

2023年03月28日

证券研究报告|公司研究|公司点评

西部超导 (688122)

2022 年报点评：三驾马车并驾齐驱，产研突破引领革新

业绩概要：2022 年公司实现营业收入 42.3 亿元（同比+44.4%）；实现归母净利润 10.8 亿元（同比+45.7%）；扣非后归母净利润为 9.72 亿元（同比+48.7%），对应 EPS 为 2.33 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元，股息率为 1.21%；拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股，不送红股。2022Q4 公司实现营业收入 9.61 亿元（同比+14.8%，环比-18.8%），实现归母净利润 2.22 亿元（同比+8.87%，环比-27.5%）；

高端产品产销两旺，三驾马车并驾齐驱：2022 年宏观经济环境错综复杂，尽管地缘政治冲突及全球通胀导致了原材料供应紧张和价格大幅波动，对公司产生了诸多不利影响，但公司迎难而上，三大业务板块经营表现依然靓丽。2022 年公司营收同比增长 44.4%，主要得益于高端产品市场的旺盛需求，分业务来看：①**主营业务高端钛合金**产品营收同比增长 30.6%，产销量分别达到 9296 吨、8604 吨（分别同比+30.8%、+26.3%），公司在提高质量“精益生产”的理念下，全面保障了重点型号钛材产品的交付，并在商用飞机、商用航发、直升机、燃气轮机等终端应用取得了显著的技术研发进展，获得了多个型号的供货资格；②**超导产品**营收同比激增 161%，产销量分别达到 1019 吨、1110 吨（分别同比+50.7%、+99.4%），主要由于全年超导产品外部市场需求量大增，MRI 领域用超导导线产销量再创新高，超导产品量价齐升；公司核聚变用高性能 Nb₃Sn 超导导线打破国外垄断，形成批量供应，并突破高 Jc Nb₃Sn 线材性能提升及长线制备技术，实现 CRAFT 项目线材批量化生产；③**高性能高温合金**产品营收同比大幅增长 78.4%，产销量分别达到 1168 吨、732 吨（分别同比+111%、+45.7%），均创历史新高，主要由于牌号认证进展顺利且产能持续爬坡；公司突破了国产某新型航空发动机整体叶盘用 GH4169G 大棒材工程化关键技术，获得供货资质，同时 GH4169、GH738 等典型牌号已在多个型号发动机、燃机和商发长江系列发动机进入批量供货阶段。整体来看，公司三大业务规模并驾齐驱，并在产品研发、供货资质上均取得了显著进展，为未来的高质量发展奠定了坚实的基础；

盈利阶段性维稳，期待第二、第三增长曲线：2022 年公司销售毛利率/销售净利率分别同比 -1.4pcts/+0.5pcts 至 39.5%/25.9%，毛利率小幅下滑主要由于钛合金产品毛利率同比下降 2.0pcts，净利率变化背离主要由于期间费用率同比下降 1.5pcts。2022Q4 公司归母净利润随营收同环比下滑，营收下降或有由于疫情导致产品交付延误，归母净利润环比降幅大于营收主要由于公司销售/研发费用分别环比大幅增长 261%/41.3%，其中研发费用环比增长是因为公司为保持市场竞争力而持续加大产品研发投入，销售费用环比增长或由购买新材料保险所致，同时 Q4 所得税环比减少约 3 千万元是由财政部下发通知对所得税的会计处理影响所致。分产品盈利性来看，高端钛合金、超导产品、高性能高温合金产品毛利率分别同比 -2.0pcts、+14.1pcts、-0.7pcts 至 43.3%、30.4%和 3.3%，钛合金产品盈利性小幅下降主要受原料价格上涨影响，据上海金属网，2022 年海绵钛(≥97-98%)均价同比上升 15.7%；而超导产品盈利性大幅提振主要得益于产品应用拓宽帮助提升附加值、自动化产线提升生产效率、规模效应显现，以及产品在外贸市场的影响力逐步扩大。伴随公司超导产品的突破性科

投资评级

买入

维持评级

2023年03月28日

收盘价(元):

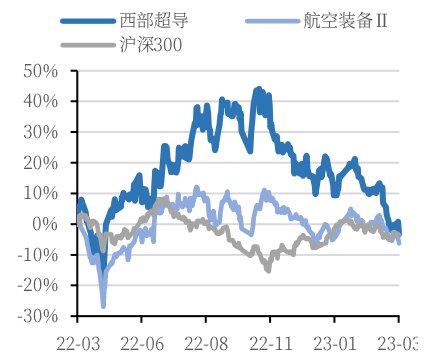
79.40

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	464.05
总市值(百万)	36,845.26
流通股本(百万股)	464.05
流通市值(百万)	36,845.26
12月最高/最低价(元)	119.95/65.66
资产负债率(%)	43.73
每股净资产(元)	12.92
市盈率(TTM)	34.12
市净率(PB)	6.14
净资产收益率(%)	18.01

