

证券研究报告—动态报告

新三板

有色金属

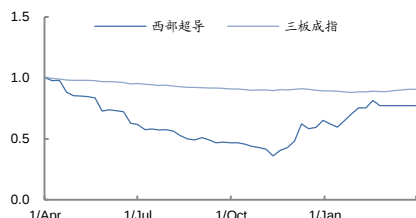
西部超导(831628)
买入

2018 年年报点评

(上调评级)

2019 年 04 月 02 日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	397/397
总市值/流通(百万元)	7,028/7,026
上证综指/深圳成指	3,091/9,907
12 个月最高/最低(元)	15.94/5.68

证券分析师: 张子恒

电话: 075581981863

E-MAIL: zhangziheng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

毛利率筑底, 拟转科创板

● 收入迎来增长拐点, 原料涨价预期减弱, 毛利率有望筑底

2018 年公司营业总收入 10.88 亿元, YOY 12.51%, 加强市场细分调研、提升内部管理效率, 实现收入重回正增长。公司归母净利润 1.35 亿元, YOY-10.84%; 扣非净利润 0.98 亿元, YOY-0.84%; 主要由于原料价格再度上涨, 毛利率下滑。公司 2018 年度拟每股派发现金股利 0.3 元 (含税)。原料涨价预期减弱, 毛利率有望筑底。

盈利能力方面, 2018 年公司毛利率为 36.77%, 同比下降-2.49pct, 主要由于海绵钛价格再度上升; 随着原料价格平缓, PPI 下行, 涨价预期减弱, 毛利率有望筑底。费用方面, 2018 总费用率为 23.16%, 同比下降-0.94pct。具体来说, 销售费用率 1.46%, 同比上升 0.35pct。管理费用率 18.63%, 同比下降-0.04pct。财务费用率 3.07%, 同比下降-1.25pct。研发技术方面, 2018 研发支出 9049 万元, 占收入比例 8.31%; 公司保持在钛合金高端市场主供应商地位, 针对国家重大型号研制需求, 突破相关技术。

● 集团推进证券化, 拟申请科创板上市

3 月 26 日公司公告, 审议通过申请科创板上市等一系列议案。公司控股股东——西北有色金属研究院旗下主要 13 家子公司, 已有五家实现了公开证券化, 包括中小板上市的西部材料、新三板挂牌的西部超导、西部宝德, 以及西部超导控股、参股的九州生物、欧中材料。此次西部超导体转科创板, 是集团深入证券化的重要举措, 将利于公司借助资本力量开展研发与生产, 全面实现高端钛合金、超导材料的进口替代, 符合国家设立科创板的初衷。公司所处行业及公司在高端钛合金材料、超导材料领先的地位, 在证券市场上具备较强的稀缺性, 有望在科创板提升估值水平。

● 风险提示

军工市场需求波动; 原材料价格波动; 高端人才流失。

● 稀缺标的拟转科创板, 上调评级至“买入”

公司保持国内高端钛合金、超导材料的领先地位, 持续投入高温合金研发, 旨在全面实现军用关键材料国产化; 原料涨价预期减弱, 毛利率有望筑底回升; 集团推进证券化, 公司拟转科创板, 在细分领域具有较强的稀缺性。我们上调评级至“买入”, 预计 2019/2020/21 年每股收益分别为 0.36/0.41/0.46 元。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	967	1,088	1,286	1,441	1,542
(+/-%)	-1.9%	12.5%	18.2%	12.0%	7.0%
净利润(百万元)	151	135	142	164	184
(+/-%)	-6.8%	-10.8%	5.4%	15.6%	12.0%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.34	0.36	0.41	0.46
EBIT Margin	19.4%	15.6%	18.3%	19.4%	20.1%
净资产收益率(ROE)	7.9%	7.0%	7.3%	8.4%	9.3%
市盈率(PE)	32.0	35.9	34.1	29.5	26.3
EV/EBITDA	21.9	28.0	21.1	18.6	17.1
市净率(PB)	2.5	2.52	2.50	2.48	2.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

