

证券研究报告—动态报告

国防军工

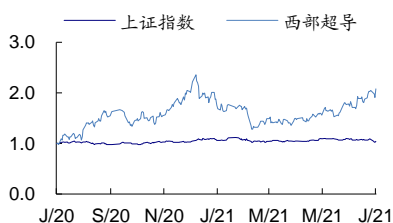
航空军工

西部超导 (688122)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 07 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	441/313
总市值/流通(百万元)	32,566/23,070
上证综指/深圳成指	3,412/14,515
12 个月最高/最低(元)	85.86/33.00

相关研究报告:

《西部超导-688122-深度报告: 高端钛合金行业龙头, 高温合金业务打开长期增长空间》——2021-07-20

《西部超导-688122-重大事件快评: 高端钛合金龙头、高温合金新军, 定增 20 亿直击产能瓶颈》——2021-07-09

证券分析师: 花超

电话:

E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

独立性声明:

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。

财报点评

半年报超预期, 优秀的高端钛合金行业龙头、高温合金新军

● 半年报净利 3.13 亿超预期, 产销增加规模效果显著

21H1 实现营收 12.56 亿元(+31.76%), 归母净利 3.13 亿元(+136.36%)。拆分看, 钛合金 10.35 亿元(+26.22%), 主要受益下游先进战机、运输机持续超预期放量; 超导产品收入 1.05 亿元(+15.62%); 高温合金收入 0.52 亿元(+515.15%)。单季度看, 21Q2 实现营收 7.23 亿元(+18.38%), 归母净利润 1.85 亿元(+86.68%), 均创历史新高。

● 毛利率大幅上行, 结构变化对冲原材料成本上升影响

21H1 毛利率 42.48%, 同比提高 7.96pct; 净利率 24.89%, 同比提高 11.48pct。单季度看, 21Q2 毛利率 43.4%, 同比提高 5.5pct, 为历史新高水平; 净利率为 25.6%, 同比提高 9.4pct。原因是产销量明显提高, 规模效应提升及高毛利业务占比提升。期间费用方面, 管理费用率 6.0%, 同比改善 0.2pct; 销售费用率 0.82%, 同比上升 0.13pct, 财务费用率 0.94%, 同比下降 1.58pct。公司持续加大研发投入, 21H1 研发费用率 7.1%, 较上年同期增加 0.18pct, 也是近 4 年同期最高水平。21H1 应收账款 10.55 亿, 较期初增长 59.85%; 应付票据 5.82 亿, 较期初增长 61.32%, 存货 13.88 亿, 较期初增加 2.49 亿, 增加 21.85%。

● 高端钛合金行业龙头, 高温合金业务打开长期增长空间

公司高端钛合金产品为我国新型战机、运输机提供了关键材料, 已成为我国新型飞机用钛合金材料的主要供应商之一。核心受益于十四五期间军机换装列装进程加速叠加用钛量占比提升; 公司低温超导技术全球领先, 短期将由 MRI 用超导线材需求增长驱动, 中长期受益于 MCZ 市场发展及多个大科学项目; 而公司高温合金三联熔炼工艺先进, 产品具有较高的纯净度和稳定性, 且伴随着上市募投项目及定增募投项目的建设, 公司高温合金产能逐步释放, 高温合金业务有望成为公司第二增长点。

● 投资建议:

公司是高端钛合金行业龙头, 核心技术与产品领先行业, 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, 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。2021-2023 年净利润上调至 6.3/8.3/10.5 亿元(原 5.3/7.2/9.4 亿元), 同比增速 71/31/26%, 当前股价对应 PE=51/39/31x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 军品业务放量不及预期; 民品业务拓展不及预期

