

业绩维持高增速，持续扩产备战下游需求高景气度

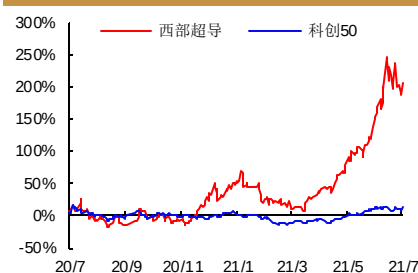
投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年报，上半年实现营收 12.6 亿元 (+31.8%)，实现归母净利润 3.1 亿元 (+136.4%)；其中 21Q2 单季度实现营收 7.2 亿元 (+18.4%)，实现归母净利润 1.9 亿元 (+86.7%)。
- **下游市场需求旺盛，公司业绩高速增长。**公司业绩实现较高增长，主要受益于下游市场需求旺盛，产销量较同期明显增加。分产品看，高端钛合金实现营业收入 10.4 亿元 (+26.2%)，军品核心产品产销量稳定增长，外贸方面需求较疫情期间明显增加；超导产品实现营业收入 1.1 亿元 (+15.6%)，其中超导线的全球市场份额持续扩大，MRI 用超导线材月产量不断提升；高温合金实现 0.5 亿元 (+515.2%)，典型产品实现小批量交付，基数原因使得增速较高。
- **规模效应显现，公司毛利率与净利率均大幅提升。**1、公司整体毛利率 42.5%，同比大幅提升 8.0pp，其中 Q2 单季度毛利率 43.4%，环比 Q1 提升 2.1pp，主要原因在于公司高附加值产品出货量占比提升以及产量大幅增加带来的规模效应。2、费用率方面，公司 21H1 三费总计 1.0 亿元，占营收的比例为 7.7%，同比下降 1.7pp，主要由于外币汇率波动当期汇兑收益增大所致。此外公司 21H1 研发费用 0.9 亿元，同比增长 35.2%，保持较高的研发投入。3、净利率方面，公司整体净利率 24.9%，同比大幅增长 11.5pp，其中 Q2 单季度净利率 25.7%，环比 Q1 提升 2.0pp，公司盈利能力持续提升。
- **高端钛合金龙头，持续扩产备战下游需求高景气度。**西部超导是服务国家战略的高端钛合金龙头公司，十四五期间我国航空装备尤其主战机型将加速列装以及升级换代，军机数量增长以及单机含钛量提升，公司高端钛合金业务有望大规模放量。此外低温超导业务具有领先优势，逐步拓展下游应用，高温合金业务也在扩产阶段，两者有望成为公司中长期业绩新增长点。公司 7 月发布定增预案，募资 20 亿元布局航空航天用高性能金属材料产业化、高性能超导线材产业化项目等项目，建成后新增钛合金 5050 吨/年、高温合金 1500 吨/年、2000 吨的 MRI 用超导线材的产能，随着产能逐步释放公司成长空间将进一步打开。
- **盈利预测与投资建议。**公司业绩超预期，上调盈利预测，预计 2021-2023 年营收分别为 29.7/39.0/51.6 亿元，归母净利润分别为 6.6/8.6/10.8 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；军队列装换装不及预期；低温超导业务下游开拓不及预期；高温合金业务投产不及预期等。

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
 执业证号：S1250517050002
 电话：021-58351932
 邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.41
流通 A 股(亿股)	0.40
总市值(亿元)	341.59
总资产(亿元)	59.66
每股净资产(元)	6.68

相关研究

1. 西部超导 (688122)：Q1 超预期，行业延续高景气 (2021-04-28)
2. 西部超导 (688122)：高端钛合金龙头，新增产能逐步释放 (2021-02-03)

