

中航证券金融研究所
 分析师: 董忠云
 证券执业证书号: S0640515120001
 研究助理: 董俊业
 证券执业证书号: S0640118010019
 邮箱: dongjy@avicsec.com
 电话: 010-59562516

西部超导 (688122.SH) 公司报告:
高端钛业新贵, 助力空天齐飞

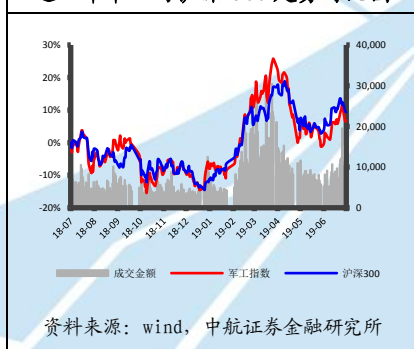
行业分类: 军工

2019年7月10日

中证军工指数	7742.96
年初至今涨跌幅	20.90%
基础数据	
上证综指	18.87%
PE	65.73
PB	2.54

数据截止 2019 年 7 月 10 日

近一年军工与沪深 300 走势对比图



西部超导是我国高端钛合金重要研发生产基地之一, 主营产品包括高端钛合金、超导材料和高温合金, 其中, 70%以上收入来自于军工行业, 行业地位稳定。高端钛合金是公司最主要的产品, 2018 年销售收入 7.39 亿元, 占总营收比例 77.59%。西部超导于 2019 年 6 月 20 日获批科创板发行上市, 发行价格 15 元/股

■ **填补国内空白, 保障国家关键材料供应:** 公司高端钛合金产品填补多项国内空白, 已批量应用于多型号装备, 保障国家关键材料供应。2018 年, 公司填补国内空白的钛材销售收入 4.00 亿元, 占总营收比例 36.78%, 业绩支撑稳定。此外, 军用装备未来需求的逐步释放为公司相关产品的市场需求提供有力支撑。最后, 公司承担了大量的新型装备的材料研发工作, 为未来市场拓展奠定了良好基础。

■ **超导产品垄断, 高温合金加速发展:** 公司是国内唯一低温超导线材商业化生产企业, 全球唯一钕钛铌棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业, 行业垄断优势明显。此外, 公司的高温合金产品性能达到国内先进水平, 旨在“进口代替”, 本次募投资产项目投产之后, 有望补上我国“两机”用高性能高温合金“短板”及“空白”。

投资建议

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 13.55 亿元、17.10 亿元和 20.22 亿元, 净利润分别为 2.09 亿元、2.89 亿元和 3.44 亿元。假设公司本次 IPO 发行 4420 万股, 总股本增至 44127.02 万股, 则 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.65 元和 0.78 元。对应公司发行价 15 元/股, 公司 2019-2021 年 PE 分别为 31.67X、22.90X 和 19.24X。我们预计 PE 区间 35-45 倍, 则 2019 年目标股价区间为 16.45 至 21.15 元。

风险提示

经济下行, 需求下滑; 军品不及预期; 行业竞争加剧;

盈利预测

单位/百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	967.33	1088.39	1355.13	1710.56	2022.11
增长率	-1.07%	12.51%	24.51%	26.23%	18.21%
归属母公司股东净利润	141.98	134.95	209.30	289.49	344.55
增长率	-12.56%	-4.95%	55.09%	38.31%	19.02%
每股收益 EPS (元)	0.36	0.34	0.47	0.65	0.78

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

内 容 目 录

一、航空钛材新贵，三元业务齐飞	3
二、高端金属龙头，助力航空航天腾飞	5
三、行业竞争状态	9
四、募集资金用途	11
五、投资建议	12
六、风险提示	13

图 表 目 录

图表 1 西部超导发展历程	3
图表 2 西部超导股权及业务结构	3
图表 3 西部超导 2014-2018 年营业收入（亿元）	4
图表 4 西部超导 2014-2018 年归母净利（亿元）	4
图表 5 西部超导业务构成（亿元）	4
图表 6 西部超导业务毛利率（%）	5
图表 7 钛合金与超导合计毛利（亿元）	5
图表 8 西部超导分业务及相关产业链情况	5
图表 9 高端钛材产品收入明细（亿元）	6
图表 10 填补国内空白产品收入（亿元）	6
图表 11 主干钛合金三种型号收入（亿元）	6
图表 12 2018 年各国军用飞机现役数量（架）	7
图表 13 国外主要战斗机钛用量占比（质量分数）	7
图表 14 国内航空航天用钛材市场概况（吨）	7
图表 15 超导产品收入（亿元）及占比（%）	8
图表 16 超导分产品销售收入（亿元）	8
图表 17 超导分产品及加权平均毛利率（%）	8
图表 18 超导分产品及合计毛利（万元）	8
图表 19 相关公司钛产品营业收入（亿元）	10
图表 20 相关公司钛产品毛利率（%）	10
图表 21 全球低温超导领域主要企业	10
图表 22 公司与超导行业境外竞争对手 Bruker 超导事业部分部财务数据（百万元）	11
图表 23 钢研高纳分产品 2014-2018 年营收（亿元）	11
图表 24 钢研高纳分产品 2014-2018 年毛利率（%）	11
图表 25 西部超导募集资金用途	12
图表 26 西部超导业务营收拆分及预测（百万元）	12

一、航空钛材新贵，三元业务齐飞

西部超导材料科技有限公司创办于2003年2月；2012年7月改制为西部超导材料科技股份有限公司；2014年7月，在新三板挂牌，证券简称“西部超导”；2019年6月20日，通过科创板审核；2019年7月2日终止新三板挂牌。公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发生产。