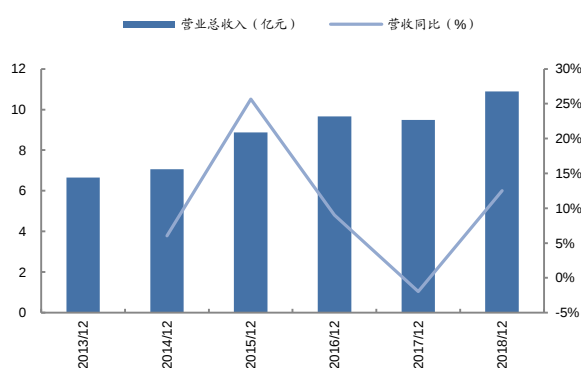
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

收入迎来增长拐点

2018 年公司营业总收入 10.88 亿元，YOY 12.51%，仍主要以高端钛合金产品为主，其次是 MRI 超导线材及磁体产品（未公布具体比例）；2018 年公司完成泾渭园区一期建设，提升了钛合金棒材产能；全年军工市场先抑后扬，公司在原材料价格上涨、供给紧张影响下，加强市场细分调研、提升内部管理效率，实现收入重回正增长。公司归母净利润 1.35 亿元，YOY-10.84%；扣非净利润 0.98 亿元，YOY-0.84%；收入上升，利润下滑主要由于原料价格再度上涨，毛利率下滑，整体扣非净利润下滑幅度较小。

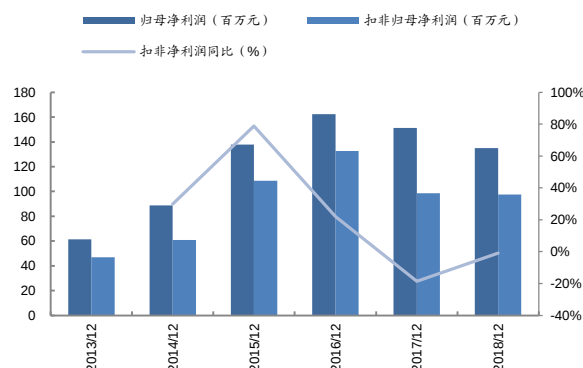
公司 2018 年度拟每股派发现金股利 0.3 元（含税）。

图 1：公司历年营业收入及增速（百万元，%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年净利润及增速（百万元，%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

原料涨价预期减弱，毛利率有望筑底

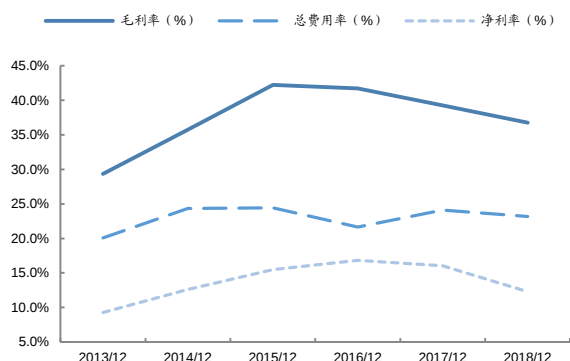
盈利能力方面，2018 年公司毛利率为 36.77%，再度下滑，同比下降-2.49pct。海绵钛价格 2017H2 下滑后，2018 年再度回升并突破前期新高，对公司采购成本造成一定压力；随着原料价格平缓，PPI 下行，涨价预期减弱，毛利率有望筑底。

费用方面，2018 年总费用率为 23.16%，同比下降-0.94pct。具体来说，销售费用率 1.46%，同比上升 0.35pct，因退货产生的量差损失增加，以及广告费、差旅费等增加。管理费用率 18.63%，同比下降-0.04pct。财务费用率 3.07%，同比下降-1.25pct。