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2112.83	2965.00	3899.37	5159.76
增长率	46.10%	40.33%	31.51%	32.32%
归属母公司净利润 (百万元)	370.77	655.48	859.68	1076.51
增长率	134.31%	76.79%	31.15%	25.22%
每股收益 EPS (元)	0.84	1.49	1.95	2.44
净资产收益率 ROE	12.81%	18.95%	20.54%	21.15%
PE	92	52	40	32
PB	12.16	10.09	8.30	6.81

数据来源：Wind，西南证券整理

盈利预测

高端钛合金业务：

假设 1：销量端，公司 2020 年高端钛合金销量为 4950 吨，目前正在扩产，未来新增产能将逐步释放，假设 2020/2021/2022 销量分别为 6700 吨、8200 吨、9700 吨。

假设 2：价格端，高端钛合金 80%以上为军用产品，下游客户价格不敏感，考虑到公司产品品类增多，高附加值产品出货量占比增加，产品单价呈上升趋势，假设 2020/2021/2022 年价格分别为 37.5/38.5/39.0 万元/吨。

假设 3：毛利率方面，今年以来高端钛合金用的主要原材料海绵钛价格有所上涨将对公司毛利率造成一定压制，但随着公司高附加值产品出货量占比提升以及产量大幅增加带来的规模效应，毛利率将逐步提升，我们假设 2020/2021/2022 年毛利率分别为 44%/45%/46%。

超导产品业务：目前超导业务中，商业化低温超导产品如 MRI 用超导线材及超导磁体等逐步成为主要的收入来源，但仍处于市场开拓阶段，毛利率较低，我们假设 2020/2021/2022 年超导产品订单同比增速分别为 40%/50%/50%，毛利率分别为 10%/15%/15%。

高温合金业务：高温合金领域属于公司新涉足领域，公司在积极探索市场，随着评选认证周期变短，公司逐步扩大投产，假设 2020/2021/2022 年高温合金订单同比增速分别为 100%/200%/200%，毛利率随产品产量提升逐步提升，未来三年分别为 0%/5%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：西部超导分业务收入及毛利率

