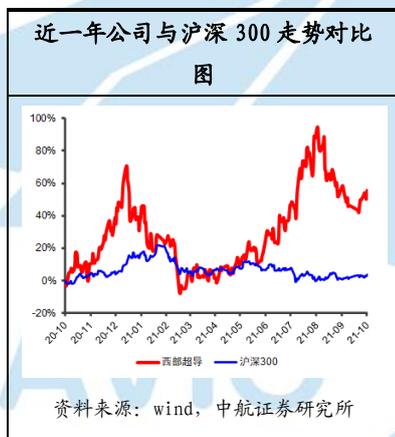


西部超导 (688122) 2021 三季度报点评: 业绩超预期

行业分类: 金属材料 2021 年 10 月 22 日

公司投资评级	买入
当前股价 (21.10.22)	76.27

基础数据 (2021.10.22)	
上证指数	3582.6
总市值 (亿元)	336.56
总股本 (亿股)	4.41
流通股本 (亿股)	3.13
PE (TTM)	52.8
PB (LF)	10.63



- 业绩概要:** 2021 年前三季度公司实现营业收入 20.9 亿元 (+37.7%); 实现归母净利润 5.38 亿元 (+97.9%), 对应 EPS 为 1.22 元; 扣非后归母净利润为 5.00 亿元 (+109.2%)。其中 Q3 营业收入为 8.4 亿元 (+47.7%), 归母净利润为 2.25 亿元 (+61.2%);
- Q3 业绩超预期:** 从单季度数据来看, 公司 Q1-Q3 营收分别为 5.3 亿元、7.2 亿元、8.4 亿元, 营收规模的持续增加主要源于产能投放, 钛合金、超导产品 and 高温合金等主要产品不断放量; Q1-Q3 毛利率分别为 41.3%、43.4%、44.5%, 产品盈利性的提升主要得益于产品规模化效应逐步体现, 生产成本下降, 也抵消了近期上游原材料海绵钛价格的上涨 (考虑到海绵钛价格是从 10 月份开始出现明显上涨, 需留意对 Q4 盈利影响)。总体来看, 各类产品产销量增加叠加规模化效应带来的成本下降, 带动公司 Q3 业绩延续了环比增加趋势, 一定程度超出市场预期;
- 在手订单充沛:** 报告期末, 公司应收票据为 12.6 亿元, 较半年报+9.5%; 应收账款为 14.2 亿元, 较半年报+34.2%; 合同负债为 2.41 亿元, 较半年报+24.2%。几项数据的持续增长, 主要系公司在手订单充沛、生产备货所致。公司后续业绩稳步提升可期;
- 中长期成长空间持续开拓:** 公司于 2021 年 7 月 9 日发布公告称, 拟定向增发募集资金不超过 20.13 亿元, 除 3.38 亿元用于补充流动资金外, 其余均用于现有主营业务的拓展。其中拟投入 9.71 亿元于“航空航天用高性能金属材料产业化项目”, 项目计划在 2024 年建成后将新增 5050 吨钛合金年产能及 1500 吨高温合金年产能, 同时进一步提升高性能高温合金材料稳定批产能力; 拟投入 4.74 亿元于超导材料研发及生产的项目, “高性能超导线材产业化项目”预计于 2023 年落地后新增 2000 吨的 MRI 用超导线材年产能。有助于公司突破现有产能瓶颈, 扩大三类主营业务规模, 发展技术创新, 优化生产工艺。项目建成后公司的核心竞争力得以提升, 行业领先优势得以稳固, 未来中长期发展空间也将更加宽广;

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637



- **四季度开始积极布局军工新材料：**我们在 10 月 13 日板块阶段性底部明确提出开始积极布局军工新材料，并同期发布了《西部超导深度报告-航空金属材料领跑者》。推荐逻辑为：1、策略层面，伴随近期碳中和纠偏愈演愈烈，市场主线弱化+宏观滞胀背景下，市场预期收益率下降，理性回归的过程中会寻找业绩确定性强及未来政策方向风险小的板块进行防御配置，三季度披露是一个很好的验证时点；2、军工新材料已调整至合理估值水平，伴随自身业绩和市场认知估值的稳步提升，军工新材料中长期价值重估将延续；
- **投资建议：**伴随国防军队现代化建设提速，对于装备的新增和替代要求不断增加，叠加关键材料国产替代大趋势，军品订单市场尤其是航空领域景气度持续抬升。高端钛合金和高温合金需求有望保持快速增长，而国内面临高端供给不足的现状，公司作为航空金属材料领跑者，将充分受益于行业赛道崛起。预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 30.9/40.1/52.2 亿元，同比增长 46%/30%/30%，实现归母净利润分别为 7.04/9.27/12.41 亿元，同比增长 90%/32%/34%，对应 PE 48X/36X/27X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格抬升风险、募投项目不及预期、下游需求增长及国产替代进程不及预期。
- **盈利预测**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,446	2,113	3,092	4,011	5,224
增速（%）	32.87%	46.10%	46.36%	29.72%	30.24%
归属于母公司净利润	158	371	704	927	1,241
增速（%）	17.26%	134.31%	89.79%	31.67%	33.90%
每股收益（元）	0.36	0.84	1.59	2.10	2.81
市盈率（倍）	212.69	90.77	47.83	36.33	27.13

图表 1: 财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,446	2,113	3,092	4,011	5,224	货币资金	780	471	689	894	1,164
增长率	32.9%	46.1%	46.4%	29.7%	30.2%	应收款项	1,450	2,123	2,258	2,422	2,658
营业成本	-959	-1,312	-1,778	-2,292	-2,958	存货	1,025	1,139	1,231	1,443	1,351
% 销售收入	66.3%	62.1%	57.5%	57.1%	56.6%	其他流动资产	253	357	376	369	391
毛利	487	801	1,315	1,719	2,266	流动资产	3,508	4,089	4,555	5,127	5,564
% 销售收入	33.7%	37.9%	42.5%	42.9%	43.4%	% 总资产	73.0%	73.8%	76.3%	78.2%	79.1%
营业税金及附加	-14	-23	-31	-40	-52	长期投资	46	106	107	107	107
% 销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	921	1,008	974	991	1,036
营业费用	-18	-35	-31	-40	-52	% 总资产	19.2%	18.2%	16.3%	15.1%	14.7%
% 销售收入	1.2%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	189	173	144	113	82
管理费用	-136	-146	-402	-521	-679	非流动资产	1,295	1,451	1,417	1,433	1,467
% 销售收入	9.4%	6.9%	13.0%	13.0%	13.0%	% 总资产	27.0%	26.2%	23.7%	21.8%	20.9%
息税前利润 (EBIT)	319	598	851	1,118	1,482	资产总计	4,803	5,540	5,972	6,560	7,031
% 销售收入	22.1%	28.3%	27.5%	27.9%	28.4%	短期借款	661	1,033	1,217	1,146	783
财务费用	-33	-60	-30	-32	-35	应付款项	779	653	833	892	923
% 销售收入	2.3%	2.8%	1.0%	0.8%	0.7%	其他流动负债	182	313	313	313	313
资产减值损失	-17	-59	31	42	45	流动负债	1,622	2,000	2,363	2,351	2,020
公允价值变动收益	1	9	0	0	0	长期贷款	300	365	0	0	0
投资收益	4	7	14	15	15	其他长期负债	266	288	270	270	270
% 税前利润	2.5%	1.7%	1.8%	1.4%	1.1%	负债	2,188	2,653	2,633	2,621	2,290
营业利润	165	416	804	1,059	1,417	普通股股东权益	2,569	2,809	3,262	3,864	4,671
营业利润率	11.4%	19.7%	26.0%	26.4%	27.1%	少数股东权益	47	78	76	74	71
营业外收支	2	7	0	0	0	负债股东权益合计	4,803	5,540	5,972	6,560	7,031
税前利润	167	423	804	1,059	1,417	比率分析					
利润率	11.6%	20.0%	26.0%	26.4%	27.1%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-14	-53	-102	-134	-180	每股指标					
所得税率	8.3%	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%	每股收益 (元)	0.36	0.84	1.59	2.10	2.81
净利润	153	370	702	924	1,237	每股净资产 (元)	5.82	6.36	7.39	8.76	10.58
少数股东损益	-5	-1	-2	-2	-3	每股经营现金净流 (元)	-0.25	-0.50	1.70	1.68	2.81
归属于母公司的净利润	158	371	704	927	1,241	每股股利 (元)	0.30	0.30	0.56	0.73	0.98
净利率	10.9%	17.5%	22.8%	23.1%	23.7%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	6.16%	13.20%	21.57%	23.98%	26.56%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.20%	6.68%	11.75%	14.09%	17.60%
净利润	153	370	702	924	1,237	投入资本收益率	7.87%	15.78%	21.65%	28.03%	34.08%
加: 折旧和摊销	95	100	98	108	120	增长率					
资产减值准备	37	59	0	0	0	营业总收入增长率	32.87%	46.10%	46.36%	29.72%	30.24%
公允价值变动损失	-2	-9	0	0	0	EBIT增长率	49.63%	97.70%	23.77%	30.76%	33.19%
财务费用	44	60	30	32	35	净利润增长率	17.26%	134.31%	89.79%	31.67%	33.90%
投资收益	-4	-7	-14	-15	-15	总资产增长率	20.24%	15.34%	7.79%	9.84%	7.19%
少数股东损益	-5	-1	-2	-2	-3	资产管理能力					
营运资金的变动	-402	-590	-67	-308	-135	应收账款周转天数	163.0	115.4	100.0	100.0	85.0
经营活动现金净流	-110	-222	748	741	1,242	存货周转天数	222.0	184.4	138.0	120.0	96.3
固定资本投资	-76	-52	-80	-140	-170	应付账款周转天数	66.4	66.2	60.0	50.0	40.0
投资活动现金净流	-377	-343	-50	-109	-139	固定资产周转天数	202.8	164.4	115.4	88.2	69.9
股利分配	-132	-132	-246	-324	-434	偿债能力					
其他	567	364	-234	-103	-398	净负债/股东权益	24.01%	25.20%	9.68%	-0.46%	-9.47%
筹资活动现金净流	435	232	-480	-427	-832	EBIT利息保障倍数	10.4	11.3	27.8	34.1	41.5
现金净流量	-52	-334	218	205	270	资产负债率	45.55%	47.89%	44.10%	39.96%	32.56%

来源: Wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邓 轲，SAC 执业证书号：S0640521070001，中航证券研究所新材料首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。