

2021年03月31日

西部超导 (688122.SH)

公司快报

有色金属 | 稀有金属 III

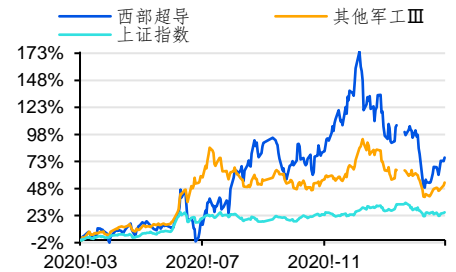
 投资评级 **买入-B(首次)**

 股价(2021-03-30) **54.20 元**

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 23,916.94 |
| 流通市值(百万元) | 16,823.03 |
| 总股本(百万股) | 441.27 |
| 流通股本(百万股) | 310.39 |
| 12个月价格区间 | 27.95/85.86 元 |

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | -7.93 | -29.34 | 43.9 |
| 绝对收益 | -9.43 | -28.11 | 69.72 |

分析师

杨立宏

SAC 执业证书编号: S0910518030001

yanglihong@huajinsec.cn

报告联系人

胡锦琛

hujinchen@huajinsec.cn

相关报告

西部超导: 新材翘楚, 皇冠明珠 2019-06-23

业绩超预期, 持续受益军用需求高景气度

投资要点

- ◆ **事件内容:** 公司发布 2020 年年度报告: 公司 2020 年实现营业收入 21.13 亿元, 同比增长 48.53%; 实现归属于母公司股东的净利润 3.71 亿元, 同比大幅增长 134.31%。
- ◆ **产能释放带动主要产品产销量同比大幅提升, 盈利能力进一步增强:** 分主营产品结构来看, 公司主要产品有高端钛合金材料、超导产品、高性能高温合金材料三项。产销量方面, 报告期内公司高端钛合金产量 4876.96 吨 (+17.1%), 实现销量 4830.57 吨 (+32.7%); 超导产品产量 548.95 吨 (+48.9%), 实现销量 492 吨 (+49.1%); 高性能高温合金材料产品开始放量, 产量 331.37 吨 (+474.6%), 销量 246.25 吨 (+201.8%)。毛利率方面, 公司高端钛合金产品实现毛利率 43.03%, 增加 4.49%; 超导产品毛利率 4.51%, 同比减少 0.13%; 高性能高温合金毛利率为 -11.42%, 但较去年增加 16.96%。公司主营业务综合毛利率增加 3.95% 至 38.38%, 公司整体盈利能力进一步增强。
- ◆ **主要产品研发进度取得实质性进展, 产业链协作保障原材料供应:** 报告期内公司主要产品研发进度均取得实质性进展: 钛合金材料方面, 公司持续加大航空发动机用及飞机结构件用关键钛合金材料的研发力度, 自主研发的某超高强度钛合金性能优异, 试制产品满足某新型号关键材料技术要求; 高温合金方面, 突破了十余个牌号高温合金的批量生产技术, 具备相关牌号高温合金的量产能力, 多个牌号通过某大型发动机长试考核, 产品质量稳定, 已向相关需求单位开始供货, 公司钛合金与高温合金产品技术实力的提升, 有效提升了对下游客户的供应能力, 巩固了公司行业地位。2020 年 10 月 17 日公司投资参股朝阳金达, 其长期为公司海绵钛的主要供应商, 2019 年海绵钛产量 8855 吨, 位居行业第五位, 同时根据钛合金在线公布数据, 预计朝阳金达 2020 年新增海绵钛产能 10000 吨。公司对朝阳金达的投资参股有利于保障公司取得稳定的原材料供货渠道、控制原材料供给的质量风险
- ◆ **持续受益于军用需求高景气度, 民机需求助力拓宽新市场:** 公司高端钛合金主要供应我国军用新型战斗机及运输机, 高温合金主要供应我国新型发动机项目。我国当前国防建设由“能力建设”逐步转向“放量建设”。根据 Flightglobal 发布的《World Airforce 2020》当中数据, 我国当前第三代战机占比低于 50%, 其中 J-20 仅 15 架, 与美国三、四代战机占比数量超过 90% 相比, 仍有较大提升空间。同时伴随战机的代际提升, 单机用钛量有望大幅提升。我国运-20 当前仍处于放量生产阶段, 运-20 作为大型军用运输机, 单机用钛量约达 4.7 吨, 较战斗机用钛量需求进一步大幅提升。同时我国 ARJ-21 民用进展推广顺利, C-919 即将取得适航证, 我国自主研发的民机需求有望帮助公司拓宽新的市场需求。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.21、1.53 和 2.07 元。净资产收益率分别为 15.5%、16.7% 和 18.8%, 我们首次覆盖给予买入-B 建议。

◆ **风险提示:** 1, 军工订单需求不及预期; 2, 原材料海绵钛价格大幅上涨; 3, 高温合金业务发展进度不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,446 | 2,113 | 2,939 | 3,750 | 4,803 |
| YoY(%) | 32.9 | 46.1 | 39.1 | 27.6 | 28.1 |
| 净利润(百万元) | 158 | 371 | 536 | 675 | 913 |
| YoY(%) | 17.3 | 134.3 | 44.5 | 25.9 | 35.3 |
| 毛利率(%) | 33.7 | 37.9 | 39.7 | 40.9 | 42.4 |
| EPS(摊薄/元) | 0.36 | 0.84 | 1.21 | 1.53 | 2.07 |
| ROE(%) | 5.9 | 12.8 | 15.5 | 16.7 | 18.8 |
| P/E(倍) | 148.1 | 63.2 | 43.8 | 34.7 | 25.7 |
| P/B(倍) | 9.1 | 8.3 | 7.0 | 6.0 | 4.9 |
| 净利率(%) | 10.9 | 17.5 | 18.2 | 18.0 | 19.0 |

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 3508 | 4089 | 8635 | 10355 | 13634 | 营业收入 | 1446 | 2113 | 2939 | 3750 | 4803 |
| 现金 | 780 | 471 | 3623 | 4622 | 5921 | 营业成本 | 959 | 1312 | 1773 | 2217 | 2766 |
| 应收票据及应收账款 | 1448 | 2116 | 2842 | 3483 | 4619 | 营业税金及附加 | 14 | 23 | 35 | 40 | 51 |
| 预付账款 | 20 | 10 | 31 | 21 | 46 | 营业费用 | 18 | 35 | 40 | 53 | 68 |
| 存货 | 1025 | 1139 | 1786 | 1871 | 2692 | 管理费用 | 136 | 146 | 203 | 258 | 331 |
| 其他流动资产 | 235 | 353 | 352 | 356 | 356 | 研发费用 | 141 | 131 | 182 | 232 | 297 |
| 非流动资产 | 1295 | 1451 | 2003 | 2485 | 3067 | 财务费用 | 33 | 60 | 126 | 219 | 298 |
| 长期投资 | 38 | 99 | 162 | 225 | 290 | 资产减值损失 | -17 | -59 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 921 | 1008 | 1394 | 1770 | 2253 | 公允价值变动收益 | 1 | 9 | 2 | 3 | 4 |
| 无形资产 | 189 | 173 | 191 | 171 | 153 | 投资净收益 | 4 | 7 | 5 | 5 | 5 |
| 其他非流动资产 | 147 | 171 | 255 | 319 | 372 | 营业利润 | 165 | 416 | 589 | 739 | 1001 |
| 资产总计 | 4803 | 5540 | 10638 | 12840 | 16701 | 营业外收入 | 5 | 7 | 4 | 4 | 5 |
| 流动负债 | 1622 | 2000 | 6540 | 8189 | 11248 | 营业外支出 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 661 | 1033 | 4842 | 6613 | 8899 | 利润总额 | 167 | 423 | 592 | 742 | 1005 |
| 应付票据及应付账款 | 614 | 651 | 1059 | 1079 | 1588 | 所得税 | 14 | 53 | 61 | 75 | 104 |
| 其他流动负债 | 347 | 315 | 640 | 497 | 761 | 税后利润 | 153 | 370 | 531 | 666 | 901 |
| 非流动负债 | 566 | 653 | 680 | 667 | 658 | 少数股东损益 | -5 | -1 | -5 | -8 | -12 |
| 长期借款 | 318 | 383 | 410 | 396 | 388 | 归属母公司净利润 | 158 | 371 | 536 | 675 | 913 |
| 其他非流动负债 | 248 | 270 | 270 | 270 | 270 | EBITDA | 300 | 597 | 836 | 1131 | 1528 |
| 负债合计 | 2188 | 2653 | 7220 | 8855 | 11907 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 47 | 78 | 74 | 65 | 53 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 441 | 441 | 441 | 441 | 441 | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 1753 | 1755 | 1755 | 1755 | 1755 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 370 | 608 | 800 | 1073 | 1509 | 营业收入(%) | 32.9 | 46.1 | 39.1 | 27.6 | 28.1 |
| 归属母公司股东权益 | 2569 | 2809 | 3344 | 3920 | 4742 | 营业利润(%) | 12.2 | 152.0 | 41.5 | 25.3 | 35.5 |
| 负债和股东权益 | 4803 | 5540 | 10638 | 12840 | 16701 | 归属于母公司净利润(%) | 17.3 | 134.3 | 44.5 | 25.9 | 35.3 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 33.7 | 37.9 | 39.7 | 40.9 | 42.4 |
| | | | | | | 净利率(%) | 10.9 | 17.5 | 18.2 | 18.0 | 19.0 |
| | | | | | | ROE(%) | 5.9 | 12.8 | 15.5 | 16.7 | 18.8 |
| | | | | | | ROIC(%) | 4.8 | 9.7 | 7.2 | 7.8 | 8.2 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 45.5 | 47.9 | 67.9 | 69.0 | 71.3 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.2 | 2.0 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 1.8 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 148.1 | 63.2 | 43.8 | 34.7 | 25.7 |
| | | | | | | P/B | 9.1 | 8.3 | 7.0 | 6.0 | 4.9 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 79.6 | 40.9 | 30.2 | 23.0 | 17.7 |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn