

证券研究报告—动态报告/公司快评

国防军工

西部超导 (688122)

买入

新材料

重大事件快评

(首次评级)

2021年07月09日

高端钛合金龙头、高温合金新军，定增 20 亿直击产能瓶颈

证券分析师：花超

huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040001

事项：

7月8日晚间，公司发布2021年度向特定对象发行A股股票预案公告，公司拟向特定对象发行股票募集资金不超过20.13亿元，发行的对象不超过35名，发行股票的数量按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过5000万股。

投资建议：公司作为高端钛合金行业龙头，为我国新型战机、运输机等提供了关键高端钛合金材料，填补了国内多项空白，核心受益于十四五期间先进战斗机、运输机的快速列装。同时，高温合金业务各方面进展顺利，有望超市场预期，进入起量指日可待，是公司的第二增产曲线。此外，公司低温超导技术全球领先，超导材料业务利润向好也是必然。更为重要的是公司是技术驱动型公司，具备卓越的拓展能力，长期看空间巨大，预计公司2021-2023年净利润分别为5.39/7.55/10.24亿元，同比增速45/40/36%，当前股价对应PE=56/40/30x，给予“买入”评级。

评论：

■ 定增重点突破钛合金产能瓶颈，进一步提升高性能高温合金材料稳定批产能力

7月8日晚间，公司发布2021年度向特定对象发行A股股票预案公告，公司拟向特定对象发行股票募集资金不超过20.13亿元，发行的对象不超过35名，若按照截至2021年6月30日公司已发行股份总数4.41亿股来测算，占比为11.33%。

资金投向方面：本项目依据西部超导“十四五”发展规划，以解决我国航空航天、能源动力等领域关键钛合金、高温合金材料“卡脖子”问题为目标，开展高性能高温合金、钛合金产业化能力建设，重点突破钛合金产能瓶颈，进一步提升高性能高温合金材料稳定批产能力，提高公司钛合金、高温合金材料冶金质量控制水平，建成绿色、高效和智能的生产车间，满足“十四五”期间国家重点型号和高端市场对基础原材料提出的安全、自主和可控的需求。其中**9.71亿将用于航空航天用高性能金属材料产业化项目**，包括高性能钛合金和高温合金两个领域，建设期为36个月，建成后将形成国际先进、国内一流的高性能钛合金、高温合金材料规模化生产基地，新增钛合金材料5050吨/年、高温合金1500吨/年的生产能力；**7.04亿将用于公司超导产品项目建设**，包括高性能超导线材产业化项目、超导创新研究院项目、超导产业创新中心三大项目。高性能超导线材产业化项目建设期为24个月，建成后将形成2000吨的MRI用超导线材产能，而超导创新研究院和超导产业创新中心将分别促进我国先进合金材料制备技术的提升，及加快推进公司超导技术成果转化；剩余3.38亿元将用于补充流动资金。

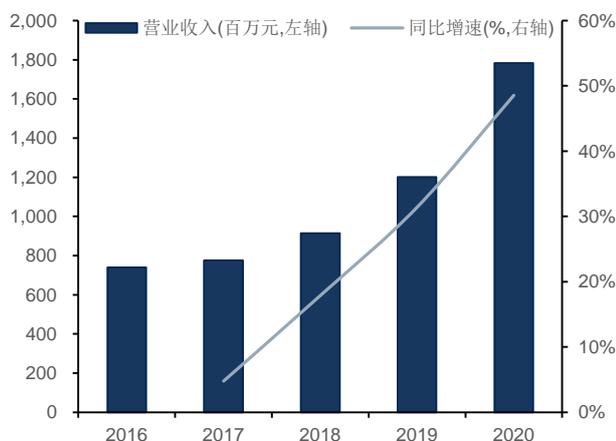
表 1：西部超导募集资金数量及投向

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金总额 (万元)
航空航天用高性能金属材料产业化项目	97,100	97,100
高性能超导线材产业化项目	10,082	10,082
超导创新研究院项目	23,000	23,000
超导产业创新中心	37,320	37,320
补充流动资金	33,798	33,798
合计	201,300	201,300

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 高端钛合金增长快速，产能扩张后业务增长上台阶

我国军机数量和结构上均与美国有较大差距，预计十四五期间我国航空装备换装列装进程加速，将构建以四代机为骨干、三代机为主体的武器装备体系。同时，对于新一代战机迫切的需求也将带动对上游高端钛合金材的需求快速增长，尤其十四五期间的大幅放量。公司的高端钛合金产品为我国新型战机、运输机提供了关键材料，打破了欧美发达国家对我国航空、舰船、兵器所用关键材料的技术封锁，其产品广泛应用于国家多项军工型号项目，已成为我国新型飞机用钛合金材料的主要供应商之一。面向“十四五”，公司在下游市场需求快速增加的情况下，钛合金材料产能瓶颈问题逐步显现，亟需新建高性能钛合金规模化生产的专业化产线。通过本项目的建设，公司将突破公司产能瓶颈，为我国飞机和发动机等重大装备提供充足保障力。

图 1：高端钛合金业务收入及其增速


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

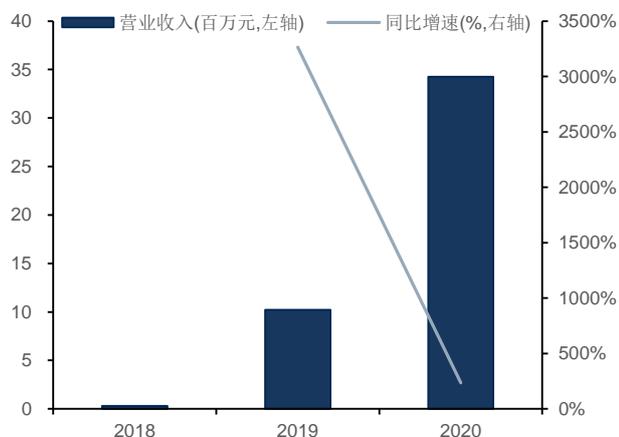
图 2：高端钛合金业务毛利率


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 高温合金是公司第二增长曲线业务，将成为我国重要的变形高温合金生产基地

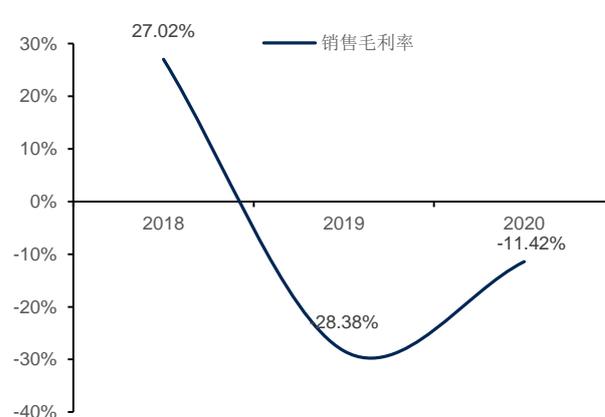
高温合金作为先进航空发动机的基石，将显著受益于未来军用飞机换装列装进程加速以及民用航发的国产替代进程。公司在熔炼方面采用国际先进的三联熔炼工艺，产品具有较高的纯净度和稳定性。公司从2014年开始开展高性能高温合金的工程化研究，已完成二十余种牌号高温合金的产品研发。公司研制的部分牌号高温合金材料已经在国产发动机获得应用，实现了替代进口。2019年公司在科创板上市募集资金8亿元，其中5.08亿元用来建设发动机用镍基高温合金棒材和粉末高温合金母合金生产线，预计建成后公司高温合金母合金产能将达到2500吨，外加本次募集资金所建1500吨产能，公司将成为我国重要的高温合金生产基地之一。

图 5: 高温合金收入及其增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 高温合金毛利率

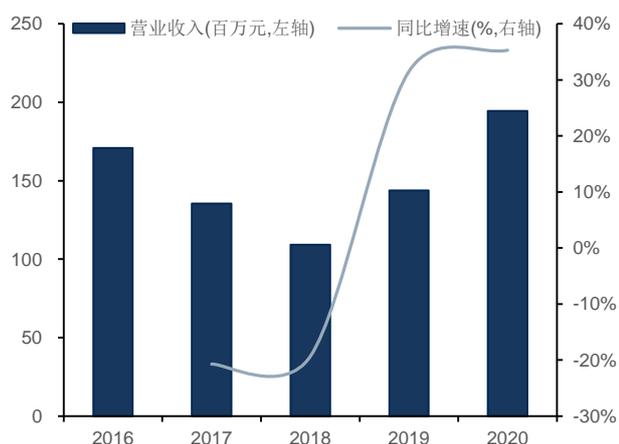


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 超导业务受 MRI 驱动，市占率及销量进一步提升

公司是全球唯一的 NbTi 锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业，其高临界密度 Nb₃Sn 线材已达到国际领先水平，在 NbTi 锭棒和线材、Nb₃Sn 线材方面国内暂无其他公司有相关技术积累，已向 GE、SIEMENS 等国际主要 MRI 设备生产商批量供货。预计公司的市场占有率及销量可进一步提高，目前公司拥有 750 吨产能，本次高性能超导线材产业化项目将增加热处理炉、大型高速拉丝机、扭绞机、镶嵌机、编织绝缘机和密排复绕机等设备。项目建成后，公司将形成 2000 吨的 MRI 用超导线材产能，以满足下游 MRI 用超导线材快速增长的市场需求，为国内 MRI 产业的持续发展提供材料支撑。

图 3: 超导产品收入及其增速



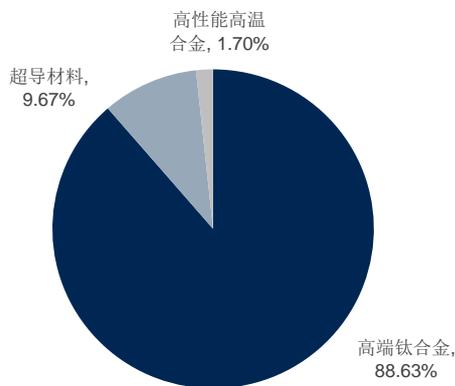
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 超导产品毛利率



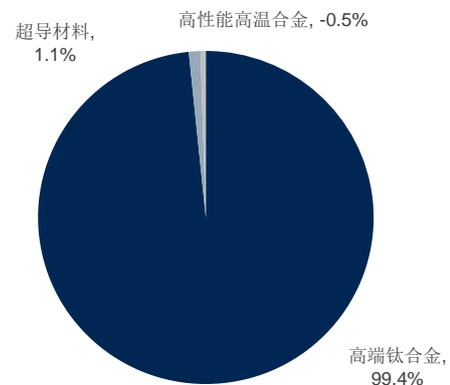
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 2020 年西部超导分业务产品收入



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 2020 年西部超导分业务产品毛利



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (21/7/8)	总市值 (亿元)	EPS			PE			ROE (21E)	PEG (21E)
				20A	21E	22E	20A	21E	22E		
688122	西部超导	68.68	303	0.72	1.26	1.71	95.23	54.33	40.12	16.78	1.25
同类公司:											
600456	宝钛股份	45.29	216	0.72	1.12	1.41	62.55	40.60	32.11	10.84	0.99
002149	西部材料	16.47	80	0.13	0.30	0.46	123.61	55.19	35.95	6.43	0.75
均值		30.88	148.40	0.43	0.71	0.93	93.08	47.90	34.03	8.63	0.87

资料来源:国信证券经济研究所整理

■ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司的高端钛合金产品为我国新型战机、运输机提供了关键材料,打破了欧美发达国家对我国航空、船舰、兵器所用关键材料的技术封锁,行业地位领先。公司未来核心受益于新型战机的新机列装和代际更迭,产能亦紧跟下游需求变化,持续扩建并释放现有产能,利用率也逐渐升高。综合下游需求放量情况和公司产能跟进情况,我们预计公司 2021-2023 年高端钛合金业务增速为 40.2%、35%、30.3%;随着海绵钛价格回落后规模持续扩大,单位成本下降,毛利率水平有望稳中提升。

公司超导产品业务线覆盖了全产业链,部分低温超导技术全国唯一。短期来看受 MRI 增量和国产化率提升驱动,目前公司 MRI 用超导线材已逐步放量,已经开始为 GE、SIEMENS 等国际主要 MRI 设备生产商批量供货;中期有 MCZ 技术,受我国半导体产业驱动,我国正在逐渐减少单晶硅进口依赖程度。长期来看公司参与了包括中国工程聚变试验堆(CFETR)、超导磁悬浮等多个大科学项目,拓宽后续超产品的应用场景。我们预计 2021-2023 年超导产品业务增速为 30.4%、27.5%、25.4%;毛利率方面,超导产品下游产品主要为商用,不会达到高端钛合金毛利率水平,目前主要是 MRI 用超导线材,随着下游需求放量与公司产量的提升,规模化效应较为明显,毛利率水平将进一步提升。

公司高温合金业务线主要发力于应用最为广泛的镍基高温合金,其熔炼工艺先进,产品具有较高的纯净度和稳定性。其主要应用场景为航空发动机和燃气轮机,公司逐步进入发动机批量供应阶段,增产快速。预计公司高温合金业务增速迅猛,我们预计 2021-2023 年业务增速为 120.4%、100%、80.6%;随着公司高温合金产销量初步放量,该业

务毛利率将由负转正，成为公司新的利润增长点。

公司期间费用一方面伴随营收带动增长，公司的规模效应逐步体现、人员不会大幅度增加，人均创收目标仍在增长，因此期间费用率中管理费用率、销售费用率呈现下降趋势，财务费用端公司作为航空航天材料核心供应商，随着下游需求放量，公司收到的预收款项大概率会所有增加，财务费用将进一步改善，整体期间费用率将大幅改善。

表 3: 公司 3 年营业收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
高端钛合金					
收入	1200	1783	2500	3375	4397
增速 (%)	31.4%	48.5%	40.2	35	30.3
毛利率 (%)	38.5	43.0	42.5	42.6	43.4
超导产品					
收入	144	195	254	324	407
增速 (%)	31.5	35.3	30.4	27.5	25.4
毛利率 (%)	4.6	4.5	5.3	6	6.1
高温合金					
收入	10.2	34.2	75	151	272
增速 (%)	3264.2	235.3	120.4	100	80.6
毛利率 (%)	-28.4	-11.4	7.6	15.1	20.5
其他业务					
收入	92.0	101.5	106	110	119
增速 (%)	40.7	10.3	4.0	3.9	8.1
毛利率 (%)	1.4	1.4	1.3	0.8	0.5
合计收入	1446	2113	2935	3959	5195
增速 (%)	32.9	46.1	38.9	34.9	31.2
毛利率 (%)	33.7	37.9	36.9	37.4	38.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表 4: 未来 3 年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2113	2935	3959	5194
营业成本	1312	1852	2478	3205
销售费用	23	29	40	52
管理费用	35	42	63	83
财务费用	276	331	463	631
营业利润	416	594	834	1143
利润总额	423	598	840	1148
归属于母公司净利润	371	539	755	1024
EPS	0.84	1.22	1.71	2.32
ROE	13%	17%	20%	23%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

按假设前提，我们预计公司 21-23 年归属母公司净利润 5.39/7.55/10.24 亿元，增速分别为 45.3%/40.1%/35.6%。每股收益分别为 1.22/1.71/2.32 元。

■ 投资建议:

公司作为高端钛合金行业龙头，为我国新型战机、运输机等提供了关键高端钛合金材料，填补了国内多项空白，核心受益于十四五期间先进战斗机、运输机的快速列装。同时，高温合金业务各方面进展顺利，有望超市场预期，进入起量指

日可待，是公司的第二增产曲线。此外，公司低温超导技术全球领先，超导材料业务利润向好也是必然。更为重要的是公司是技术驱动型公司，具备卓越的拓展能力，长期看空间巨大，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 5.39/7.55/10.24 亿元，同比增速 45/40/36%，当前股价对应 PE=56/40/30x，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	471	600	1046	1988
应收款项	2123	2412	2712	2846
存货净额	1139	1365	1587	1726
其他流动资产	41	53	59	62
流动资产合计	4089	4777	5785	7042
固定资产	1024	937	852	764
无形资产及其他	156	148	140	132
投资性房地产	172	172	172	172
长期股权投资	99	139	189	239
资产总计	5540	6172	7138	8349
短期借款及交易性金融负债	1033	916	908	950
应付款项	651	902	1190	1467
其他流动负债	315	429	586	771
流动负债合计	2000	2246	2684	3188
长期借款及应付债券	383	383	383	383
其他长期负债	270	290	306	318
长期负债合计	653	673	689	701
负债合计	2653	2920	3374	3890
少数股东权益	78	77	76	74
股东权益	2809	3175	3688	4385
负债和股东权益总计	5540	6172	7138	8349

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.84	1.22	1.71	2.32
每股红利	0.16	0.39	0.55	0.74
每股净资产	6.36	7.20	8.36	9.94
ROIC	11%	16%	20%	26%
ROE	13%	17%	20%	23%
毛利率	38%	37%	37%	38%
EBIT Margin	22%	23%	23%	24%
EBITDA Margin	25%	27%	26%	26%
收入增长	46%	39%	35%	31%
净利润增长率	134%	45%	40%	36%
资产负债率	49%	49%	48%	47%
息率	0.2%	0.6%	0.8%	1.1%
P/E	81.7	56.2	40.2	29.6
P/B	10.8	9.5	8.2	6.9
EV/EBITDA	63.4	42.0	32.8	25.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2113	2935	3959	5194
营业成本	1312	1852	2478	3205
营业税金及附加	23	29	40	52
销售费用	35	42	63	83
管理费用	276	331	463	631
财务费用	60	58	53	47
投资收益	7	5	5	6
资产减值及公允价值变动	(50)	(33)	(33)	(39)
其他收入	52	0	0	0
营业利润	416	594	834	1143
营业外净收支	7	4	6	5
利润总额	423	598	840	1148
所得税费用	53	61	87	127
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	371	539	755	1024

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	371	539	755	1024
资产减值准备	(9)	0	0	0
折旧摊销	52	110	112	115
公允价值变动损失	50	33	33	39
财务费用	60	58	53	47
营运资本变动	(698)	(142)	(66)	197
其它	8	(1)	(1)	(2)
经营活动现金流	(225)	539	833	1374
资本开支	(39)	(48)	(53)	(58)
其它投资现金流	(113)	(32)	(35)	(38)
投资活动现金流	(212)	(120)	(138)	(147)
权益性融资	945	0	0	0
负债净变化	65	0	0	0
支付股利、利息	(71)	(173)	(241)	(328)
其它融资现金流	(804)	(118)	(8)	42
融资活动现金流	128	(290)	(249)	(285)
现金净变动	(309)	129	446	942
货币资金的期初余额	780	471	600	1046
货币资金的期末余额	471	600	1046	1988
企业自由现金流	(276)	531	814	1342
权益自由现金流	(1015)	361	758	1343

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032