		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入	2112.8	2965.0	3899.4	5159.8
	yoy	46.1%	40.3%	31.5%	32.3%
	毛利率	37.9%	39.1%	39.1%	37.4%
高端钛合金	收入	1782.54	2512.5	3157.0	3783.0
	yoy	48.53%	41.0%	25.7%	19.8%
	毛利率	43.0%	44.0%	45.0%	46.0%
超导产品	收入	194.51	272.3	408.5	612.7
	yoy	35.30%	40.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	4.51%	10.00%	15.00%	15.00%
高温合金	收入	34.24	68.5	205.4	616.3
	yoy	235.36%	100.0%	200.0%	200.0%
	毛利率	-11.42%	0.0%	5.0%	10.0%
其他业务	收入	101.55	111.7	128.5	147.7
	yoy	10.4%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	28.6%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2112.83	2965.00	3899.37	5159.76	净利润	369.83	656.48	861.68	1079.51
营业成本	1311.80	1804.34	2375.06	3229.11	折旧与摊销	100.24	99.96	102.48	104.96
营业税金及附加	22.88	30.65	40.16	51.60	财务费用	59.61	68.28	92.60	119.89
销售费用	34.52	29.65	38.99	51.60	资产减值损失	-59.38	60.00	70.00	80.00
管理费用	145.57	237.20	311.95	412.78	经营营运资本变动	-694.76	-1271.16	-1139.35	-1604.59
财务费用	59.61	68.28	92.60	119.89	其他	2.13	-146.03	-70.00	-80.00
资产减值损失	-59.38	60.00	70.00	80.00	经营活动现金流净额	-222.32	-532.47	-82.60	-300.22
投资收益	7.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-52.88	-55.00	-55.00	-55.00
公允价值变动损益	9.09	0.00	0.00	0.00	其他	-290.29	-4.42	-20.08	-19.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-343.16	-59.42	-75.08	-74.97
营业利润	416.47	734.88	970.60	1214.78	短期借款	372.37	534.13	444.81	763.07
其他非经营损益	6.68	4.13	4.64	4.81	长期借款	65.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	423.15	739.01	975.25	1219.59	股权融资	1.81	0.00	0.00	0.00
所得税	53.32	82.53	113.57	140.08	支付股利	-132.38	-74.15	-131.10	-171.94
净利润	369.83	656.48	861.68	1079.51	其他	-74.94	-42.42	-62.60	-89.89
少数股东损益	-0.94	1.00	2.00	3.00	筹资活动现金流净额	231.90	417.56	251.12	501.24
归属母公司股东净利润	370.77	655.48	859.68	1076.51	现金流量净额	-337.19	-174.33	93.44	126.04
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	470.83	296.50	389.94	515.98	成长能力				
应收和预付款项	2132.44	2998.12	3940.37	5216.09	销售收入增长率	46.10%	40.33%	31.51%	32.32%
存货	1139.31	1793.40	2313.29	3166.59	营业利润增长率	151.99%	76.46%	32.08%	25.16%
其他流动资产	346.80	351.00	364.06	386.09	净利润增长率	140.96%	77.51%	31.26%	25.28%
长期股权投资	98.59	98.59	98.59	98.59	EBITDA 增长率	96.89%	56.70%	29.07%	23.50%
投资性房地产	7.82	7.59	7.66	7.64	获利能力				
固定资产和在建工程	1024.16	1008.24	989.80	968.87	毛利率	37.91%	39.15%	39.09%	37.42%
无形资产和开发支出	173.15	144.17	115.19	86.21	三费率	11.34%	11.30%	11.37%	11.32%
其他非流动资产	146.89	166.84	186.79	206.73	净利率	17.50%	22.14%	22.10%	20.92%
资产总计	5539.99	6864.44	8405.68	10652.79	ROE	12.81%	18.95%	20.54%	21.15%
短期借款	1033.43	1567.56	2012.37	2775.44	ROA	6.68%	9.56%	10.25%	10.13%
应付和预收款项	762.67	1117.04	1439.07	1971.00	ROIC	13.38%	17.15%	17.33%	17.31%
长期借款	365.00	365.00	365.00	365.00	EBITDA/销售收入	27.28%	30.46%	29.89%	27.90%
其他负债	491.99	349.76	393.57	438.11	营运能力				
负债合计	2653.09	3399.36	4210.01	5549.54	总资产周转率	0.41	0.48	0.51	0.54
股本	441.27	441.27	441.27	441.27	固定资产周转率	2.19	2.96	3.96	5.34
资本公积	1754.91	1754.91	1754.91	1754.91	应收账款周转率	3.14	3.39	3.19	3.24
留存收益	608.32	1189.65	1918.23	2822.81	存货周转率	1.14	1.20	1.16	1.18
归属母公司股东权益	2808.65	3385.84	4114.42	5018.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.72%	—	—	—
少数股东权益	78.25	79.25	81.25	84.25	资本结构				
股东权益合计	2886.90	3465.09	4195.67	5103.24	资产负债率	47.89%	49.52%	50.09%	52.09%
负债和股东权益合计	5539.99	6864.44	8405.68	10652.79	带息债务/总负债	53.39%	57.38%	56.90%	56.92%
					流动比率	2.04	2.00	2.00	1.93
					速动比率	1.48	1.34	1.34	1.27
					股利支付率	35.70%	11.31%	15.25%	15.97%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.49	1.95	2.44
					每股净资产	6.36	7.67	9.32	11.37
					每股经营现金	-0.50	-1.21	-0.19	-0.68
					每股股利	0.30	0.17	0.30	0.39
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	576.32	903.12	1165.68	1439.63					
PE	92.13	52.11	39.73	31.73					
PB	12.16	10.09	8.30	6.81					
PS	16.17	11.52	8.76	6.62					
EV/EBITDA	60.07	39.11	30.59	25.20					
股息率	0.39%	0.22%	0.38%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn