

## 2020 年年报点评：全年业绩大幅增长，有望持续受益于军工市场高景气

买入（维持）

2021 年 03 月 31 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 刘中玉

执业证号：S0600520120001  
18801026093

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,113	2,921	3,769	4,757
同比（%）	46.1%	38.2%	29.0%	26.2%
归母净利润（百万元）	371	548	741	1,005
同比（%）	134.3%	47.7%	35.3%	35.6%
每股收益（元/股）	0.84	1.24	1.68	2.28
P/E（倍）	64.51	43.66	32.27	23.79

事件：公司发布 2020 年度报告，2020 年全年实现营业收入 21.13 亿元，同比+46.10%；归母净利润 3.71 亿元，同比+134.31%，符合我们预期。

### 投资要点

#### ■ 钛合金产品收入同比增长 49%，高温合金销量大幅增长

2020 年全年实现营业收入 21.13 亿元，同比+46.10%。1) 钛合金产品：实现销售收入 17.83 亿元，同比+48.53%，公司航空钛合金在国内军工市场的主导地位稳固，受益于航空客户需求增长强劲，钛合金销量 4,830.75 吨，同比+32.70%。2) 超导产品：实现销售收入 1.95 亿元，同比+35.30%，超导产品（除超导磁体）销量 492.00 吨，同比+49.05%，其中 MRI 用 NbTi 超导线材月产量不断提升，MRI 超导收入同比+45.25%。3) 高温合金产品：实现销售收入 0.34 亿元，同比+235.34%，公司突破了以 GH4169、GH4738、GH907、GH4698、GH4720Li 等合金为代表的十余个牌号高温合金的批量生产技术，高温合金销量 246.25 吨，同比+201.82%。随新型武器装备列装加速，核心产品钛合金销量大幅增长，带动公司收入规模迅速增加。

#### ■ 净利润实现大幅增长，规模效应驱动盈利能力提升

2020 年全年实现归母净利润 3.71 亿元，同比+134.31%。1) 毛利率：钛合金产品毛利率同比+4.49pcts 至 43.03%；超导产品毛利率同比-0.13pcts 至 4.51%；高温合金产品毛利率同比+16.96pcts。受益于产品结构的持续改善、核心原材料价格走低以及规模效应的叠加，综合毛利率同比+4.22pcts 至 37.91%。2) 费用端：随着销售规模的扩大，期间费用率同比-5.14pcts 至 17.53%，其中销售费用率 1.63%（同比-0.41pcts），管理费用率 6.89%（同比-2.55pcts），财务费用率 2.82%（同比+0.56pcts），研发费用率 6.19%（同比-3.56pcts），综合影响之下净利率同比+6.89pcts 至 17.50%。我们预计在钛合金产品快速放量的背景下，规模效应仍将有效提升公司的盈利能力。

#### ■ 钛合金业务将快速发展，高温合金有望成为新的增长点

(1) 美、俄等国家航空航天钛材消费占比超过 70%，中国 2019 年航空航天钛材消费占比仅为 18%，未来提升空间广阔。我们预计十四五期间国内军机结构钛材需求量将达到 2.6 万吨，民用飞机钛材需求量将达到 11.6 万吨，将带动公司钛合金业务快速发展。(2) 2019 年国内高温合金需求量 48222 吨，国产高温合金供应缺口超过 20000 吨。公司 2020 年已经实现高温合金量产 331.37 吨，同时建成 2000 吨高温合金棒材产能，新建 1900 吨棒材和 600 吨粉末母合金产能，未来有望成为公司新的业绩增长点。(3) 超导材料方面，公司是国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，MRI 超导材料打破了外商垄断，有望打开超导业务的发展空间。

■ 盈利预测与投资评级：我们维持 2021-2022 年净利润预测 5.48/7.41 亿元，预计 2023 年净利润 10.05 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.24/1.68/2.28 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 44/32/24 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：原材料价格波动；高温合金业务发展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	54.20
一年最低/最高价	27.95/85.86
市净率(倍)	8.52
流通 A 股市值(百万元)	16823.03

### 基础数据

每股净资产(元)	6.36
资产负债率(%)	47.89
总股本(百万股)	441.27
流通 A 股(百万股)	310.39

### 相关研究

1、《西部超导 (688122)：高端合金行业新锐，军用钛合金进入收获期》2021-02-23

西部超导三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,089</b>	<b>5,149</b>	<b>5,446</b>	<b>6,611</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,113</b>	<b>2,921</b>	<b>3,769</b>	<b>4,757</b>
现金	471	584	754	952	减:营业成本	1,312	1,765	2,269	2,834
应收账款	2,116	2,179	2,780	2,916	营业税金及附加	23	30	39	50
存货	1,139	1,984	1,534	2,321	营业费用	35	35	41	48
其他流动资产	363	401	377	422	管理费用	146	245	306	372
<b>非流动资产</b>	<b>1,451</b>	<b>1,890</b>	<b>2,293</b>	<b>2,729</b>	研发费用	131	230	268	319
长期股权投资	99	164	230	295	财务费用	60	49	54	44
固定资产	1,008	1,377	1,724	2,104	资产减值损失	-59	37	46	58
在建工程	16	52	72	92	加:投资净收益	7	5	6	6
无形资产	173	144	114	84	其他收益	73	63	68	65
其他非流动资产	155	154	154	153	资产处置收益	-1	0	-0	-0
<b>资产总计</b>	<b>5,540</b>	<b>7,038</b>	<b>7,738</b>	<b>9,340</b>	<b>营业利润</b>	<b>416</b>	<b>603</b>	<b>824</b>	<b>1,110</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,000</b>	<b>3,121</b>	<b>3,253</b>	<b>4,040</b>	加:营业外净收支	7	3	3	4
短期借款	1,033	1,472	1,721	1,671	<b>利润总额</b>	<b>423</b>	<b>606</b>	<b>827</b>	<b>1,114</b>
应付账款	651	1,143	1,123	1,724	减:所得税费用	53	63	95	122
其他流动负债	315	506	409	645	少数股东损益	-1	-5	-9	-14
<b>非流动负债</b>	<b>653</b>	<b>664</b>	<b>644</b>	<b>613</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>371</b>	<b>548</b>	<b>741</b>	<b>1,005</b>
长期借款	383	394	374	342	EBIT	497	679	917	1,203
其他非流动负债	270	270	270	270	EBITDA	597	791	1,065	1,392
<b>负债合计</b>	<b>2,653</b>	<b>3,785</b>	<b>3,897</b>	<b>4,653</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	78	73	64	51	每股收益(元)	0.84	1.24	1.68	2.28
归属母公司股东权益	2,809	3,180	3,778	4,637	每股净资产(元)	6.36	7.21	8.56	10.51
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,540</b>	<b>7,038</b>	<b>7,738</b>	<b>9,340</b>	发行在外股份(百万股)	441	441	441	441
					ROIC(%)	12.3%	14.2%	16.6%	19.8%
					ROE(%)	12.8%	16.7%	19.1%	21.2%
					毛利率(%)	37.9%	39.6%	39.8%	40.4%
					销售净利率(%)	17.5%	18.8%	19.7%	21.1%
					资产负债率(%)	47.9%	53.8%	50.4%	49.8%
					收入增长率(%)	46.1%	38.2%	29.0%	26.2%
					净利润增长率(%)	141.0%	46.8%	34.8%	35.5%
					P/E	64.51	43.66	32.27	23.79
					P/B	8.52	7.52	6.33	5.16
					EV/EBITDA	41.69	32.01	23.84	18.05

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