盈利预测和财务指标

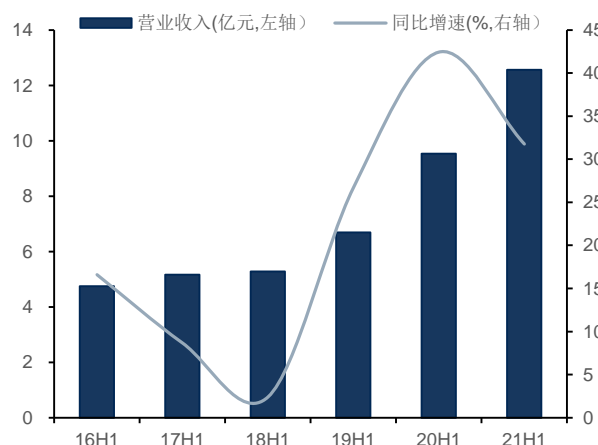
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,446	2,113	2,922	3,816	4,877
(+/-%)	32.9%	46.1%	38.3%	30.6%	27.8%
净利润(百万元)	158	371	631	831	1,049
(+/-%)	17.3%	134.3%	70.2%	31.7%	26.2%
每股收益(元)	0.36	0.84	1.43	1.88	2.38
EBIT Margin	12.3%	22.1%	26.7%	26.1%	25.5%
净资产收益率(ROE)	6.2%	13.2%	19.0%	20.9%	21.8%
市盈率(PE)	205.8	87.8	51.6	39.2	31.1
EV/EBITDA	151.2	67.8	39.7	32.3	26.7
市净率(PB)	12.68	11.59	9.83	8.19	6.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

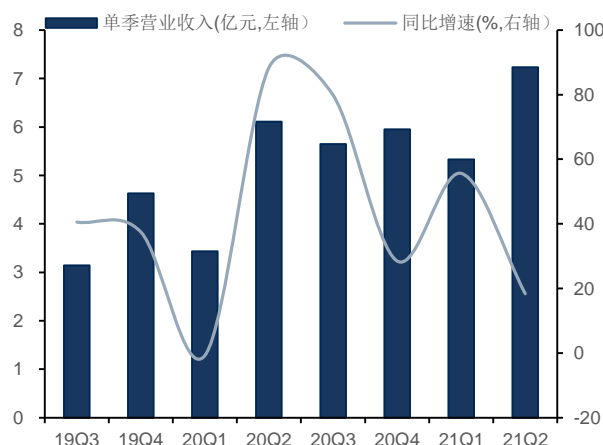
半年报净利 3.13 亿超市场预期。21H1 实现营收 12.56 亿元 (+31.76%)，归母净利润 3.13 亿元 (+136.36%)，扣非归母净利润 2.85 亿元 (+150.76%)。二大层面奠定了超预期：一是公司下游先进战机需求继续非常景气，对应公司高毛利业务增产好，占比提升，也带来毛利率提升，结构变化比较大。二是高温合金增速超预期，公司在高温合金进口替代方面有突出优势，在航空发动机进展顺利。单季度来看，21Q2 实现营收 7.23 亿元 (+18.38%)，归母净利润 1.85 亿元 (+86.68%)，扣非归母净利润 1.71 亿元 (+93.94%)，都是历史新高状态，规模效应体现明显。

图 1：西部超导半年度营业收入及增速



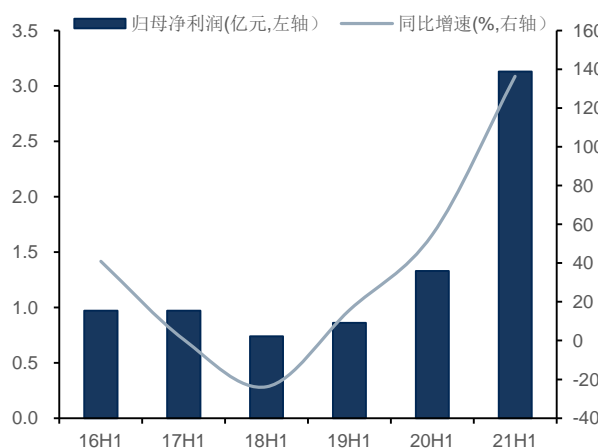
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：西部超导单季营业收入及增速



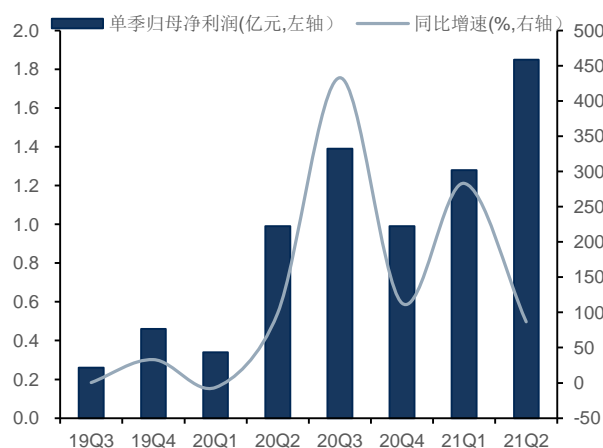
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：西部超导半年度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

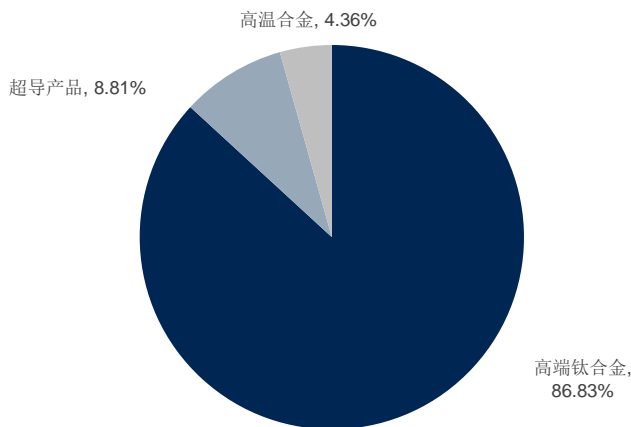
图 4：西部超导单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

高温合金增势迅猛，高端钛合金收入增长反映下游市场持续超预期放量。细分来看，21H1 高端钛合金实现营收 10.35 亿元(+26.22%)，占主营收入 86.83%，钛合金增长主要受益下游先进战机、运输机的持续超预期放量；超导产品收入 1.05 亿元 (+15.62%)，占主营营收 8.81%；高性能高温合金收入 0.52 亿元 (+515.15%)，占主营营收 4.36%，公司高温合金产能陆续释放，高速增长势头持续。

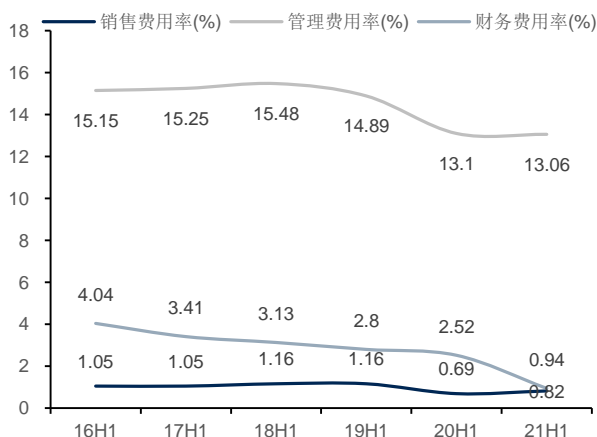
图 5：西部超导 2021H1 分业务占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

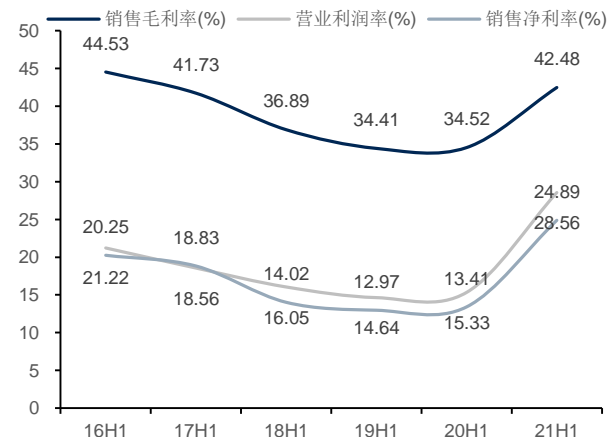
盈利能力持续大幅提高，规模效应继续体现。公司 21H1 毛利率 42.48%，同比提高了 7.96pct；净利率 24.89%，同比提高 11.48pct。单季度看，公司 21Q2 毛利率 43.4%，同比提高 5.5pct，为历史新高水平；净利率为 25.6%，同比提高 9.4pct。主要系公司产销量明显提高，规模效应日益提升以及公司高毛利业务的占比提升。期间费用方面，占比最大的管理费用率为 6.0%，同比改善 0.2pct；销售费用率为 0.82%，同比上升 0.13pct，财务费用率为 0.94%，同比下降 1.58pct。公司整体期间费用率持续改善，管理水平和规模效应体现明显。同时公司持续加大研发投入，21H1 研发费用率为 7.1%，较上年同期增加 0.18pct，也是近 4 年同期最高水平。

图 6：西部超导半年度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：西部超导半年度毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

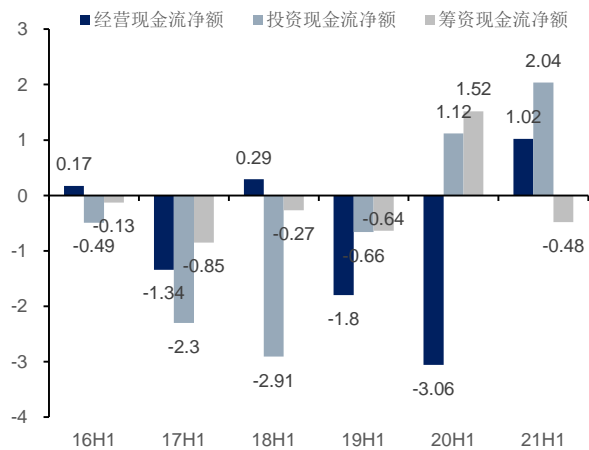
资产负债表多科目反映在手订单饱满，存货指标持续高增。21H1 货币资金 7.86 亿元，较期初增长 66.85%，主要系结构性存款到期赎回及经营活动现金流入；占比较大的应收账款为 10.55 亿元，较期初增长 59.85%，占总资产比 17.69%，主要系公司本期销售增长导致交付增加；应付票据 5.82 亿元，较期初增长

61.32%，主要系生产规模扩大及采购量增加导致票据结算量增大。预付账款 0.37 亿元，较期初增长 272.74%，主要系公司下游业务订单增长，采购随之增加，预付材料采购款增加所致。

公司 21H1 存货持续增加，期末存货 13.88 亿，占总资产 23.27%，较期初增加 2.49 亿，增加 21.85%。其中拆分看，原材料 2.2 亿；在产品 5.06 亿，大幅增加 1.1 亿；库存商品 4.16 亿，增加 0.6 亿；发出商品 0.98 亿，增加 0.33 亿，充分可说明公司还存有较多的在产品和未发出库存商品，一旦发出商品并确认收入公司存货降低至过往水平，资产负债表向利润表的转化会带来较大的利润弹性。

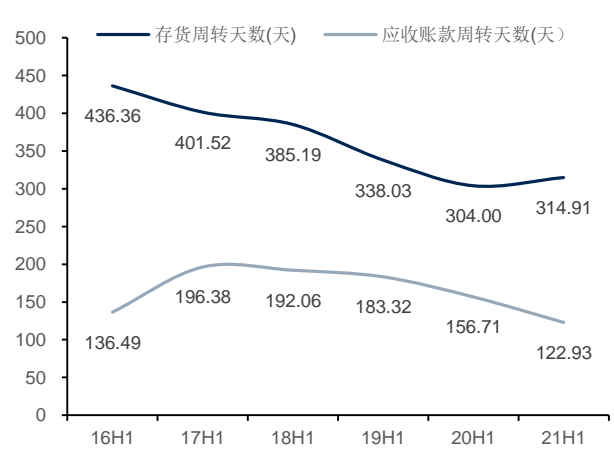
21H1 年公司经营活动产生的现金流量净额 1.02 亿元 (+133.3%)，主要系营收的大幅增长带来持续稳定的现金流。投资活动产生的现金流量净额 2.04 亿元 (+82.14%)，主要系收到 6.9 亿投资回报所致。筹资活动产生的现金流量净额 -0.48 亿元 (-131.58%)，主要系本期取得借款现金减少所致。

图 8：西部超导半年度经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：西部超导半年度主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

高端钛合金行业龙头，高温合金业务打开长期增长空间

1) 高端钛合金产品方面，公司高端钛合金业务主要用于航空航天飞机的结构件、紧固件和发动机部件，以及舰船、兵器等。其产品为我国新型战机、运输机提供了关键材料，填补了国内多项空白，已成为我国新型飞机用钛合金材料的主要供应商之一。受益于十四五期间军机换装列装进程加速叠加用钛量占比提升，预计公司高端钛合金需求将不断提升，业务快速增长可期。

