

半年业绩创历史新高，定增加码高端产品产能

2022 年 08 月 21 日

➤ **事件概述：**8 月 19 日，公司发布 2022 年中报：2022 上半年，公司实现营收 20.84 亿元，同比增长 66%；归母净利润 5.52 亿元，同比增长 76.3%；扣非归母净利润 5.12 亿元，同比增长 79.7%。**2022Q2**，公司实现营收 11.97 亿元，同比增长 65.5%；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 82.4%；扣非归母净利润 3.09 亿元，同比增长 81%。业绩超出我们的预期。

➤ **点评：积极应对原料涨价，毛利率维持相对高位**

- 量：高温合金产销量同比创历史新高。**公司产品下游高端市场需求旺盛，22H1 高温钛合金收入同比+60.41%，超导产品收入同比+137.30%，高性能高温合金材料收入同比+42.19%。高温合金方面，公司聚焦主要牌号成品率和成份稳定性得到提升，产销量同比创历史新高。
- 价：22H1 毛利率小幅下滑 0.64pct。**22H1 公司主要原材料大幅上涨，其中海绵钛价格同比+19.5%，电解镍价格同比+57%，电解钴市场价格同比+47.4%。面对原材料价格上涨，疫情反复等不利因素，公司通过均衡调整内部生产结构，保障各项产品顺利交付，规模效应逐步显现，22H1 公司毛利率仅下滑 0.64pct，仍处于 41.84% 高位。分季度看，22Q2 公司毛利率 42.64%，环比提升 1.88pct，同比下滑 0.74pct。

➤ **未来核心看点：航天航空等下游需求旺盛，产能释放助力公司高成长**

- “两机”领域需求快速增长，高温合金业绩贡献将稳步提升。**公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一，陆续承担了国内重点国防装备用多个高温合金材料的研制任务，高温合金铸锭纯净化熔炼控制技术显著提升，实现重大冶金缺陷“零发生”，多个重点型号航空发动机高温合金材料已经通过了某型号发动机的长试考核，已开始供货，随着未来产能逐步释放，高温合金业务业绩贡献将稳步提升。
- 定增项目加码高温合金+钛合金材料，成长有望再上台阶。**公司完成定增，共募集资金净额 19.81 亿元，其中 9.91 亿元规划建设航空航天用高性能金属材料产业化项目，新增钛合金材料 5050 吨，高温合金 1500 吨的生产能力。定增项目 2024 年投产后，钛合金总产能将达到 1 万吨。高温合金方面，随着 2019 年公司首发募投的 2500 吨在 2023 年投产，定增募投的 1500 吨在 2024 年投产，公司高温合金产能将达到 6000 吨，届时高温合金生产能力将处于国内第一梯队，未来将充分受益下游军工等领域发展。

➤ **投资建议：**受益于航天航空等下游领域发展，公司产品需求空间广阔，随着高端产品项目投产，公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 11.12/14.55/18.35 亿元，对应 2022 年 8 月 19 日收盘价 108.05 元，2022-2024 年 PE 依次为 45/34/27 倍，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,927	4,047	4,911	5,831
增长率 (%)	38.5	38.3	21.3	18.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	741	1,112	1,455	1,835
增长率 (%)	100.0	50.0	30.8	26.1
每股收益 (元)	1.60	2.40	3.14	3.95
PE	68	45	34	27
PB	9.4	8.3	6.7	5.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

108.05 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 西部超导 (688122.SH) 2021 年报及 2022 年一季报点评：高端产品有望持续放量，定增加码钛合金+高温合金产能-2022/04/29
- 【民生金属·公司点评】西部超导 (688122)：产品订单饱满，驱动 2021 业绩高增长-2022/01/28

目录

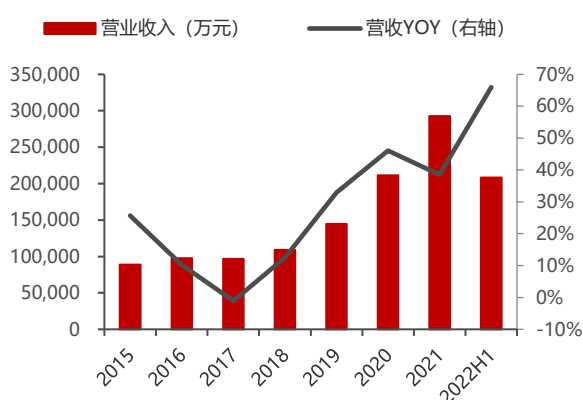
1 事件概述：2022 年上半年归母净利创历史新高	3
2 点评：积极应对原料涨价，毛利率维持相对高位	4
2.1 有效应对原料上涨，毛利率维持高位	4
2.2 22Q2 单季度营收、归母净利历史新高	6
3 核心看点：航天航空等下游需求旺盛，产能释放助力公司高成长	7
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件概述：2022 年上半年归母净利创历史新高

公司发布 2022 年半年报：2022 上半年，公司实现营收 20.84 亿元，同比增长 66%；归母净利润 5.52 亿元，同比增长 76.3%，创历史新高；扣非归母净利润 5.12 亿元，同比增长 79.7%。业绩超出我们的预期。

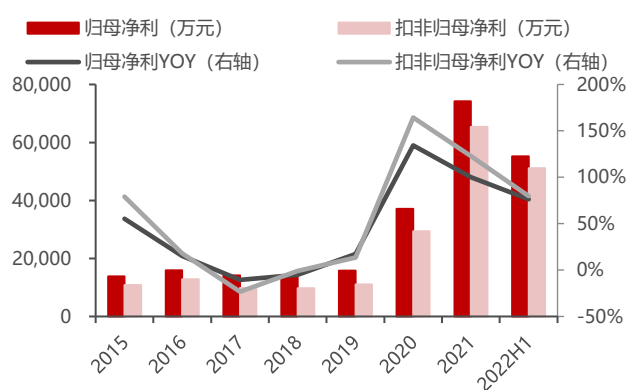
分季度看，2022Q2，公司实现营收 11.97 亿元，同比增长 65.5%、环比增长 34.8%；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 82.4%、环比增长 56.9%；扣非归母净利润 3.09 亿元，同比增长 81%、环比增长 52.8%。

图1：2022H1 营收同比增长 66.0%



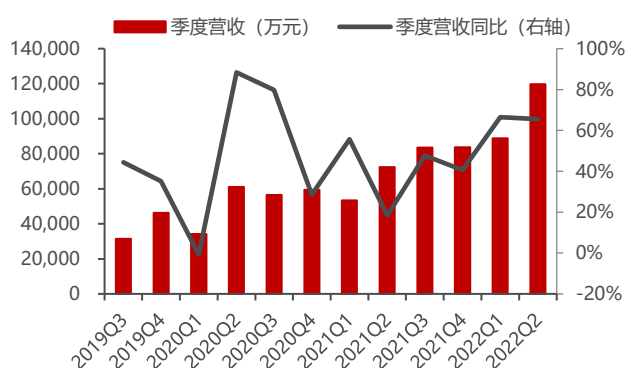
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1 归母净利润同比+76.3%



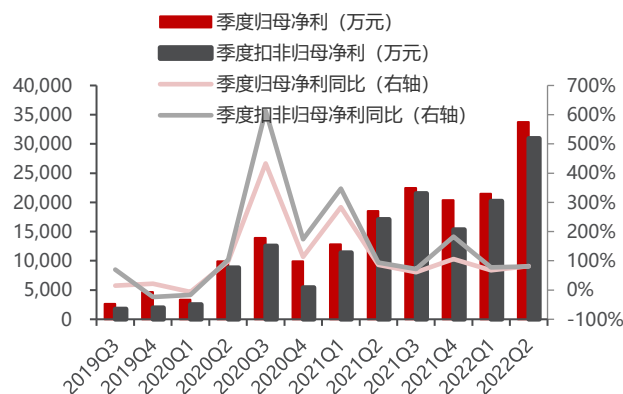
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

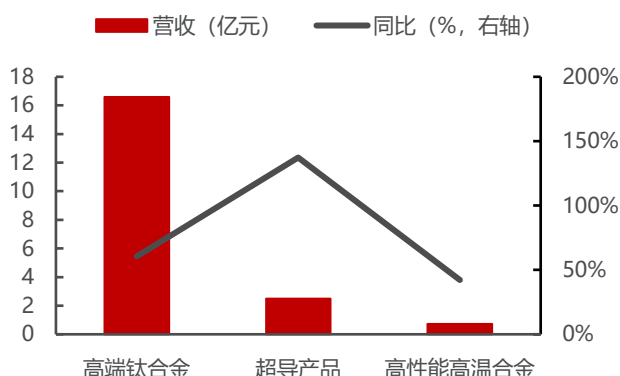
2 点评：积极应对原料涨价，毛利率维持相对高位

2.1 有效应对原料上涨，毛利率维持高位

量：高温合金产销量同比创历史新高。公司产品下游高端市场需求旺盛，22H1 高端钛合金收入同比+60.41%，超导产品收入同比+137.30%，高性能高温合金材料收入同比+42.19%。高温合金方面，公司聚焦主要牌号成品率和成份稳定性得到提升，产销量同比创历史新高。

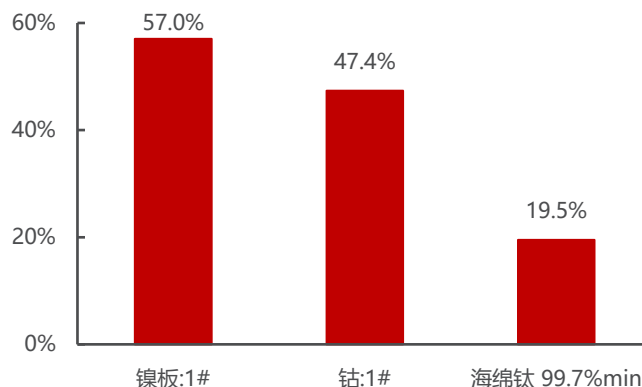
价：22H1 毛利率小幅下滑 0.64pct。22H1 公司主要原材料大幅上涨，其中海绵钛价格同比+19.5%，电解镍市场价格同比+57%，电解钴市场价格同比+47.4%。面对原材料价格上涨，疫情反复等不利因素，公司通过均衡调整内部生产结构，保障各项产品顺利交付，规模效应逐步显现，22H1 公司毛利率仅下滑 0.64pct，仍处于 41.84%高位。分季度看，22Q2 公司毛利率 42.64%，环比提升 1.88pct，同比下滑 0.74pct。

图5：22H1 公司主要产品营收大幅增长



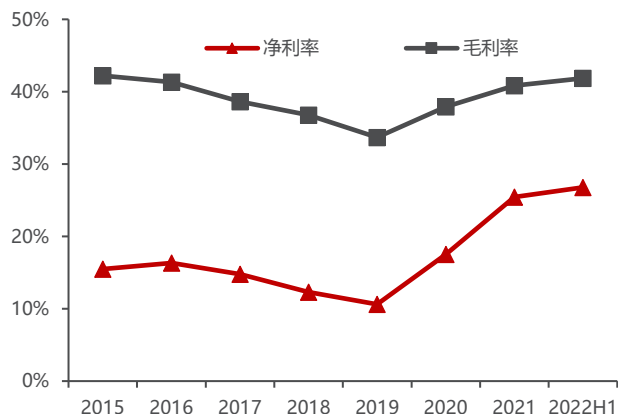
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：22H1 主要原材料价格变化



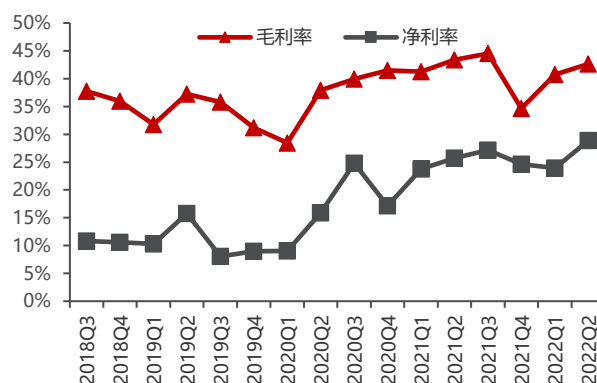
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022H1 公司毛利率同比下滑 0.09pct



资料来源：wind，民生证券研究院

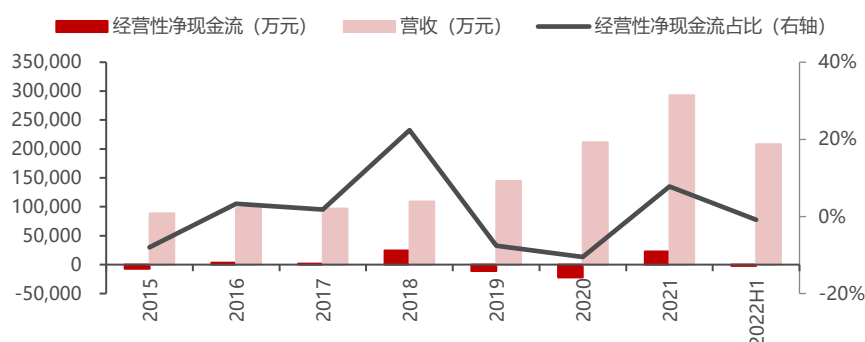
图8：公司分季度毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

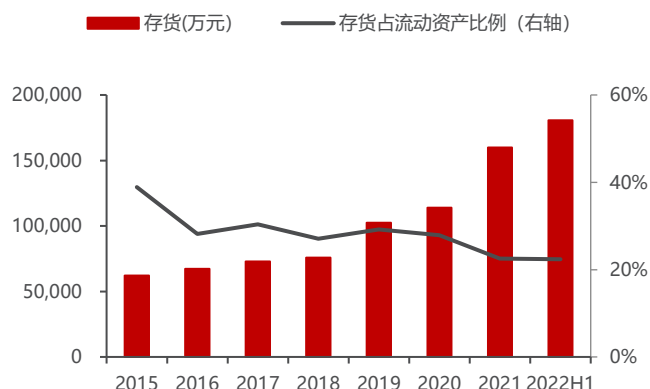
22H1 经营性现金流净流出 0.19 亿元。一方面，公司下游军工企业付款结算周期较长且下游军工行业客户多以商业承兑汇票进行结算，公司应收账款及应收票据一直较高，22H1 公司应收账款及应收票据同比增加 11.77 亿元，至 33.83 亿元。另一方面，随着公司生产经营规模扩大，当期采购支付量增大，22H1 存货同比增加 4.2 亿元，至 18.08 亿元。此外，公司人员增多以及涨薪，当期职工薪酬支付量增大，以及税费缴纳增加导致 22H1 公司经营性现金流净流出 0.19 亿元（21H1 经营性现金流净流入 1.02 亿元）。

图9：22H1 经营性现金流净流出 4.92 亿元



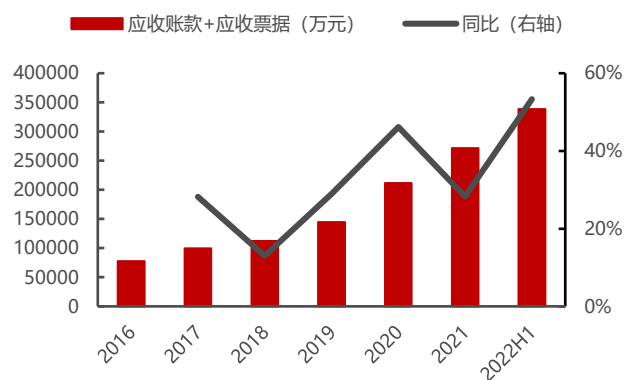
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：22H1 存货同比增加 4.2 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

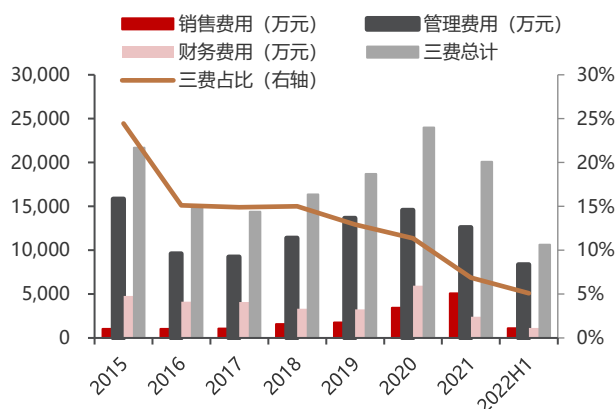
图11：22H1 应收账款及应收票据同比增加 11.77 亿元



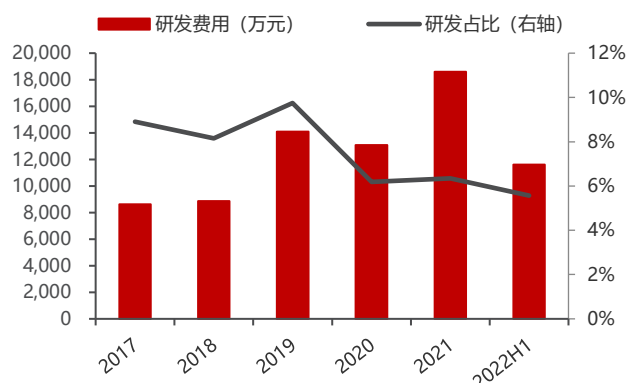
资料来源：wind，民生证券研究院

三费比重同比下滑 2.63pct，至 5.10%。公司 22H1 三费同比+9.47%至 1.06 亿元，但由于公司营收同比增幅高达 66%，三费在营收中占比同比下滑 2.63pct，至 5.10%。其中销售费用同比增加 75.59%至 0.15 亿元，主要系产品产销量增加。借款利息支出增加及汇率波动导致财务费用同比大幅增加 316.63%至 1.08 亿元，管理费用增长 5.48%至 0.63 亿元。

研发费用同比上升 30.2%。公司 22H1 研发费用同比上升 30.2%，至 1.16 亿元，主要是由于公司持续加大高温合金材料、钛合金材料、超导产品等主要产品方面的研发投入所致。

图12: 22H1 三费占比下滑至 5.10%


资料来源: wind, 民生证券研究院

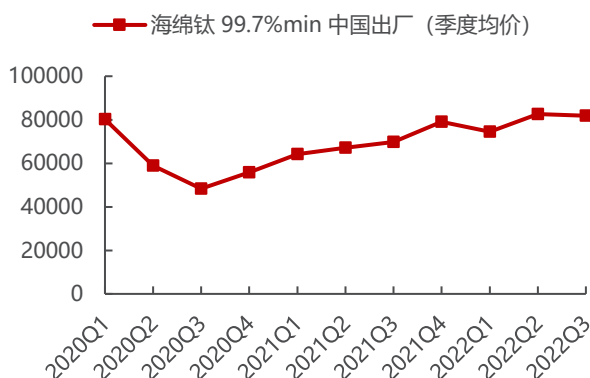
图13: 22H1 研发费用同比+30.2%


资料来源: wind, 民生证券研究院

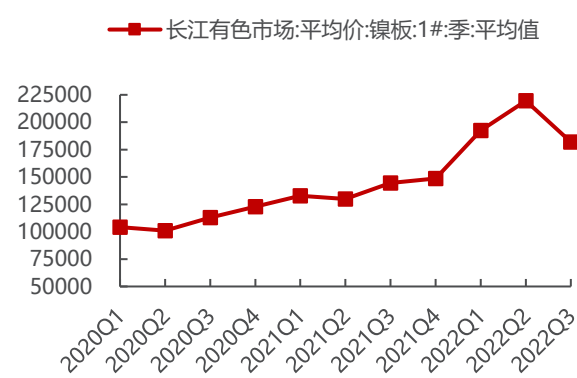
2.2 22Q2 单季度营收、归母净利历史新高

单季度营收、归母净利创历史新高。2022Q2, 公司实现营收 11.97 亿元, 同比增长 65.5%; 归母净利润 3.37 亿元, 同比增长 82.4%; 扣非归母净利 3.09 亿元, 同比增长 81%。

22Q2 毛利率同比下滑 0.74pct, 环比上升 1.88pct, 至 42.64%。22Q2 主要原材料价格继续上涨, 其中 22Q2 海绵钛价格同比+22.93%, 环比+10.90%; 电解镍价格同比+69.14%, 环比+14.03%, 公司积极采取措施应对, 22Q2 毛利同比+62.74%, 至 5.11 亿元, 带动公司单季度业绩创历史新高。**同比来看,**其他增利项主要是其他收益 (0.17 亿元), 减利项主要在于研发费用 (-0.15 亿元)、信用减值损失 (-0.09 亿元)、所得税 (-0.22 亿元)。

图14: 22Q2 海绵钛价格同比+22.93% (单位: 元/吨)


资料来源: wind, 民生证券研究院 (注: 2022Q3 价格为截至 8 月 19 日均价)

图15: 22Q2 电解镍价格同比+69.14% (单位: 元/吨)


资料来源: wind, 民生证券研究院 (注: 2022Q3 价格为截至 8 月 19 日均价)

3 核心看点：航天航空等下游需求旺盛，产能释放助力公司高成长

公司拥有钛合金、超导、高温合金三大业务。公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一，2022H1 年钛合金营收占比 80%；公司是国内唯一实现超导线材商业化生产企业，也是国际上唯一的铌钛铸锭、棒材、超导线材生产及超导磁体制造全流程企业；公司也是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一。公司高端钛合金、超导、高温合金产品广泛应用于国家军工重大装备、大型科学工程等，业务前景广阔。

“两机”领域需求快速增长，高温合金业绩贡献将稳步提升。公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一，陆续承担了国内重点国防装备用多个高温合金材料的研制任务，高温合金铸锭纯净化熔炼控制技术显著提升，实现重大冶金缺陷“零发生”，多个重点型号航空发动机高温合金材料已经通过了某型号发动机的长试考核，已开始供货。2022H1 公司高温合金产销量同比创新高，实现销售收入同比+42.19%，随着未来产能逐步释放，高温合金业务业绩贡献将稳步提升。

定增项目加码高温合金+钛合金材料，成长有望再上台阶。2022 年 1 月公司完成定增，共募集资金净额 19.81 亿元，其中 9.91 亿元规划建设航空航天用高性能金属材料产业化项目，新增钛合金材料 5050 吨，高温合金 1500 吨的生产能力。定增项目 2024 年投产后，钛合金总产能将达到 1 万吨。高温合金方面，随着 2019 年公司首发募投的 2500 吨在 2023 年投产，定增募投的 1500 吨在 2024 年投产，公司高温合金产能将达到 6000 吨，届时高温合金生产能力将处于国内第一梯队，未来将充分受益下游军工等领域发展。

表 1：主要项目投资建设情况

在建项目	主要产品产能	项目进度	预计投产时间
发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	高温合金 2500 吨	83.60%	2023 年 1 月
航空航天用高性能金属材料产业化项目	高温合金 1500 吨 钛合金材料 5050 吨	10.73%	2024 年 12 月
高性能超导线材产业化项目	MRI 用超导线材 2000 吨	2.18%	2023 年 12 月

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：截至 2022Q2）

4 盈利预测与投资建议

受益于航天航空等下游领域发展,公司产品需求空间广阔,随着高端产品项目投产,公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 11.12/14.55/18.35 亿元,对应 2022 年 8 月 19 日收盘价 108.05 元,2022-2024 年 PE 依次为 45/34/27 倍,维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。高端钛合金材料是公司的主要收入来源，随着航空工业的发展，飞机和发动机制造对钛合金材料的性能质量提出了越来越高的要求，如果公司不能通过长期的市场跟踪和持续研发成为未来发展的新型飞机和发动机钛合金材料供应商，公司未来订单可能受到影响。

3) 原材料价格大幅波动。公司原材料采购主要包括海绵钛、铌锭、镍、无氧铜及中间合金等，如果未来海绵钛、中间合金等原材料出现大幅波动，可能会给公司生产经营带来不利影响。

2) 项目进展不及预期。国家环保等政策、疫情等因素可能对公司在建项目产生影响，导致项目进展不及预期，进而延迟相关产品产能释放。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,927	4,047	4,911	5,831
营业成本	1,732	2,356	2,788	3,255
营业税金及附加	29	32	39	41
销售费用	51	59	71	76
管理费用	126	162	187	204
研发费用	186	223	255	280
EBIT	855	1,358	1,733	2,170
财务费用	24	26	32	39
资产减值损失	-39	-26	-17	-19
投资收益	14	8	10	12
营业利润	852	1,276	1,668	2,090
营业外收支	-1	0	1	3
利润总额	852	1,276	1,669	2,092
所得税	106	153	200	241
净利润	745	1,122	1,468	1,852
归属于母公司净利润	741	1,112	1,455	1,835
EBITDA	965	1,493	1,911	2,418

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,597	1,112	1,470	2,353
应收账款及票据	2,715	3,449	4,220	4,812
预付款项	29	32	40	46
存货	1,599	2,153	2,253	2,914
其他流动资产	157	1,362	670	374
流动资产合计	7,096	8,108	8,654	10,500
长期股权投资	149	203	255	308
固定资产	1,038	1,249	1,693	2,492
无形资产	171	170	166	159
非流动资产合计	1,662	1,865	2,548	3,338
资产合计	8,758	9,973	11,202	13,838
短期借款	1,001	1,104	1,054	854
应付账款及票据	1,061	1,688	1,399	2,269
其他流动负债	519	546	695	783
流动负债合计	2,581	3,338	3,148	3,907
长期借款	428	228	178	203
其他长期负债	306	306	306	306
非流动负债合计	734	534	484	509
负债合计	3,315	3,872	3,632	4,415
股本	464	464	464	464
少数股东权益	83	93	106	123
股东权益合计	5,443	6,102	7,570	9,422
负债和股东权益合计	8,758	9,973	11,202	13,838

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.54	38.27	21.34	18.72
EBIT 增长率	85.67	58.73	27.66	25.21
净利润增长率	99.98	50.02	30.82	26.11
盈利能力 (%)				
毛利率	40.83	41.80	43.24	44.18
净利润率	25.33	27.48	29.63	31.47
总资产收益率 ROA	8.47	11.15	12.99	13.26
净资产收益率 ROE	13.83	18.51	19.49	19.73
偿债能力				
流动比率	2.75	2.43	2.75	2.69
速动比率	2.10	1.76	2.00	1.91
现金比率	1.01	0.33	0.47	0.60
资产负债率 (%)	37.85	38.82	32.42	31.91
经营效率				
应收账款周转天数	112.54	110.00	110.85	110.57
存货周转天数	284.52	288.68	287.30	287.76
总资产周转率	0.41	0.43	0.46	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	1.60	2.40	3.14	3.95
每股净资产	11.55	12.95	16.09	20.04
每股经营现金流	0.49	1.43	1.42	3.93
每股股利	1.00	1.10	1.20	1.30
估值分析				
PE	68	45	34	27
PB	9.4	8.3	6.7	5.4
EV/EBITDA	50.83	33.77	26.14	20.22
股息收益率 (%)	0.93	1.02	1.11	1.20

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	745	1,122	1,468	1,852
折旧和摊销	109	135	178	248
营运资金变动	-667	-689	-1,060	-343
经营活动现金流	227	664	658	1,824
资本开支	-287	-283	-804	-977
投资	181	-1,253	648	247
投资活动现金流	-98	-1,528	-146	-718
股权募资	1,985	0	0	0
债务募资	197	-97	-100	-175
筹资活动现金流	1,958	-621	-154	-224
现金净流量	2,085	-1,485	358	883

插图目录

图 1: 2022H1 营收同比增长 66.0%	3
图 2: 2022H1 归母净利润同比+76.3%	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化	3
图 5: 22H1 公司主要产品营收大幅增长	4
图 6: 22H1 主要原材料价格变化	4
图 7: 2022H1 公司毛利率同比下滑 0.09pct	4
图 8: 公司分季度毛利率变化	4
图 9: 22H1 经营性现金流净流出 4.92 亿元	5
图 10: 22H1 存货同比增加 4.2 亿元	5
图 11: 22H1 应收账款及应收票据同比增加 11.77 亿元	5
图 12: 22H1 三费占比下滑至 5.10%	6
图 13: 22H1 研发费用同比+30.2%	6
图 14: 22Q2 海绵钛价格同比+22.93% (单位: 元/吨)	6
图 15: 22Q2 电解镍价格同比+69.14% (单位: 元/吨)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 主要项目投资建设情况	7
公司财务报表数据预测汇总	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026