

西部超导 (688122.SH)

22H1 业绩实现同比大幅增长, 超预期

核心观点:

- **事件:** 公司公布 22 年半年报, 22H1 实现营收 20.84 亿元, 同比+65.95%, 实现归母净利润 5.52 亿元, 同比+76.27%, 实现扣非归母净利润 5.12 亿元, 同比+79.66%; 22Q2 实现营收 11.97 亿元, 同比+65.54%, 环比+34.83%, 实现归母净利润 3.37 亿元, 同比+82.43%, 环比+56.92%。
- **22H1 业绩实现同比大幅增长, 超预期。** 据公司半年报, 高端钛合金材料实现收入 16.60 亿元, 较同期增长 60.41%; 超导产品实现收入 2.50 亿元, 较同期增长 137.30%; 高性能高温合金材料实现收入 7,343.98 万元, 较同期增长 42.19%。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, 以及公司规模效应显现等。据 Wind, 22Q2 公司综合毛利率为 42.64%, 环比+1.88pp, 销售净利率为 28.86%, 环比+4.9pp, 随着公司钛合金产能进一步扩大, 规模效应显现, 产品毛利进一步增厚。22Q2 期间费用率 10.86%, 环比+0.21pp, 其中管理费用-2.34pp, 财务费用-0.17pp, 研发费用+2.3pp, 公司在优化管理的同时加大研发投入, 有利于后期进一步挖掘净利率上升潜力。
- **三大业务持续放量, 公司或将迎来业绩释放期。** 据公司定增公告, 新增钛合金材料 5050 吨/年、高温合金 1500 吨/年、超导线材 1250 吨产能, 随着三大业务产能持续释放, 公司或将迎来业绩释放期。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 40.48 亿元、56.83 亿元以及 65.63 亿元, 对应实现归母净利润 10.96 亿元、16.14 亿元以及 19.12 亿元, 对应 EPS 分别为 2.36、3.48、4.12 元/股。基于可比公司估值, 我们认为公司 2022 年合理 PE 估值为 50 倍, 对应合理价值为 118.05 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 海绵钛价格持续上涨; 军品订单降价; 产能释放不及预期。

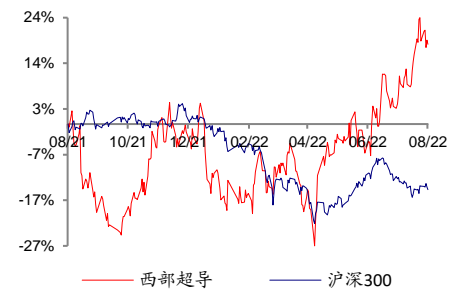
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,113	2,927	4,048	5,683	6,563
增长率 (%)	46.1	38.5	38.3	40.4	15.5
EBITDA (百万元)	568	913	1,275	1,804	2,109
归母净利润 (百万元)	371	741	1,096	1,614	1,912
增长率 (%)	134.3	100.0	47.8	47.3	18.4
EPS (元/股)	0.84	1.60	2.36	3.48	4.12
市盈率 (P/E)	94.63	60.67	45.77	31.06	26.22
ROE (%)	13.2	13.8	15.7	17.1	15.5
EV/EBITDA	63.48	48.06	38.74	27.55	23.15

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	108.05 元
合理价值	118.05 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-22

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

西部超导 (688122.SH): 三大业务持续放量, 公司业绩或迎释放期 2022-05-02

西部超导 (688122.SH): 销售订单增加, 公司前三季度业绩超预期 2021-10-22

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,089	7,096	8,162	9,606	11,927
货币资金	471	2,597	2,044	1,131	2,201
应收及预付	2,126	2,743	3,792	5,323	6,147
存货	1,139	1,599	2,166	2,986	3,410
其他流动资产	353	157	161	166	169
非流动资产	1,451	1,662	2,545	3,737	4,951
长期股权投资	99	149	149	149	149
固定资产	1,008	1,038	1,590	2,453	3,490
在建工程	16	159	484	809	984
无形资产	156	171	177	182	185
其他长期资产	172	146	145	144	144
资产总计	5,540	8,758	10,707	13,343	16,879
流动负债	2,000	2,581	2,915	3,090	3,691
短期借款	1,033	1,001	800	200	400
应付及预收	651	1,061	1,438	1,982	2,264
其他流动负债	315	518	677	908	1,027
非流动负债	653	734	734	734	734
长期借款	365	428	428	428	428
应付债券	18	18	18	18	18
其他非流动负债	270	288	288	288	288
负债合计	2,653	3,315	3,649	3,824	4,425
股本	441	464	464	464	464
资本公积	1,755	3,718	3,718	3,718	3,718
留存收益	608	1,173	2,782	5,235	8,161
归属母公司股东权益	2,809	5,361	6,970	9,423	12,348
少数股东权益	78	83	88	96	106
负债和股东权益	5,540	8,758	10,707	13,343	16,879

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-222	227	179	184	1,206
净利润	370	745	1,101	1,622	1,922
折旧摊销	100	109	116	118	120
营运资金变动	-805	-667	-1,084	-1,582	-850
其它	113	39	47	25	14
投资活动现金流	-343	-98	-482	-459	-304
资本支出	-185	-287	-508	-493	-342
投资变动	-171	181	0	0	0
其他	13	8	26	34	38
筹资活动现金流	232	1,958	-250	-637	169
银行借款	1,479	1,544	-201	-600	200
股权融资	37	1,985	0	0	0
其他	-1,284	-1,571	-49	-37	-31
现金净增加额	-337	2,085	-553	-913	1,070
期初现金余额	694	357	2,597	2,044	1,131
期末现金余额	357	2,442	2,044	1,131	2,201

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	46.1%	38.5%	38.3%	40.4%	15.5%
营业利润增长	152.0%	104.6%	47.3%	47.4%	18.5%
归母净利润增长	134.3%	100.0%	47.8%	47.3%	18.4%
获利能力					
毛利率	37.9%	40.8%	42.0%	43.1%	43.7%
净利率	17.5%	25.5%	27.2%	28.5%	29.3%
ROE	13.2%	13.8%	15.7%	17.1%	15.5%
ROIC	9.5%	10.2%	12.2%	14.5%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	47.9%	37.8%	34.1%	28.7%	26.2%
净负债比率	91.9%	60.9%	51.7%	40.2%	35.5%
流动比率	2.04	2.75	2.80	3.11	3.23
速动比率	1.47	2.12	2.04	2.13	2.29
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.33	0.38	0.43	0.39
应收账款周转率	3.20	2.50	2.50	2.50	2.50
存货周转率	1.85	1.83	1.87	1.90	1.92
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	1.60	2.36	3.48	4.12
每股经营现金流	-0.50	0.49	0.39	0.40	2.60
每股净资产	6.36	11.55	15.02	20.31	26.61
估值比率					
P/E	94.63	60.67	45.77	31.06	26.22
P/B	12.49	8.39	7.19	5.32	4.06
EV/EBITDA	63.48	48.06	38.74	27.55	23.15

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,113	2,927	4,048	5,683	6,563
营业成本	1,312	1,732	2,346	3,235	3,695
营业税金及附加	23	29	41	58	66
销售费用	35	51	70	98	114
管理费用	146	126	174	244	282
研发费用	131	186	257	361	417
财务费用	60	24	30	22	17
资产减值损失	-59	-39	-31	-31	-31
公允价值变动收益	9	5	7	7	7
投资净收益	7	14	19	27	31
营业利润	416	852	1,255	1,851	2,193
营业外收支	7	-1	3	3	3
利润总额	423	852	1,258	1,854	2,196
所得税	53	106	157	232	274
净利润	370	745	1,101	1,622	1,922
少数股东损益	-1	4	5	8	10
归属母公司净利润	371	741	1,096	1,614	1,912
EBITDA	568	913	1,275	1,804	2,109
EPS (元)	0.84	1.60	2.36	3.48	4.12

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，24年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫 帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

李 超：资深分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士。

陈先龙：高级分析师，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。