



买入(维持)

所属行业: 国防军工
当前价格(元): 68.68

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

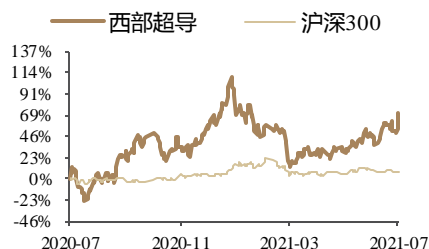
邮箱: nizy@tebon.com.cn

研究助理

任宏道

邮箱: renhd@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.96	32.86	36.91
相对涨幅(%)	19.55	31.01	37.22

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《西部超导(688122.SH): 航空钛材方兴未艾, 高温合金前景广阔》, 2021.7.7

西部超导(688122.SH): 大幅定增扩产, 业绩增长可期

投资要点

- **事件:** 公司发布向特定对象发行A股股票预案, 拟募集资金总额不超过人民币20.13亿元(含本数), 扣除相关发行费用后的募集资金净额拟用于航空航天用高性能金属材料产业化项目、高性能超导线材产业化项目、超导创新研究院项目、超导产业创新中心、补充流动性。
- **公司大幅定增扩产, 再次印证行业高景气度。** 公司计划募集资金总额不超过人民币20.13亿元。其中, 9.71亿元将被投入在航空航天用高性能金属材料产业化项目, 建设期为36个月, 项目建成后将新增钛合金材料5050吨/年、高温合金1500吨/年的生产能力。1.0082亿元将被用于高性能超导线材产业化项目, 建设期为24个月, 项目建成后, 将形成2000吨的MRI用超导线材产能。公司持续扩张三条线的产能, 尤其是对钛合金材料的产能的扩张, 打破了公司目前的产能瓶颈, 为公司高速发展奠定基础。
- **高性能金属材料前景广阔, 直接受益于军用和民用飞机的快速发展。** 钛合金方面, 2020年末, 公司拥有4950吨的钛合金产能, 产能利用率为98.52%。本次定增扩产, 使公司钛合金产能正式迈入万吨级。高温合金方面, 公司多个重点型号高温合金材料已经通过了某型号发动机的长试考核, 具备了供货资格并已开始供货。本次高温合金的定增扩产, 为公司将来实现高温合金大批量供货奠定基础。未来几年, 在军用和民用飞机快速发展的背景下, 公司业绩有望实现高速增长。
- **MRI、CFETR等下游市场需求的快速增长, 为公司超导产品发展提供机遇。** 公司是全球唯一的NbTi锭棒、超导线材、超导磁体全流程生产企业。伴随着下游超导磁共振成像设备(MRI)需求的快速增长和中国聚变工程实验堆(CFETR)的稳步推进, 公司超导业务营收、业绩有望持续增长。2020年末, 公司拥有750吨的超导线材产能, 产能利用率为73.19%。本次定增扩产项目建成后, 公司将形成2000吨的超导线材产能, 进一步巩固公司低温超导线材的龙头地位。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2021-2023年归母净利润为5.56亿元、7.24亿元、9.61亿元, 对应PE 55、42、32倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 市场需求波动风险, 定增进展不及预期的风险

股票数据

总股本(百万股):	441.27
流通A股(百万股):	310.39
52周内股价区间(元):	30.38-84.24
总市值(百万元):	30,306.56
总资产(百万元):	5,794.17
每股净资产(元):	6.66

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,446	2,113	2,954	3,868	4,807
(+/-)YOY(%)	32.9%	46.1%	39.8%	31.0%	24.3%
净利润(百万元)	158	371	556	724	961
(+/-)YOY(%)	17.3%	134.3%	49.9%	30.3%	32.8%
全面摊薄EPS(元)	0.38	0.84	1.26	1.64	2.18
毛利率(%)	33.7%	37.9%	34.2%	35.9%	38.1%
净资产收益率(%)	6.2%	13.2%	16.5%	17.7%	19.0%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.84	1.26	1.64	2.18
每股净资产	6.36	7.62	9.27	11.44
每股经营现金流	-0.50	0.71	0.49	1.49
每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	81.74	54.53	41.85	31.53
P/B	10.79	9.01	7.41	6.00
P/S	14.34	10.26	7.83	6.30
EV/EBITDA	53.76	44.81	35.36	26.95
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.9%	34.2%	35.9%	38.1%
净利润率	17.5%	18.8%	18.7%	20.0%
净资产收益率	13.2%	16.5%	17.7%	19.0%
资产回报率	6.7%	8.3%	9.4%	10.5%
投资回报率	9.8%	12.1%	13.7%	15.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.1%	39.8%	31.0%	24.3%
EBIT 增长率	125.3%	38.1%	28.4%	31.0%
净利润增长率	134.3%	49.9%	30.3%	32.8%
偿债能力指标				
资产负债率	47.9%	48.8%	46.3%	43.7%
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.2	0.2	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	114.0	110.0	105.0	100.0
存货周转天数	317.0	300.0	280.0	260.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	2.1	2.5	2.8	3.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	371	556	724	961
少数股东损益	-1	-16	7	20
非现金支出	180	65	62	80
非经营收益	33	39	37	31
营运资金变动	-805	-331	-612	-436
经营活动现金流	-222	312	217	656
资产	-185	-277	-276	-295
投资	-171	-80	-20	-60
其他	13	12	12	14
投资活动现金流	-343	-345	-284	-341
债权募资	378	80	-30	40
股权募资	37	0	0	0
其他	-183	-53	-52	-50
融资活动现金流	232	27	-82	-10
现金净流量	-337	-7	-150	305

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,113	2,954	3,868	4,807
营业成本	1,312	1,942	2,479	2,973
毛利率%	37.9%	34.2%	35.9%	38.1%
营业税金及附加	23	32	43	55
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	35	47	60	73
营业费用率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
管理费用	146	201	261	322
管理费用率%	6.9%	6.8%	6.8%	6.7%
研发费用	131	177	290	385
研发费用率%	6.2%	6.0%	7.5%	8.0%
EBIT	481	664	853	1,118
财务费用	60	49	48	47
财务费用率%	2.8%	1.6%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-59	-30	-25	-40
投资收益	7	12	12	14
营业利润	416	597	809	1,085
营业外收支	7	3	4	5
利润总额	423	600	813	1,090
EBITDA	581	699	890	1,158
所得税	53	60	81	109
有效所得税率%	12.6%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	-1	-16	7	20
归属母公司所有者净利润	371	556	724	961

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	471	464	314	619
应收账款及应收票据	2,116	2,509	3,126	3,687
存货	1,139	1,567	1,877	2,078
其它流动资产	363	457	483	552
流动资产合计	4,089	4,996	5,801	6,936
长期股权投资	99	99	99	99
固定资产	1,008	1,189	1,385	1,613
在建工程	16	96	160	208
无形资产	156	140	124	108
非流动资产合计	1,451	1,696	1,939	2,199
资产总计	5,540	6,692	7,740	9,135
短期借款	1,033	1,033	1,033	1,033
应付票据及应付账款	651	1,054	1,304	1,588
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	315	445	541	631
流动负债合计	2,000	2,532	2,878	3,253
长期借款	365	445	415	455
其它长期负债	288	288	288	288
非流动负债合计	653	733	703	743
负债总计	2,653	3,265	3,582	3,996
实收资本	441	441	441	441
普通股股东权益	2,809	3,364	4,089	5,050
少数股东权益	78	62	69	89
负债和所有者权益合计	5,540	6,692	7,740	9,135

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

任宏道，2021年加入德邦证券，拥有6年精确制导武器设计经验，北京航空航天大学学士、硕士。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。