

2021年11月1日



中航证券有限公司
AVIC SECURITIES CO., LTD.

军工金属新材料2021Q3总结暨板块观点更新

行业评级：增持

分析师：邓轲
证券执业证书号：S0640521070001
dengke@avicsec.com

目 录

01.

板块2021Q3业绩表现略有分化

02.

慢即是快，四季度积极布局军工新材料

03.

重点推荐公司-西部超导

1.1 板块2021Q3业绩表现略有分化

- 西部超导和宝钛股份Q3归母净利润实现环比正增长**：我们选取西部超导、抚顺特钢、钢研高纳、宝钛股份等六家主要高温合金及钛合金上市企业，从营业收入来看，得益于产品产销量增加，2021Q3西部超导、钢研高纳和宝钛股份营收增速（皆为50%左右）较半年报有所扩张，其中宝钛股份单季度营收增速最高达52.5%，另外三家企业略有收敛。从归母净利润来看，除图南股份外，其余企业净利润同比增速均超过营收增速，Q3表现较好的为宝钛股份（+94.3%）和钢研高纳（+87.3%），但各公司Q3同比增速较半年报皆有所下降；剔除基数影响，从单季度归母净利润环比角度来看，Q3仅西部超导（+21.4%）和宝钛股份（+6.3%）实现了环比正增长。结果显示，**与2021半年报整体军工金属新材料板块业绩表现亮眼不同，三季度相关公司业绩出现了一定程度的分化。**

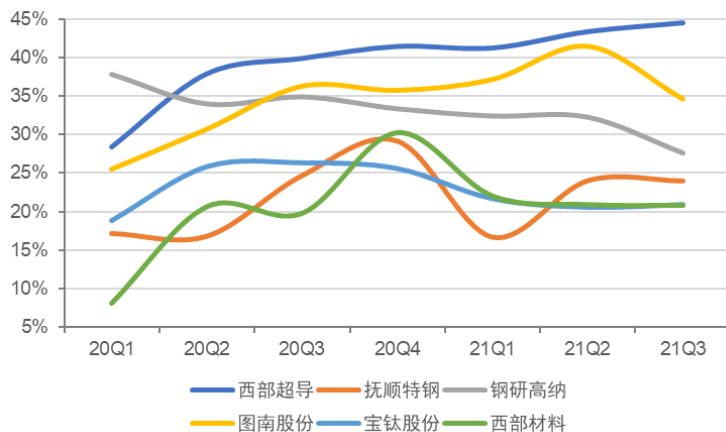
图表1：军工金属新材料上市公司2021年三季度业绩表现

	营业收入			归母净利润		
	2021年前三季度 同比增速	21Q3同比增速	21Q3环比增速	2021年前三季度 同比增速	21Q3同比增速	21Q3环比增速
西部超导	37.7%	47.7%	15.5%	97.9%	61.2%	21.4%
抚顺特钢	18.1%	12.0%	-8.4%	69.4%	14.8%	-1.7%
钢研高纳	33.4%	48.9%	24.1%	94.8%	87.3%	-36.0%
图南股份	27.2%	13.1%	-12.6%	69.3%	11.3%	-20.7%
宝钛股份	44.2%	52.5%	9.3%	95.1%	94.3%	6.3%
西部材料	21.5%	11.7%	-13.6%	183.7%	45.0%	-23.7%

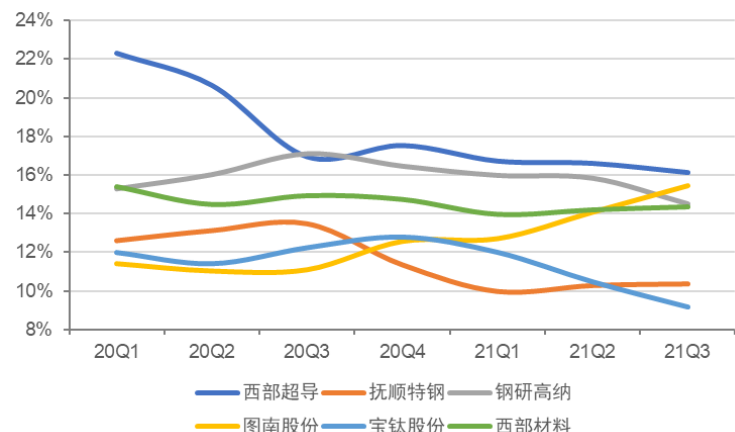
1.1 板块2021Q3业绩表现略有分化

■ **产品结构和规模化效应造成Q3企业盈利性分化**：从销售毛利率来看，作为钛合金军品占比较高企业，西部超导依然保持绝对领先优势，Q3毛利率高达44.5%（环比+1.1%），已比肩2016年上半年公司历史最好水平，主要得益于产品产销量增加规模化效应带来的单位边际成本下降；高温合金的代表企业钢研高纳和图南股份，2021Q3毛利率相比Q2有所下滑，分别为27.7%（-4.6pcts）和34.6%（-6.8pcts），主要受宏观经济下行叠加原材料价格抬升（其中电解镍价格Q3环比提高12%），对主营产品尤其是民品盈利造成负面影响；抚顺特钢普钢产品占据大部分，理论上受经济下行影响更大，但Q3毛利率为24%环比持平，推测主要是受益于公司产品结构调整（Q3合金结构钢销量5.83万吨，环比减少39%）和降本增效的持续推进；宝钛股份和西部材料两家钛合金企业产品盈利性接近（Q3毛利率近21%），环比持平，募投项目放量带来的成本下降对冲了民品盈利下行压力，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。从分季度期间费用率来看，大部分企业保持下行趋势，图南股份今年以来有所抬升，主要是在研发费用方面加大了投入。

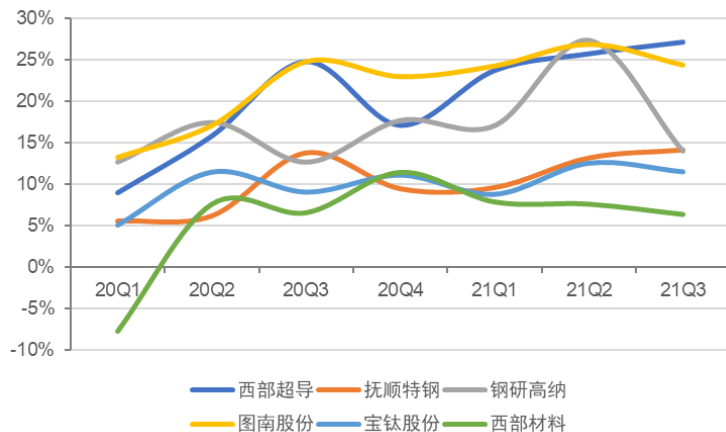
图表2：销售毛利率



图表3：期间费用率（TTM）



图表4：销售净利率



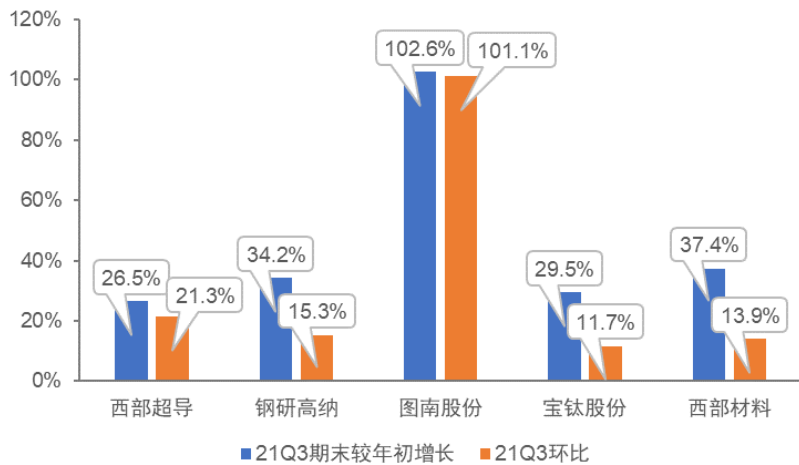
图表5：电解镍价格（元/吨）



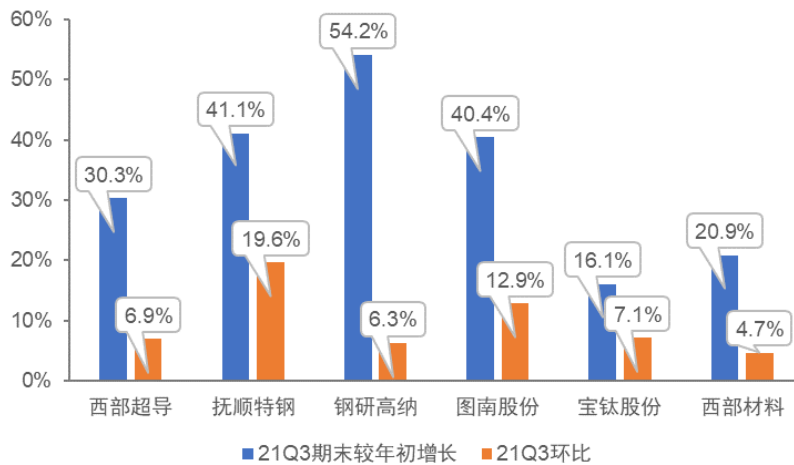
1.1 板块2021Q3业绩表现略有分化

■ **在手订单充裕，未来业绩持续增长可期**：从应收账款及票据来看，三季度末各公司不论是较年初还是半年报皆呈现增长趋势（抚顺特钢由于2020年应收票据业务模式变更，数据缺失，不在统计范围内），其中图南股份2021Q3环比增幅更是高达101%，达到1.16亿元，主要为销售规模扩大、客户年中回款较差等原因所致。从存货来看，由于原材料价格上涨以及生产备货增加，各企业存货不同程度增加（21Q3环比增幅在5%-20%）。从合同负债来看，各企业延续了半年报以来的增长趋势，其中图南股份三季度末合同负债为0.45亿元，环比增加0.35亿元，主要为下游需求增长预收货款增加所致。几项数据的持续增长，显示出下游尤其是航空市场景气度持续向好，企业产销量增加在手订单充足，原材料采购、在产品等相应增加，后续业绩稳步提升可期。

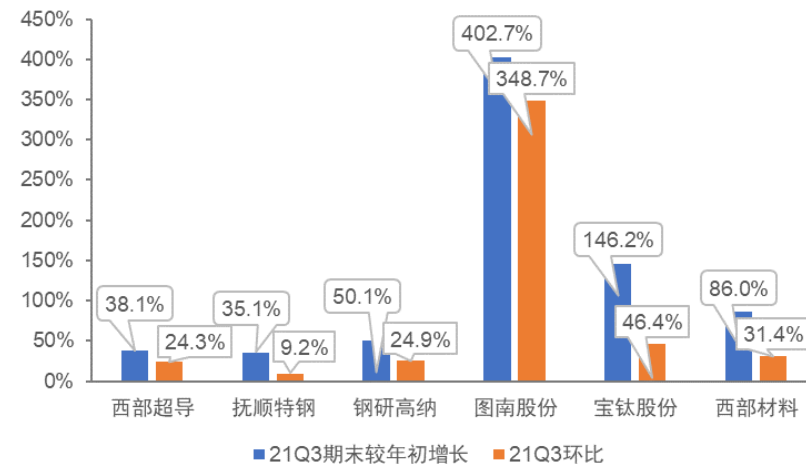
图表6：应收账款及票据



图表7：存货



图表8：合同负债



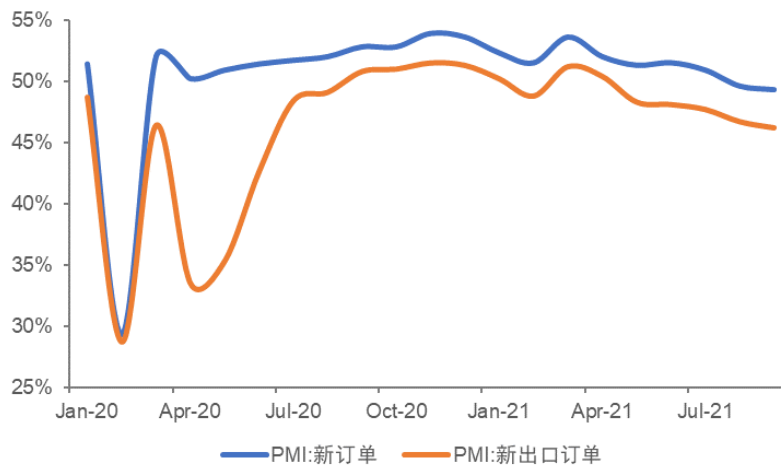
2.1 慢即是快，四季度积极布局军工新材料

- 10月13日板块阶段性底部我们明确提出四季度要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》。本次推荐逻辑主要分策略和行业两个方面，其中**策略层面是本次推荐的核心逻辑**；
- **策略层面**：伴随全球能源危机不断发酵，对企业生产和居民生活造成的负面影响日益凸显，近期碳中和纠偏愈演愈烈，贯穿今年市场唯一主线弱化，这点目前在煤炭等传统能源板块表现尤其明显。另一方面，三季度经济下行压力增大，疫情之下的经济复苏是慢变量，而供给受限下的结构性通胀是快变量，宏观滞胀格局制约了流动性宽松的空间。总体来看，市场碳中和主线弱化+宏观滞胀背景下，权益市场高预期收益率逐步向实际低收益率回归，表现为行业结构性轮转加快及相关个股波动增大，理性回归的过程中市场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。因此我们认为**“慢即是快”，当前时点应降低绝对收益预期，做好中期相对收益布局**。

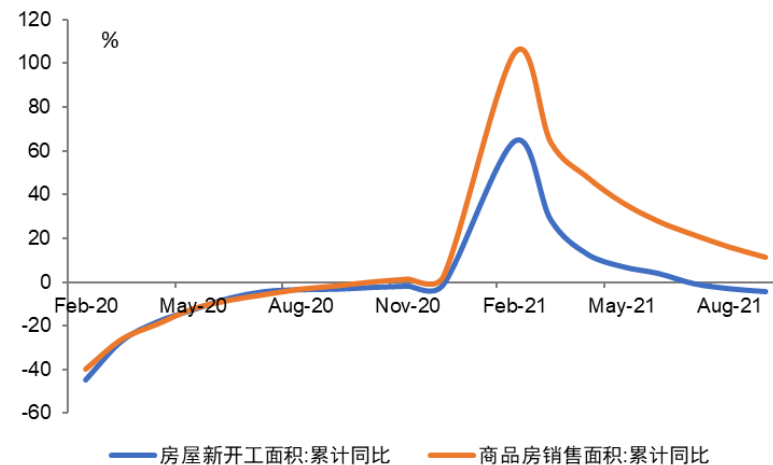
图表9：9月PMI跌破荣枯线，PPI持续上扬



图表10：PMI订单数据显示需求偏弱



图表11：地产数据持续下滑



2.2 军工新材料标的业绩稳健，估值调整至合理水平

- **行业层面**：1、三季报是一个很好的验证业绩持续性的时间点，从军工金属新材料上市公司盈利情况来看，西部超导表现较为突出，且各公司应收账款、存货及合同负债等数据显示出后续业绩持续增长潜力；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，西部超导、抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、宝钛股份、西部材料等公司可持续关注。

图表12：估值比较（基于Wind一致预期）

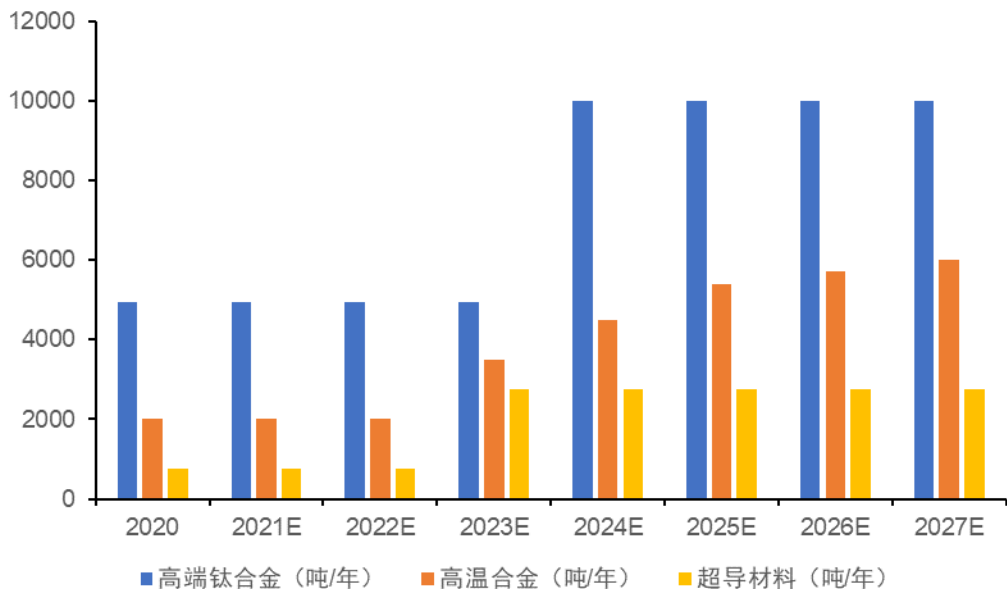
所处领域	证券代码	证券名称	收盘价	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PEG (2021)	归母净利润(百万元)			PE			PB (MRQ)
							2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
	688122. SH	西部超导	79.4	350.4	55.0	0.71	653	847	1,116	53.7	41.4	31.4	11.07
高温合金	600399. SH	抚顺特钢	20.4	402.7	48.4	0.84	859	1,149	1,472	46.9	35.0	27.4	7.05
	300034. SZ	钢研高纳	41.8	203.3	62.2	1.08	323	441	593	63.0	46.1	34.3	7.34
	300855. SZ	图南股份	51.2	102.4	62.9	0.94	176	233	314	58.1	44.0	32.6	8.76
	平均值						0.95					31.4	7.71
钛合金	002149. SZ	西部材料	17.2	83.9	57.4	0.47	165	297	377	51.0	28.3	22.2	3.24
	600456. SH	宝钛股份	48.7	232.6	39.3	0.61	595	763	955	39.1	30.5	24.4	3.91
	平均值						0.54					23.3	3.57

2021/11/1

3.1 西部超导-航空金属材料领跑者

- 公司主营产品为高端钛合金、高性能高温合金和超导材料，是我国航空用钛合金棒丝材的主要研发生产基地，是目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，也是国际上唯一的低温超导全流程企业。目前钛合金产品为公司核心业绩贡献点，90%偏军工领域尤其是航空产品；
- **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。若募投项目均能顺利落地，预计2023年超导材料产能可达2750吨/年；2024年高端钛合金产能可达10000吨/年；2027年高温合金总产能可达6000吨/年；
- **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 50X/38X/28X（更新于11月1日），维持“买入”评级。

图表13：西部超导细分产品未来产能估算



图表14：西部超导盈利预测

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)	221.44	94.51	49.80	37.82	28.25

备注：具体内容可参阅我们10月13日发布的报告《西部超导深度报告：航空金属材料领跑者》

- **原材料价格抬升风险**：随着宏观经济复苏，将带动镍、海绵钛、废钢等相关原材料价格上涨，而高端金属材料军用产品同规格、同型号价格基本是锁死的，因此原材料价格上涨将一定程度侵蚀利润；
- **募投项目不及预期**：目前多数相关上市企业都在积极募投项目提升产能规模，需留意项目推进不及预期风险；
- **下游需求增长及国产替代进程不及预期**：军用航空市场对高端金属材料均有明显需求贡献增量，因此军费投入持续性和政策对国产材料支持力度尤为重要；
- **市场风险偏好下行风险**：军工新材料作为高风险偏好板块，高估值导致股价容易受到市场波动影响。

分析师简介

邓轲

新材料行业首席分析师（手机微信：15651766816）

曾就职于工信部、中泰证券，连续多年新财富、水晶球评选获奖团队核心成员，擅长宏观周期研究和新材料研究。

SAC：S0640521070001

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送发或为任何就送发、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。中航证券于法律许可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。