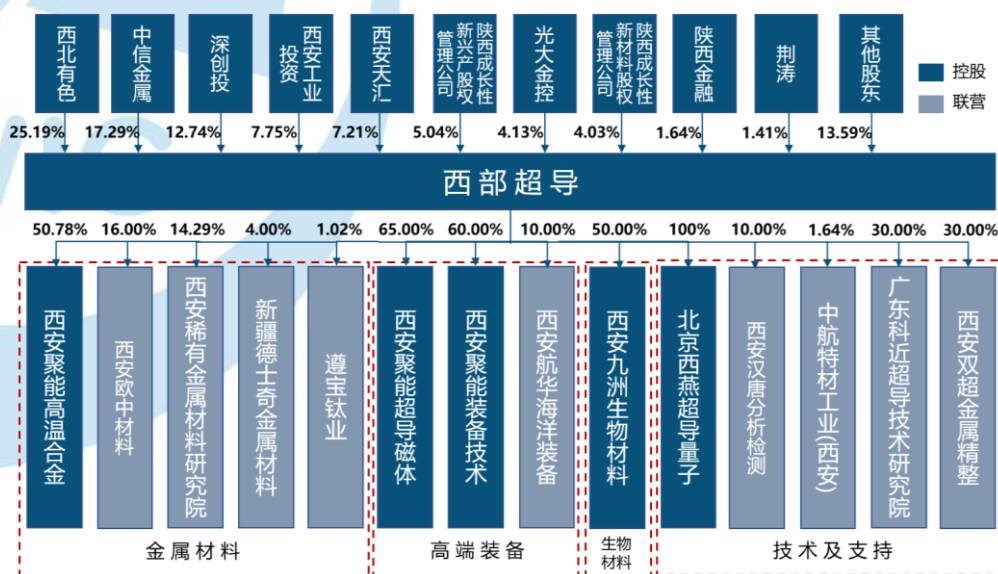
图表 1 西部超导发展历程

时间	公司重大事件
2003年02月	西部超导材料科技有限公司在西安成立
2009年02月	超导材料制备国家工程实验室，陕西省航空材料工程实验室落户西部超导
2010年09月	控股子公司北京西燕超导量子技术有限公司成立，主要从事超导量子技术研究、开发及技术储备
2011年06月	控股子公司西安聚能超导磁体科技有限公司成立
2011年11月	公司荣获“国家科技发明奖二等奖”
2012年07月	公司整体改制为西部超导材料科技股份有限公司
2013年12月	公司被国家五部委认定为“国家认定企业技术中心”
2014年07月	控股子公司西安聚能装备技术有限公司成立
2014年12月	公司在新三板挂牌，证券简称“西部超导”；证券代码 831628
2015年07月	控股子公司西安聚能高温合金材料科技有限公司成立
2015年12月	公司荣获“国家科技发明奖二等奖”
2019年06月	通过科创板审核

资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

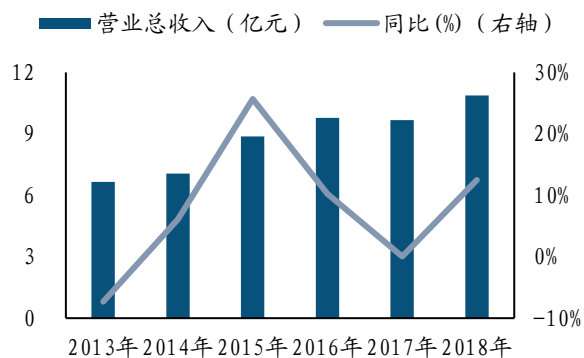
公司是我国高端钛合金重要研发生产基地；是国内唯一低温超导线材商业化生产企业，是全球唯一钕钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业；也是我国高温合金重点研发生产企业之一。公司控股股东、第一大股东系西北有色金属研究院。

图表 2 西部超导股权及业务结构

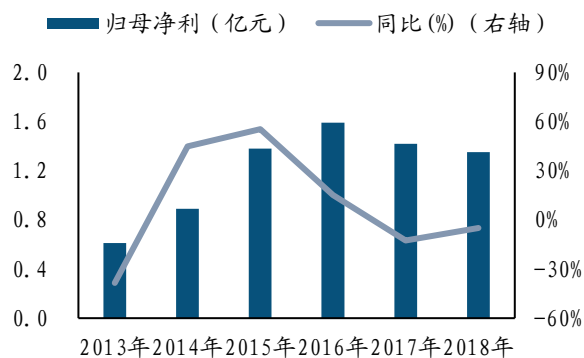


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

公司 2014 至 2018 年营业收入保持增长，2018 年实现营业收入 10.88 亿元，同比增长 12.51%，归母净利润 1.35 亿元，同比下降 4.95%，主要是由于材料价格涨幅较大。2019 年 1 季度营业总收入 3.45 亿元，归母净利润 0.36 亿元，分别同比增长 46.48% 和 13.86%。

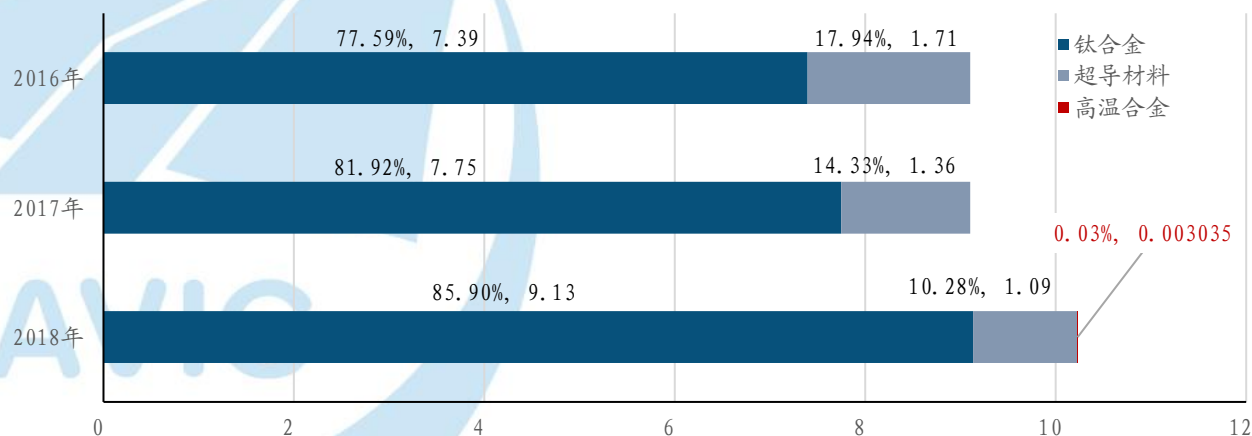
图表 3 西部超导 2014-2018 年营业收入（亿元）


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 4 西部超导 2014-2018 年归母净利润（亿元）