2) 超导产品方面，公司在超导线材领域积累了大量先进技术，其高临界密度 Nb3Ti 线材已达到国际领先水平，在 NbTi 锭棒和线材、Nb3Ti 线材方面国内暂无其他公司有相关技术积累。目前公司 MRI 用超导线已经为 GE、SIEMENS 等国际主要 MRI 设备生产商批量供货。公司拟建的 2000 吨 MRI 用超导线材产能保障了我国后续 MRI 增量与国产化加速的市场需求。同时，公司积极建立超导材料相关研究院与创新中心，致力于推进其超导技术成果的转化，未来半导体工业对 MCZ 磁体的需求扩张，以及公司所参与的 CFETR、超导磁悬浮等大科学项目将会为公司超导产品带来更广阔的应用场景和市场。

3) 高温合金领域，公司三联熔炼工艺先进，配合自主开发的 VAR 熔炼模型，

其产品具有相较于市场更高的纯净度和稳定性，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。目前公司拥有高温合金铸锭产能 2600 吨、棒材 2000 吨，待公司上市募投项目以及定增募投项目达产后，高温合金产能合计将达到 6000 吨，成为我国最重要的高温合金生产基地之一，高温合金业务也有望成为公司第二增长点。

投资建议：

公司作为高端钛合金行业龙头，核心技术与产品领先行业，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，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。2021-2023 年净利润上调至 6.3/8.3/10.5 亿元（原 5.3/7.2/9.4 亿元），同比增速 71/31/26%，当前股价对应 PE=51/39/31x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	471	995	1417	2588	营业收入	2113	2922	3816	4877
应收款项	2123	2242	2614	2672	营业成本	1312	1765	2320	2980
存货净额	1139	1205	1482	1601	营业税金及附加	23	29	38	49
其他流动资产	41	53	57	59	销售费用	35	41	53	68
流动资产合计	4089	4842	5951	7339	管理费用	276	306	408	535
固定资产	1024	937	852	764	财务费用	60	56	49	42
无形资产及其他	156	148	140	132	投资收益	7	5	5	6
投资性房地产	172	172	172	172	资产减值及公允价值变动	(50)	(33)	(33)	(39)
长期股权投资	99	139	189	239	其他收入	52	0	0	0
资产总计	5540	6237	7304	8646	营业利润	416	696	919	1171
短期借款及交易性金融负债	1033	910	908	950	营业外净收支	7	4	6	5
应付款项	651	858	1111	1401	利润总额	423	700	925	1176
其他流动负债	315	406	542	703	所得税费用	53	71	96	130
流动负债合计	2000	2173	2561	3054	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	383	383	383	383	归属于母公司净利润	371	631	831	1049
其他长期负债	270	290	306	318					
长期负债合计	653	673	689	701	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2653	2847	3250	3756	净利润	371	631	831	1049
少数股东权益	78	77	75	73	资产减值准备	(9)	0	0	0
股东权益	2809	3314	3978	4817	折旧摊销	52	110	112	115
负债和股东权益总计	5540	6237	7304	8646	公允价值变动损失	50	33	33	39
					财务费用	60	56	49	42
关键财务与估值指标					营运资本变动	(698)	121	(248)	284
每股收益	0.84	1.43	1.88	2.38	其它	8	(1)	(2)	(2)
每股红利	0.16	0.29	0.38	0.48	经营活动现金流	(225)	894	727	1485
每股净资产	6.36	7.51	9.02	10.92	资本开支	(39)	(48)	(53)	(58)
ROIC	11%	18%	23%	27%	其它投资现金流	(113)	(32)	(35)	(38)
ROE	13%	19%	21%	22%	投资活动现金流	(212)	(120)	(138)	(147)
毛利率	38%	40%	39%	39%	权益性融资	945	0	0	0
EBIT Margin	22%	27%	26%	26%	负债净变化	65	0	0	0
EBITDA Margin	25%	30%	29%	28%	支付股利、利息	(71)	(126)	(166)	(210)
收入增长	46%	38%	31%	28%	其它融资现金流	(804)	(124)	(2)	42
净利润增长率	134%	70%	32%	26%	融资活动现金流	128	(250)	(168)	(167)
资产负债率	49%	47%	46%	44%	现金净变动	(309)	524	421	1171
息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	780	471	995	1417
P/E	87.8	51.6	39.2	31.1	货币资金的期末余额	471	995	1417	2588
P/B	11.6	9.8	8.2	6.8	企业自由现金流	(276)	885	704	1449
EV/EBITDA	67.8	39.7	32.3	26.7	权益自由现金流	(1015)	710	659	1455

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

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