研发技术方面，2018 年研发支出 9049 万元，占收入比例 8.31%，费用化率 97.97%。公司全年保持在钛合金高端市场主供应商地位，针对国家重大型号研制需求，突破相关技术，重点方向为直升机用钛合金棒材稳定性提升、发动机用高品质钛合金棒材、航空结构件/紧固件用超高强钛合金棒材/锻坯；超导方面，加大高温超导工程化研发投入，重点开展高性能 Nb3Sn 超导线材及超导缆、高温超导线（带）材工程化、超导用高均匀纯铌棒制备工艺研究；高温合金方面，主要研究航空发动机/燃气轮机用高温合金棒材、母合金的工艺优化和质量控制。

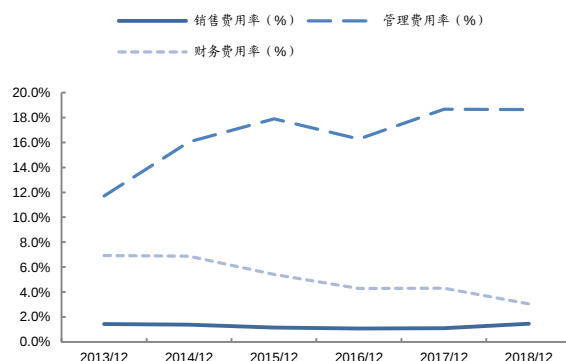
2018 年公司净利率为 12.3%，同比下降-3.75pct。

图 3：公司历年的毛利率、费用率和净利率（%）



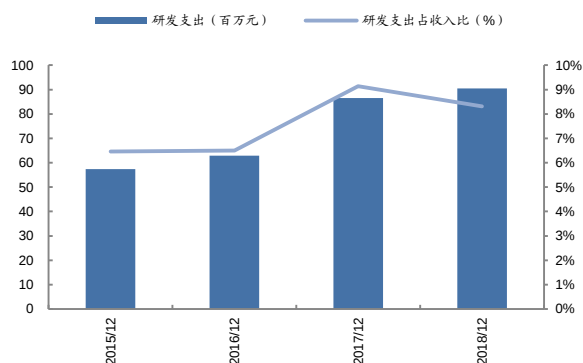
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司历年销售、管理、财务费用率（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

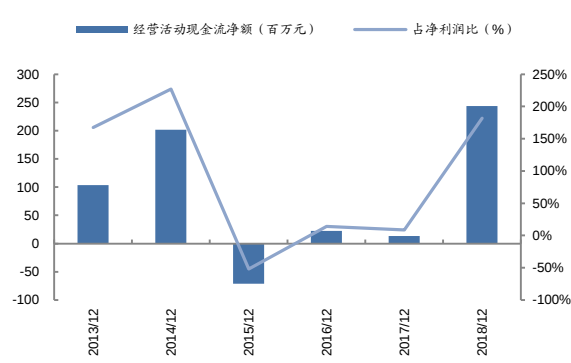
图 5：公司历年研发支出及占收入比例（百万元，%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注：包含费用化及资本化研发支出

图 6：公司历年经营现金流及占净利润比例（百万元，%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

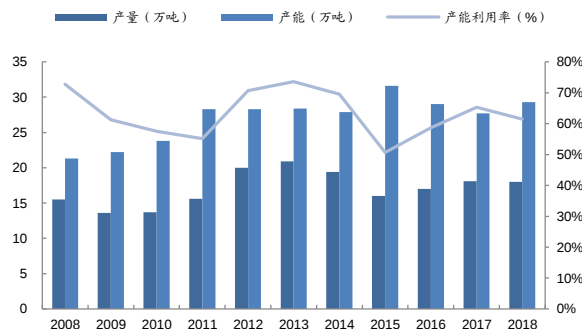
公司的主要原材料为海绵钛、铌铪(棒)、锡及相关合金、无氧铜等，原材料价格 2018 全年整体维持高位。海绵钛价格再创新高，主要还是由于供给侧改革的深化以及环保查处力度加强，最新 2019 年 2 月报价 65.5 元/千克；但全球海绵钛产能利用率却反转下滑至 61.4%，仍面临较大的产能过剩，随着 PPI 下行，涨价预期将减弱，原料价格见顶有助于公司盈利能力改善。