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

高端钛合金是西部超导重要收入来源。2016 至 2018 年，高端钛合金收入占比分别为 77.59%、81.92% 和 85.90%，超导材料收入占比分别为 17.94%、14.33% 和 10.28%。2018 年，高端钛合金和超导产品分别贡献毛利润 3.63 亿元和 0.12 亿元，合计 3.75 亿元，占公司毛利润总额比例 93.56%。

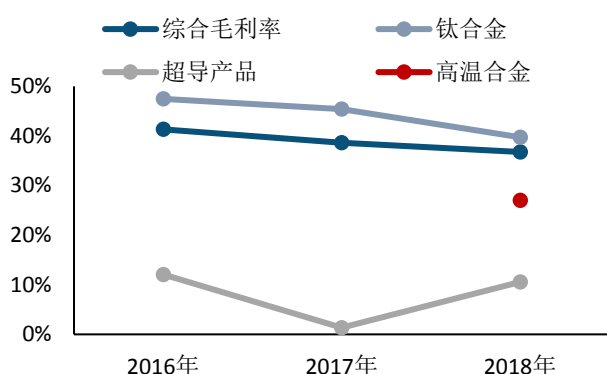
图表 5 西部超导业务构成（亿元）


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

公司高温合金产品 2018 年首次形成销售收入，合计 30.35 万元，毛利率 27.01%。

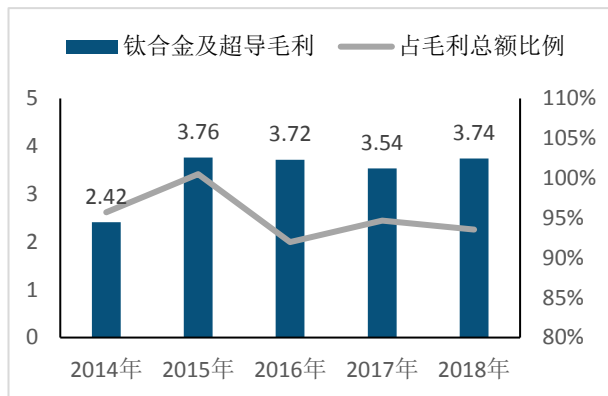
本次募集资金投资项目计划投资 5.08 亿元用于建设产能 2500 吨发动机用镍基高温合金棒材和粉末高温合金母合金生产线，建设期 2 年。

图表 6 西部超导业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 7 钛合金与超导合计毛利（亿元）

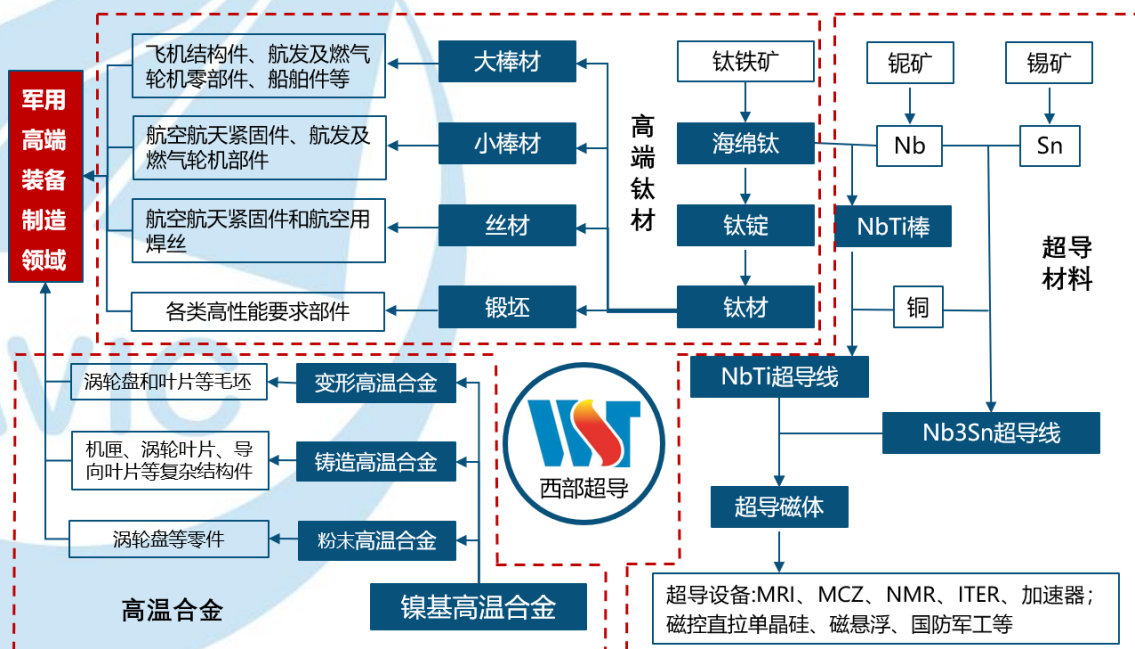


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

二、高端金属龙头，助力航空航天腾飞

公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发生产。2018年，公司70%以上的主营业务收入来自于军工行业，且绝对金额逐年提高，军品收入中绝大部分为高端钛合金材料，主要用于航空航天领域。

图表 8 西部超导分业务及相关产业链情况



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

2.1、高端钛合金业务概况：

公司生产的高端钛合金材料包括棒材、丝材、锻坯等，主要用于航空（包括飞机结构件、紧固件和发

动机部件等)、舰船、兵器等。2016年至2018年,高端钛合金销售收入分别为7.39亿元、7.75亿元和9.13亿元,占当期主营业务收入比例77.59%、81.92%和85.90%;毛利润分别为3.51亿元、3.52亿元和3.63亿元,占当期毛利润比例87.86%、94.96%和91.81%。

2016年至2018年棒材销售收入占产品销售收入比重分别为84.46%、79.28%和86.38%。2017年棒材收入占比较低主要原因为市场需求变化带来产品结构调整导致锻坯材料销售占比较大,整体来看,棒材是高端钛合金材料销售收入的主要来源。

图表 9 高端钛材产品收入明细 (亿元)

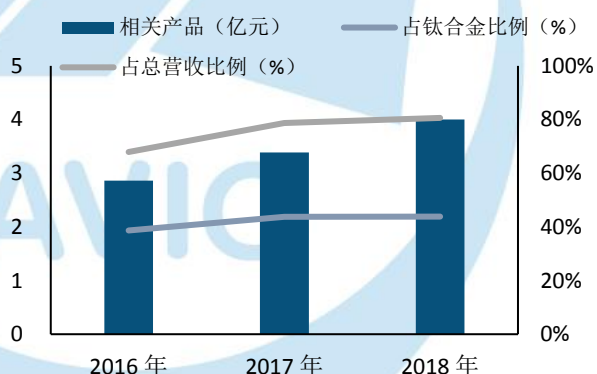
产品种类		2016 年度		2017 年度		2018 年度	
		营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例
棒材	大棒材	5.57	75.39%	5.29	68.28%	6.73	73.68%
	小棒材	0.67	9.07%	0.85	11.00%	1.16	12.70%
	小计	6.25	84.46%	6.14	79.28%	7.89	86.38%
丝材		0.10	1.37%	0.13	1.72%	0.13	1.44%
锻胚及其他		1.05	14.16%	1.47	19.01%	1.11	12.19%
合计		7.39	100.00%	7.75	100.00%	9.13	100%

资料来源:公司公告,中航证券金融研究所

公司自主研发并批量生产的多种新型钛合金填补了国内多项空白,其中,三种主要牌号新型钛合金已成为我国航空结构件、紧固件用主干钛合金,为我国新型战机、运输机的首飞和量产提供了关键材料。

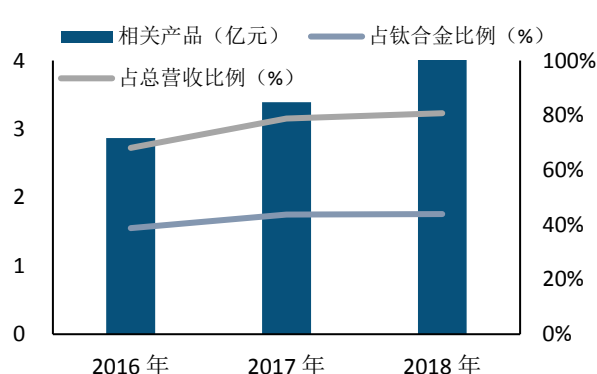
公司航空、航天结构件、紧固件用主干钛合金的三种型号分别为 TC4-DT、TC21 及 Ti45Nb,其中 TC4-DT、TC21 用于飞机结构件,而 Ti45Nb 主要用于飞机紧固件。

图表 10 填补国内空白产品收入 (亿元)



资料来源:公司公告,中航证券金融研究所

图表 11 主干钛合金三种型号收入 (亿元)



资料来源:公司公告,中航证券金融研究所

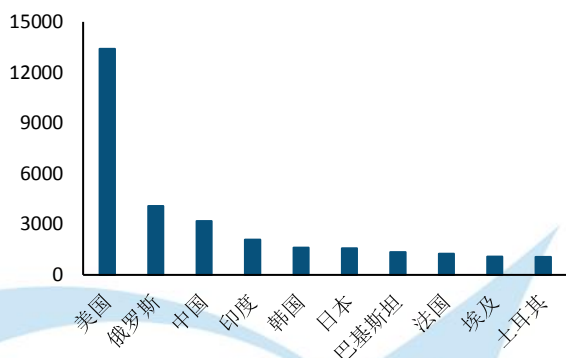
未来我国军机规模及钛含量将持续增长,我们测算2019-2028年国内航空航天用钛材需求量合金21.9万吨。高端钛材需求增长主要来源于:

① 根据《World air forces 2019》报告,截至2018年末,美国拥有军用飞机13398架,我国仅三千余架,较美国差距较大。仅从规模的角度考虑,为拥有与经济实力相匹配的军事实力,未来几年中国军用

飞机服役数目将呈现不断增长态势，国防军工对于高端钛合金的需求也有望随之逐步稳定增长。

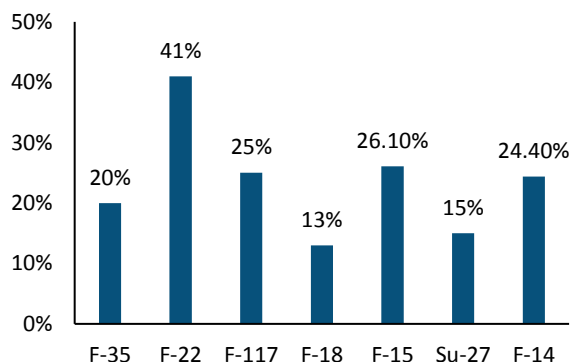
② 钛合金对于减轻结构重量、提高结构效率、改善结构可靠性、提高机体寿命、满足高温及腐蚀环境等方面具有其他金属不可替代的作用，其应用水平成为衡量飞机结构选材先进程度的重要指标，是影响军用飞机战技性能的重要因素。自20世纪60年代末以来，军用飞机的用钛量逐年增长。欧美研制的各类先进战斗机和轰炸机中钛合金用量已经稳定在20%以上，其中双发战机F-22更是高达41%。所以，假设不考虑军机数量的上升，仅考虑军用飞机的升级换代可为高端钛合金材料带来巨大市场空间。