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话:
邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2022Q3 点评：三大业务产销两旺，业绩持续靓丽 —2022-10-24
2022 年中报点评：主营业务全线发力，Q2 盈利创历史新高 —2022-08-21

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

研进展和下游应用领域的拓展，以及高温合金产品牌号认证后供货资质的不断增加，公司产品盈利性有望随第二、第三增长曲线的放量而进一步提升；

全年期间费用率小幅下降：2022年公司销售/管理/研发费用率均呈小幅下降趋势（同比下降0.70pcts、0.39pcts、0.33pcts），主要由于公司营收增长较快摊薄费用率；从费用绝对值来看，管理/研发费用分别同比增长31.2%/36.8%，管理费用增长主由于员工薪酬增加所致，研发费用增长主要由加大产品领域研发投入所致；

成本端压力已得到缓解：据上海金属网，海绵钛(≥97-98%)现货均价于2022年11月底小幅回落3.7%，由于海绵钛原料需求受下游钛材的旺盛需求而大幅增长，目前多家海绵钛厂家已完成新增产能建设并开始逐步投放，海绵钛尤其是高品质海绵钛的供应紧张已得到部分缓解，随着后续海绵钛产能的陆续投放，其降价空间仍值得期待。电解镍方面，据上海金属网，电解镍(99.9%)均价自2023年年初至今已录得约20.6%的跌幅；由于全球原生镍增量主要由印尼镍铁及镍中间品（MHP、高冰镍）贡献，随着国内青山及印尼新增镍冶炼项目的陆续投产，电解镍供给趋于宽松，全球镍低库存格局或难延续，镍价或持续偏空运行；

募投项目持续推进,中长期成长空间无虞：公司于2021年11月通过定向增发募集资金20.13亿元，拟投入9.71亿元于“航空航天用高性能金属材料产业化项目”，项目规划于2024年建成后共计增加5050吨钛合金及1500吨高温合金年产能，拟投入4.74亿元于“高性能超导线材产业化项目”和“超导产业创新中心”，公司MRI用超导线材年产能预计于2023年建成后达到2000吨，同时低温超导线材产业化进程将持续推进。待项目全面达产后，公司钛合金、超导线材、高温合金产品年产能将分别达到1万吨、2000吨和6000吨，规模和竞争力稳步提升下未来成长空间无虞；

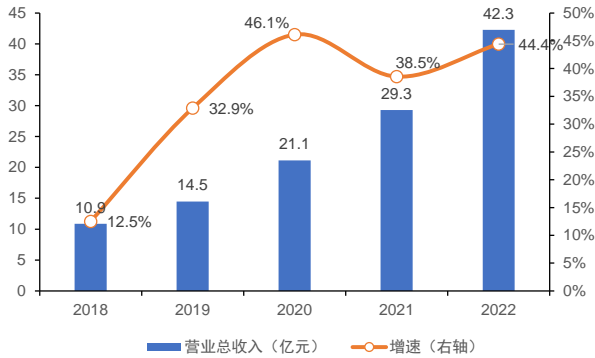
投资建议：伴随着国内航空装备加速放量以及关键材料的国产替代趋势，航空新材料景气度持续维持高位，国内高端钛合金和高温合金将维持供不应求的状态，公司未来业绩有望受益于产品结构优化和规模化效应的提升而保持高速增长。公司三大业务持续放量，全年业绩表现出色，我们预计公司2023-2025年实现营业收入分别为57.7/73.4/90.1亿元，同比增长36.6%/27.2%/22.8%，实现归母净利润分别为13.9/18.2/23.2亿元，同比增长28.3%/31.2%/27.6%，对应PE 26.6X/20.3X/15.9X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格抬升风险、产能投放不及预期、下游需求及国产替代进程不及预期等。

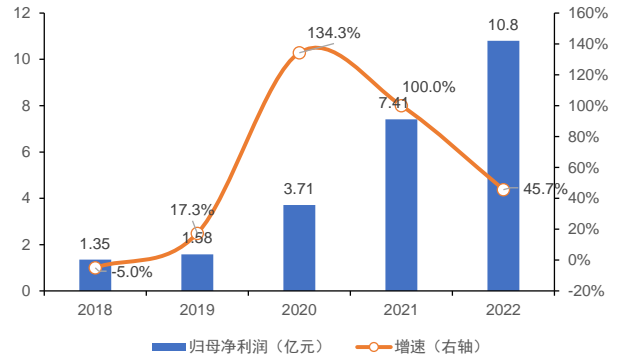
盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,927	4,227	5,773	7,341	9,012
增速（%）	38.54%	44.41%	36.57%	27.16%	22.75%
归母净利润（百万元）	741	1,080	1,385	1,818	2,320
增速（%）	99.98%	45.65%	28.28%	31.20%	27.62%
每股收益（元）	1.60	2.33	2.99	3.92	5.00
市盈率（倍）	49.69	34.12	26.59	20.27	15.88

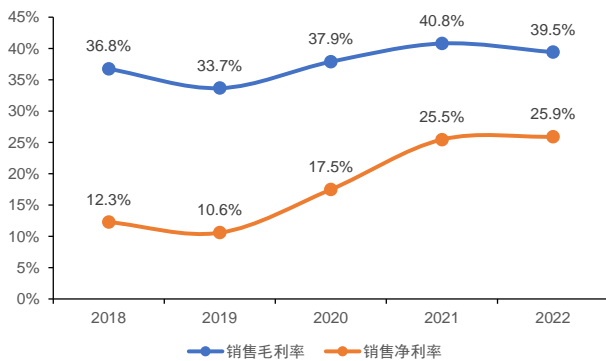
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 近年营业总收入及增速


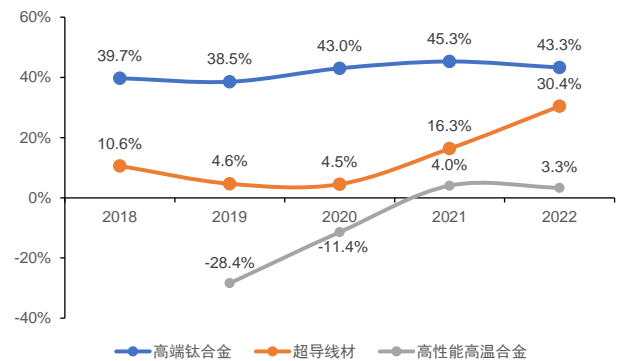
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 近年归母净利润及增速


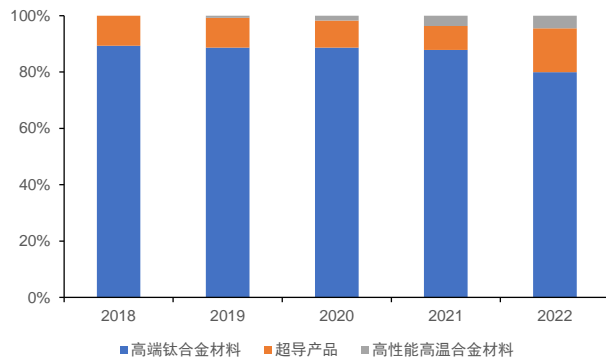
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 近年销售毛利率及销售净利率


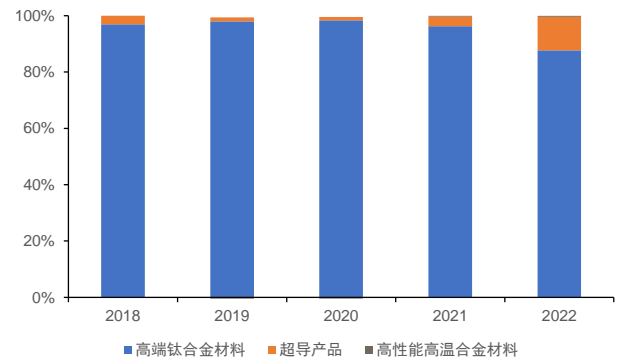
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 分产品销售毛利率


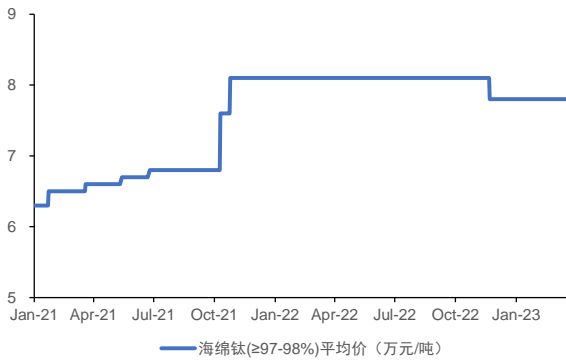
资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 近年各项产品销售收入占比


资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 近年各项产品毛利占比


资料来源：Wind，中航证券研究所

图7 海绵钛(≥97-98%)均价走势

图8 电解镍(99.9%)均价走势


资料来源：上海金属网，中航证券研究所

资料来源：上海金属网，中航证券研究所

图9 单季度分拆数据

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	961	1183	1197	887	837	835	723	533
营业成本(百万元)	616	731	686	526	547	463	409	313
销售费用率	2.64%	0.59%	0.64%	0.40%	4.09%	0.74%	0.92%	0.68%
管理费用率	4.39%	3.34%	3.01%	5.35%	0.32%	5.79%	4.70%	7.68%
财务费用率	1.49%	0.50%	0.48%	0.65%	0.42%	1.06%	1.50%	0.18%
研发费用率	8.43%	4.85%	6.55%	4.24%	7.20%	4.38%	8.73%	4.88%
资产减值损失(百万元)	-0.06	3.80	-12.70	-5.56	-23.17	-1.94	-10.25	-3.77
利润总额(百万元)	237	359	391	251	235	258	209	150
所得税费用(百万元)	14	44	45	39	29	31	23	23
净利润(百万元)	222	315	345	213	206	227	186	127
EPS(元)	0.48	0.66	0.73	0.46	0.46	0.51	0.42	0.29
毛利率	35.87%	38.16%	42.64%	40.76%	34.67%	44.51%	43.37%	41.26%
期间费用率	16.95%	9.28%	10.68%	10.64%	12.04%	11.97%	15.85%	13.42%
所得税率	5.95%	12.25%	11.62%	15.41%	12.43%	12.17%	10.81%	15.48%
净利润率	23.16%	26.64%	28.86%	23.96%	24.62%	27.15%	25.74%	23.74%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图10 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表						利润表							
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	470.83	2596.75	2111.95	1299.51	1317.53	1519.45	营业收入	2112.83	2927.22	4227.18	5773.23	7341.19	9011.57
应收票据及账款	2116.12	2714.52	3441.47	4270.61	4927.65	5555.08	营业成本	1311.80	1732.17	2559.47	3514.71	4441.90	5359.89
预付账款	9.90	28.52	34.24	47.45	60.34	74.07	税金及附加	22.88	28.76	28.92	40.41	58.73	72.09
其他应收款	6.42	9.62	3.53	15.82	20.11	24.69	销售费用	34.52	50.68	43.53	63.51	73.41	90.12
存货	1139.31	1598.65	2380.12	3177.68	3894.26	4552.23	管理费用	145.57	125.92	165.21	219.38	271.62	324.42
其他流动资产	346.80	147.58	1194.78	531.94	449.63	459.13	研发费用	130.69	185.92	254.29	346.39	440.47	540.69
流动资产总计	4089.38	7095.64	9166.09	9343.01	10669.52	12184.64	财务费用	59.61	24.22	31.74	64.96	32.47	22.10
长期股权投资	98.59	148.94	153.68	160.88	168.38	175.88	资产减值损失	-59.38	-39.13	-14.52	-28.87	-36.71	-45.06
固定资产	1008.32	1037.75	1158.89	1185.30	1255.08	1318.22	信用减值损失	-20.36	-1.83	-20.37	-28.87	-36.71	-45.06
在建工程	15.84	158.51	220.97	237.64	200.81	163.99	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	155.71	171.37	179.37	182.81	212.91	229.69	投资收益	7.27	13.71	-4.47	7.20	7.50	7.50
长期待摊费用	0.53	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	9.09	5.06	28.66	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	171.63	145.51	426.86	167.93	172.94	177.02	资产处置收益	-0.99	3.01	-0.07	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	1450.61	1662.32	2139.78	1934.57	2010.13	2064.79	其他收益	73.08	91.84	104.27	100.00	110.00	120.00
资产总计	5539.99	8757.95	11305.86	11277.58	12679.65	14249.42	营业利润	416.47	852.20	1237.52	1580.33	2073.68	2646.64
短期借款	1033.43	1001.19	981.89	0.00	0.00	0.00	营业外收入	6.76	0.03	0.88	2.00	2.00	2.00
应付票据及账款	650.90	1060.54	1736.69	2022.16	2336.56	2613.86	营业外支出	0.08	0.68	0.76	1.05	1.05	1.05
其他流动负债	315.48	518.91	687.28	1018.44	1364.07	1661.67	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1999.81	2580.65	3405.86	3040.60	3700.63	4275.54	利润总额	423.15	851.55	1237.63	1581.28	2074.63	2647.59
