

## 西部材料 (002149)

### 2024年三季度报点评：业绩短期承压，持续优化产品结构，提升高附加值产品市占率，巩固行业优势地位

#### 报告摘要

◆ 事件：公司10月31日公告，2024年前三季度实现营收（22.20亿元，-5.55%），归母净利润（1.38亿元，-8.53%），毛利率（22.23%，-0.38pcts），净利率（7.43%，-1.85pcts）。24Q3实现营收（6.76亿元，同比-13.08%，环比-19.48%），归母净利润（0.42亿元，同比-10.63%，环比-28.30%），毛利率（20.85%，同比-1.92pcts，环比-3.15pcts），净利率（5.89%，同比-3.85pcts，环比-3.12pcts）。

◆ “打造全球领先的稀有金属材料加工基地”。公司是我国稀有金属新材料行业的领先者，依托控股股东西北有色金属研究院的科研实力，形成了钛及钛合金加工材、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领域，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。

◆ 业绩有所下滑，公司围绕航空航天和高端民用材料持续发力。2024年前三季度，公司营收（22.20亿元，-5.55%）和归母净利润（1.38亿元，-8.53%）均有所下滑，但公司坚持围绕国家重点战略和高端民用材料需求方向，开拓新兴领域，优化产品结构，其中舰船、兵器、核电及新能源领域的需求持续增长。2024年上半年高端民用材料方面，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%。

2024年前三季度，公司毛利率（22.23%，-0.38pcts）略降，但基本维持稳定；净利率（7.43%，-1.85pcts）下滑幅度大于毛利率，我们认为主要系投资净收益（0.14亿元，-46.04%）减少，同时由于计提存货跌价准备增加导致资产减值损失（-0.30亿元，-106.29%）增加所致。

投资评级

买入

维持评级

2024年11月01日

收盘价(元): 16.25

#### 公司基本数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(百万股)     | 488.21     |
| 总市值(百万)      | 7,933.48   |
| 流通股本(百万股)    | 488.14     |
| 流通市值(百万)     | 7,932.26   |
| 12月最高/最低价(元) | 17.23/9.98 |
| 资产负债率(%)     | 48.62      |
| 每股净资产(元)     | 6.04       |
| 市盈率(TTM)     | 43.27      |
| 市净率(PB)      | 2.69       |
| 净资产收益率(%)    | 4.67       |

#### 股价走势图



#### 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 梁晨                        | 分析师 |
| SAC执业证书: S0640519080001   |     |
| 联系电话: 010-59562536        |     |
| 邮箱: liangc@avicsec.com    |     |
| 张超                        | 分析师 |
| SAC执业证书: S0640519070001   |     |
| 联系电话: 010-59219568        |     |
| 邮箱: zhangchao@avicsec.com |     |
| 王绮文                       | 分析师 |
| SAC执业证书: S0640524010001   |     |
| 邮箱: wangqw@avicsec.com    |     |

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

## 相关研究报告

2022 年报点评：航空航天及高端民品推动结构升级，净利率创近十年新高 —2023-04-06

◆ **研发投入保持增长，航空航天等高附加值合同致应收账款增加。** 2024 年前三季度公司三费率（8.47%，+0.69pcts）略有增长，主要系管理费用率（5.87%，+0.68pcts）小幅增加所致，销售费用率（1.38%，+0.11pcts）和财务费用率（1.22%，-0.10pcts）基本保持平稳波动。研发费用率（6.68%，+1.46pcts）和研发费用（1.48 亿元，+20.91%）均保持增长，公司瞄准市场需求，大力开展产品研发工作，加速推进科研成果转化，并将其转化为企业核心竞争力。

公司预付款项（0.71 亿元，较 2023 年末增加 51.55%），主要系支付材料预付款增加，一定程度反应公司需求增长，加紧备货的情况；应收账款（15.43 亿元，较 2023 年末增加 36.92%），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，待产品验收可提供业绩增量。

◆ **加速补链强链，提升海洋工程领域竞争力。**为提升公司锻造等关键工序控制能力，提升公司在海洋工程领域的综合配套能力，2023 年 10 月末，公司投资 1.92 亿元用于“海洋工程用大规格低成本钛合金生产线技改项目”建设，其中设备投资约 9200 万元，厂房建设投资约 5900 万元，研发试验楼建设投资约 4100 万元，预计下半年正式投产，将提高公司在海洋工程领域核心竞争力。

◆ **推进子公司上市，利用资本市场实现高质量发展。**公司积极推进天力复合、西诺稀贵北交所上市，具体情况：1、天力复合已于 2023 年 7 月 12 日在北交所成功上市；2、西诺稀贵于 2023 年 8 月 30 日向北交所递交上市申请，9 月 5 日获得受理，由于公司上市申请文件中财务报告有效期即将届满，公司于 2024 年 3 月 26 日递交了中止审核申请。我们认为，随着子公司上市的推进，将进一步完善公司治理结构，促进子公司实现快速发展，拓展融资渠道。

◆ **投资建议：**

- 1、公司围绕航空航天等军品领域，以及核电、海洋工程、新能源等高端民用领域持续优化产品结构，培育利润增长点，同时提升高附加值产品市占率，以提高利润水平；
- 2、随着航空航天钛材需求增长，公司军品业务有望快速提升，同时高端民用领域需求及应用的不断拓展，将为公司贡献业绩新增量；
- 3、公司努力推进子公司西诺稀贵北交所上市，将增强公司资金实力、提高品牌效应。

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 31.21 亿元、34.23 亿元和 39.54 亿元，归母净利润分别为 1.85 亿元、1.98 亿元和 2.27 亿元，EPS 分别为 0.38 元、0.41 元和 0.46 元，我们维持“买入”评级，2024 年 11 月 1 日收盘价 16.25 元，对应 2024-2026 年预测 EPS 的 43 倍、40 倍及 35 倍 PE。

#### ◆ 风险提示

产品价格下降，海绵钛价格上涨，交付波动风险，行业景气度下降。

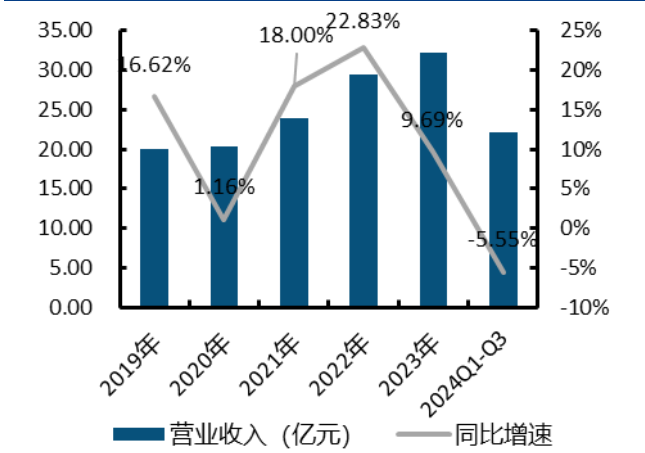
#### ◆ 盈利预测

| 单位:百万元        | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 3226.33 | 3120.80 | 3422.64 | 3954.45 |
| 增长率           | 9.69%   | -3.27%  | 9.67%   | 15.54%  |
| 归属母公司股东净利润    | 196.20  | 184.72  | 197.75  | 226.66  |
| 增长率           | 6.11%   | -5.85%  | 7.06%   | 14.62%  |
| 每股收益(EPS) (元) | 0.40    | 0.38    | 0.41    | 0.46    |

资料来源：iFind，中航证券研究所

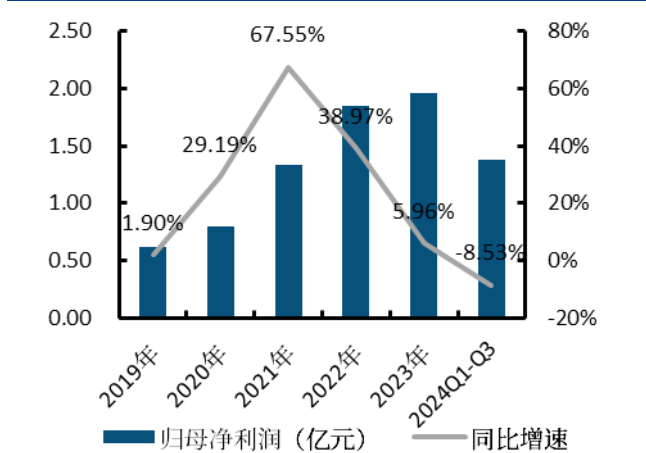
● 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



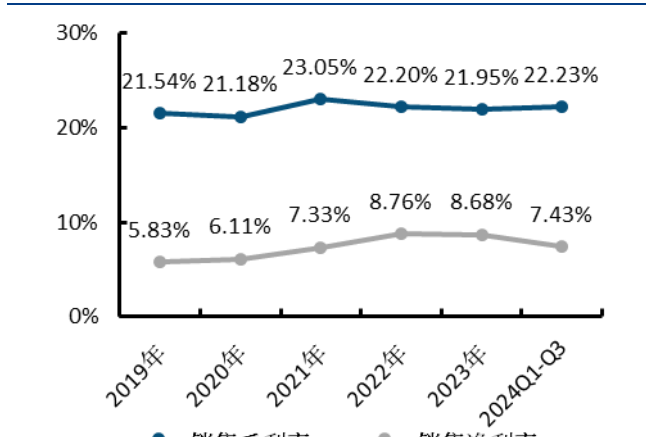
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司研发投入情况



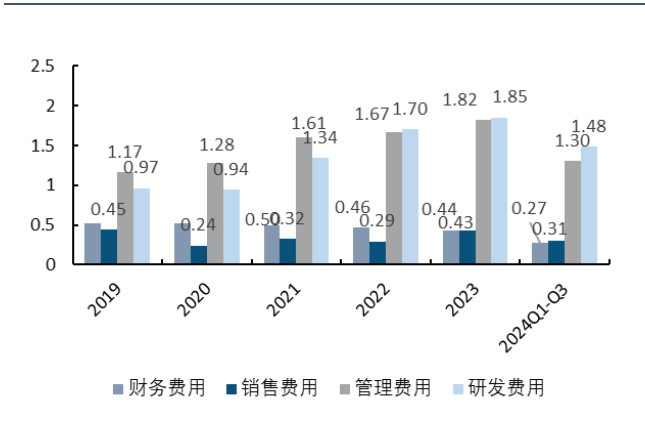
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司毛利率及净利率情况



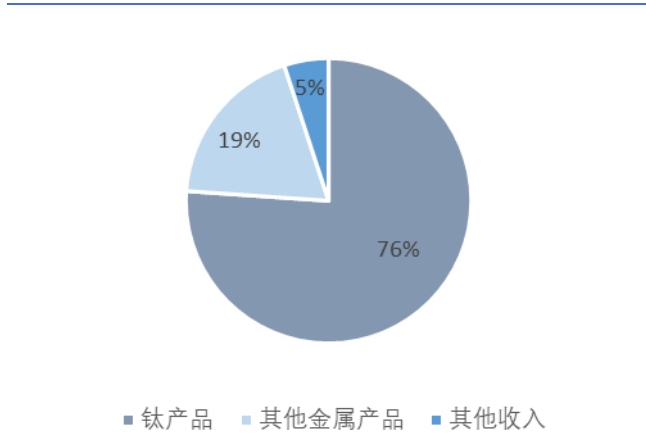
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5: 公司期间费用情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6: 公司2024H1产品结构