图表 12 2018 年各国军用飞机现役数量（架）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

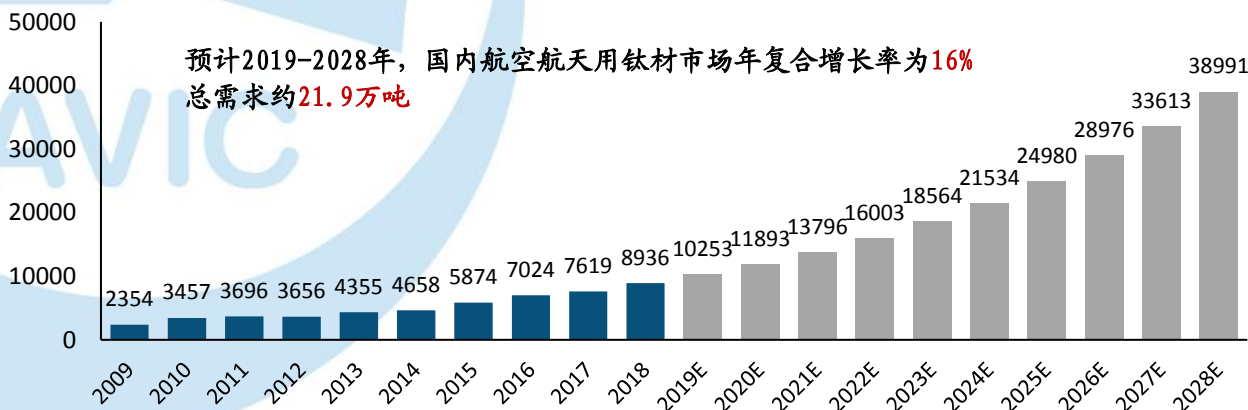
图表 13 国外主要战斗机钛用量占比（质量分数）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

③ 减轻飞机重量、增加运载能力、降低油耗是航空公司选择飞机的重要依据，提高钛材用量对于未来民用客机的开发具有重要意义，所以波音和空客主要机型的用钛量逐步提高。根据公司公告，中国国产民机ARJ21和C919单价钛金属含量为1.20吨和3.92吨，并且已获得大量订单。未来，随着国产民机的量产，将为高端钛合金产业带来万吨级市场需求。

图表 14 国内航空航天用钛材市场概况（吨）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

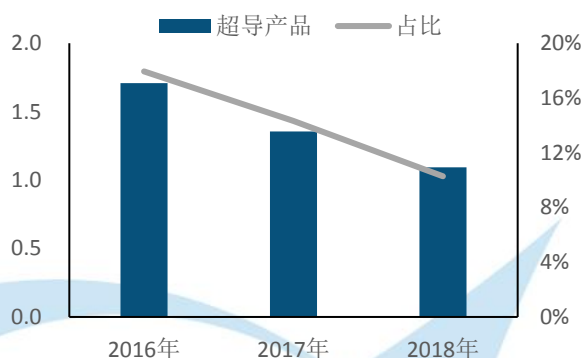
2.2、超导业务概况

低温超导材料是指在一定条件（临界转变温度 $T_c < 25K$ ）下，具有直流电阻为零和完全抗磁性的材料，

已被广泛用于超导设备，例如 MRI、MCZ、NMR 等。公司是目前国内唯一的低温超导线材商业化生产企业，是目前全球唯一的铌钛铌棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业。

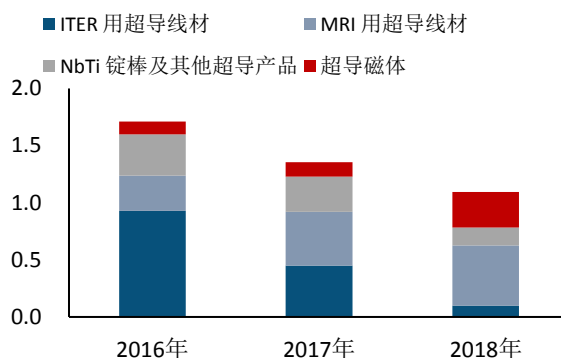
公司超导产品主要用于先进装备制造、大型科学工程等领域。2016 年至 2018 年，公司超导产品销售收入 1.71 亿元、1.36 亿元和 1.09 亿元，占当期主营业务收入比例 17.94%、14.33% 和 10.28%。超导产品销售收入及销售占比下滑，主要由于 ITER 项目完结，ITER 用线材销售收入逐步下降。毛利润分别为 0.21 亿元、0.02 亿元和 0.12 亿元，占当期毛利润比例 5.16%、0.49% 和 2.92%。

图表 15 超导产品收入（亿元）及占比（%）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 16 超导分产品销售收入（亿元）

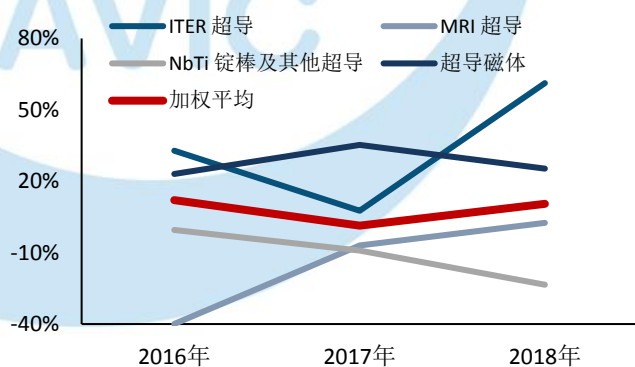


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

超导产品毛利率波动较大的原因分析：

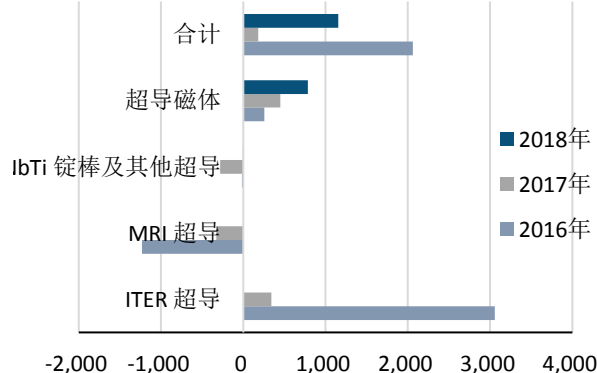
- ① ITER 用超导线材毛利率波动大，主要是 ITER 项目接近末期，各期供货的产品类型差异较大所致；
- ② MRI 用超导线材毛利率逐步上升，主要是由于公司报告期初开始 MRI 用超导线材的批量供货；
- ③ NbTi 铌棒及其他超导产品毛利率持续下滑，主要是由于高毛利率 NbTi 铌棒销量持续下降，毛利率较低的其他超导产品占比上升所致；
- ④ 超导磁体毛利率波动较大，主要是由于 2017 年公司向科研单位定制销售的高毛利率超导磁体系统销售占比较高所致。

图表 17 超导分产品及加权平均毛利率（%）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 18 超导分产品及合计毛利（万元）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

超导产品的下游主要是超导设备，随着 MRI（磁共振成像仪）、MCZ（磁控直拉单晶硅技术）、NMR（核

磁共振谱仪）等领域的发展，未来超导线材的市场空间广阔。

① MRI 是当前超导材料的最主要应用领域，已经广泛运用于全身各部位脏器的疾病诊断中。2017 年我国每百万人口 MRI 拥有量 6.2 台，与发达国家存在很大差距（美国 37.56 台，德国 34.49 台），无法满足国内市场需求，未来需求将保持增长；

② MCZ 直拉法是目前主要大尺寸单晶硅规模化量产技术，预测到 2020 年中国在半导体工业的投入将达到 30 亿美元。近年来在半导体产业的拉下单晶硅炉产量直线上升，为公司发展单晶硅生产用 MCZ 磁体奠定良好的市场基础；

③ NMR 是利用不同元素原子核磁共振效应的差异分析物质的磁学式分析仪器，其广泛用于化合物的结构测定、定量分析和生物学研究等方面，由于国内制药、石油化工等应用单位需求增长而不断提升。

2.3、高温合金业务概况

公司生产的高性能高温合金材料包括变形高温合金、铸造和粉末高温合金母合金，主要应用于航空发动机和燃气轮机、核电设备等国家重点发展领域。

变形高温合金以 GH4169、GH738、GH907、GH4698、GH4720Li 等合金为代表，主要用于航空发动机、燃气轮机的涡轮盘、机匣、叶片等热端部位。粉末高温合金母合金产品以 FGH4097 等为代表。

航空领域对高温合金的需求分为军用市场和民用市场，随着国家对航空发动机自主研发的力度加大以及“两机”重大专项等政策的落实，产业发展日渐加速。市场预测，未来 10 年我国军用航空市场带动的高温合金年均需求约为 6.03 亿美元；未来 20 年我国民用航空市场带动的高温合金年均需求约为 36.69 亿美元。

此外，燃气轮机也是我国“两机”重大专项的重点发展方向之一，我国新世纪四大工程中“西气东输”、“西电东送”、“南水北调”等三大工程均需要大量 30 兆瓦级工业型燃气轮机，同时我国舰船制造业的快速发展需要大量 30 兆瓦级舰船燃气轮机，我国已成为世界最大的燃气轮机潜在市场，是发达国家燃气轮机出口的主要需求国之一。燃气轮机大规模应用为高温合金行业带来广阔的市场前景。

三、行业竞争状态

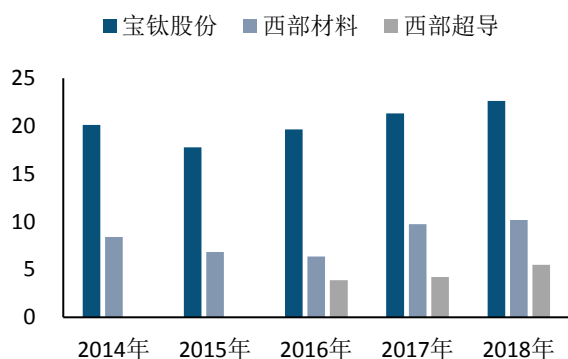
3.1 高端钛合金市场“三分天下”

公司生产的高端钛合金材料主要面向国内航空市场，尤其是军用市场，由于各国对军工材料的出口均有严格的限制，因此目前公司基本上不会面临来自国外公司的竞争，国内能够生产航空用高端钛合金材料的上市企业主要是西部超导、宝钛股份和西部材料（与西部超导的实控人相同），非上市公司是金天钛业。

其中，宝钛股份是我国规模最大的钛材生产企业，2018 年公司实现军、民用钛材销售量 10000.07 吨，钛产品销售收入 22.63 亿元，钛产品毛利率 24.74%；西部材料和西部超导的第一大股东都是西北有色金属

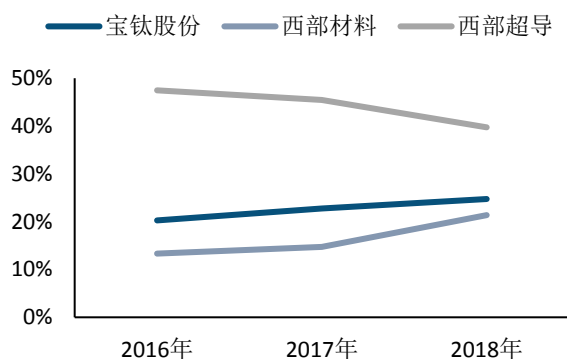
研究院，西部材料的钛制品主要为钛及钛合金板和带材，2018 年公司钛制品营业收入 10.18 亿元，毛利率 21.3%；金天钛业主要生产高质量铸锭和钛及钛合金带卷板坯、大型锻件、高精度棒线材等产品，也已经广泛应用于航空、航天、舰船等国防工业。

图表 19 相关公司钛产品营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 20 相关公司钛产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

一般来讲，有资质供应军用航空材料的企业，要首先获得保密资格和军品科研生产相关许可，并预先进行大量研发，再依次通过工艺评审、材料评审、地面功能试验、地面静力试验、装机考核、装机评审，进入门槛较高，所以，**高端钛合金市场格局相对稳定。**

3.2 超导产品市场垄断优势显著

公司是目前国内唯一实现低温超导线材商业化生产的企业，在国内尚无竞争对手，也是 GE 和 SIEMENS 的合格供应商，生产的 MCZ 用磁体已实现批量供应。公司也是目前全球唯一的铌钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业。

图表 21 全球低温超导领域主要企业

企业名称	NbTi		Nb ₃ Sn		超导磁体	超导设备	
	锭棒	线材	青铜法	MRI		MRI	NMR
国内	西部超导	✓	✓	✓			
	南京丰盛				✓		
	潍坊新力				✓		
	成都奥泰				✓	✓	
	朗润医疗					✓	
	东软医疗					✓	
	大连金山						✓
国外	美国 Wah Chang	✓					
	英国 Oxford		✓	✓	✓		
	德国 Bruker		✓	✓	✓		✓
	英国 Luvata		✓	✓			
	日本 JASTEC		✓		✓		
	美国 GE				✓	✓	

	德国 Siemens					✓	✓	
	荷兰 Philips					✓	✓	
	日本 JEOL							✓
	美国 Varian							✓

资料来源：公司官网、网络新闻，中航证券金融研究所

图表 22 公司与超导行业境外竞争对手 Bruker 超导事业部分部财务数据（百万元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	西部超导	Bruker	西部超导	Bruker	西部超导	Bruker
超导产品收入	170.93	842.91	135.52	1,267.31	109.32	1,265.25
超导产品毛利	20.63	144.14	1.82	193.9	11.56	226.48
毛利率	12.07%	17.10%	1.35%	15.30%	10.57%	17.90%

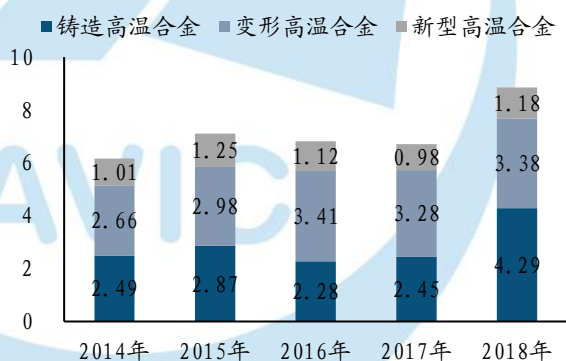
资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

3.3 高温合金“国产代替进口”

公司生产的部分高温合金产品性能达到了国内先进水平，和国外同类产品的技术水平相当，量产后将补上我国“两机”用高性能高温合金的“短板”。

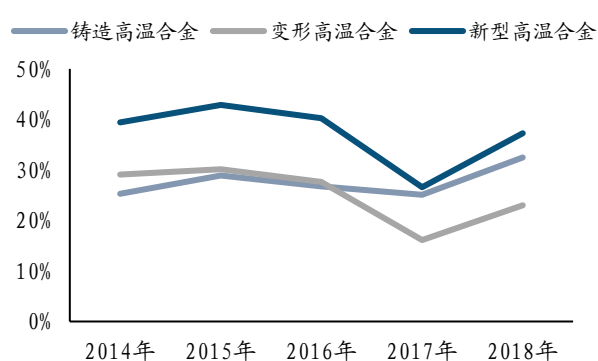
高温合金主要面向国内航空市场，尤其是军用市场，旨在填补国内空白和代替进口。目前国内能够生产高温合金材料的上市企业包括钢研高纳、宝钢股份、ST 抚钢等，非上市公司有长城特钢、北京航空材料研究院、中国科学院金属研究所等。“两机”用高温合金的进入门槛也非常高，需要预先进行大量研发，并且通过多个评审环节。如果募项目投产之后，公司高温合金业务可以参考钢研高纳的经营情况。

图表 23 钢研高纳分产品 2014-2018 年营收（亿元）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 24 钢研高纳分产品 2014-2018 年毛利率（%）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

四、募集资金用途

西部超导拟公开发行不超过 4420 万股，募集 8 亿元，其中本次募集资金投资项目拟投资 5.08 亿元，

用于建设产能 2500 吨发动机用镍基高温合金棒材和粉末高温合金母合金生产线，其中镍基高温合金棒材 1900 吨，粉末高温合金母合金 600 吨。

公司从 2014 年开始开展高性能高温合金的工程化研究，本项目的核心技术来源于公司多年来的技术积累；募集资金 2.92 亿元偿还银行贷款，之后公司的资金实力将大幅增强，净资产规模亦将随之扩大，公司净利润也将有所增加。

图表 25 西部超导募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入额	建设期
1	发动机高性能高温合金材料及粉末盘项目	5.08 亿元	5.08 亿元	2 年
2	偿还银行贷款	2.92 亿元	2.92 亿元	-
合计		80000	80000	-

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

五、投资建议

公司高端钛合金市场地位稳固，未来业值得期待：

（1）公司高端钛合金产品填补了多项国内空白，并且已经批量应用于多型号装备，市场地位稳固。

随着空军装备需求释放，公司业绩将稳定增长；公司承担着大量的新型军用飞机、大型客机、航空发动机、兵器等材料的研发工作，为未来市场奠定了基础，对未来业绩提供了支撑；2019 年 1 季度营业总收入 3.45 亿元，归母净利 0.36 亿元，分别同比增长 46.48%和 13.86%。

（2）超导产品领域垄断优势显著，将独享国内超导设备行业发展；

（3）高温合金产品性能达到了国内先进水平，和国外同类产品的技术水平相当，募资投资项目完成之后，有望补上我国“两机”用高性能高温合金的“短板”。

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 13.55 亿元、17.10 亿元和 20.22 亿元，净利润分别为 2.09 亿元、2.89 亿元和 3.44 亿元。假设公司本次 IPO 发行 4420 万股，总股本增至 44127.02 万股，则 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.65 元和 0.78 元。对应公司发行价 15 元/股，公司 2019-2021 年 PE 分别为 31.67X、22.90X 和 19.24X。我们预计 PE 区间 35-45 倍，则 2019 年目标股价区间为 16.45 至 21.15 元。

图表 26 西部超导业务营收拆分及预测（百万元）

业务板块	项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、高端钛合金	营收（百万元）	739.36	774.76	913.35	1187.35	1543.56	1852.27

	同比增长	—	4.79%	17.89%	30.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	47.47%	45.43%	39.73%	39.73%	39.73%	39.73%
二、超导材料	营收（百万元）	170.93	135.52	109.32	103.85	103.85	103.85
	同比增长	—	-20.72%	-19.33%	-5.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	12.07%	1.35%	10.57%	8.00%	8.00%	8.00%
三、高温合金	营收（百万元）	—	—	0.30	0.61	1.21	2.43
	同比增长	—	—	—	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	—	—	27.01%	27.01%	27.01%	27.01%
四、其他收入	营收（百万元）	42.61	35.50	40.28	39.47	38.42	39.39
	同比增长	—	-16.69%	13.48%	-2.03%	-2.66%	2.53%
	毛利率	65.39%	47.50%	51.47%	54.79%	51.25%	52.50%
五、其他业务	营收（百万元）	24.86	21.55	25.14	23.85	23.51	24.17
	同比增长	—	-39.48%	22.96%	4.28%	-8.94%	5.03%
	毛利率	18.23%	14.14%	19.66%	17.34%	17.05%	18.02%
合 计	营收（百万元）	977.76	967.33	1088.39	1355.13	1710.56	2022.11
	同比增长	—	-1.07%	12.52%	24.51%	26.23%	18.21%
	毛利率	41.32%	38.63%	36.77%	37.34%	37.74%	38.07%

资料来源：中航证券金融研究所

六、风险提示

宏观经济下行，市场需求下滑；军品需求不及预期；行业竞争加剧导致盈利能力下滑；商誉减值等。

特别提示：科创板公司具有研发投入大、经营风险高、业绩不稳定、退市风险高等特点，投资者将面临较大的市场风险。投资者应充分了解科创板市场的投资风险及上市公司所披露的风险因素，审慎作出投资决定。

附表：财务预测与估值

报表预测（单位：百万元）						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	977.76	967.33	1088.39	1355.13	1710.56	2022.11
减：营业成本	573.77	593.61	688.19	849.14	1065.03	1252.30
营业税金及附加	11.75	15.77	11.28	17.48	22.41	24.47
销售费用	10.47	10.70	15.93	19.79	24.97	29.52
管理费用	96.07	92.27	114.10	155.84	196.72	232.54
财务费用	41.37	41.00	33.40	44.76	45.22	66.59
资产减值损失	36.14	19.47	33.67	40.00	40.00	40.00
加：投资收益	0.59	7.20	2.54	2.38	2.38	2.38
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	180.55	158.31	147.34	230.53	318.64	379.08
加：其他非经营损益	1.51	2.09	0.53	0.37	0.40	0.41
利润总额	182.06	160.40	147.88	230.90	319.04	379.49
减：所得税	22.60	17.49	13.99	21.84	30.17	35.89
净利润	159.46	142.90	133.89	209.06	288.87	343.60
减：少数股东损益	0.65	0.92	-1.06	-0.24	-0.62	-0.96
归属母公司股东净利润	158.81	141.98	134.95	209.30	289.49	344.55
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	908.72	607.56	852.85	203.27	256.59	303.32
应收和预付款项	796.34	1003.55	1162.58	1391.09	1789.70	2109.06
存货	671.94	727.80	758.42	990.10	1240.76	1432.63
其他流动资产	10.67	55.85	24.61	30.64	38.67	45.72
长期股权投资	0.00	0.00	18.36	18.56	18.76	18.96
投资性房地产	8.04	7.50	7.93	7.81	7.80	7.82
固定资产和在建工程	550.02	789.53	896.17	924.96	952.68	979.08
无形资产和开发支出	227.77	212.88	203.77	175.40	147.03	118.66
其他非流动资产	141.60	95.71	69.70	106.18	136.71	163.82
资产总计	3315.10	3500.38	3994.39	3848.01	4588.71	5179.07
短期借款	636.82	774.07	804.09	564.36	947.02	1227.62
应付和预收款项	290.74	387.93	543.27	588.28	764.99	904.30
长期借款	198.20	182.40	324.91	324.91	324.91	324.91
其他负债	273.84	196.46	342.65	290.19	350.19	410.19
负债合计	1399.59	1540.85	2014.93	1767.74	2387.12	2867.02
股本	397.07	397.07	397.07	397.07	397.07	397.07
资本公积	1188.75	1188.75	1194.18	1194.18	1194.18	1194.18
留存收益	292.12	314.98	330.81	432.77	554.32	665.49
归属母公司股东权益	1881.11	1905.75	1926.72	2027.76	2149.70	2261.12
少数股东权益	34.40	53.78	52.75	52.51	51.89	50.93
股东权益合计	1915.51	1959.53	1979.47	2080.27	2201.59	2312.05
负债和股东权益合计	3315.10	3500.38	3994.39	3848.01	4588.71	5179.07
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流净额	31.83	17.35	243.59	-70.08	-46.04	133.00
投资性现金流净额	-139.92	-232.68	-143.13	-136.36	-130.53	-127.14
筹资性现金流净额	712.85	-111.64	109.25	-443.13	229.89	40.87
现金流量净额	604.70	-328.29	217.70	-649.58	53.32	46.73

资料来源：Wind 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士、博士后，中航证券金融研究所所长

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，在此申明，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：

本报告并非针对或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查照只用，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其客户。

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，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。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。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、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根据的研究或分析。