



中航证券研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 董俊业

证券执业证书号: S0640520040001

研究助理: 邱净博

证券执业证书号: S0640119100018

邮箱: qiujb@avicsec.com

西部超导 (688122) 2020 年报点评: 业绩大幅增长, 归母净利润增长 134.31%

行业分类: 国防军工

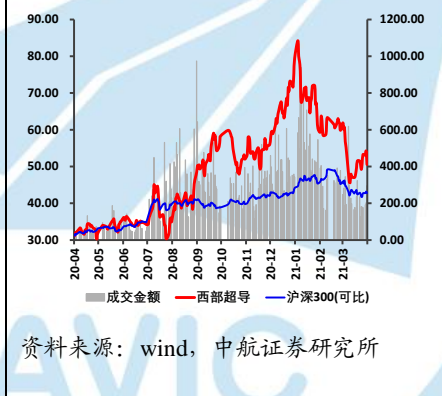
2021 年 4 月 4 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.2)	50.34
目标价格	61.88

基础数据 (2021.4.2)

上证指数	3484.39
总股本 (亿股)	4.41
流通 A 股 (亿股)	3.10
资产负债率(2020 年)	47.89%
ROE (加权, 2020 年)	13.84%
PE (TTM)	59.90
PB (LF)	7.91

近一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 2020 年营业收入 21.13 亿元 (+46.10%), 归母净利润 3.71 亿元 (+134.31%), 毛利率 37.91% (+4.22pcts), 净利率 17.50% (+6.89pcts)。

➤ **投资要点:**

● **归母和扣非净利润大幅度增长, 增速属历史较高水平:** 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、生产和销售。2020 年公司在手订单充足, 产能逐步释放, 规模效益初现, 各项营业指标大幅度增长。营业收入 21.13 亿元 (+46.10%), 归母净利润 3.71 亿元 (+134.31%), 扣非净利润 2.93 亿元 (+164.35%), 归母和扣非净利润增速属历史较高水平。毛利率 37.91% (+4.22pcts), 净利率 17.50% (+6.89pcts), 加权 ROE 13.84% (+6.57pcts)。主要因为高端钛合金市场需求旺盛、产品结构持续改善、年度原材料平均采购价格略有下降、规模效应初现等因素。**费用方面:** 销售费用 3451.64 万元 (+95.64%), 主要是由于公司购买新材料应用综合保险 1867.80 万所致; 管理费用 1.46 亿元 (+6.66%); 研发费用 1.31 亿元 (-7.28%); 财务费用 5960.61 万元 (+82.32%), 主要是由于外币汇率波动所致。

业务方面: 报告期内, 公司主要业务分为三类: 航空发动机及衍生产品、外贸出口转包业务、非航空产品及其他业务。其中, **钛合金方面**, 国内航空客户需求增长强劲, 合同量饱满, 产量 4876.96 吨 (+17.15%); 销量 4830.75 吨 (+32.70%), 实现营业收入 17.83 亿元 (48.53%), 占营收 84.37%, 毛利率 43.03% (+4.99pcts); **超导产品方面**, 受益于 MRI 医疗市场的稳定需求, 公司超导线的全球市场份额持续扩大, (除超导磁体外) 产量 548.95 吨 (+48.95%); 销量 492.00 吨 (+49.05%), 实现营业收入 1.95 亿元 (+35.30%), 占营收 9.21%, 毛利率 4.51% (-0.13pcts); **高温合金方面**, 突破了 GH4169 合金等十余个牌号高温合金的批量生产技术, 产量 331.37 吨 (+474.58%); 销量 246.25 吨 (+201.82%), 实现营业收入 3423.99 万元 (+235.34%), 占营收 1.62%, 毛利率 -11.42% (+16.96pcts), 因产品尚处于起步阶段。

参股公司方面: 公司主要参股公司任务完成较好, 能力稳健提升。其中, **西安聚能高温合金材料**主要从事高温合金材料的研发、生产及销售, 实现营收 8022.95 万元 (+132.91%), 净利润 -1128.39 万元; **西安欧中材料科技**主要从事钛及钛合金的精深加工, 实现营收 5790.15 万元 (+43.63%), 净利润 644.45 万元 (+12.42%); **西安聚能超导磁体科技**主要从事超导磁体和磁体部件研制, 实现营收 4284.27 万元 (+29.90%), 净利润 421.5 万元 (+49.24%)。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

