

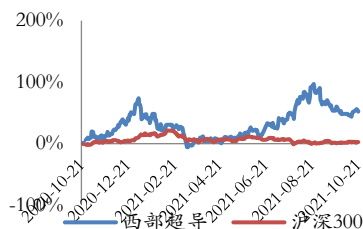
Q3 经营情况大幅改善，定增项目支撑未来

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-21

收盘价（元） 73.71
近 12 个月最高/最低（元） 99.64/46.67
总股本（百万股） 441.27
流通股本（百万股） 312.60
流通股比例（%） 70.84
总市值（亿元） 325.26
流通市值（亿元） 230.42

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告

1. 三驾马车齐头并进，定增扩产直击产能瓶颈 2021-07-30
2. 高端金属材料成型工艺领军者 2021-05-28

主要观点：

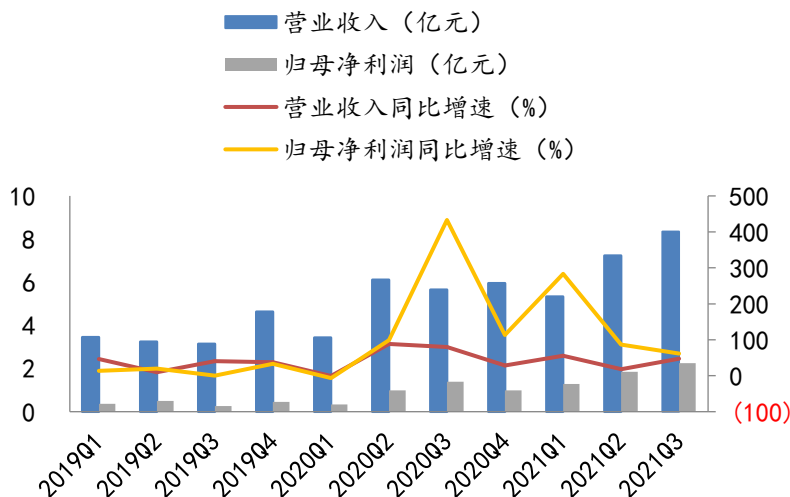
● 事件描述

10月21日，公司公告2021年三季报。据公告，2021年前三季度公司实现销售收入20.91亿元，同比增长37.70%；归母净利润5.38亿元，同比增长97.86%。

● 经营情况大幅改善

前三季度实现销售收入20.91亿，同比37.70%，增长原因在于钛合金材料、超导产品、高温合金材料等主要产品销售订单增加，当期产销量增加所致；归属于母公司的净利润5.38亿元，同比增长97.86%，增长原因在于收入增长带来的盈利能力提升所致。

图表 1 近三年公司季度经营情况



资料来源：wind，华安证券研究所

● 定增项目有望三年后开始贡献利润

2021年9月29日，公司发布《中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）关于西部超导材料科技股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复》，披露航空航天用高性能金属材料产业化项目税前的内部收益率22.07%，税后的内部收益率为19.26%；高性能超导线材产业化项目税前的内部收益率14.72%，税后的内部收益率为12.41%。

(1) 高性能金属材料产业化项目

项目新增钛合金产品产能5,050吨，高温合金产能1,500吨，单价约30-50万元/吨，单价依据公司现有订单单价、未来市场情况预测及产品规格综合确定。项目建设期3年，运营期9年，运营期第一年达产60%，

第二年达产 80%，第三年达产 100%。

图表 2 航空航天用高性能金属材料产业化项目产品产量及单价情况

产品类型	产量/吨	单价/万元/吨
钛合金（大规格）	3,000	35
钛合金（小规格）	250	50
钛合金（大规格）	1,800	30
高温合金（小规格）	100	50
高温合金（大规格）	1,400	30

资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目达产后每年增加销售收入 218,500.00 万元，运营期平均税后净利润 55,004.70 万元。项目运营期平均毛利率为 41.39%，与现有业务整体毛利率不存在较大差异。

图表 3 项目建设完毕后前四年运营期各产品收入预测

	运营期第一年	运营期第二年	运营期第三年	运营期第四年
达产率（%）	60	80	100	100
钛合金（大规格）	63,000.00	84,000.00	105,000.00	105,000.00
钛合金（小规格）	7,500.00	10,000.00	12,500.00	12,500.00
钛合金（大规格）	32,400.00	43,200.00	54,000.00	54,000.00
高温合金（小规格）	3,000.00	4,000.00	5,000.00	5,000.00
高温合金（大规格）	25,200.00	33,600.00	42,000.00	42,000.00
合计	131,100.00	174,800.00	218,500.00	218,500.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 项目建设完毕后前四年营收情况（单位：万元）

	运营期第一年	运营期第二年	运营期第三年	运营期第四年
营业收入	131,100.00	174,800.00	218,500.00	218,500.00
主营业务成本	75,954.12	100,223.84	124,848.86	126,028.40
研发费用	4,588.50	6,118.00	7,647.50	7,647.50
营业利润	42,655.34	56,289.17	70,805.47	69,639.14
税后利润	38,546.89	48,763.49	61,331.78	60,340.39
净利润率	29.40%	27.90%	28.07%	27.62%
毛利率	42.06%	42.66%	42.86%	42.32%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目系以现金的收入与现金的支付作为计算的依据，在此基础上核算现金收支情况下的实际净收入。其中，现金收入包括全部的销货收入；现金支出包括固定资产投入、流动资金经营成本与增值税、销售税金与附加以及企业所得税。基于上述项目现金流情况，经公司测算，项目税前的内部收益率 22.07%，税后的内部收益率为 19.26%。

图表 5 项目三年建设期内部收益情况（单位：万元）

	建设期第一年	建设期第二年	建设期第三年
现金流入	-	-	-
现金流出	8,068.93	97,744.94	7,963.53
所得税后净现金流量	-8,068.93	-97,744.94	-7,963.53
所得税后累计净现金流量	-8,068.93	-105,813.87	-113,777.40
所得税前净现金流量	-8,068.93	-97,744.94	-7,963.53
所得税前累计净现金流量	-8,068.93	-105,813.87	-113,777.40

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 项目运营期前三年内部收益情况（单位：万元）

	运营期第一年	运营期第二年	运营期第三年
现金流入	148,143.00	197,524.00	246,905.00
现金流出	224,267.77	185,891.91	222,856.0
所得税后净现金流量	-76,124.77	11,632.09	24,048.92
所得税后累计净现金流量	-189,902.17	-178,270.09	-154,221.17
所得税前净现金流量	-72,016.33	19,157.76	33,522.61
所得税前累计净现金流量	-185,793.73	-166,635.96	-133,113.35

资料来源：公司公告，华安证券研究所

（2）高性能超导线材产业化项目

项目在现有超导线材制备车间新增设备后将形成 MRI 用超导线材产能 2,000 吨，单价 27 万元/吨，单价依据公司现有订单单价及未来市场情况预测综合确定。本项目建设期 2 年，运营期 10 年，运营期第一年达产 60%，第二年达产 100%。

图表 7 高性能超导线材产业化项目产品产量及单价情况

产品类型	产量/吨	单价/万元/吨
MRI 用超导线材	1,250	27

资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目达产后每年增加销售收入 33,750.00 万元，运营期平均税后净利润 3,659.34 万元。项目运营期平均毛利率为 15.39%，略高于现有业务整体毛利率，主要考虑本项目达产后形成规模效应导致毛利率提高。

图表 8 项目建设完毕后前四年运营期各产品收入预测

	运营期第一年	运营期第二年	运营期第三年	运营期第四年
达产率（%）	60	100	100	100
MRI 用超导线材	20,250.00	33,750.00	33,750.00	33,750.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 项目建设完毕后前四年营收情况（单位：万元）

	运营期第一年	运营期第二年	运营期第三年	运营期第四年
营业收入	20,250.00	33,750.00	33,750.00	33,750.00
主营业务成本	17,298.64	28,249.93	28,313.48	28,380.22
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,578.12	4,940.00	4,824.14	4,722.58
税后利润	2,323.24	4,199.00	4,100.52	4,014.20
净利润率	11.47%	12.44%	12.15%	11.89%
毛利率	14.57%	16.30%	16.11%	15.91%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目系以现金的收入与现金的支付作为计算的依据，在此基础上核算现金收支情况下的实际净收入。其中，现金收入包括全部的销货收入；现金支出包括固定资产投入、流动资金经营成本与增值税、销售税金与附加以及企业所得税。基于上述项目现金流情况，经公司测算，项目税前的内部收益率 14.72%，税后的内部收益率为 12.41%

图表 10 项目两年建设期内内部收益情况（单位：万元）

	建设期第一年	建设期第二年
现金流入	-	-
现金流出	1,050.00	9,756.09
所得税后净现金流量	-1,050.00	-9,756.09
所得税后累计净现金流量	-1,050.00	-10,806.09
所得税前净现金流量	-1,050.00	-9,756.09
所得税前累计净现金流量	-1,050.00	-10,806.09

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 项目运营期前三年内部收益情况（单位：万元）

	运营期第一年	运营期第二年	运营期第三年
现金流入	22,882.50	38,137.50	38,137.50
现金流出	34,963.82	43,135.64	33,491.13
所得税后净现金流量	-12,081.32	-4,998.14	4,646.37
所得税后累计净现金流量	-22,887.41	-27,885.55	-23,239.18
所得税前净现金流量	-11,826.45	-4,257.14	5,369.99
所得税前累计净现金流量	-22,632.54	-26,889.68	-21,519.68

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 持续投入研发力量加固护城河

立足于过去发展及现在开拓市场，基于现有技术，公司持续投入研发力量逐步推进研发项目研发项目，截止三季度末，公司研发投入已达 1.17 亿元，同比增长 62.46%，单季度研发投入达 3432 万元，同比增长 178.35%。

图表 12 2021 年第三季度获得的知识产权

申请日	专利号	专利达到效果
2021-07-14	CN202110796479.4	解决了焊接质量和焊接效率的问题, 实现了铌钛合金铸锭工程化批量生产

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.40、8.32、10.80 亿元, 同比增速为 72.5%、30.1%、29.7%。对应 PE 分别为 50.84、39.09、30.13 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产能释放不达预期、军机产量低于预期、发动机研制进度缓慢、超导产品价格降价及市场开拓不及预期。

● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2113	3055	4250	5409
收入同比 (%)	46.1%	44.6%	39.1%	27.3%
归属母公司净利润	371	640	832	1080
净利润同比 (%)	134.3%	72.5%	30.1%	29.7%
毛利率 (%)	37.9%	39.4%	37.8%	38.3%
ROE (%)	13.2%	18.6%	19.4%	20.1%
每股收益 (元)	0.84	1.45	1.89	2.45
P/E	94.63	50.84	39.09	30.13
P/B	12.49	9.43	7.60	6.07
EV/EBITDA	63.48	42.14	36.35	28.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4089	3985	5462	6943	营业收入	2113	3055	4250	5409
现金	471	64	0	0	营业成本	1312	1851	2642	3339
应收账款	660	1249	1648	2068	营业税金及附加	23	31	43	56
其他应收款	6	8	11	14	销售费用	35	55	85	108
预付账款	10	35	41	51	管理费用	146	293	417	530
存货	1139	456	796	1098	财务费用	60	36	25	32
其他流动资产	1803	2172	2966	3712	资产减值损失	-59	0	0	0
非流动资产	1451	1668	1799	1943	公允价值变动收益	-9	0	0	0
长期投资	99	99	99	99	投资净收益	7	10	14	18
固定资产	1008	1241	1422	1604	营业利润	416	705	926	1200
无形资产	156	174	175	180	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	188	155	103	60	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5540	5654	7261	8886	利润总额	423	705	926	1200
流动负债	2000	1482	2271	2827	所得税	53	74	107	132
短期借款	1033	0	188	229	净利润	370	631	819	1068
应付账款	290	401	569	723	少数股东损益	-1	-9	-13	-11
其他流动负债	676	1082	1513	1875	归属母公司净利润	371	640	832	1080
非流动负债	653	653	653	653	EBITDA	568	779	910	1154
长期借款	365	365	365	365	EPS (元)	0.84	1.45	1.89	2.45
其他非流动负债	288	288	288	288					
负债合计	2653	2136	2924	3480					
少数股东权益	78	70	57	45					
股本	441	441	441	441					
资本公积	1755	1755	1755	1755					
留存收益	612	1252	2084	3164					
归属母公司股东权益	2809	3448	4281	5360					
负债和股东权益	5540	5654	7261	8886					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-222	1041	15	249	成长能力				
净利润	371	640	832	1080	营业收入	46.1%	44.6%	39.1%	27.3%
折旧摊销	100	160	124	130	营业利润	152.0%	69.2%	31.4%	29.6%
财务费用	60	47	27	32	归属于母公司净利	134.3%	72.5%	30.1%	29.7%
投资损失	-7	-10	-14	-18	获利能力				
营运资金变动	-805	214	-941	-965	毛利率(%)	37.9%	39.4%	37.8%	38.3%
其他经营现金流	1234	418	1761	2034	净利率(%)	17.5%	20.9%	19.6%	20.0%
投资活动现金流	-343	-368	-241	-257	ROE(%)	13.2%	18.6%	19.4%	20.1%
资本支出	-185	-377	-255	-275	ROIC(%)	9.5%	14.2%	14.2%	15.1%
长期投资	-171	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	13	10	14	18	资产负债率(%)	47.9%	37.8%	40.3%	39.2%
筹资活动现金流	232	-1080	162	8	净负债比率(%)	91.9%	60.7%	67.4%	64.4%
短期借款	372	-1033	188	40	流动比率	2.04	2.69	2.41	2.46
长期借款	65	0	0	0	速动比率	1.47	2.36	2.04	2.05
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	2	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.54	0.59	0.61
其他筹资现金流	-207	-47	-27	-32	应收账款周转率	3.20	2.45	2.58	2.62
现金净增加额	-337	-407	-64	0	应付账款周转率	4.53	4.62	4.64	4.61

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.84	1.45	1.89	2.45	P/E	94.63	50.84	39.09	30.13
每股经营现金流薄)	-0.50	2.36	0.03	0.56	P/B	12.49	9.43	7.60	6.07
每股净资产	6.36	7.81	9.70	12.15	EV/EBITDA	63.48	42.14	36.35	28.72

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 主要从事生物半导体、生物机械领域研究, 共发表 10 篇国际论文, 引用数超 600 次, 申请 5 项国家发明专利; 天津大学化工学士; 2 年央企战略规划经验, 5 年化工卖方研究经验; 2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019 年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。