

中航证券研究所
 分析师: 邓 轲
 证券执业证书号: S0640521070001
 邮箱: dengke@avicsec.com

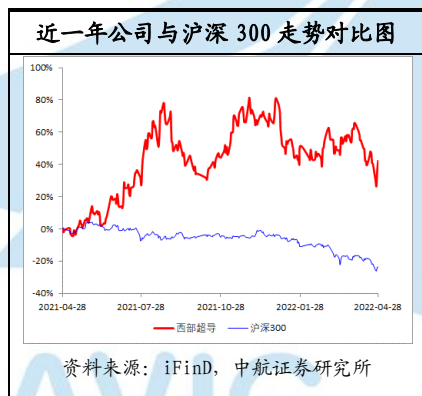
西部超导 (688122) 2021 年报&2022Q1 点评: 无愧于航空金属材料领跑者

行业分类: 金属材料

2022 年 4 月 29 日

公司投资评级	买入
当前股价 (22.04.28)	75.97

基础数据 (2022.04.28)	
上证指数	2975.48
总市值 (亿元)	352.54
总股本 (亿股)	4.64
流通股本 (亿股)	3.13
PE (TTM)	47.4
PB (LF)	6.85



- 业绩概要:** 2021 年公司实现营业收入 29.3 亿元 (+38.5%); 实现归母净利润 7.41 亿元 (+100%), 对应 EPS 为 1.68 元; 扣非后归母净利润为 6.54 亿元 (+123%)。每股派发现金红利 1.00 元 (含税), 股息率为 1.32%。2022Q1 营业收入为 8.87 亿元 (同比+66.5%), 归母净利润为 2.15 亿元 (同比+67.4%, 环比+5.39%), 对应 EPS 为 0.46 元;
- 年报业绩翻倍, 业内持续领先:** 2021 年, 公司克服了原材料上涨和疫情等诸多不利因素, 实现了“十四五”业绩开门红! 受益于航空产业, 尤其是军品领域高景气度, 全年产品订单充沛, 高端钛合金、超导产品和高性能高温合金产品产销量持续提升, 营收处于快速上升通道, 规模化效应的凸显助推净利润实现翻倍式增长。分产品来看, 钛合金销量为 6813 吨 (+41%), 实现收入 24.6 亿 (+38%), 为业绩核心贡献点; 超导线材和高温合金营收分别达到 2.4 亿、1.0 亿 (+23%、+197%), 尽管高温合金仍处发展初期, 但产品下游“两机”领域的高速发展为产能释放提供了强力支持, 待更多牌号进入批产阶段后, 高温合金有望成为公司第二增长曲线。产品盈利性方面, 公司全年毛利率为 40.8% (+2.9pct), 净利率 25.5% (+8.0pct), 净利率大幅提升主要得益于管理和财务费用的下降。分产品来看, 钛合金毛利率为 45.3% (+2.3pct), 单位产品的降本增效抵消了原材料海绵钛全年均价同比上涨带来的影响 (+9.5%); 超导产品毛利率为 16.3% (+11.8pct), 毛利率大幅增长主要得益于产品工艺优化及高附加值产品占比提升, 其中 MRI 用 NbTi 超导线材已开始向国家项目 (CRAFT 聚变堆) 供货, 磁控直拉单晶硅用 MCZ、核磁共振谱仪用 Nb3Sn 均实现批产; 高温合金产品毛利率为 4.0% (+15.4pct), 主要得益于规模化效应, 销量为 503 吨 (+104%), 已在三年内实现扭亏为盈, 其盈利性将随产能逐步投放而持续改善;
- 财务数据:** 2021 年, 公司的销售/财务/研发费用分别同比变动+46.8%/-59.4%/+42.3%, 主要原因分别为购买新材料应用保险与员工薪酬增加、汇率波动致汇兑收益增加、研发项目推进相应费用增加。公司应收账款为 11.7 亿 (+77.2%), 主要是由于销售额增加。合同负债为 2.68 亿 (+54.3%), 主要由于合同签订预收货款增加。以上数据的持续增长说明公司在手订单充沛, 公司未来业绩持续提升可期;

