

2022年04月29日

西部超导（688122.SH）

公司快报

高端钛材放量，高温合金扭亏

投资要点

- ◆ **2021年归母净利同比增100%，四季度归母净利同比增41%：**公司2021年主营收入实现29.27亿元，同比增39%；归母净利实现7.41亿元，同比增100%；全年毛利率为41%，同比增2.91个百分点；净利率实现25.33%，同比增7.78个百分点。四季度营收实现8.37亿元，同比增41%，环比增0.19%；归母净利实现2.04亿元，同比增106%，环比降9.37%；四季度毛利率为34.67%，较去年同期降6.79个百分点，净利率为24.33%，较去年同期增7.70个百分点。四季度毛利率偏低主要因成本上升所致。
- ◆ **2022年一季度业绩持续改善：**公司2022年一季度营收实现8.87亿元，同比增67%，环比增6%；归母净利实现2.15亿元，同比增67%，环比增6%。毛利率为40.76%，较去年同期降0.50%；净利率为24.23%，较去年同期增0.13个百分点。
- ◆ **高端钛合金持续放量：**钛合金行业前景乐观，航空和海洋产业提振高端钛材需求。公司是国内高端钛合金棒丝材的主要生产基地。2021年公司产能持续释放，生产量达7105.12吨，基本达产，全年实现销量6813吨，同比增41.04%。期间高端钛合金业务毛利实现11.14亿元，同比增45.01%；毛利率达45.31%，同比上升2.23个百分点，毛利占比达93.19%，为公司贡献主要利润。
- ◆ **超导产品毛利率创新高：**公司为布局相对全面的超导材料生产商，在技术领域持续突破，具备稀缺性。2021年公司超导材料产量676吨，同比增23.15%，目前公司超导材料产能为750吨/年，产能利用率为90%。全年销量为557吨，同比增13.20%。期间业务毛利实现0.39亿元，同比增333.5%，毛利率录得16.33%，创出新高。
- ◆ **高温合金业务扭亏：**高温合金行业进入壁垒较高，公司已取得相应供货资格，成为国内新兴供应商之一。目前产能为2000吨/年，仍处在爬坡阶段。2021年公司高温合金产量554.69万吨，同比增67.39%，销量为503吨，同比增104.26%。随着产能持续爬坡，规模效应显现，业务毛利实现0.04亿元，扭亏为盈。
- ◆ **投资建议：**公司所布局的高端钛合金、超导材料和高温合金等领域前景广阔，未来随着公司产能陆续释放，业绩有望维持较高增速。我们预计公司2022-2024年的归母净利分别为9.82亿元、12.49亿元和14.17亿元，对应PE估值分别为35.9/28.2/24.9，维持“买入-B”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**产能释放不及预期，海绵钛价格大幅上涨，航空需求大幅萎缩

国防军工 | 其他军工 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2022-04-28)

75.97元

交易数据

总市值(百万元)	35,253.58
流通市值(百万元)	23,748.07
总股本(百万股)	464.05
流通股本(百万股)	312.60
12个月价格区间	49.85/99.92元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

 杨立宏
 SAC执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsc.cn

分析师

 胡博
 SAC执业证书编号：S0910521090001
 hubo@huajinsc.cn

相关报告

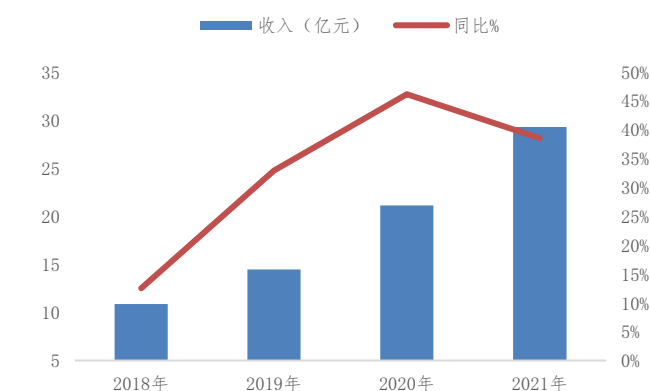
- 西部超导：高温合金持续放量，钛合金维持高景气 2021-08-01
- 西部超导：业绩快速增长，军用钛材需求景气度持续确认 2021-04-26
- 西部超导：业绩超预期，持续受益军用需求高景气度 2021-03-31
- 西部超导：新材翘楚，皇冠明珠 2019-06-23