长期借款	383.16	445.66	1180.15	863.98	663.82	452.42	所得税	53.32	106.35	142.18	181.85	238.58	304.47
其他非流动负债	270.12	288.21	358.58	305.00	320.00	343.00	净利润	369.83	745.20	1095.45	1399.43	1836.05	2343.12
非流动负债合计	653.28	733.87	1538.73	1168.98	983.82	795.42	少数股东损益	-0.94	3.72	15.46	13.99	18.36	23.43
负债合计	2653.09	3314.52	4944.59	4209.59	4684.45	5070.95	归属母公司股东净利率	370.77	741.48	1079.99	1385.44	1817.69	2319.69
股本	441.27	464.05	464.05	464.05	464.05	464.05	EBITDA	583.00	984.98	1393.39	1744.28	2226.04	2809.54
资本公积	1754.91	3717.91	3731.12	3731.12	3731.12	3731.12	NOPLAT	409.00	759.90	1098.13	1449.88	1857.75	2355.65
留存收益	612.46	1178.87	1801.37	2494.09	3402.94	4562.78	EPS(元)	0.80	1.60	2.33	2.99	3.92	5.00
归属母公司权益	2808.65	5360.83	5996.54	6689.26	7598.10	8757.95	主要财务比率						
少数股东权益	78.25	82.60	364.74	378.73	397.09	420.53	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益合计	2886.90	5443.43	6361.28	7067.99	7995.20	9178.47	成长能力						
负债和股东权益合计	5539.99	8757.95	11305.86	11277.58	12679.65	14249.42	营收增长率	46.10%	38.54%	44.41%	36.57%	27.16%	22.75%
现金流量表							营业利润增长率	151.99%	104.63%	45.21%	27.70%	31.22%	27.63%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EBIT增长率	141.30%	81.41%	44.94%	29.69%	27.99%	26.70%
税后经营利润	369.83	745.20	1095.45	1297.53	1725.02	2223.25	EBITDA增长率	97.75%	68.95%	41.46%	25.18%	27.62%	26.21%
折旧与摊销	100.24	109.20	124.01	98.04	118.94	139.84	归母净利润增长率	134.31%	99.98%	45.65%	28.28%	31.20%	27.62%
财务费用	59.61	24.22	31.74	64.96	32.47	22.10	经营现金流增长率	-103.02%	202.18%	31.22%	49.33%	176.07%	42.23%
投资损失	-7.27	-13.71	4.47	-7.20	-7.50	-7.50	盈利能力						
营运资金变动	-804.92	-666.67	-988.51	-1116.33	-758.47	-758.29	毛利率	37.91%	40.83%	39.45%	39.12%	39.49%	40.52%
其他经营现金流	60.19	28.94	30.92	108.15	118.45	128.45	净利率	17.50%	25.46%	25.91%	24.24%	25.01%	26.00%
经营性现金流量	-222.32	227.17	298.09	445.15	1228.91	1747.85	营业利润率	19.71%	29.11%	29.28%	27.37%	28.25%	29.37%
资本支出	166.10	269.75	591.59	240.58	172.00	164.00	ROE	13.20%	13.83%	18.01%	20.71%	23.92%	26.49%
长期投资	-170.52	180.69	-1079.65	0.00	0.00	0.00	ROA	6.69%	8.47%	9.55%	12.28%	14.34%	16.28%
其他投资现金流	-6.55	-9.07	-38.98	1038.72	102.57	11.42	ROIC	14.83%	20.38%	24.48%	25.67%	27.40%	30.37%
投资性现金流量	-343.16	-98.13	-1710.21	798.14	-69.43	-152.58	估值倍数						
短期借款	372.37	-32.24	-19.30	-981.89	0.00	0.00	P/E	99.37	49.69	34.12	26.59	20.27	15.88
长期借款	65.04	62.50	734.49	-316.16	-200.16	-211.41	P/S	17.44	12.59	8.72	6.38	5.02	4.09
普通股增加	0.00	22.77	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	13.12	6.87	6.14	5.51	4.85	4.21
资本公积增加	1.81	1963.00	13.21	0.00	0.00	0.00	股息率	0.48%	1.26%	0.00%	1.88%	2.47%	3.15%
其他筹资现金流	-207.32	-57.84	14.49	-757.68	-941.31	-1181.95	EV/EBIT	74.58	50.37	34.34	22.44	17.56	13.78
筹资性现金流量	231.90	1958.20	742.88	-2055.72	-1141.47	-1393.35	EV/EBITDA	61.76	44.78	31.29	21.18	16.62	13.10
现金流量净额	-337.19	2085.19	-663.14	-812.44	18.01	201.92	EV/NOPLAT	88.03	58.05	39.70	25.47	19.92	15.62

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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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