图 7：2008 年至今国产海绵钛价格走势（元/千克）



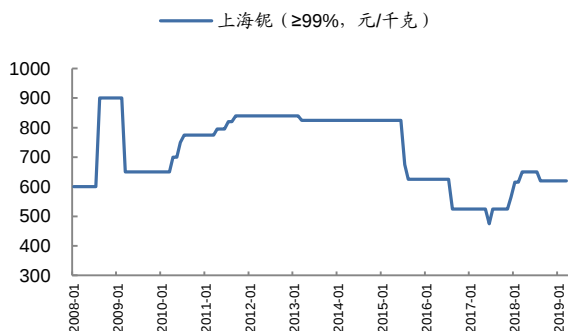
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：2008-2018 年全球海绵钛产量、产能及产能利用率（万吨，%）



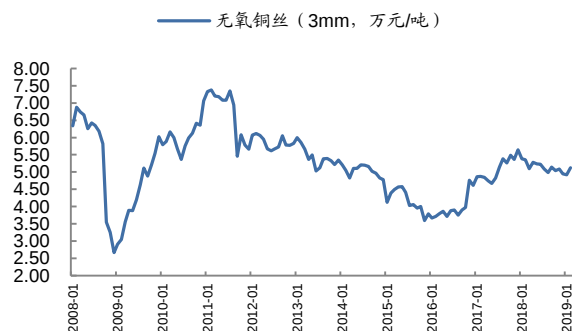
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：2008 年至今上海铌价格走势（元/千克）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：2008 年至今无氧铜丝价格走势（3mm，元/吨）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

集团推进证券化，拟申请科创板上市

3 月 26 日公司公告，审议通过了《关于公司申请首次公开发行人民币普通股（A 股）股票并在上海证券交易所科创板上市的议案》等一系列议案。公司控股股东——西北有色金属研究院旗下主要 13 家子公司，已有五家实现了公开证券化，包括中小板上市的西部材料、新三板挂牌的西部超导、西部宝德，以及西部超导控股、参股的九州生物、欧中材料。此次西部超导转板科创板，是集团深入证券化的重要举措，将利于公司借助资本力量开展研发与生产，全面实现高端钛合金、超导材料的进口替代，符合国家设立科创板的初衷。公司所处行业及公司在高端钛合金材料、超导材料领先的地位，在证券市场上具备较强的稀缺性，有望在科创板提升估值水平。

表 1：公司控股股东——西北有色金属研究院旗下主要子公司

代码	公司全称	主营业务	控股比例 (%)
002149.sz	西部金属材料股份有限公司	钛及钛合金加工、层状金属复合材料、稀有金属装备及管道管件制造	28.89%
831628.OC	西部超导材料科技有限公司	高端钛合金材料、高性能高温合金材料、钎材料、超导材料、特种金属装备	25.19%
835680.OC	西部宝德科技股份有限公司	大流量流体输送设备、金属/陶瓷复合滤芯、浓缩过滤设备、微细球型钛粉、钛汽车连杆	40.00%
N/A	西安九州生物材料有限公司（西部超导控股子公司）	齿科材料、三类植入物医疗器械，为国内主要的齿科和骨科用钛材的供应商，所研发的齿科钴基、镍基合金以及 3D 打印粉末均已取得医疗器械注册证	27.60%
N/A	西安欧中材料科技有限公司（西部超导参股子公司）	粉末冶金、合金球型 SS-PREP 粉末、增材制造金属线、热等静压	34.03%
N/A	西安泰金工业电化学技术有限公司	钛阳极产品、金属玻璃封装插件产品及其电解成套装置与设备产品	24.95%
N/A	西安赛特金属材料开发有限公司	镍钛形状记忆合金、医用钛合金材料，成功开发出“钛人工关节及外科植入紧固件用棒线材”，“眼镜架用低模量高弹性β钛合金棒线材”，“医用低间隙多元镍钛形状记忆合金棒线材”等高端产品。	40.00%
N/A	西安凯立化工有限公司	贵金属催化剂的研发与生产、催化工艺的设计开发、废催化剂的回收再加工	34.29%
N/A	西安瑞鑫科金属材料有限责任公司	稀贵金属二次资源循环利用、稀贵金属环保新材料、稀贵金属功能材料	30.00%
N/A	西安赛隆金属材料有限责任公司	商业化粉末床电子束 3D 打印(SEBM)技术与装备、等离子旋转电极雾化制粉(PREP)技术与装备、金属粉末及粉末冶金制品的研发、生产	30.00%
N/A	西安赛福斯材料防护有限责任公司	钛合金等稀有金属零件的加工和表面处理，有德国进口的先进的五轴加工中心机械加工设备、多弧离子镀、磁控溅射、无氢渗碳、等离子喷涂、超音速喷涂、微弧氧化等齐全的表面处理设备。	30.00%
N/A	西安莱特信息工程有限公司	莱特科技信息网、金属材料信息服务	28.00%
N/A	西部新皓核材料公司（第二大股东）	N36 锆合金、N45 锆合金、Zr-4 锆合金，解决我国核电及其它结构材料自主化的需求	33.91%

资料来源:西北金属研究院、国信证券经济研究所整理

稀缺标的拟转科创板，上调评级至“买入”

公司保持国内高端钛合金、超导材料的领先地位，持续投入高温合金研发，旨在全面实现军用关键材料国产化；原料涨价预期减弱，毛利率有望筑底回升；集团推进证券化，公司拟转科创板，在细分领域具有较强的稀缺性。我们上调评级至“买入”，预计 2019/20/21 年每股收益分别为 0.36/0.41/0.46 元。

风险提示

军工市场需求波动；原材料价格波动；高端人才流失。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	853	600	600	600	营业收入	1088	1286	1441	1542
应收款项	1127	1234	1382	1478	营业成本	688	778	857	907
存货净额	758	932	1022	1080	营业税金及附加	11	13	14	15
其他流动资产	60	64	72	77	销售费用	16	14	16	17
流动资产合计	2798	2830	3076	3236	管理费用	203	245	274	293
固定资产	896	887	873	805	财务费用	33	62	77	83
无形资产及其他	186	180	173	167	投资收益	3	7	3	1
投资性房地产	95	95	95	95	资产减值及公允价值变动	(34)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	18	18	18	18	其他收入	42	0	0	0
资产总计	3994	4010	4235	4321	营业利润	147	161	186	208
短期借款及交易性金融负债	914	1100	1272	1314	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	480	262	287	304	利润总额	148	161	186	209
其他流动负债	65	96	106	112	所得税费用	14	20	23	26
流动负债合计	1460	1458	1665	1730	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	343	343	343	343	归属于母公司净利润	135	142	164	184
其他长期负债	212	215	217	219					
长期负债合计	555	558	560	562					
负债合计	2015	2017	2225	2293					
少数股东权益	53	53	53	52					
股东权益	1927	1941	1957	1976					
负债和股东权益总计	3994	4010	4235	4321					

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	135	142	164	184
资产减值准备	26	7	(0)	(2)
折旧摊销	75	90	102	108
公允价值变动损失	34	20	20	20
财务费用	33	62	77	83
营运资本变动	139	(462)	(209)	(138)
其它	(25)	(7)	0	2
经营活动现金流	383	(210)	77	174
资本开支	(159)	(101)	(101)	(51)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(178)	(101)	(101)	(51)
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	143	0	0	0
支付股利、利息	(167)	(128)	(148)	(166)
其它融资现金流	91	186	172	42
融资活动现金流	42	58	24	(123)
现金净变动	248	(253)	0	0
货币资金的期初余额	605	853	600	600
货币资金的期末余额	853	600	600	600
企业自由现金流	209	(266)	36	191
权益自由现金流	443	(135)	141	161

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032