资料来源: Wind, 中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (百万元)**

| 利润表 (百万元)          |             |              |              |              | 资产负债表 (百万元) |         |         |          |          |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------|---------|----------|----------|
|                    | 2023        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |             | 2023    | 2024E   | 2025E    | 2026E    |
| 营业收入               | 3226.33     | 3120.80      | 3422.64      | 3954.45      | 货币资金        | 722.09  | 780.20  | 855.66   | 988.61   |
| 营业成本               | 2518.24     | 2439.14      | 2668.79      | 3069.36      | 应收票据及账款     | 1868.33 | 1521.92 | 1687.88  | 1906.80  |
| 税金及附加              | 24.38       | 23.59        | 25.87        | 29.89        | 预付账款        | 47.02   | 38.48   | 40.32    | 43.34    |
| 销售费用               | 43.08       | 43.69        | 48.94        | 57.73        | 其他应收款       | 6.73    | 4.28    | 3.75     | 3.25     |
| 管理费用               | 182.35      | 196.61       | 217.34       | 253.08       | 存货          | 1529.65 | 1503.58 | 1681.70  | 1976.16  |
| 研发费用               | 185.27      | 190.37       | 205.36       | 237.27       | 其他流动资产      | 11.15   | 9.36    | 10.95    | 12.65    |
| 财务费用               | 43.62       | 23.20        | 10.00        | 15.03        | 长期股权投资      | 169.17  | 179.17  | 190.17   | 201.67   |
| 资产减值损失             | -23.66      | -30.58       | -27.38       | -27.68       | 固定资产        | 1651.68 | 1648.77 | 1615.10  | 1636.27  |
| 信用减值损失             | -11.71      | -7.80        | -5.13        | -5.93        | 在建工程        | 48.40   | 0.00    | 50.00    | 60.00    |
| 其他经营损益             | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 无形资产        | 230.66  | 220.53  | 217.06   | 205.07   |
| 投资收益               | 29.90       | 10.00        | 11.00        | 11.50        | 长期待摊费用      | 16.26   | 16.43   | 14.61    | 12.78    |
| 公允价值变动损益           | 0.69        | 30.00        | 0.00         | 0.00         | 其他非流动资产     | 262.49  | 288.02  | 297.47   | 305.78   |
| 资产处置收益             | 0.36        | -0.01        | 0.00         | 0.00         | 资产总计        | 6563.62 | 6210.73 | 6664.67  | 7352.39  |
| 其他收益               | 80.09       | 80.30        | 82.00        | 82.00        | 短期借款        | 1070.99 | 896.69  | 1136.79  | 1536.73  |
| 营业利润               | 305.07      | 286.11       | 306.84       | 351.98       | 应付票据及账款     | 628.28  | 578.04  | 563.00   | 546.60   |
| 营业外收入              | 2.99        | 3.00         | 3.10         | 3.30         | 其他流动负债      | 601.52  | 824.03  | 863.68   | 941.79   |
| 营业外支出              | 2.03        | 1.00         | 1.50         | 1.75         | 流动负债合计      | 2300.79 | 2298.76 | 2563.48  | 3025.12  |
| 其他非经营损益            | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 长期借款        | 556.33  | 26.01   | 17.13    | 9.35     |
| 利润总额               | 306.02      | 288.11       | 308.44       | 353.53       | 其他非流动负债     | 256.89  | 241.70  | 231.40   | 226.40   |
| 所得税                | 26.03       | 24.51        | 26.23        | 30.07        | 非流动负债合计     | 813.22  | 267.71  | 248.53   | 235.75   |
| 净利润                | 279.99      | 263.61       | 282.20       | 323.46       | 负债合计        | 3114.01 | 2566.47 | 2812.01  | 3260.87  |
| 少数股东损益             | 83.79       | 78.89        | 84.45        | 96.80        | 股本          | 488.21  | 488.21  | 488.21   | 488.21   |
| 归属母公司股东净利润         | 196.20      | 184.72       | 197.75       | 226.66       | 资本公积        | 1954.45 | 1954.45 | 1,954.45 | 1,954.45 |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2023</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 留存收益        | 479.17  | 594.94  | 718.88   | 860.94   |
| 经营性现金净流量           | 233.68      | 921.43       | 79.08        | -1.49        | 归属母公司权益     | 2921.83 | 3037.60 | 3,161.54 | 3,303.60 |
| 投资性现金净流量           | -87.85      | -66.55       | -151.05      | -158.08      | 少数股东权益      | 527.77  | 606.66  | 691.11   | 787.91   |
| 筹资性现金净流量           | -33.19      | -796.77      | 147.42       | 292.53       | 股东权益合计      | 3449.60 | 3644.26 | 3852.66  | 4091.52  |
| 现金流量净额             | 112.62      | 58.11        | 75.46        | 132.95       | 负债和股东权益合计   | 6563.62 | 6210.73 | 6664.67  | 7352.39  |

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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。

### 行业的投资评级如下:

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。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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, 再次申明, 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、未来也将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本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起。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师个人的不同设想、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。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637