

2022年08月20日

证券研究报告|公司研究|公司点评

西部超导 (688122)

2022 年中报点评：主营业务全线发力，Q2 盈利创

历史新高

业绩概要：2022 年上半年公司实现营业收入 20.8 亿元 (+66%)，实现归母净利润 5.5 亿元 (+76%)，对应基本 EPS 为 1.19 元，扣非后归母净利润为 5.1 亿元 (+80%)。其中 Q2 营收为 12.0 亿元 (同比+65.5%，环比+34.9%)，归母净利润为 3.4 亿元 (同比+82.4%，环比+56.7%)，Q2 单季度 EPS 为 0.73 元；

高端产品市场需求旺盛，三大主营产品齐发力：2022 年国际地缘政治局势紧张，国内军用航空装备加速放量，叠加国产替代进程加速，关键航空金属材料钛合金、高温合金等需求持续旺盛。上半年公司高端钛合金材料实现营收 16.6 亿元 (+60.4%)，报告期内突破了高强高韧钛合金关键技术，通过锻件应用验证，某耐腐蚀钛合金实现批量化稳定生产，并成功应用于国家重大项目，公司开发的新型高性能钛合金在兵器领域获得应用；高温合金实现营收 7344 万元，同比增长 42.2%，多个牌号大规格棒材获得某航空发动机用料供货资格，多个重点型号航空发动机材料已经通过长试考核，具备了供货资格并开始供货；超导产品实现营收 2.5 亿元，同比增长 137%，MRI 医疗市场需求稳定增长，超导线全球市场份额持续扩大，积极开发超导材料和磁体技术在质子、重粒子加速器及电力领域的应用；

需求旺盛+规模化效应持续显现，二季度盈利创历史新高：2022 年年初，由于西安疫情影响，公司生产经营活动受到了一定影响，同时产品上游原材料海绵钛和电解镍价格持续高位，但公司通过规模化效应提升以及产品结构优化，依然实现了业绩的环比增长，Q1 毛利率为 40.8% (环比+6.1pcts)。二季度随着疫情因素影响的减弱，以及原材料价格逐步回归合理水平，叠加下游市场需求旺盛背景下规模化效应持续显现，Q2 毛利率达到 42.6%，主营业务盈利性环比继续提升。而公司净利率 Q2 更是达到了 28.9% (环比+4.9pcts)，创历史新高，除了毛利率提升的原因外，主要得益于管理费用率的下降 (环比-2.3%)，其中维修费的减少为主要原因。其他收益为 4187 万元 (+52.3%)，主要由于政府补助金额以及递延收益转入所致。研发投入方面，公司为保持核心产品的市场竞争力，持续加大投入，上半年研发费用同比增长 30%。报告期末公司应收票据及账款为 33.8 亿元，相比年初增长 24.7%，主要由于销售额增加，其中应收账款方面 1 年以内占比为 98%，资金周转风险可控；

成本端忧虑得到部分化解：原材料端来看，由于市场处于供需紧平衡，海绵钛价格近期基本处于相对高位震荡的状态，随着新增产能释放以及镁锭等成本端价格回落，后续海

投资评级

买入

维持评级

2022 年 08 月 19 日

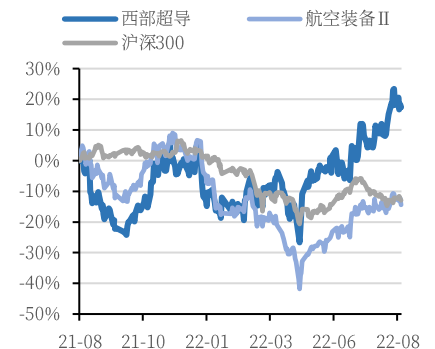
收盘价(元):

108.05

公司基本数据

总股本(百万股)	464.05
总市值(百万)	50,140.18
流通股本(百万股)	464.05
流通市值(百万)	50,140.18
12 月最高/最低价(元)	115.90/65.66
资产负债率(%)	44.14
市盈率(TTM)	51.14
净资产收益率(%)	10.12

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话: 021-2356 3561
邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

- 2021 年报&2022Q1 点评：无愧于航空金属材料领跑者
- 2021Q3 点评：业绩超预期
- 公司深度报告：航空金属材料领跑者

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：010-59219558 传真：010-59562637

镍价上行空间有限，下行空间可以期待。电解镍方面，俄乌冲突预期逐步消化，印尼高冰镍、湿法镍项目加速投产，以及海运费问题在时间推移下得到解决后，进口镍市场占有率将有望回升，供给缺口逐步缩减，未来供给端预期偏宽松。此外，海外美联储接连加息使下游消费需求被进一步削弱，有色市场也在一定程度上受流动性影响而承压。商品供需关系和宏观流动性等因素带动镍价回落至合理价位，对于公司处于快速成长期的高温合金业务，原材料采购压力以及成本传导的顾虑得到缓解；

