

增持（维持）

西部材料（002149）

持续加大研发投入，在建工程大幅增长

2024年11月19日

市场数据

日期	2024-11-18
收盘价(元)	15.70
总股本(百万股)	488.21
流通股本(百万股)	488.14
净资产(百万元)	2,950.14
总资产(百万元)	6,838.11
每股净资产(元)	6.04

来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《西部材料2024年中报点评：钛制品毛利率显著增加，加快推进技改项目建设》2024-09-07
《西部材料2024年报点评：营收业绩平稳增长，加快海洋工程钛合金项目建设》2024-04-15

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- 公司深耕稀有金属材料领域，产品主要应用于军工、核电、环保、海洋工程、石化、电力等国民经济重要领域和众多国家大型项目。公司凭借钛合金中厚板、宽幅钛合金薄板等产品成为我国航空航天、海洋工程等领域板材核心供应商之一；化工锆板、钛（银、锆）/钢复合板保持较高市场占有率；核电用银合金控制棒实现国产替代，并成为国内唯一合格供应方。
- 少数股东损益大幅减少，前三季度收入、业绩小幅下滑。2024年前三季度，公司实现营业收入22.20亿元，同比减少5.55%；归母净利润1.38亿元，同比减少8.53%；扣非归母净利润1.00亿元，同比减少23.66%。2024年前三季度，公司少数股东损益2712.87万元，同比减少59.80%，2024Q3，公司少数股东损益-241.58万元，同比减少108.48%，环比减少114.46%。
- 紧跟国家重点项目，开拓新兴领域市场。舰船、兵器、核电及新能源领域的需求持续增长，为公司的发展提供了强劲的动力。据公司2024年半年报，在高端民用材料方面，高端钛合金产品收入同比增长8%，锆材收入同比增长43%，钽铌材料收入同比增长92%。
- 持续加大研发投入。公司始终聚焦科技创新，将其作为企业发展的核心驱动力，2020-2023年，公司研发费用由0.94亿元增长至1.85亿元，年化增速25.21%；2024年前三季度，公司研发费用1.48亿元，同比增长20.91%。
- 在建工程大幅增长。公司聚焦新质生产力建设，围绕加速补链强链，持续推进重点项目建设，截至2024年三季度末，公司在建工程1.15亿元，较年初增长137.33%。据公司2024半年报，公司加快推进海洋工程用大规格低成本钛合金生产线技改项目建设进度，该项目的厂房主体工程即将收尾，预计该项目下半年正式投产，将为海洋工程领域注入强大的动力；与此同时，为海洋工程配套的电力增容专项工作也已完成。此外，公司还同步积极推进航天及核用高性能难熔金属材料产业化项目及数字化库房建设项目的报批报建工作。
- 我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.83/3.06/4.23亿元，EPS分别为0.38/0.63/0.87元，对应11月18日收盘价PE为41.8/25.0/18.1倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：海绵钛价格显著上行推高成本；下游需求不及预期；西部超导为兴业证券做市公司。

主要财务指标

会计年度	2024	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3226	3101	3723	4275
同比增长	9.7%	-3.9%	20.1%	14.8%
归母净利润(百万元)	196	183	306	423
同比增长	6.0%	-6.5%	67.0%	38.2%
毛利率	21.9%	23.0%	24.7%	26.0%
ROE	6.7%	6.1%	9.5%	12.1%
每股收益(元)	0.40	0.38	0.63	0.87
市盈率	39.1	41.8	25.0	18.1

来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

研究观点

公司深耕稀有金属材料领域，拥有钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀有金属材料、金属纤维及制品、钨钼材料及制品、钛材高端日用消费品等几大业务板块，产品主要应用于军工、核电、环保、海洋工程、石化、电力等国民经济重要领域和众多国家大型项目。公司凭借钛合金中厚板、宽幅钛合金薄板等产品成为我国航空航天、海洋工程等领域板材核心供应商之一；化工锆板、钛（银、锆）/钢复合板保持较高市场占有率；核电用银合金控制棒实现国产替代，并成为国内唯一合格供应方。

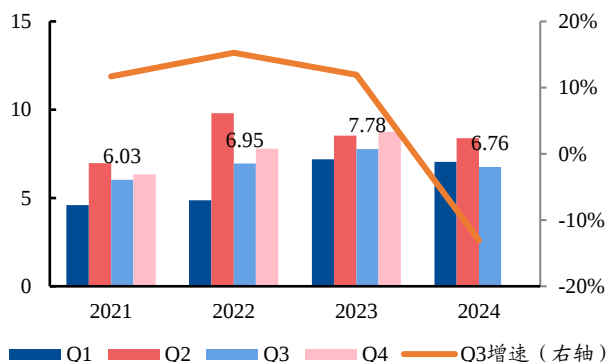
2024 年上半年，在高端民用材料方面，高端钛合金产品收入同比增长 8%，锆材收入同比增长 43%，钽铌材料收入同比增长 92%。公司紧跟国家重点项目，开拓新兴领域市场，舰船、兵器、核电及新能源领域的需求持续增长，为公司的发展提供了强劲的动力。

● 2024 年前三季度营收、业绩下滑

2024 年前三季度，公司实现营业收入 22.20 亿元，同比减少 5.55%；归母净利润 1.38 亿元，同比减少 8.53%；扣非归母净利润 1.00 亿元，同比减少 23.66%；基本每股收益 0.28 元，同比减少 8.55%。

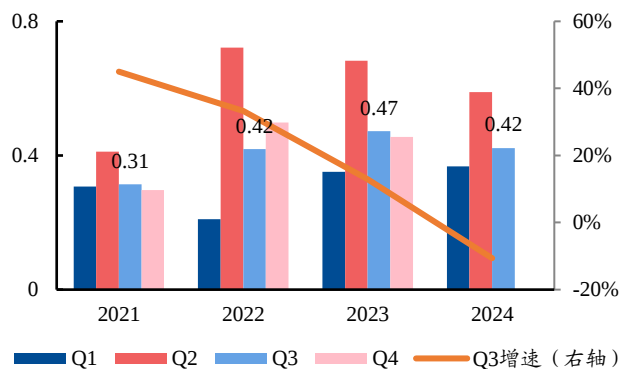
2024 年前三季度，公司非经常性损益 3831.48 万元，同比增长 88.68%；2024Q3，公司非经常性损益 2737.77 万元，同比增长 207.78%。公司公允价值变动损益 2832.52 万元，主要系本期参股公司承德天大公允价值变动所致。

图 1、2021-2024Q3 分季度营收（亿元）及 Q3 同比增速



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2021-2024Q3 分季度归母净利润（亿元）及 Q3 同比增速



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润
2021	Q1	21.96	4.60	19.19%	0.31	23.10%
	Q2	20.84	6.98	29.13%	0.41	30.95%
	Q3	20.74	6.03	25.17%	0.31	23.61%
	Q4	28.45	6.35	26.51%	0.30	22.34%
2022	Q1	20.48	4.86	16.53%	0.21	11.38%
	Q2	20.55	9.81	33.35%	0.72	39.03%
	Q3	21.14	6.95	23.62%	0.42	22.64%
	Q4	26.31	7.79	26.49%	0.50	26.96%
2023	Q1	19.28	7.20	22.31%	0.35	17.91%
	Q2	25.30	8.53	26.44%	0.68	34.80%
	Q3	22.77	7.78	24.11%	0.47	24.09%
	Q4	20.15	8.76	27.14%	0.46	23.20%
2024	Q1	21.46	7.05	-	0.37	-
	Q2	24.00	8.40	-	0.59	-
	Q3	20.85	6.76	-	0.42	-

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年前三季度，公司信用减值损失 1097.45 万元，其中应收账款坏账损失 1713.43 万元；公司资产减值损失 3022.19 万元，2023 年同期为损失 1464.99 万元，主要系本期计提存货跌价准备较上年同期增加所致。本次计提 2024 年前三季度各项信用减值准备及资产减值准备 4119.63 万元，计入公司 2024 年前三季度损益，导致公司 2024 年第三季度报告合并报表利润总额降低 4119.63 万元，考虑所得税及少数股东损益影响后，导致归属于母公司所有者的净利润减少 2216.46 万元，相应减少公司归属于母公司所有者权益 2216.46 万元。

● 少数股东损益大幅减少，天力复合 Q3 业绩同比大幅减少

2024 年前三季度，公司少数股东损益 2712.87 万元，同比减少 59.80%，2024Q3，公司少数股东损益-241.58 万元，同比减少 108.48%，环比减少 114.46%。

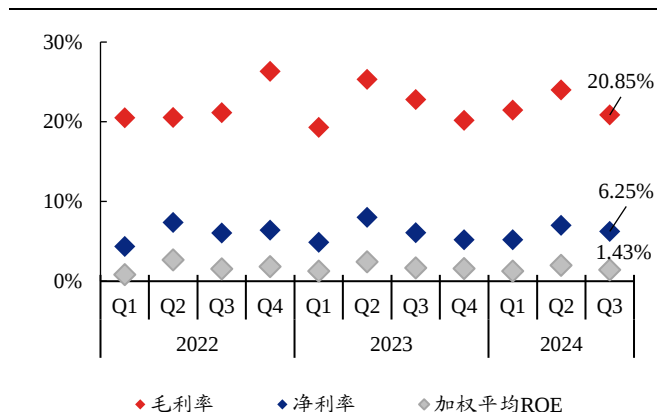
2024 年前三季度，子公司天力复合实现营收 4.55 亿元，同比减少 16.82%；归母净利润 0.44 亿元，同比减少 37.29%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比减少 33.85%。2024Q3，天力复合实现营收 0.93 亿元，同比减少 49.70%，环比减少 49.93%；归母净利润 501.54 万元，同比减少 84.66%，环比减少 76.68%；扣非归母净利润 174.34 万元，同比减少 92.60%，环比减少 91.72%。

● 毛利率同比减少

2024 年前三季度，公司毛利率 22.23%，同比减少 0.38pct；归母净利率 6.21%，同

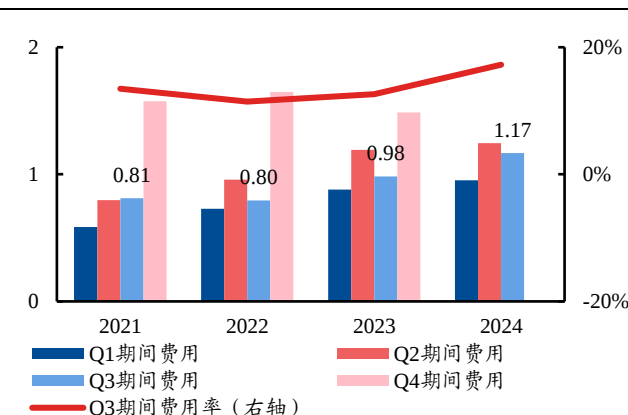
比减少 0.20pct; 加权平均净资产收益率 4.64%, 同比减少 0.64pct。2024Q3, 公司毛利率 20.85%, 同比减少 1.92pct, 环比减少 3.15pct; 归母净利率 6.25%, 同比增加 0.17pct, 环比减少 0.77pct。

图 3、2022-2024Q3 分季度毛利率、归母净利率、ROE



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2021-2024Q3 分季度期间费用（亿元）及 Q3 期间费用占营收比重



