

西部超导（688122）：航空钛合金业绩加速释放，规模效应显现

——2020 年度报告点评

2021 年 04 月 08 日

推荐/首次

西部超导

公司报告

作为高端钛合金赛道的核心企业，公司规模保持高速增长。高端钛合金主要用于军用航空领域，是国家重点支持发展的战略性新兴产业。公司主要从事高端钛合金、超导产品和高性能高温合金的研制，产品以“国际先进、国内空白、解决急需”为定位，服务国家战略，弥补国内新型战机、大飞机和航空发动机制造所需关键材料的“短板”。公司是国内高端钛合金主要研制基地之一；是国内唯一的低温超导线材生产企业和全球唯一的钕钛铍棒、超导线材、超导磁体全流程生产企业；是我国高性能高温合金重点研制企业。公司现拥有高端钛合金棒丝材产能 4950 吨、低温超导线材产能 750 吨、高性能高温合金产能 2000 吨。2020 年主要航空客户需求增长推动公司合同量增加，公司全年实现钛合金、超导产品和高温合金销量 4830.8 吨（+32.7%）、492.0 吨（+49.1%）和 246.3 吨（+201.8%），营业收入和归母净利润分别达到 21.13 亿元（+46.1%）、3.71 亿元（+134.3%），其中钛合金、超导和高温合金营收分别达到 17.83 亿元（+48.5%，占 84.3%）、1.95 亿元（+35.3%，占 9.2%）和 0.34 亿元（+235.3%，占 1.6%）。

技术领先优势、市场先发优势及研发优势是公司的核心竞争力。航空航天领域对装备服役安全性要求高，其所用高端钛合金对质量要求十分苛刻，相关工艺以及过程控制技术门槛高，技术研发周期长且需要统计大量生产数据以持续改进。公司汇聚国内多名稀有金属及超导材料专家，形成以众多院士、国务院特殊津贴专家等为骨干的专业研发团队，从而形成了卓越的技术领先优势。在高端钛合金领域，公司突破了成分均匀性控制、纯净化熔炼控制、组织性能均匀性控制和批次稳定性控制等关键技术，产品质量稳定性控制技术处于国内领先水平。针对军工市场特点，公司采取以型号项目为核心、研发带动销售的独特市场模式。军工新材料的开发通常通过参与军工配套项目形式进行，公司预先进行大量研发投入以通过项目招标进入项目研制阶段，再分别通过工艺评审、材料评审、地面功能试验、地面静力试验、装机考核、装机评审等一系列程序成为军工材料合格供应商。通过最终评审意味着公司与客户将形成长期稳定的合作关系，公司订单的稳定性及核心产品的黏性将显现。公司现有钛合金产品已通过中航工业、中国航发等客户认证并已披露应用于多型号装备，也为后续高性能高温合金批量生产后的市场销售奠定了坚实基础。此外，公司研发优势为公司持续增长提供有效支撑。公司先后承担国家“863”、“973”计划等各类科研项目 200 余项，包含大量新型军用飞机、大型客机、航空发动机等材料的研发项目，荣获多项国家级、省部级和航空科学奖项。2020 年公司突破了十余个牌号高温合金的批量生产技术；公司及其参股子公司掌握了某粉末盘制备技术，并已在多个型号航空发动机开展应用评价工作；多个牌号通过某主型发动机长试考核，已向相关需求单位开始供货。公司 2005 年被评为高新技术企业，截至 2020 年底累计申报、获得授权国家专利 524 项（+57）、386 项（+40）。丰富的技术、客户和产品储备为公司的持续增长及业绩释放提供了有力支持。

高端钛合金市场因重点型号任务增加和钛合金渗透率提升加速扩张，良好的竞争格局保障公司盈利持续改善。长期以来中国军费开支基本与 GDP 保持同

公司简介：

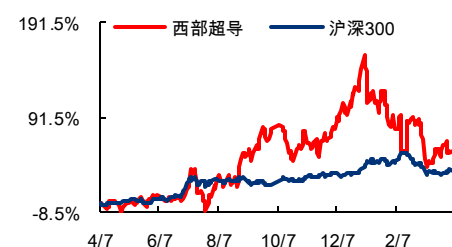
主要从事高端钛合金材料、高性能高温合金材料、超导材料的研发、生产和销售，是我国航空用钛合金棒丝材的主要研发生产基地，是目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，也是国际上唯一的钕钛铍棒、棒材、超导线材生产及超导磁体制造全流程企业。公司于 2019 年 7 月 22 日在上海证交所科创板上市。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	84.24-29.99
总市值（亿元）	224.78
流通市值（亿元）	158.11
总股本/流通 A 股（万股）	44,127/31,039
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.32

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914 zhang_tf@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480520100001

分析师：张清清

021-25102904 zhangqq@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480520080002

分析师：胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480519080001

步扩张，但军费/GDP（约 2%）低于发达国家水平（美国约 3%），考虑到中国军机无论从总量还是代际上存有差距，较大的军费增长空间有利于先进军机采购放量并推动高端钛合金需求增长。据中国有色金属工业协会统计，2003-2018 年中国高端钛合金消费量的年复合增速为 21.3%，其中航空航天领域钛合金消费量已增至约 1 万吨（占比约 20%），但仍远低于美俄等航空航天强国 50% 以上的消费占比。考虑到先进军机列装、客机国产化以及钛合金渗透率提升（J-10/J-20/F-22 钛合金重量占比分别为 4%/20%/41%）将拉动航空钛合金消费，我们测算未来 20 年国内航空钛合金年均消费量有望增长 300% 至 4 万吨左右。由于军民用钛合金对“高均匀性、高纯净性、高稳定性”的要求不断提高，目前国内供应集中度高，具备生产能力的企业主要有宝钛股份（市占率 30-40%）和西部超导（市占率 20-30%），偏寡头垄断的市场有助公司盈利能力随市场快速扩张和规模效益显现而持续改善，如 2020 年公司高端钛合金产品的毛利率已升至 43.03%（+4.49pct）。

“两机”专项加速高温合金国产替代，公司相关产能扩张有效匹配周期扩张。高温合金主要用于航空航天领域（约占 55%），国内军工高温合金年消费量近万吨，其中进口占 30% 以上。考虑到国家已启动“两机”重大专项（航空发动机和燃气轮机），先进航空发动机的国产替代是大势所趋，这将加速国内高温合金市场规模扩张，经过我们量化测算，未来 20 年中国军工高温合金年均消费量或达到 4 万吨（+300% 以上）。公司高性能高温合金产能有望增长 125% 至 4500 吨。公司现拥有高性能高温合金产能 2000 吨，募投项目“发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目”预计 2021 年 7 月投产，该项目建成后将新增年产 2500 吨高温合金材料及粉末盘产能，届时高温合金产品市占率有望升至 10%，产能扩张与周期扩张的匹配意味着公司预期增长率的攀升。

规模效应逐步显现，资本效率持续提升。受益于产能释放带来的规模效应，2020 年公司期间费率同比显著下降，其中管理费率和研发费率分别下降 2.50pct 和 3.55pct，使得销售净利润率提高 6.89pct 至 17.5%，ROE（摊薄）提高 2.88pct 至 16.08%，上述变化趋势有望随着公司产能进一步释放而延续。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021 年-2023 年实现营业收入分别为 26.55 亿元、31.83 亿元和 38.78 亿元；归母净利润分别 5.54 亿元、7.34 亿元、9.46 亿元；EPS 分别为 1.26 元、1.67 元和 2.15 元，对应 PE 分别为 40.48X、30.57X 和 23.73X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

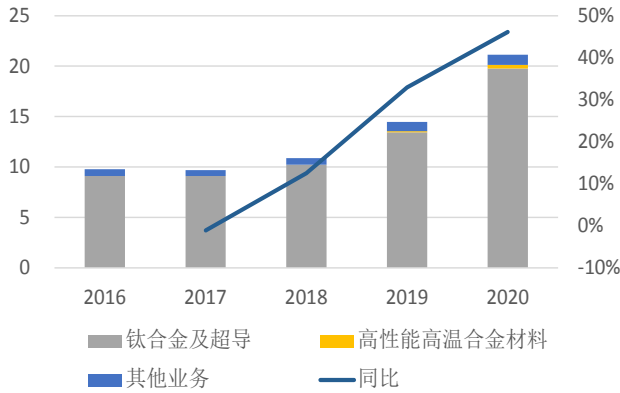
风险提示：1、原料价格风险；2、宏观经济风险；3、企业经营风险。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,446.11	2,112.83	2,654.92	3,182.70	3,878.34
增长率（%）	32.87%	46.10%	25.66%	19.88%	21.86%
归母净利润（百万元）	153.48	369.83	554.39	734.28	946.45
增长率（%）	14.63%	140.96%	49.90%	32.45%	28.90%
净资产收益率（%）	6.16%	13.20%	18.00%	21.26%	24.05%
每股收益（元）	0.38	0.84	1.26	1.67	2.15
PE	133.74	60.63	40.48	30.57	23.73
PB	8.75	8.00	7.28	6.50	5.71

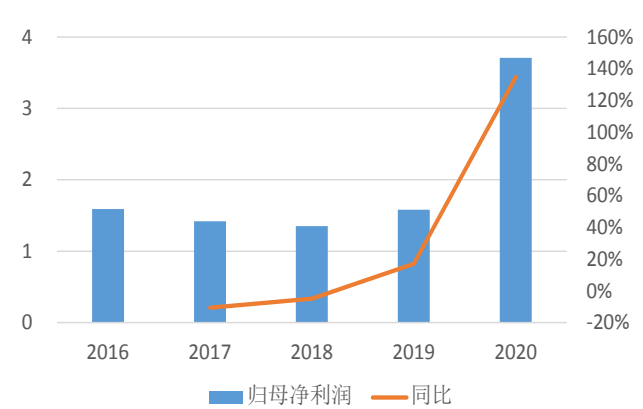
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图1: 2016-2020 年公司产品的营业收入 (亿元)



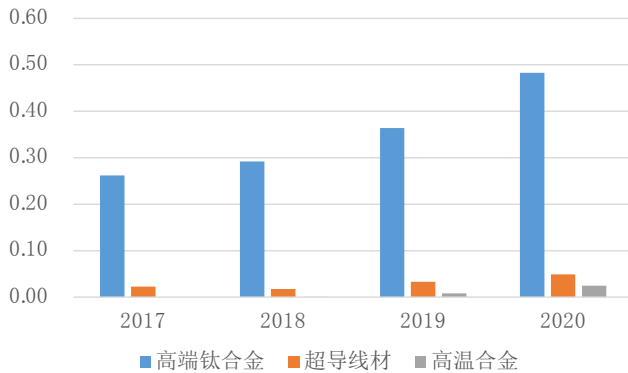
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图2: 2016-2020 年公司的归母净利润 (亿元)



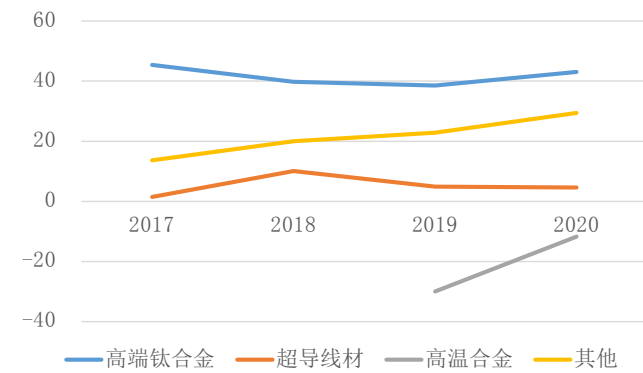
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图3: 2017-2020 年公司分产品的销量 (万吨)



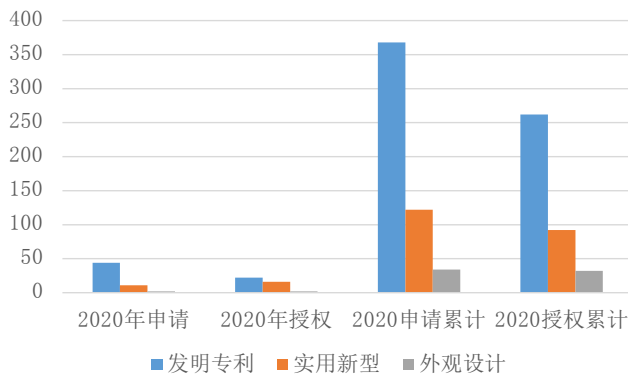
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图4: 2017-2020 年公司产品的销售利润率 (%)



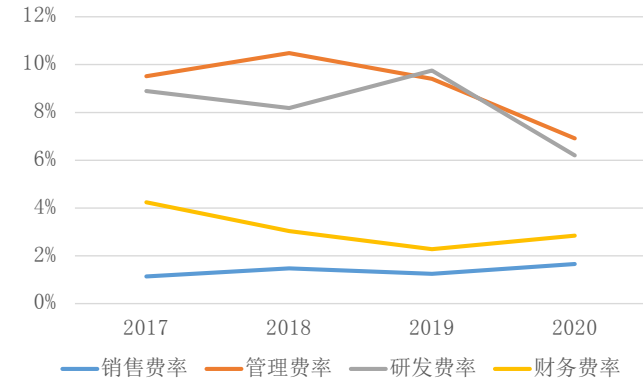
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图5: 2020 年公司获得的知识产权 (个)



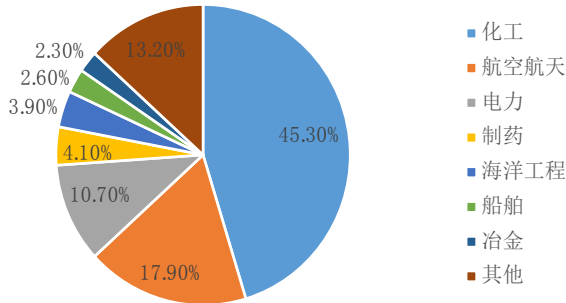
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图6: 2017-2020 年公司的期间费率



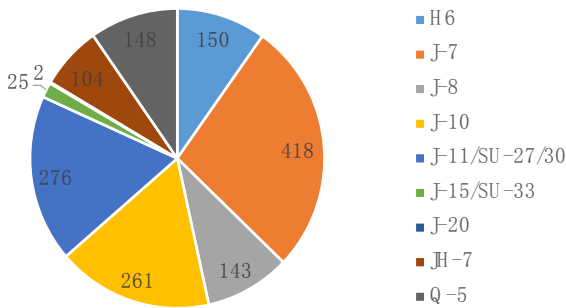
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图7: 2018年中国钛及钛合金应用领域分布



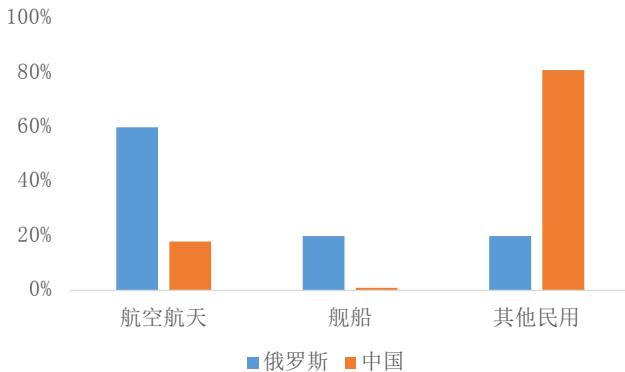
资料来源: 中国有色金属工业协会, 东兴证券研究所

图9: 中国现役的战斗机中三代机占比不足40%



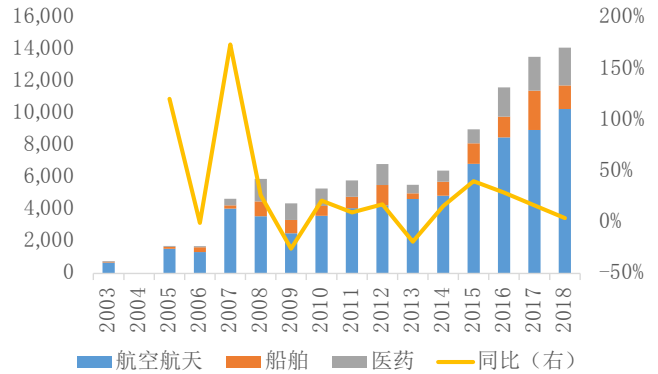
资料来源: 《World Air Force 2018》, 东兴证券研究所

图11: 中俄钛合金各领域的消费占比



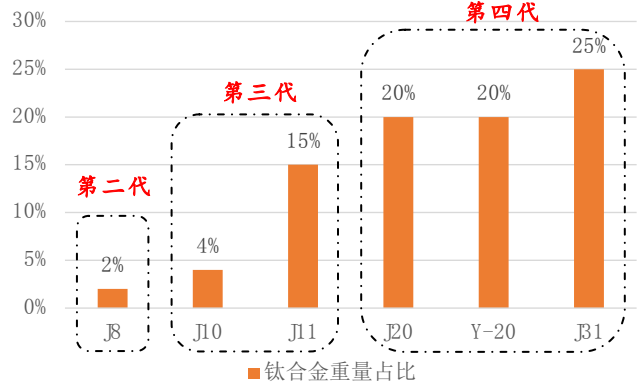
资料来源: 《海洋工程钛金属材料》, 东兴证券研究所

图8: 中国高端钛加工材的消费量(吨)



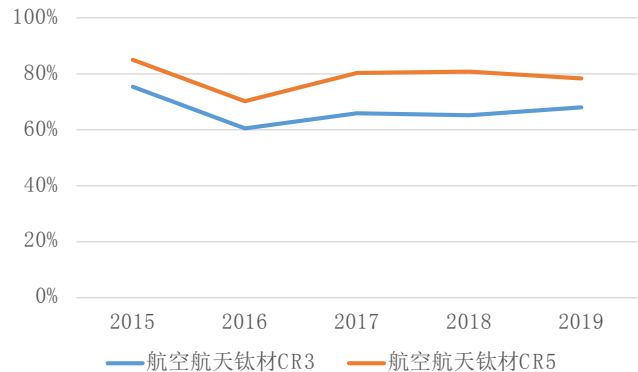
资料来源: 中国有色金属工业协会, 东兴证券研究所

图10: 中国现役主力军用飞机机身钛合金重量占比



资料来源: Flight International, 东兴证券研究所

图12: 2015-2019年航空钛合金的行业集中度



资料来源: 中国有色金属工业协会钛锆分会, 东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	3508	4089	4868	5735	6888	营业收入	1446	2113	2655	3183	3878
货币资金	780	471	592	709	864	营业成本	959	1312	1669	1932	2297
应收账款	687	660	830	994	1212	营业税金及附加	14	23	29	34	42
其他应收款	2	6	8	10	12	营业费用	18	35	40	48	54
预付款项	20	10	35	64	98	管理费用	136	146	173	175	194
存货	1025	1139	1450	1678	1995	财务费用	33	60	60	69	82
其他流动资产	32	31	38	45	54	资产减值损失	-16.80	-59.38	-20.00	-20.00	-20.00
非流动资产合计	1295	1451	1371	1292	1215	公允价值变动收益	0.61	9.09	5.00	5.00	5.00
长期股权投资	38	99	99	99	99	投资净收益	4.23	7.27	10.00	10.00	10.00
固定资产	921	1008	959	894	829	营业利润	165	416	624	830	1073
无形资产	171	156	140	126	114	营业外收入	4.50	6.76	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	25	72	72	72	72	营业外支出	2.40	0.08	0.08	0.08	0.08
资产总计	4803	5540	6239	7027	8103	利润总额	167	423	634	840	1083
流动负债合计	1622	2000	2419	2835	3432	所得税	14	53	80	106	136
短期借款	661	1033	1299	1588	2002	净利润	153	370	554	734	946
应付账款	192	290	347	402	485	少数股东损益	-5	-1	-1	-1	-1
预收款项	164	0	0	0	0	归属母公司净利润	158	371	555	735	947
一年内到期的非流	120	0	0	0	0	EBITDA	448	716	764	978	1233
非流动负债合计	566	653	653	653	653	EV/EBITDA	50.94	32.73	30.85	24.26	19.47
长期借款	300	365	365	365	365	主要财务比率					
应付债券	18	18	18	18	18		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
负债合计	2188	2653	3072	3488	4085	成长能力					
少数股东权益	47	78	77	76	75	营业收入增长	32.87%	46.10%	25.66%	19.88%	21.86%
实收资本(或股本)	441	441	441	441	441	营业利润增长	12.17%	151.99%	49.93%	32.96%	29.24%
资本公积	1753	1755	1755	1755	1755	归属于母公司净利润增长	49.78%	32.39%	49.78%	32.39%	28.86%
未分配利润	274	474	456	528	708	获利能力					
归属母公司股东权	2569	2809	3086	3458	3938	毛利率(%)	33.69%	37.91%	37.13%	39.28%	40.79%
负债和所有者权益	4803	5540	6239	7027	8103	净利率(%)	10.61%	17.50%	20.88%	23.07%	24.40%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润率(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
经营活动现金流	-110	-222	155	225	256	偿债能力					
净利润	153	370	554	734	946	资产负债率(%)	46%	48%	49%	50%	50%
折旧摊销	249.58	239.69	79.87	78.79	77.39	流动比率	2.16	2.04	2.01	2.02	2.01
财务费用	33	60	60	69	82	速动比率	1.53	1.48	1.41	1.43	1.43
应收帐款减少	0	0	-169	-165	-217	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.33	0.41	0.45	0.48	0.51
投资活动现金流	-377	-343	34	36	35	应收账款周转率	2	3	4	3	4
公允价值变动收益	1	9	5	5	5	应付账款周转率	8.17	8.76	8.34	8.50	8.74
长期投资减少	0	0	-1	1	0	每股指标(元)					
投资收益	4	7	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.84	1.26	1.67	2.15
筹资活动现金流	435	232	-68	-143	-136	每股净现金流(最新摊薄)	-0.12	-0.76	0.27	0.27	0.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.82	6.36	6.99	7.84	8.93
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	44	0	0	0	0	P/E	133.74	60.63	40.48	30.57	23.73
资本公积增加	559	2	0	0	0	P/B	8.75	8.00	7.28	6.50	5.71
现金净增加额	-52	-334	121	118	155	EV/EBITDA	50.94	32.73	30.85	24.26	19.47

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴金属: 风险情绪回归, 供应链问题或推升周期类资产配置	2021-04-06
行业普通报告	东兴金属: 原料价格调整压力已阶段性释放, 周期类资产开工需求将延续强势	2021-03-29
行业普通报告	有色金属&钢铁行业: 流动性及基本面推动的顺周期交易未结束, 把握黄金资产逢低做多机会	2021-03-21
行业深度报告	金属行业深度: 锑, 稀缺但被忽视的不可再生战略小金属(四)价格的弹性与安全边际	2021-03-18
行业普通报告	有色金属&钢铁行业: 波动率偏差交易显现, 关注顺周期再配置	2021-03-16
行业普通报告	有色金属&钢铁行业: 把握工业活动旺季将至的周期配置机会	2021-03-08
行业深度报告	金属行业深度: 锑, 稀缺但被忽视的不可再生战略小金属(三)供需的错配与再平衡	2021-03-05
行业深度报告	有色金属行业报告: 钼供需趋于紧平衡, 价格中枢或有 40% 上涨空间	2021-02-26

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018年9月加入东兴证券研究所。

张清清

钢铁行业分析师，北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文，其中包含第一作者发表的SCI论文5篇（累计IF>10）；2015-2018年在宝钢从事研究工作，期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程；2018年5月加盟东兴证券。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有1年PE机构及4年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019年7月加入东兴证券研究所。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526