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

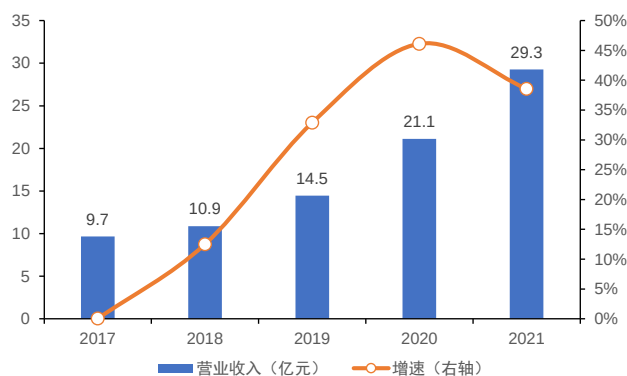
请务必阅读正文后的免责条款部分

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

- **2022Q1 业绩超预期：**尽管在 2022 年年初，由于西安疫情公司生产活动受到了一定影响，产品上游原材料海绵钛价格高位横盘，电解镍价格不改上行趋势，但公司通过规模化效应提升以及产品结构优化，依然实现了营收和盈利双双环比增长，一季度毛利率为 40.8%（环比+6.1pct）。经营活动产生的现金流量净额在 2022Q1 同比下降 739%，主要是受购买原材料接受劳务支出增加的影响。从长期来看，我们认为原材料端的价格波动对公司业务的影响有望在产业链协同的进程下被逐步削弱。2021 年年度报告中显示，公司于 2021 年 10 月认购金钛股份新增的 216 万股股份，与上游原材料供应商形成战略合作关系，以确保原材料高端海绵钛能够保质保量稳定供应。因此，我们对公司未来在成本端的控制能力持乐观态度；
- **募投项目持续推进，打开中长期成长空间：**据公司 2021 年 11 月公告，公司通过定向增发募集资金 20.13 亿元，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 年建成后共计增加 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“高性能超导线材产业化项目”和“超导产业创新中心”，前者预计于 2023 年项目建成后，公司 MRI 用超导线材年产能将达到 2000 吨，后者有望推动低温超导线材的产业化进程。随着三项主营产品的扩产计划齐头并进，公司的核心竞争力得以稳步提升，中长期成长空间将逐步打开；
- **投资建议：**伴随着国防现代化建设提速以及关键材料的国产替代趋势，航空装备领域的景气度将持续升温，国内高端钛合金和高温合金材料将维持供不应求的状态。因此，公司的新增产能能够被完全消化，未来业绩有望受益于产品结构优化和规模化效应的提升而保持高速增长。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 37.2/49.2/60.7 亿元，同比增长 27%/32%/23%，实现归母净利润分别为 9.55/13.4/17.2 亿元，同比增长 29%/40%/29%，对应 PE 37X/26X/20X，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、下游需求及国产替代进程不及预期、疫情影响超预期等。
- **盈利预测**

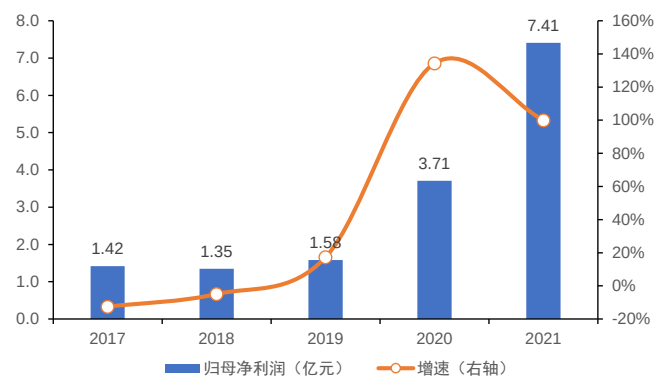
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,113	2,927	3,716	4,918	6,066
增速（%）	46.10%	38.54%	26.94%	32.35%	23.35%
归母净利润（百万元）	371	741	955	1,337	1,723
增速（%）	134.31%	99.98%	28.82%	39.96%	28.86%
每股收益（元）	0.80	1.60	2.06	2.88	3.71
市盈率（倍）	95.08	47.54	36.91	26.37	20.47

图表 1: 公司营业收入及增速



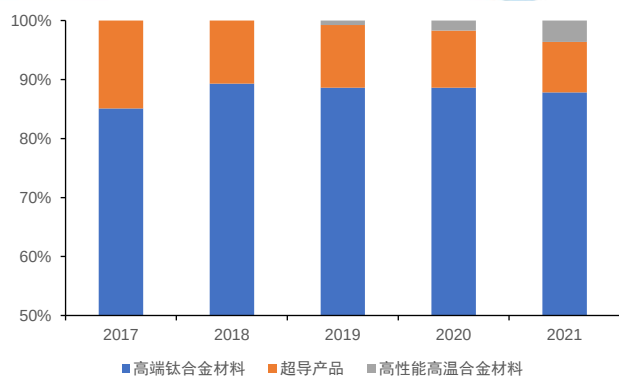
来源: Wind, 中航证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及增速



