



买入（维持）

所属行业：国防军工
当前价格(元)：108.05

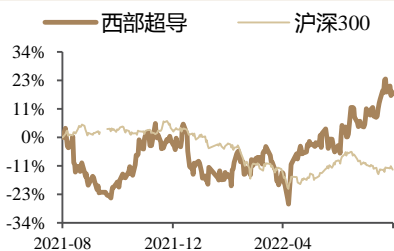
证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

邮箱：nizy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.69	24.93	20.53
相对涨幅(%)	15.46	28.59	16.74

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《西部超导(688122.SH)：业绩增速亮眼，主营业务表现出色》，2022.4.29
- 《西部超导(688122.SH)：三季报业绩超预期，主营业务稳步推进》，2021.10.24
- 《行业景气度长期向好，短期回调迎来布局机会》，2021.10.17
- 《不惧市场短期回调，坚定看好军工行业长期增长》，2021.9.5
- 《军工行业景气持续上行，关注上游细分行业龙头》，2021.8.22

西部超导(688122.SH)：各板块快速增长，带动公司业绩亮眼

投资要点

- 事件：**2022年8月19日，公司发布2022年半年度报告。2022H1公司实现营业收入20.84亿元(+65.95%)；归母净利润5.52亿元(+76.27%)；扣非归母净利润5.12亿元(+79.66%)。
- 2022H1营业收入与归母净利润高速增长，期间费率显著下降。**截至2022H1，公司共实现营业收入20.84亿元，同比增长65.95%；共实现归母净利润5.52亿元，同比增长76.27%，公司收入与净利润增长较快主要原因为高端产品市场需求旺盛，公司钛合金材料、超导产品、高温合金材料等主要产品持续呈现良好增长态势，当期销售收入较去年同期进一步增长，另外公司规模效应显现，整体提升公司盈利能力。**分产品看**，高端钛合金材料实现收入16.60亿，较同期增长60.41%；超导产品实现收入2.50亿，较同期增长137.30%；高性能高温合金材料实现收入0.73亿元，较同期增长42.19%。**利润率方面**，截至2022H1，公司毛利率为41.84%，同比下降0.64pp，净利率为26.77%，同比上升1.88pp；单季度看，2022Q2毛利率为42.64%，环比上升1.88pp，净利率为28.86%，环比上升4.90pp。**期间费率方面**，截至2022H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.54%/4.01%/5.57%/0.55%，分别同比变化-0.28pp/-1.95pp/-1.53pp/-0.39pp。
- 产品结构稳定，高端钛合金、超导产品、高温合金均发展迅速。**公司作为国内钛合金行业龙头企业，始终深耕主营业务，高端钛合金材料、超导产品、高性能高温合金材料均保持高速增长。公司高端钛合金材料2021H1/2021/2022H1收入占比分别为82.40%/83.98%/79.65%，2022H1营业收入同比增速60.41%；超导材料2021H1/2021/2022H1收入占比分别为8.36%/8.16%/11.98%，2022H1营业收入同比增速137.30%；高性能高温合金材料2021H1/2021/2022H1收入占比分别为4.11%/3.47%/3.52%，2022H1营业收入同比增速42.19%。公司主营业务结构保持稳定，各产品均呈现高速增长态势，为公司创造更大的盈利空间。
- 公司积极备产备货，在建工程有望有序释放。**2022H1公司预付款项为0.90亿元，较上年期末增长215.79%，主要系预付材料款增加所致；应付账款为6.46亿元，较上年期末增长34.64%，主要系预付公司采购量扩大，预付材料款增加所致。经营活动净现金流量为-0.19亿元，同比减少118.48%，主要系原料采购、人工支出及税费支出增加所致。公司募投的“发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目”预计2023年1月投产，“高性能超导线材产业化项目”预计2023年12月投产，“航空航天用高性能金属材料产业化项目”、“超导创新研究院项目”、“超导产业创新中心”预计2024年12月投产，目前公司募投项目中650合金棒材轧机、两台8吨电弧炉、8T电渣炉等正在安装调试，锻造车间、熔炼车间厂房正在建设，有望有序释放产能。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润为11.02亿元、15.03亿元、19.28亿元，对应PE46、33、26，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险，市场需求波动风险，核心竞争力下滑风险

股票数据

总股本(百万股):	464.05
流通 A 股(百万股):	335.37
52 周内股价区间(元):	67.48-113.52
总市值(百万元):	50,140.18
总资产(百万元):	9,079.61
每股净资产(元):	12.02