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 持续加大研发投入，研发费用持续增长

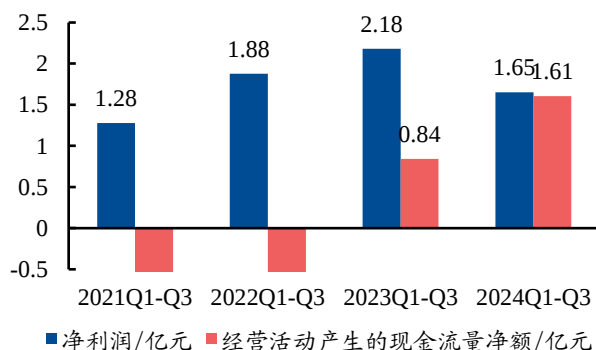
2024 年前三季度，公司期间费用合计 3.36 亿元，同比增长 10.08%，占总营收的 15.15%，同比增加 2.15pct。其中，销售费用 3059.67 万元，同比增长 2.56%，占总营收的 1.38%，同比增加 0.11pct；管理费用 1.30 亿元，同比增长 6.74%，占总营收的 5.87%，同比增加 0.68pct；财务费用 2710.40 万元，同比减少 12.41%，占总营收的 1.22%，同比减少 0.10pct；研发费用 1.48 亿元，同比增长 20.91%，占总营收的 6.68%，同比增加 1.46pct。

公司始终聚焦科技创新，将其作为企业发展的核心驱动力，2020-2023 年，公司研发费用由 0.94 亿元增长至 1.85 亿元，年化增速 25.21%。

● 经营性现金流量净额同比显著改善

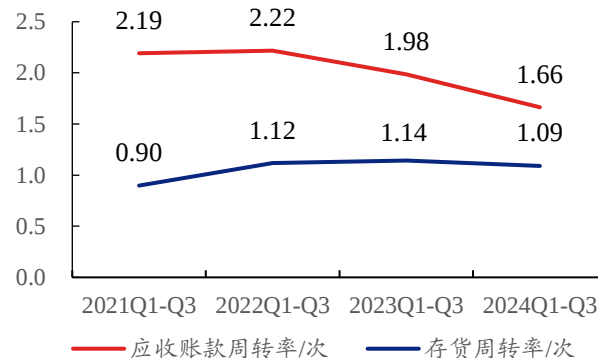
2024 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额 1.61 亿元，同比增长 90.37%，主要系本期销售商品提供劳务收到的现金较上年同期增加且购买商品支付的现金较上年同期减少所致；投资活动产生的现金流量净额-0.87 亿元，2023 年同期为-0.79 亿元，同比减少 0.09 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-1.67 亿元，同比减少 167.52%，主要系本期借款收到的现金净额较上年同期减少所致。

图 5、2021-2024 年前三季度净利润及经营活动产生的现金流量净额



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2021-2024 年前三季度应收账款及存货周转率



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 高附加值产品合同增多，应收账款大幅增长

截至 2024 年三季度末，公司应收账款 15.43 亿元，较年初增长 36.92%，同比增长 11.48%，主要系航空航天、舰船等高附加值产品合同增加较多，回款周期较长所致，应收账款周转率 1.66 次，同比减少 0.32 次；应收票据 3.27 亿元，较年初减少 40.34%。

截至 2024 年三季度末，公司存货 16.36 亿元，较年初增长 6.94%，同比减少 1.32%；存货周转率 1.09 次，同比减少 0.05 次；公司合同负债 1.18 亿元，较年初减少 14.10%，同比减少 39.64%。

截至 2024 年三季度末，公司在建工程 1.15 亿元，较年初增长 137.33%，主要系本期海洋工程用大规格低成本钛合金生产线技改项目、航天及核用高性能难熔金属材料产业化项目投资增加所致。据公司 2024 半年报，公司加快推进海洋工程用大规格低成本钛合金生产线技改项目建设进度，该项目的厂房主体工程即将收尾，预计该项目下半年正式投产，将为海洋工程领域注入强大的动力；与此同时，为海洋工程配套的电力增容专项工作也已完成。此外，公司还同步积极推进航天及核用高性能难熔金属材料产业化项目及数字化库房建设项目的报批报建工作。

● 调整 2024 年度日常关联交易预计额度

公司调整 2024 年度日常关联交易预计额度，向西部超导及其控制的其他公司采购材料/设备预计金额由 3500 万元调增至 6300 万元，2024 年前三季度已发生金额 3384.89 万元；向西部超导及其控制的其他公司销售材料预计金额由 1.21 亿元调减至 1.11 亿元，2024 年前三季度已发生金额 6426.09 万元。

● 盈利预测与投资建议

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.83/3.06/4.23 亿元，EPS 分别为 0.38/0.63/0.87 元，对应 11 月 18 日收盘价 PE 为 41.8/25.0/18.1 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

海绵钛价格显著上行推高成本；下游需求不及预期；西部超导为兴业证券做市公司。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4185	4674	5329	6211
货币资金	722	1262	1352	1694
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1675	1639	1956	2250
预付款项	47	76	77	91
存货	1530	1499	1740	1971
其他	211	199	205	205
非流动资产	2379	2341	2216	2051
长期股权投资	169	166	167	167
固定资产	1638	1636	1571	1472
在建工程	48	61	45	24
无形资产	231	185	140	95
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	17
其他	276	277	277	277
资产总计	6564	7015	7545	8262
流动负债	2301	2467	2506	2623
短期借款	1071	1164	1133	1144
应付票据及应付账款	628	620	718	814
其他	602	683	655	665
非流动负债	813	961	1116	1290
长期借款	547	691	848	1021
其他	266	270	268	269
负债合计	3114	3428	3622	3913
股本	488	488	488	488
资本公积	1954	1954	1954	1954
未分配利润	378	430	643	920
少数股东权益	528	604	711	839
股东权益合计	3450	3587	3923	4350
负债及权益合计	6564	7015	7545	8262

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	196	183	306	423
折旧和摊销	161	160	167	170
资产减值准备	35	-6	19	16
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-1	0	-1	-1
财务费用	44	49	49	49
投资损失	-30	-30	-32	-31
少数股东损益	84	76	107	129
营运资金的变动	-204	41	-485	-459
经营活动产生现金流量	237	493	124	298
投资活动产生现金流量	-88	-94	-8	27
融资活动产生现金流量	-33	141	-26	18
现金净变动	116	540	90	342
现金的期初余额	507	722	1262	1352
现金的期末余额	624	1262	1352	1694

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理

注:每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3226	3101	3723	4275
营业成本	2518	2389	2803	3165
税金及附加	24	25	29	34
销售费用	43	54	67	81
管理费用	182	191	211	232
研发费用	185	195	204	214
财务费用	44	49	49	49
其他收益	80	81	82	88
投资收益	30	30	32	31
公允价值变动收益	1	0	1	1
信用减值损失	-12	-13	-14	-14
资产减值损失	-24	-22	-23	-23
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	305	274	437	584
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	306	275	437	584
所得税	26	15	24	32
净利润	280	259	413	552
少数股东损益	84	76	107	129
归属母公司净利润	196	183	306	423
EPS(元)	0.40	0.38	0.63	0.87

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	9.7%	-3.9%	20.1%	14.8%
营业利润增长率	13.1%	-10.0%	59.4%	33.5%
归母净利润增长率	6.0%	-6.5%	67.0%	38.2%
盈利能力				
毛利率	21.9%	23.0%	24.7%	26.0%
归母净利率	6.1%	5.9%	8.2%	9.9%
ROE	6.7%	6.1%	9.5%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	47.4%	48.9%	48.0%	47.4%
流动比率	1.82	1.89	2.13	2.37
速动比率	1.15	1.29	1.43	1.62
营运能力				
资产周转率	49.8%	45.7%	51.1%	54.1%
应收账款周转率	288.2%	266.5%	298.0%	291.6%
存货周转率	161.5%	154.5%	169.5%	167.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.40	0.38	0.63	0.87
每股经营现金	0.49	1.01	0.25	0.61
每股净资产	5.98	6.11	6.58	7.19
估值比率(倍)				
PE	39.1	41.8	25.0	18.1
PB	2.6	2.6	2.4	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。 评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn