



买入（维持）

所属行业：国防军工
当前价格(元)：77.41

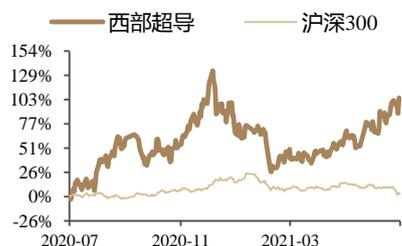
证券分析师

倪正洋
资格编号：S0120521020003
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

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(%)	19.67	33.07	41.46
相对涨幅(%)	26.98	42.65	48.30

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《行业高景气不断兑现，军工板块配置性价比逐渐凸显》，2021.7.25
- 《西部超导（688122.SH）：大幅定增扩产，业绩增长可期》，2021.7.9
- 《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）：中报业绩表现亮眼，三大主业发展良好

投资要点

- **事件**：7月29日公司发布公告，公司上半年实现营业收入12.56亿元，同比增长31.76%，实现归属于上市公司股东的净利润3.13亿元，同比增长136.36%
- **营收大幅增长，三大主业发展良好**。2021H1，公司共实现营收12.56亿，同比增长31.76%。**高端钛材业务方面**：受益于高端钛材下游旺盛的市场需求，实现营收10.35亿，同比增长26.22%。同时，公司Ti6Al4V钛合金材料在今年上半年通过了中国商飞的资质认证，未来伴随着产品的批量交付，该项业务有望迎来进一步发展。**高温合金业务方面**：受益于高温合金产品供货量的增加，公司该项业务实现营收5165.01万，同比增长515.15%。**超导业务方面**：受益于MRI医疗市场的稳定需求，该业务共实现营收1.05亿，同比增长15.62%。
- **盈利能力有所提升，经营能力不断改善**。2021H1，公司共实现归母净利润3.13亿，同比增长136.36%。**毛利率方面**，上半年毛利率为42.48%，同比提升7.96pp。虽然今年上半年公司上游海绵钛价格有一定上涨，但由于公司产品结构的改善以及产品上量带来的规模效应，毛利率有所提升。**净利率方面**，上半年净利率为24.89%，同比提升11.48pp，已达历史最高水平。**期间费用方面**，上半年公司期间费用1.86亿，期间费用率14.82%，同比下降2.71pp。
- **航空钛材方兴未艾，公司钛材业务正迎来重大发展机遇**。公司主要从事钛材加工行业，其钛合金产品主要应用于航空航天领域，直接受益于军用和民用航空市场的快速发展。军用领域，军机上量叠加先进战机含钛量提升有望刺激高端钛合金需求量增加；民用领域，民用飞机关键材料国产化为国内钛材生产企业带来新的发展机遇。作为我国高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一，公司有望在行业快速发展的浪潮中深度受益。
- **高温合金前景广阔，公司高温合金业务前景可期**。高温合金主要用于航空航天领域，其用量占航空发动机总重量的40%~60%。在军用、民用航空快速发展的背景下，高温合金的需求量有望进一步提升。公司高温合金产品具有较高的纯净度和稳定性，多个重点型号航空发动机高温合金材料已开始供货。但由于军工产品认证需要一定周期，公司高温合金产品尚未大规模供货。展望未来，伴随着公司高温合金产品逐步实现大批量供货，公司业绩有望迎来较快发展。
- **超导MRI市场潜力较大，公司超导业务有望迎来稳步发展**。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，公司超导业务营收、业绩有望持续增长。
- **盈利预测与投资建议**：由于公司上半年优秀的营收、业绩表现，我们将公司21-23年的归母净利润由原来的5.56亿元、7.24亿元、9.61亿元，上调至6.13亿元、7.49亿元、9.89亿元，对应PE 56、46、35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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	441.27		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	312.60	营业收入(百万元)	1,446	2,113	3,060	4,044	5,072
52 周内股价区间(元):	35.03-84.24	(+/-)YOY(%)	32.9%	46.1%	44.8%	32.2%	25.4%
总市值(百万元):	34,158.87	净利润(百万元)	158	371	613	749	989
总资产(百万元):	5,966.00	(+/-)YOY(%)	17.3%	134.3%	65.4%	22.1%	32.0%
每股净资产(元):	6.68	全面摊薄 EPS(元)	0.38	0.84	1.39	1.70	2.24
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	33.7%	37.9%	34.2%	35.7%	37.8%
		净资产收益率(%)	6.2%	13.2%	17.9%	18.0%	19.2%

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	1.39	1.70	2.24
每股净资产	6.36	7.75	9.45	11.69
每股经营现金流	-0.50	0.60	0.42	1.41
每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	92.13	55.69	45.61	34.56
P/B	12.16	9.98	8.19	6.62
P/S	16.17	11.16	8.45	6.74
EV/EBITDA	60.39	45.30	37.18	28.33
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.9%	34.2%	35.7%	37.8%
净利润率	17.5%	20.0%	18.5%	19.5%
净资产收益率	13.2%	17.9%	18.0%	19.2%
资产回报率	6.7%	9.0%	9.5%	10.5%
投资回报率	9.8%	13.1%	13.9%	15.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.1%	44.8%	32.2%	25.4%
EBIT 增长率	125.3%	54.4%	23.2%	31.2%
净利润增长率	134.3%	65.4%	22.1%	32.0%
偿债能力指标				
资产负债率	47.9%	48.8%	46.4%	44.0%
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.5	1.3	1.3	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	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	2.1	2.6	2.9	3.1

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	371	613	749	989
少数股东损益	-1	-21	8	20
非现金支出	180	65	62	80
非经营收益	33	33	32	26
营运资金变动	-805	-428	-665	-491
经营活动现金流	-222	263	185	624
资产	-185	-272	-272	-291
投资	-171	-80	-20	-60
其他	13	12	12	15
投资活动现金流	-343	-340	-279	-336
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	-50	-177	278

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月30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	3,060	4,044	5,072
营业成本	1,312	2,013	2,601	3,155
毛利率%	37.9%	34.2%	35.7%	37.8%
营业税金及附加	23	31	40	51
营业税金率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	35	37	49	61
营业费用率%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	146	202	265	330
管理费用率%	6.9%	6.6%	6.6%	6.5%
研发费用	131	168	303	406
研发费用率%	6.2%	5.5%	7.5%	8.0%
EBIT	481	743	915	1,201
财务费用	60	49	48	48
财务费用率%	2.8%	1.6%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-59	-30	-25	-40
投资收益	7	12	12	15
营业利润	416	665	866	1,164
营业外收支	7	8	9	9
利润总额	423	673	875	1,173
EBITDA	581	778	952	1,241
所得税	53	81	118	164
有效所得税率%	12.6%	12.0%	13.5%	14.0%
少数股东损益	-1	-21	8	20
归属母公司所有者净利润	371	613	749	989

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	471	421	244	522
应收账款及应收票据	2,116	2,599	3,268	3,891
存货	1,139	1,625	1,971	2,208
其它流动资产	363	458	485	554
流动资产合计	4,089	5,103	5,967	7,174
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	6,798	7,906	9,373
短期借款	1,033	1,033	1,033	1,033
应付票据及应付账款	651	1,092	1,368	1,686
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	315	460	565	666
流动负债合计	2,000	2,585	2,967	3,385
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	3,319	3,670	4,128
实收资本	441	441	441	441
普通股股东权益	2,809	3,422	4,171	5,160
少数股东权益	78	58	65	85
负债和所有者权益合计	5,540	6,798	7,906	9,373

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。

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）的涨跌幅相对同比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。