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；

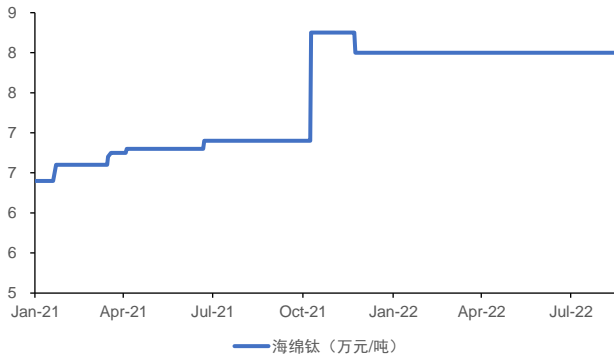
投资建议：伴随着国内航空装备加速放量以及关键材料的国产替代趋势，航空新材料景气度将持续升温，国内高端钛合金和高温合金将维持供不应求的状态，公司未来业绩有望受益于产品结构优化和规模化效应的提升而保持高速增长。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 40.8/51.6/65.8 亿元，同比增长 39%/26%/28%，实现归母净利润分别为 10.6/14.0/18.7 亿元，同比增长 42%/33%/33%，对应 PE 47X/36X/27X，维持“买入”评级。

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	4,080	5,157	6,579
增速（%）	46.10%	38.54%	39.36%	26.42%	27.56%
归母净利润（百万元）	371	741	1,056	1,400	1,866
增速（%）	134.31%	99.98%	42.40%	32.56%	33.30%
每股收益（元）	0.80	1.60	2.28	3.02	4.02
市盈率（倍）	135.23	67.62	47.49	35.82	26.87

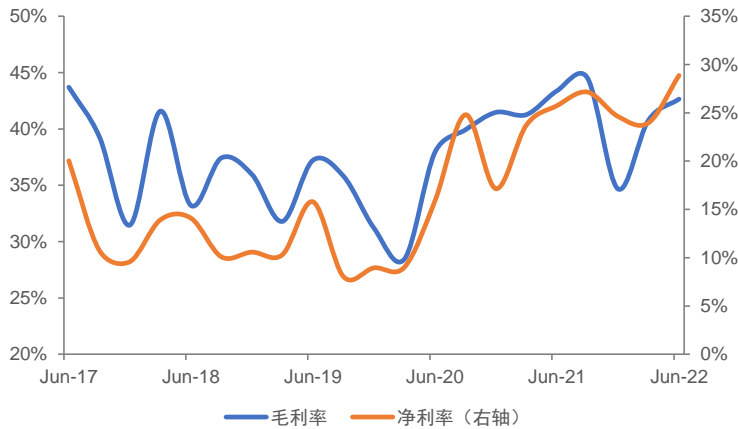
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 1 海绵钛价格


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 2 电解镍价格


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 3 公司 2022 年 Q2 净利率创历史新高


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 4 单季度财务数据

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	1197	887	837	835	723	533
营业成本(百万元)	686	526	547	463	409	313
销售费用率	0.6%	0.4%	4.1%	0.7%	0.9%	0.7%
管理费用率	3.0%	5.3%	0.3%	5.8%	4.7%	7.7%
财务费用率	0.5%	0.6%	0.4%	1.1%	1.5%	0.2%
研发费用率	6.5%	4.2%	7.2%	4.4%	8.7%	4.9%
资产减值损失(百万元)	-13	-6	-23	-2	-10	-4
利润总额(百万元)	391	251	235	258	209	150
所得税费用(百万元)	45	39	29	31	23	23
净利润(百万元)	345	213	206	227	186	127
EPS	0.73	0.46	0.46	0.51	0.42	0.29
毛利率	42.6%	40.8%	34.7%	44.5%	43.4%	41.3%
期间费用率	4.1%	6.4%	4.8%	7.6%	7.1%	8.5%
所得税率	11.6%	15.4%	12.4%	12.2%	10.8%	15.5%
净利润率	28.9%	24.0%	24.6%	27.1%	25.7%	23.7%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 5 财务数据预测分析 (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	1734.10	2205.10	2773.11	营业收入	1446.11	2112.83	2927.22	4079.50	5157.34	6578.58
应收票据及账款	1448.10	2116.12	2714.52	3737.60	4654.45	5846.99	营业成本	958.95	1311.80	1732.17	2360.56	2946.17	3680.12
预付账款	19.78	9.90	28.52	33.53	42.39	54.07	营业税金及附加	13.85	22.88	28.76	40.80	51.57	65.79
其他应收款	1.74	6.42	9.62	11.18	14.13	18.02	销售费用	17.64	34.52	50.68	61.19	74.78	92.10
存货	1025.30	1139.31	1598.65	2198.88	2784.73	3528.88	管理费用	136.48	145.57	125.92	163.18	180.51	197.36
其他流动资产	233.68	346.80	147.58	172.04	191.07	216.16	研发费用	140.95	130.69	185.92	257.01	330.07	427.61
流动资产总计	3508.35	4089.38	7095.64	7887.33	9891.87	12437.24	财务费用	32.69	59.61	24.22	35.92	14.83	13.01
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	-53.03	-67.05	-85.52
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	-20.40	-25.79	-32.89
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	1294.78	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	9428.21	11257.22	13671.90	营业利润	165.27	416.47	852.20	1194.41	1583.58	2111.18
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	1358.13	1549.76	1794.69	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	830.04	1065.97	1364.62	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	2188.17	2615.73	3159.30	利润总额	167.37	423.15	851.55	1195.36	1584.52	2112.13
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	149.42	198.07	264.02
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	1045.94	1386.46	1848.11
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	-9.96	-13.20	-17.60
负债合计	2187.69	2653.09	3314.52	2938.83	3381.39	3947.96	归属母公司股东净利率	158.24	370.77	741.48	1055.90	1399.66	1865.71
股本	441.27	441.27	464.05	464.05	464.05	464.05	EBITDA	294.82	583.00	984.98	1539.92	1962.08	2443.03
资本公积	1753.10	1754.91	3717.91	3717.91	3717.91	3717.91	NOPLAT	180.97	409.00	759.90	1070.41	1392.48	1852.54
留存收益	374.13	612.46	1178.87	2234.77	3634.43	5500.14	EPS (元)	0.34	0.80	1.60	2.28	3.02	4.02
归属母公司权益	2568.50	2808.65	5360.83	6416.73	7816.39	9682.09	主要财务比率						
少数股东权益	46.86	78.25	82.60	72.64	59.44	41.84	会计年度						
股东权益合计	2615.36	2886.90	5443.43	6489.37	7875.83	9723.94	2019						
负债和股东权益合计	4803.05	5539.99	8757.95	9428.21	11257.22	13671.90	2020						
现金流量表							2021						
会计年度							2022E						
2019							2023E						
2020							2024E						
税后经营利润	153.48	369.83	745.20	951.48	1283.25	1736.16	营收增长率	32.87%	46.10%	38.54%	39.36%	26.42%	27.56%
折旧与摊销	94.75	100.24	109.20	308.64	362.73	317.89	营业利润增长率	12.17%			40.16%		
财务费用	32.69	59.61	24.22	35.92	14.83	13.01	EBITDA增长率	10.36%	141.30%	81.41%	40.59%	29.89%	32.87%
投资损失	3.86	7.27	13.71	0.00	0.00	0.00	归母净利润增长率	14.81%	97.75%	68.95%	56.34%	27.41%	24.51%
营运资金变动	-424.52	-804.92	-666.67	-1045.62	-1105.99	-1433.79	经营现金流增长率	17.26%	134.31%	99.98%	42.40%	32.56%	33.30%
其他经营现金流	30.23	25.29	-0.32	0.00	0.00	0.00	盈利能力的	-322.45%	-54.88%	207.70%	10.02%	54.86%	12.39%
经营性现金净流量	-109.50	-242.68	225.34	250.43	554.82	633.27	毛利率	33.69%	37.91%	40.83%	42.14%	42.87%	44.06%
资本支出	128.13	166.10	269.75	170.41	172.20	164.20	净利率	10.61%	17.50%	25.46%	25.64%	26.88%	28.09%
长期投资	-214.00	-170.52	180.69	0.00	0.00	0.00	营业利润率	11.43%	19.71%	29.11%	29.28%	30.71%	32.09%
其他投资现金流	-291.56	-338.74	-548.57	-246.37	-241.20	-216.45	ROE	6.16%	13.20%	13.83%	16.46%	17.91%	19.27%
投资性现金净流量	-377.43	-343.16	-98.13	-75.96	-69.00	-52.25	ROA	3.29%	6.69%	8.47%	11.20%	12.43%	13.65%
短期借款	-143.04	372.37	-32.24	-1001.19	0.00	0.00	ROIC	7.60%	14.83%	20.38%	23.86%	25.28%	28.36%
长期借款	-24.95	65.04	62.50	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
普通股增加	44.20	0.00	22.77	0.00	0.00	0.00	P/E	316.86	135.23	67.62	47.49	35.82	26.87
资本公积增加	558.92	1.81	1963.00	0.00	0.00	0.00	P/S	34.67	23.73	17.13	12.29	9.72	7.62
其他筹资现金流	-0.52	-207.32	-57.84	-35.92	-14.83	-13.01	P/B	19.52	17.85	9.35	7.81	6.41	5.18
筹资性现金净流量	434.61	231.90	1958.20	-1037.11	-14.83	-13.01	股息率	0.26%	0.35%	0.93%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量净额	-48.27	-357.55	2083.36	-862.64	470.99	568.01	EV/EBITDA	239.26	100.67	56.25	39.98	30.55	22.78
							EV/NOPLAT	162.36	83.36	50.02	31.97	24.90	19.82
								264.50	118.82	64.83	45.99	35.09	26.13

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

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起。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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637