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

资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

资产方面: 应收票据 14.56 亿元 (+91.18%), 主要是由于客户使用商业票据支付货款的金额增加所致; 预付款项 990.13 万元 (-49.93%), 主要是由于期末采购的材料验收入库预付款减少所致; 应付账款 2.90 亿元 (+50.60%), 主要是由于采购量增加期末应付材料款与应付加工修理检测费增加, 以及应付新材料保险费增加。长期股权投资 9858.51 万元 (+156.70%), 主要是由于公司参股朝阳金达公司和向稀有金属材料研究院有限公司履行出资义务所致。公司于 2020 年 9 月 21 日审议通过以 4752 万元人民币的总价款认购金钛股份新增的 1200 万股股份, 与上游原材料供应商形成战略合作, 提高公司在航空航天钛合金材料领域的核心竞争力。

- **公司聚焦高技术、高附加值的高端材料:** 公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯和高性能高温合金材料主要研发生产基地之一, 是国内唯一低温超导线材生产企业。主要产品有三类, 分别是高端钛合金材料, 包括棒材、丝材和锻坯等; 超导产品, 包括铌钛锭棒、铌钛超导线材、铌三锡超导线材和超导磁体等; 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等。公司高端钛合金、高性能高温合金材料主要用于军用航空领域; 超导线材产品主要用于大科学工程项目以及医用核磁共振成像装置领域。2018 年至 2020 年, 公司高端钛合金材料销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 85.90%、86.34%和 86.53%, 是公司收入的主要来源。公司自 2005 年以来一直被评为高新技术企业, 2018 至 2020 年研发投入分别为 9051.29 万元 (营收占比 8.32%)、1.29 亿元 (营收占比 8.91%) 和 1.19 亿元 (营收占比 5.63%), 持续高水平的研发投入是公司保持技术领先性的基础。
- **钛合金和高温合金材料填补我国新型战机等武器装备的关键材料短板:** 钛合金具有技术要求高、附加值高等特点, 主要应用于航空、航天、舰船、兵器等军工领域。公司是国内唯一掌握紧固件用 Ti45Nb 合金丝材批量化制备技术的企业, 航空钛合金质量稳定性控制技术处于国内领先水平。近年来, 我国军用钛合金市场需求迅速增长, 公司产品填补我国新型战机、大飞机、直升机、航空发动机、舰船制造所需关键材料的短板。尤其是航空及发动机用钛合金材料的国产化水平不断提高, 公司多种牌号钛合金填补了国内空白, 基本满足国内高端市场对钛材性能水平的需求。**高温合金材料**是我国突出的短板关键材料, 目前主要依赖进口, 用量占发动机总重量的 40%~60%。公司以航空、航天用高端钛合金为依托, 建成高性能高温合金棒材项目, 2017 年 5 月开始热试车, 2018 年进入试生产阶段。目前已承担了国内航空发动机用多个牌号高温合金材料研制任务, 已取得相关资质并开始供货。
- **投资建议:** 公司聚焦高端钛合金材料、超导产品及高性能高温合金三类高技术、高附加值的高端材料, 持续创新能力是公司最重要的竞争力之一。高端钛合金材料是公司的主要收入来源, 钛合金和高温合金材料填补我国新型战机等武器装备的关键材料短板。随着我国“两机”重大专项的逐步实施, 以及“十四五”提出跨越式武器装备的发展, 以高端钛合金和高温合金材料为首的高附加值、高技术的高端材料将拥有更广阔的市场空间和发展潜力, 具有战略性意义, 公司亦将因此受益。

我们预测公司 2021、2022、2023 年归母净利润分别为 5.25 亿元、6.58 亿元、7.76 亿元, EPS 为 1.19 元、1.49 元、1.76 元, 当前股价对应 PE 分别为 42.30 倍、33.79 倍、28.60 倍, 结合公司未来盈利能力并参考同行业中位数水平, 给予公司 2021 年 52 倍 PE, 目标价格为 61.88 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 列装不及预期, 原材料价格上升, 技术研发进度不及预期。

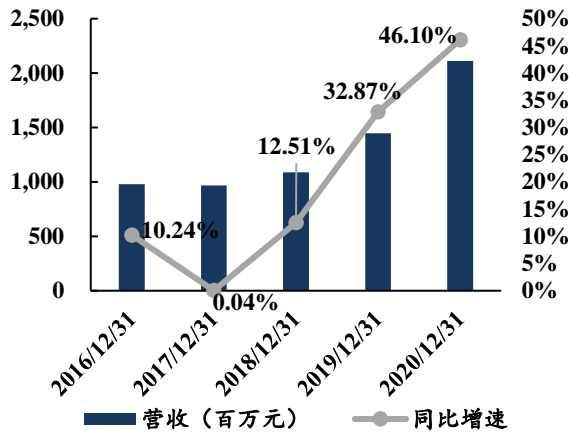
● **盈利预测:**

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2112.83	2863.06	3728.50	4631.29
增长率 (%)	46.10%	35.51%	30.23%	24.21%
归属母公司股东净利润	370.77	525.32	658.23	775.67
增长率 (%)	134.31%	41.68%	25.30%	17.84%
每股收益 (EPS)	0.84	1.19	1.49	1.76

数据来源: wind, 中航证券研究所

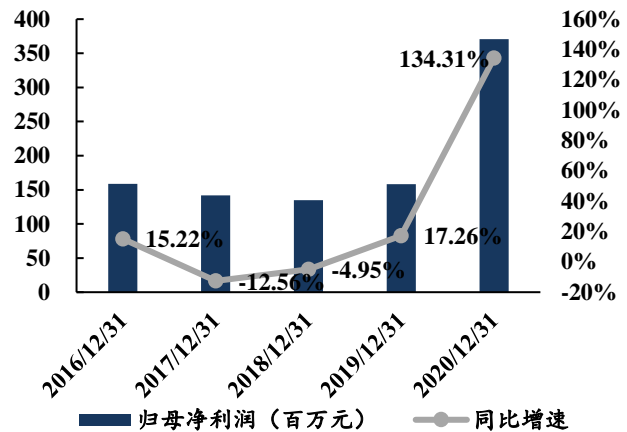
◆ 公司主要财务数据

图 1：公司近五年营业收入及增速情况



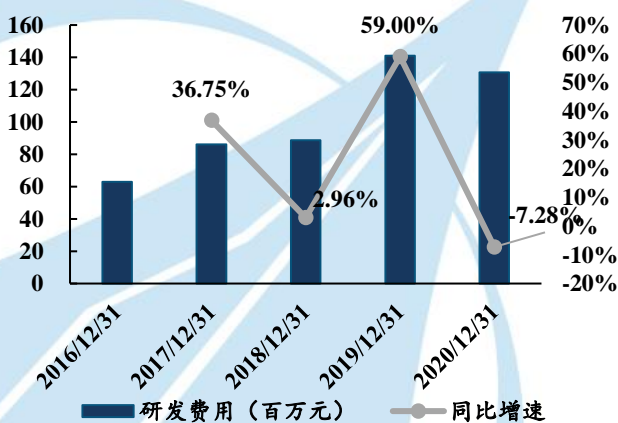
资料来源：wind，中航证券研究所

图 2：公司近五年归属母公司净利润及增速情况



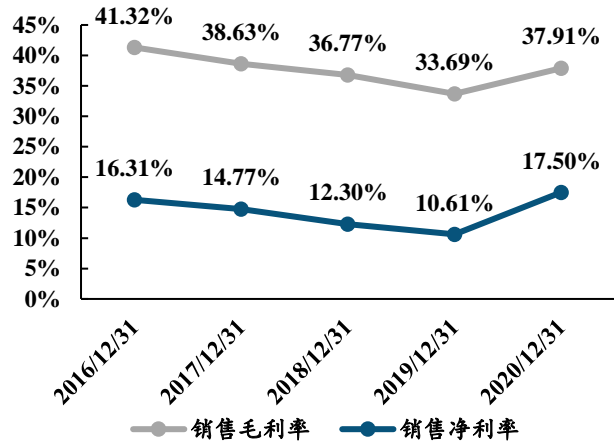
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：公司近五年研发费用情况



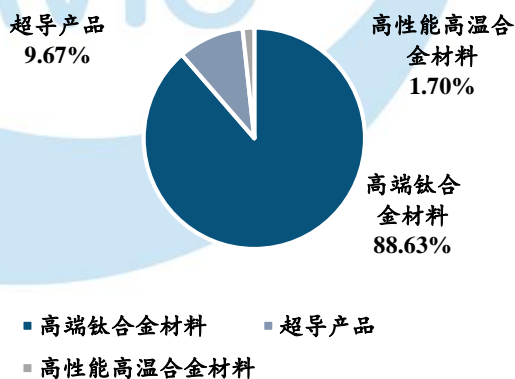
资料来源：wind，中航证券研究所

图 4：公司近五年销售毛利率和净利率情况



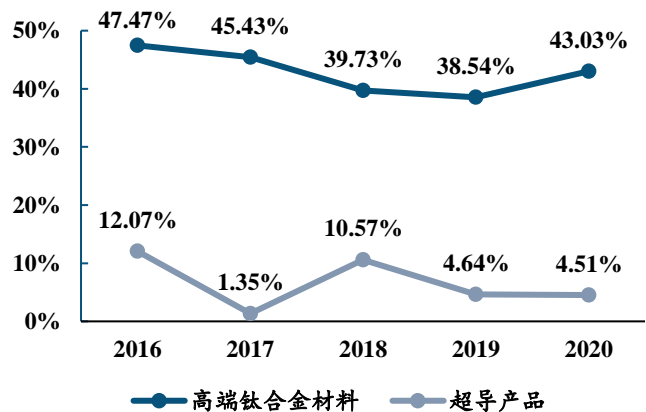
资料来源：wind，中航证券研究所

图 5：公司 2020 年产品收入结构情况



资料来源：wind，中航证券研究所

图 6：公司近五年部分产品毛利率情况



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2112.83	2863.06	3728.50	4631.29	货币资金	470.83	429.46	559.28	694.69
营业成本	1311.80	1793.99	2384.75	3007.09	应收和预付款项	2132.44	2904.21	3772.94	4688.83
营业税金及附加	22.88	36.93	48.84	56.04	存货	1139.31	2091.79	2778.23	3440.11
销售费用	34.52	41.80	54.44	67.62	其他流动资产	346.80	357.96	370.84	384.28
管理费用	145.57	329.25	428.78	532.60	长期股权投资	98.59	98.59	98.59	98.59
财务费用	59.61	44.76	45.22	66.59	投资性房地产	7.82	7.60	7.59	7.63
资产减值损失	-59.38	40.00	40.00	40.00	固定资产和在建工程	1024.16	1024.92	1025.16	1024.59
投资收益	7.27	2.07	2.37	1.40	无形资产和开发支出	173.15	144.65	116.14	87.63
公允价值变动损益	9.09	9.09	9.09	9.09	其他非流动资产	146.89	177.57	206.97	236.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	5539.99	7236.75	8935.74	10663.33
营业利润	416.47	587.49	737.94	871.84	短期借款	1033.43	2205.43	3278.20	4338.86
其他非经营损益	6.68	5.89	5.90	6.03	应付和预收款项	762.67	1188.94	1539.12	1923.92
利润总额	423.15	593.38	743.84	877.87	长期借款	365.00	365.00	365.00	365.00
所得税	53.32	74.77	93.73	110.62	其他负债	491.99	388.30	461.48	535.36
净利润	369.83	518.61	650.11	767.25	负债合计	2653.09	4147.67	5643.81	7163.15
少数股东损益	-0.94	-6.71	-8.12	-8.42	股本	441.27	441.27	441.27	441.27
归属母公司股东净利润	370.77	525.32	658.23	775.67	资本公积	1754.91	1754.91	1754.91	1754.91
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	608.32	817.61	1028.19	1244.62
经营活动现金流净额	-222.32	-790.80	-390.47	-238.02	归属母公司股东权益	2808.65	3017.54	3228.51	3445.18
投资活动现金流净额	-343.16	-121.39	-120.02	-121.63	少数股东权益	78.25	71.54	63.43	55.01
筹资活动现金流净额	231.90	870.82	640.30	495.07	股东权益合计	2886.90	3089.08	3291.93	3500.18
现金流量净额	-337.19	-41.37	129.82	135.42	负债和股东权益合计	5539.99	7236.75	8935.74	10663.33

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 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。

我们设定的行业投资评级如下:

- 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。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

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, 中航证券不对因使用此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致。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员个人的不同设想、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。