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,113	2,927	4,041	5,338	6,921
(+/-)YOY(%)	46.1%	38.5%	38.0%	32.1%	29.7%
净利润(百万元)	371	741	1,102	1,503	1,928
(+/-)YOY(%)	134.3%	100.0%	48.6%	36.4%	28.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.84	1.68	2.37	3.24	4.16
毛利率(%)	37.9%	40.8%	41.3%	42.7%	42.7%
净资产收益率(%)	13.2%	13.8%	17.0%	18.9%	19.5%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.68	2.37	3.24	4.16
每股净资产	11.55	13.93	17.17	21.32
每股经营现金流	0.49	0.75	1.24	2.40
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	57.69	45.50	33.36	26.00
P/B	8.39	7.76	6.29	5.07
P/S	17.13	12.41	9.39	7.25
EV/EBITDA	45.48	33.76	25.40	19.83
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.8%	41.3%	42.7%	42.7%
净利润率	25.3%	27.3%	28.2%	27.9%
净资产收益率	13.8%	17.0%	18.9%	19.5%
资产回报率	8.5%	11.6%	13.1%	13.6%
投资回报率	10.8%	15.5%	17.2%	17.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	38.5%	38.0%	32.1%	29.7%
EBIT 增长率	85.7%	46.6%	35.9%	28.1%
净利润增长率	100.0%	48.6%	36.4%	28.3%
偿债能力指标				
资产负债率	37.8%	30.8%	29.7%	29.6%
流动比率	2.7	3.6	3.8	3.7
速动比率	2.1	2.6	2.7	2.7
现金比率	1.0	0.9	0.8	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	145.9	140.0	135.0	130.0
存货周转天数	336.9	330.0	320.0	300.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	2.8	4.1	5.3	6.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	741	1,102	1,503	1,928
少数股东损益	4	6	8	6
非现金支出	150	195	216	240
非经营收益	-2	25	7	6
营运资金变动	-667	-978	-1,157	-1,068
经营活动现金流	227	350	577	1,112
资产	-287	-236	-290	-280
投资	181	52	-150	-100
其他	8	12	16	20
投资活动现金流	-98	-172	-424	-360
债权募资	197	-938	63	63
股权募资	1,985	0	0	0
其他	-224	-38	-23	-26
融资活动现金流	1,958	-975	40	37
现金净流量	2,085	-797	193	790

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,927	4,041	5,338	6,921
营业成本	1,732	2,371	3,060	3,966
毛利率%	40.8%	41.3%	42.7%	42.7%
营业税金及附加	29	40	53	69
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	51	71	93	121
营业费用率%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	126	174	227	291
管理费用率%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%
研发费用	186	263	374	519
研发费用率%	6.4%	6.5%	7.0%	7.5%
EBIT	855	1,254	1,704	2,183
财务费用	24	-6	-15	-22
财务费用率%	0.8%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-39	-0	-0	-0
投资收益	14	12	16	20
营业利润	852	1,266	1,726	2,211
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	852	1,266	1,726	2,211
EBITDA	965	1,448	1,920	2,423
所得税	106	158	216	276
有效所得税率%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
少数股东损益	4	6	8	6
归属母公司所有者净利润	741	1,102	1,503	1,928

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,597	1,800	1,993	2,783
应收账款及应收票据	2,715	3,653	4,680	5,878
存货	1,599	2,144	2,683	3,260
其它流动资产	186	107	231	310
流动资产合计	7,096	7,703	9,587	12,230
长期股权投资	149	203	253	303
固定资产	1,038	990	1,009	1,025
在建工程	159	242	292	312
无形资产	171	177	182	187
非流动资产合计	1,662	1,757	1,880	1,970
资产总计	8,758	9,460	11,467	14,201
短期借款	1,001	0	0	0
应付票据及应付账款	1,061	1,429	1,677	2,173
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	518	683	869	1,108
流动负债合计	2,581	2,112	2,546	3,281
长期借款	428	491	554	618
其它长期负债	306	306	306	306
非流动负债合计	734	797	861	924
负债总计	3,315	2,909	3,406	4,205
实收资本	464	464	464	464
普通股股东权益	5,361	6,463	7,966	9,894
少数股东权益	83	88	96	101
负债和所有者权益合计	8,758	9,460	11,467	14,201

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。