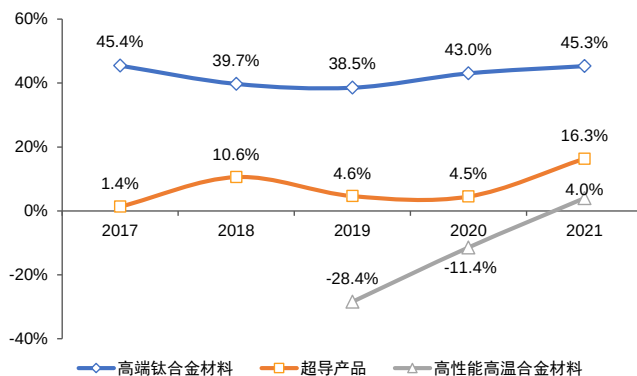
来源: Wind, 中航证券研究所

图表 3: 产品营收占比



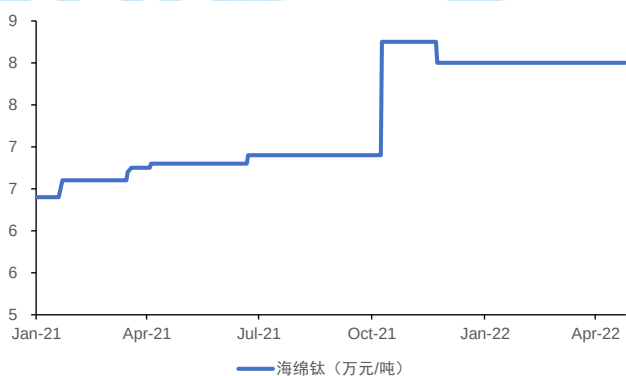
来源: Wind, 中航证券研究所

图表 4: 各类产品毛利率



来源: Wind, 中航证券研究所

图表 5: 海绵钛价格



来源: iFind, 中航证券研究所

图表 6: 电解镍价格



来源: iFind, 中航证券研究所

图表 7：财务数据预测（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	779.75	470.83	2596.75	1976.26	2273.21	2966.43	营业收入	1446.11	2112.83	2927.22	3715.73	4917.78	6065.91
应收票据及账款	1448.10	2116.12	2714.52	3404.32	4438.26	5391.34	营业成本	958.95	1311.80	1732.17	2164.39	2812.23	3400.14
预付账款	19.78	9.90	28.52	30.54	40.42	49.86	营业税金及附加	13.85	22.88	28.76	37.16	49.18	60.66
其他应收款	1.74	6.42	9.62	10.18	13.47	16.62	销售费用	17.64	34.52	50.68	55.74	71.31	84.92
存货	1025.30	1139.31	1598.65	2016.14	2658.13	3260.41	管理费用	136.48	145.57	125.92	148.63	172.12	181.98
其他流动资产	233.68	346.80	147.58	165.61	186.84	207.11	研发费用	140.95	130.69	185.92	234.09	314.74	394.28
流动资产总计	3508.35	4089.38	7095.64	7603.06	9610.33	11891.77	财务费用	32.69	59.61	24.22	35.50	14.29	12.56
长期股权投资	38.41	98.59	148.94	148.94	148.94	148.94	资产减值损失	-16.80	-59.38	-39.13	-48.30	-63.93	-78.86
固定资产	920.91	1008.32	1037.75	1036.96	914.60	863.52	信用减值损失	-20.40	-20.36	-1.83	-18.58	-24.59	-30.33
在建工程	51.51	15.84	158.51	70.17	86.83	3.50	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	171.32	155.71	171.37	114.38	40.00	40.00	投资收益	4.23	7.27	13.71	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.83	0.53	0.23	0.21	0.10	0.10	公允价值变动损益	0.61	9.09	5.06	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	111.73	171.63	145.51	170.22	174.87	178.60	资产处置收益	0.00	-0.99	3.01	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	1294.71	1450.61	1662.32	1540.88	1365.35	1234.67	其他收益	52.10	73.08	91.84	100.00	110.00	120.00
资产总计	4803.05	5539.99	8757.95	9143.93	10975.69	13126.44	营业利润	165.27	416.47	852.20	1080.35	1512.40	1949.18
短期借款	661.05	1033.43	1001.19	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.50	6.76	0.03	2.00	2.00	2.00
应付票据及账款	614.02	650.90	1060.54	1245.27	1479.31	1658.15	营业外支出	2.40	0.08	0.68	1.05	1.05	1.05
其他流动负债	346.96	315.48	518.91	758.44	1016.97	1259.52	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1622.03	1999.81	2580.65	2003.70	2496.28	2917.67	利润总额	167.37	423.15	851.55	1081.30	1513.35	1950.13
长期借款	318.12	383.16	445.66	445.66	445.66	445.66	所得税	13.89	53.32	106.35	135.16	189.17	243.77
其他非流动负债	247.54	270.12	288.21	305.00	320.00	343.00	净利润	153.48	369.83	745.20	946.13	1324.18	1706.36
非流动负债合计	565.66	653.28	733.87	750.66	765.66	788.66	少数股东损益	-4.76	-0.94	3.72	-9.01	-12.61	-16.25
负债合计	2187.69	2653.09	3314.52	2754.36	3261.94	3706.33	归母净利润	158.24	370.77	741.48	955.14	1336.79	1722.61
股本	441.27	441.27	464.05	464.05	464.05	464.05	EBITDA	294.82	583.00	984.98	1425.44	1890.36	2280.57
资本公积	1753.10	1754.91	3717.91	3717.91	3717.91	3717.91	NOPLAT	180.97	409.00	759.90	970.24	1329.73	1710.39
留存收益	374.13	612.46	1178.87	2134.01	3470.80	5193.41	EPS(元)	0.34	0.80	1.60	2.06	2.88	3.71
归属母公司权益	2568.50	2808.65	5360.83	6315.98	7652.77	9375.38	主要财务比率						
少数股东权益	46.86	78.25	82.60	73.59	60.98	44.74	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	2615.36	2886.90	5443.43	6389.57	7713.75	9420.11	成长能力						
负债和股东权益合计	4803.05	5539.99	8757.95	9143.94	10975.69	13126.44	营收增长率	32.87%	46.10%	38.54%	26.94%	32.35%	23.35%
现金流量表							营业利润增长率	12.17%	151.99%	104.63%	26.77%	39.99%	28.88%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	10.36%	141.30%	81.41%	27.52%	36.79%	28.48%
税后经营利润	153.48	369.83	745.20	851.68	1220.98	1594.41	EBITDA增长率	14.81%	97.75%	68.95%	44.72%	32.62%	20.64%
折旧与摊销	94.75	100.24	109.20	308.64	362.73	317.89	归母净利润增长率	17.26%	134.31%	99.98%	28.82%	39.96%	28.86%
财务费用	32.69	59.61	24.22	35.50	14.29	12.56	经营现金流增长率	-322.45%	-54.88%	207.70%	54.21%	-29.44%	49.84%
投资损失	3.86	7.27	13.71	0.00	0.00	0.00	盈利能力						
营运资金变动	-424.52	-804.92	-666.67	-703.66	-1217.75	-1166.83	毛利率	33.69%	37.91%	40.83%	41.75%	42.82%	43.95%
其他经营现金流	30.23	25.29	-0.32	0.00	0.00	0.00	净利率	10.61%	17.50%	25.46%	25.46%	26.93%	28.13%
经营性现金净流量	-109.50	-242.68	225.34	492.16	380.24	758.02	营业利润率	11.43%	19.71%	29.11%	29.07%	30.75%	32.13%
资本支出	128.13	166.10	269.75	170.41	172.20	164.20	ROE	6.16%	13.20%	13.83%	15.12%	17.47%	18.37%
长期投资	-214.00	-170.52	180.69	0.00	0.00	0.00	ROA	3.29%	6.69%	8.47%	10.45%	12.18%	13.12%
其他投资现金流	-463.30	-347.59	352.32	94.45	103.20	111.95	ROIC	6.69%	12.82%	19.06%	18.09%	21.29%	22.06%
投资性现金净流量	-377.43	-343.16	-98.13	-75.96	-69.00	-52.25	估值倍数						
短期借款	-143.04	372.37	-32.24	-1001.19	0.00	0.00	P/E	222.78	95.08	47.54	36.91	26.37	20.47
长期借款	-24.95	65.04	62.50	0.00	0.00	0.00	P/S	24.38	16.69	12.04	9.49	7.17	5.81
普通股增加	44.20	0.00	22.77	0.00	0.00	0.00	P/B	13.73	12.55	6.58	5.58	4.61	3.76
资本公积增加	558.92	1.81	1963.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.38%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-0.52	-207.32	-57.84	-35.50	-14.29	-12.56	EV/EBIT	170.67	71.88	40.26	31.50	23.14	17.89
筹资性现金净流量	434.61	231.90	1958.20	-1036.69	-14.29	-12.56	EV/EBITDA	115.82	59.52	35.79	24.68	18.70	15.39
现金流量净额	-48.27	-357.55	2083.36	-620.49	296.95	693.22	EV/NOPLAT	188.68	84.85	46.40	36.26	26.59	20.52

来源：iFind，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发送、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。