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,113	2,927	4,270	5,053	5,808
YoY(%)	46.1	38.5	45.9	18.3	14.9
净利润(百万元)	371	741	982	1,249	1,417
YoY(%)	134.3	100.0	32.4	27.2	13.5
毛利率(%)	37.9	40.8	40.9	42.4	41.9
EPS(摊薄/元)	0.80	1.60	2.12	2.69	3.05
ROE(%)	13.2	13.8	16.7	17.5	16.6
P/E(倍)	95.1	47.5	35.9	28.2	24.9
P/B(倍)	12.6	6.6	6.0	5.0	4.1
净利率(%)	17.5	25.3	23.0	24.7	24.4

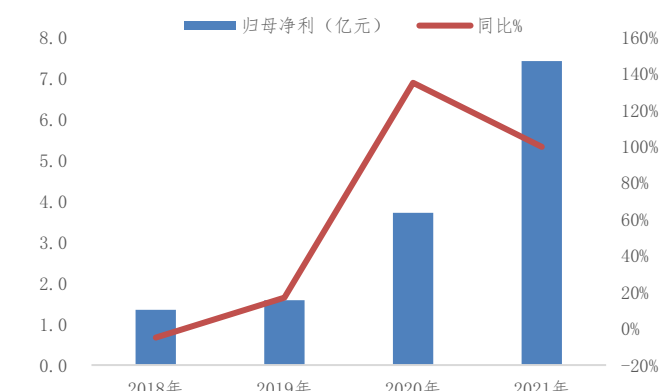
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2018-2021 年公司主营收入&增速



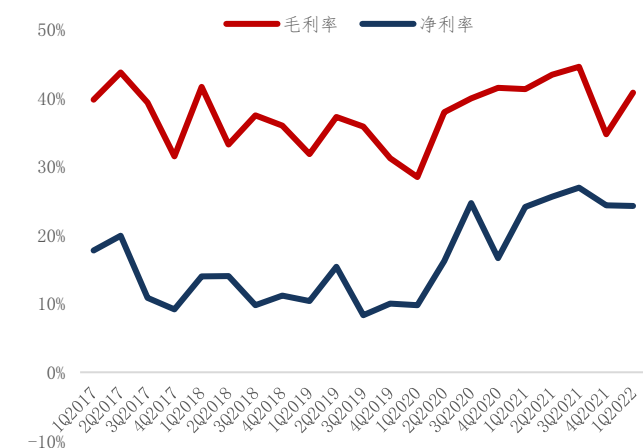
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2018-2021 年公司归母净利&增速



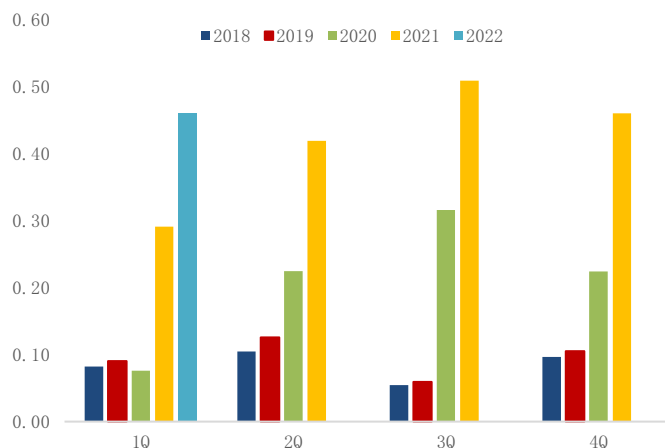
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2017-2022Q1 公司分季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2018-2022Q1 公司分季度 EPS



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：2019-2021 年公司主营结构&单位收入&单位成本&毛利率&毛利占比

年份	2019A	2020A	2021A	YOY
主营收入占比%				
高端钛合金材料	82.99%	84.34%	83.98%	-0.37%
超导产品	9.96%	9.22%	8.16%	-1.06%
高性能高温合金材料	0.69%	1.61%	3.47%	1.86%
单位收入（元/吨）				
高端钛合金材料	329626	369094	360780	-2.25%
超导产品	436245	396341	429109	8.27%
高性能高温合金材料	122564	138071	202037	46.33%
单位成本（元/吨）				
高端钛合金材料	202720	210112	197323	-6.09%

