有较高市占率。公司非钛业务的军品供给有较强的稀缺性。子公司天力、诺博尔、菲尔特均已挂牌新三板，作为独立融资主体，未来业务发展更趋顺畅，非钛业务对业绩的增厚值得期待。

投资建议:

公司今年前三季度增长188%，全年利润翻番已成定局。维持盈利预测不变，预计公司2021-2023年分别实现营收25.90/35.45/42.57亿元，归母净利润1.88/3.31/4.36亿元，EPS为0.38/0.68/0.89元，对

应 2021 年 11 月 18 日 19.89 元/股收盘价，PE 分别为 52/29/22 倍。

风险提示：

新增产能的建成和释放进度不及预期，钛制品、其他稀有金属需求不及预期，上游原材料价格波动带来的经营风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,006	2,029	2,590	3,545	4,257
YoY (%)	16.6%	1.2%	27.6%	36.9%	20.1%
归母净利润(百万元)	61	79	188	331	436
YoY (%)	1.9%	29.2%	136.6%	76.3%	31.5%
毛利率 (%)	21.5%	21.2%	23.4%	24.8%	26.0%
每股收益 (元)	0.13	0.16	0.38	0.68	0.89
ROE	3.4%	3.1%	6.7%	10.6%	12.1%
市盈率	157.98	122.29	51.69	29.32	22.29

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520110001

联系电话：010-59775364

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,029	2,590	3,545	4,257	净利润	124	276	473	605
YoY(%)	1.2%	27.6%	36.9%	20.1%	折旧和摊销	131	115	115	115
营业成本	1,600	1,983	2,665	3,151	营运资金变动	-609	-252	-655	-477
营业税金及附加	17	21	28	34	经营活动现金流	-267	187	-51	271
销售费用	24	31	35	43	资本开支	-74	-96	-94	-94
管理费用	128	155	195	234	投资	-56	-25	-25	-25
财务费用	52	32	35	43	投资活动现金流	-125	-111	-105	-100
资产减值损失	-22	-10	19	17	股权募资	818	0	0	0
投资收益	12	13	18	21	债务募资	1,431	-350	500	115
营业利润	151	327	561	718	筹资活动现金流	1,180	-406	442	43
营业外收支	1	2	2	2	现金净流量	787	-330	287	214
利润总额	152	329	563	720	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	28	53	90	115	成长能力				
净利润	124	276	473	605	营业收入增长率	1.2%	27.6%	36.9%	20.1%
归属于母公司净利润	79	188	331	436	净利润增长率	29.2%	136.6%	76.3%	31.5%
YoY(%)	29.2%	136.6%	76.3%	31.5%	盈利能力				
每股收益	0.16	0.38	0.68	0.89	毛利率	21.2%	23.4%	24.8%	26.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	6.1%	10.7%	13.3%	14.2%
货币资金	1,106	777	1,063	1,277	总资产收益率 ROA	1.4%	3.3%	4.7%	5.5%
预付款项	156	178	240	284	净资产收益率 ROE	3.1%	6.7%	10.6%	12.1%
存货	1,401	1,630	2,191	2,590	偿债能力				
其他流动资产	1,067	1,185	1,573	1,862	流动比率	1.61	1.79	1.72	1.81
流动资产合计	3,731	3,771	5,067	6,012	速动比率	0.92	0.91	0.87	0.93
长期股权投资	75	95	115	135	现金比率	0.48	0.37	0.36	0.39
固定资产	1,268	1,255	1,246	1,241	资产负债率	47.3%	42.8%	46.6%	45.3%
无形资产	274	268	261	255	经营效率				
非流动资产合计	1,859	1,888	1,920	1,956	总资产周转率	0.36	0.46	0.51	0.53
资产合计	5,589	5,658	6,987	7,969	每股指标 (元)				
短期借款	1,239	899	1,409	1,534	每股收益	0.16	0.38	0.68	0.89
应付账款及票据	644	734	986	1,165	每股净资产	5.29	5.71	6.43	7.37
其他流动负债	438	474	557	614	每股经营现金流	-0.55	0.38	-0.10	0.56
流动负债合计	2,321	2,107	2,952	3,313	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	100	90	80	70	估值分析				
其他长期负债	225	225	225	225	PE	122.29	51.69	29.32	22.29
非流动负债合计	325	315	305	295	PB	3.46	3.48	3.09	2.70
负债合计	2,646	2,422	3,257	3,608					
股本	488	488	488	488					
少数股东权益	361	449	591	761					
股东权益合计	2,943	3,236	3,730	4,360					
负债和股东权益合计	5,589	5,658	6,987	7,969					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。