年份	2019A	2020A	2021A	YOY
超导产品	415038	378049	359053	-5.02%
高性能高温合金材料	159333	154315	193937	25.68%
毛利率%				
高端钛合金材料	38.50%	43.07%	45.31%	2.23%
超导产品	4.86%	4.62%	16.33%	11.71%
高性能高温合金材料	-30.00%	-11.76%	4.01%	15.77%
毛利占比%				
高端钛合金材料	94.87%	95.64%	93.19%	-2.45%
超导产品	1.44%	1.12%	3.26%	2.14%
高性能高温合金材料	-0.62%	-0.50%	0.34%	0.84%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4089	7096	7451	7913	10135	营业收入	2113	2927	4270	5053	5808
现金	471	2,597	-	1,719	646	营业成本	1312	1732	2523	2909	3374
应收票据及应收账款	2,123	2,724	4,575	3,941	5,837	营业税金及附加	23	29	45	53	61
预付账款	10	29	57	19	74	营业费用	35	51	85	101	116
存货	1,139	1,599	2,682	2,095	3,438	管理费用	146	126	213	253	290
其他流动资产	31	48	37	39	41	研发费用	131	186	256	303	348
非流动资产	1,451	1,662	1,551	1,453	1,339	财务费用	60	24	27	6	-4
长期投资	99	149	149	149	149	资产减值损失	-59	-39	0	0	0
固定资产	1008	1038	945	853	760	公允价值变动收益	9	5	0	0	0
无形资产	173	189	173	157	142	投资净收益	7	14	8	8	8
其他非流动资产	146	121	118	129	123	营业利润	416	852	1128	1436	1631
资产总计	5540	8758	9003	9366	11474	营业外收入	7	0	5	5	5
流动负债	2000	2581	2760	1868	2557	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	1033	1001	591	0	0	利润总额	423	852	1132	1440	1635
应付票据及应付账款	651	1061	1540	1352	2037	所得税	53	106	151	192	217
其他流动负债	313	477	284	358	373	税后利润	370	745	982	1249	1417
非流动负债	653	734	287	294	296	少数股东损益	-1	4	0	0	0
长期借款	383	446	18	18	18	归属母公司净利润	371	741	982	1249	1417
其他非流动负债	270	288	269	276	277	EBITDA	643	971	1263	1550	1734
负债合计	2653	3315	3047	2162	2853	主要财务比率					
少数股东权益	78	83	83	83	83	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	441	464	464	464	464	成长能力					
资本公积	1755	3718	3254	3254	3254	营业收入(%)	46.1	38.5	45.9	18.3	14.9
留存收益	608	1173	2155	3404	4821	营业利润(%)	152.0	104.6	32.4	27.3	13.5
归属母公司股东权益	2809	5361	5873	7122	8539	归属于母公司净利润(%)	134.3	100.0	32.4	27.2	13.5
负债和股东权益	5540	8758	9003	9366	11474	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	37.9	40.8	40.9	42.4	41.9
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	17.5	25.3	23.0	24.7	24.4
经营活动现金流	-222	227	-1285	2331	-1096	ROE(%)	13.2	13.8	16.7	17.5	16.6
净利润	370	745	982	1249	1417	ROIC(%)	15.8	22.8	24.4	19.6	26.6
折旧摊销	100	109	108	108	108	偿债能力					
财务费用	60	24	27	6	-4	资产负债率(%)	47.9	37.8	33.8	23.1	24.9
投资损失	-7	-14	-8	-8	-8	流动比率	2.0	2.7	2.7	4.2	4.0
营运资金变动	-590	-476	-2394	976	-2609	速动比率	1.5	2.1	1.7	3.1	2.6
其他经营现金流	-155	-162	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-343	-98	8	8	8	总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	232	1958	-1320	-620	15	应收账款周转率	3.1	3.2	2.8	3.0	3.0
每股指标 (元)						应付账款周转率	8.8	7.6	8.6	8.6	8.3
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.60	2.12	2.69	3.05	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.48	0.49	-2.77	5.02	-2.36	P/E	95.1	47.5	35.9	28.2	24.9
每股净资产(最新摊薄)	6.05	11.55	12.66	15.35	18.40	P/B	12.6	6.6	6.0	5.0	4.1
						EV/EBITDA	55.4	45.1	28.3	21.6	19.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏、胡博声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn