

业绩超预期凸显超强实力，三大领域全面启动打开想象空间 ——西部超导 2022 年半年报点评报告

买入|首次推荐

事件：

8月20日，公司公告2022年半年报。2022H1，实现营业收入20.84亿元，同比增加65.95%，归母净利润为5.52亿元，同比增加76.27%，扣非后归母净利润为5.12亿元，同比增加79.66%。2022Q2，实现营业收入11.97亿元，同比增加65.54%，环比增加34.83%，归母净利润3.37亿元，同比增加82.43%，环比增加56.92%，扣非归母净利润3.09亿元，同比增加81.05%，环比增加52.79%。

点评：

● 业绩稳步增长，规模效应持续显现

2022H1，公司实现营业收入20.84亿元，同比增加65.95%，归母净利润为5.52亿元，同比增加76.27%；截至2022年6月30日，公司总资产99.23亿，较年初增长13.30%，归属于母公司的净资产54.56亿，较年初增长1.78%。三大业务齐头并进，共同支撑业绩增长，2022H1，钛合金产品实现收入16.60亿，同比增长60.41%，超导产品实现收入2.50亿，同比增长137.30%，高温合金实现收入7343.98万元，较同比增长42.19%。公司规模效应显现，销售费用率为0.54%，管理费用率为4.01%，研发费用率为5.57%，财务费用率为0.55%，整体期间费用率为10.66%，较去年同期下降4.16pct。在海绵钛、铌等主要原材料价格上涨的情况下，净利率较去年同期增加1.88pct，达到26.77%。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，随着公司产能逐步扩张，公司规模将进一步扩大，规模效应将持续显现，公司毛利率及净利率有望进一步增长。

● 高端钛材行业前景广阔，军民航空领域放量引领行业高歌猛进

公司突破了某结构件用特种高塑性钛合金均质熔炼与成形技术，技术全面达到国际领先水平，突破航空用超高强高韧钛合金材料强韧性调控关键技术，综合匹配性进一步提升，在大尺寸整体化航空锻件获得应用。我们预计，在高端钛材行业整体供不应求的大环境下，西部超导作为技术领先、管理高效的行业龙头，未来会在高端钛材的蓝海中持续实现业绩跨越式增长。

● 强化创新引领，超导产品应用拓展取得新进展

公司的超导产品目前主要应用于MCZ（磁控直拉单晶硅技术）、MRI（核磁共振成像仪）和CFETR（热核聚变实验堆）等领域。2022H1，公司MCZ磁体批量化制备技术成熟并稳定交付，公司MCZ磁体收入有望快速增长；目前MRI医疗市场需求稳定增长，公司高性能MRI用超导线材全球市场份额持续扩大；公司已经开始向CFETR项目的预研项目CRAFT堆供货，随着CFETR的不断推进，公司超导材料业绩有望达成新突破。

● 高温合金推进产能布局，有望孕育第二增长曲线

2022H1，公司多个牌号高温合金大规格棒材获得某型航空发动机用料供货资格；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，具备了供货资格，已开始供货，产销量同比创历史新高。我国“两机”项目目前进入研发的重点攻关期，我们预判，新型发动机和燃气轮机未来量产会带来高温合金需求井喷式爆发，前景广阔。

当前价/目标价：104.23元/156.00元

目标期限：12个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：118.00/67.48

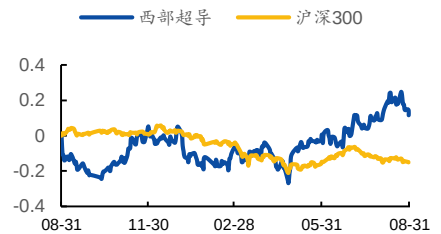
A股流通股（百万股）：464.05

A股总股本（百万股）：464.05

流通市值（百万元）：48368

总市值（百万元）：48368

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

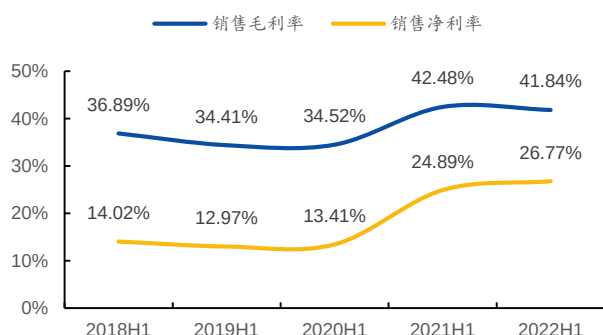
分析师 马捷

执业证书编号 S1190519070002

电话 021-51097188

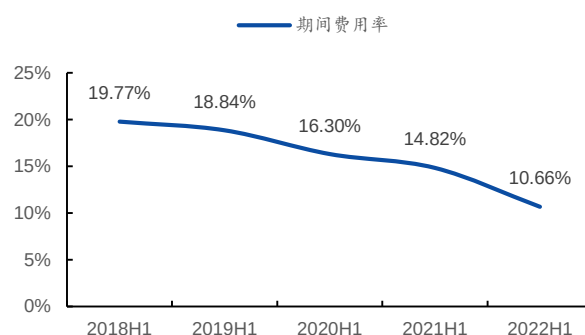
邮箱 majie@gyzq.com.cn

图 1: 2018-2022H1 销售毛利率、净利率



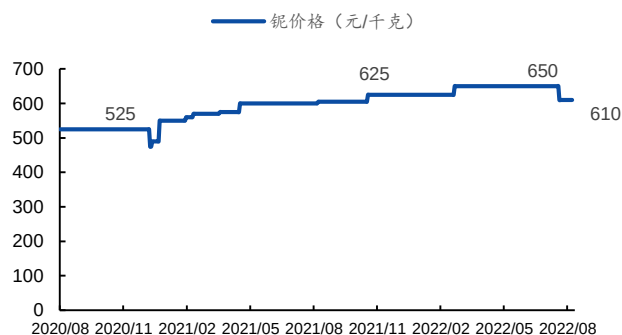
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 2: 2018-2022H1 期间费用率



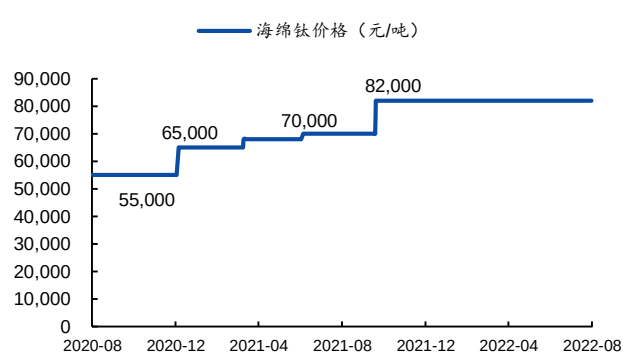
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 3: 近 2 年铌价格



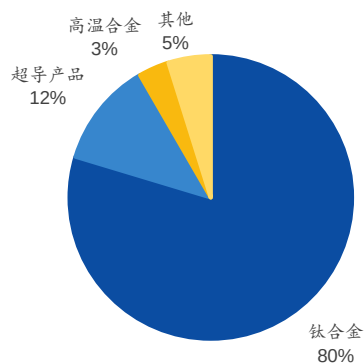
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4: 近 2 年海绵钛价格



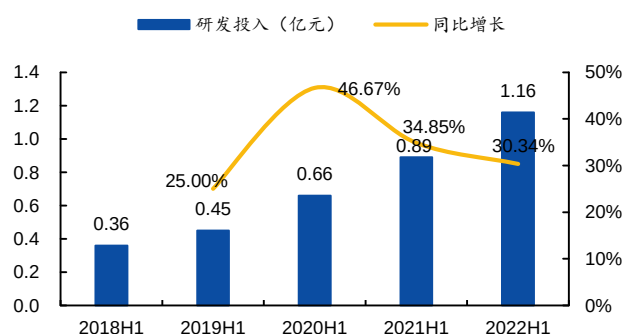
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 5: 2022H1 营业收入来源



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 6: 2018-2022H1 研发投入



资料来源: Wind, 国元证券研究所

● 下游订单饱满，应收票据及账款将陆续兑现

2022H1，公司存货为 18.08 亿元，较期初增长 13.10%，军工行业供应商大多以销定产，存货增加表明下游订单饱满，下游业绩具有高确定性；应收票据及账款为 33.83 亿元，较期初增长 24.62%，预计后期订单交付及收入确认完成后，将持续兑现至收入端。

● 研发保持高投入，产品、技术储备丰富

在日益复杂的国际形势下，国家一些关键材料急需进行自主研发，上半年公司加大研发投入和专利申报，**2022H1，公司累计研发投入 1.12 亿元，较去年同期上涨 34.70%，占当期销售收入比例为 5.57%；申请国家专利 24 项，新获得授权专利及软件著作权 26 项，在研项目 7 项，其中 4 项为航空发动机及燃气轮机相关，2 项为超导产品相关。**

表 1 公司专利概况

专利类型	本期新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	21	13	439	301
实用新型专利	3	12	129	111
外观设计专利	0	0	32	32
软件著作权	1	1	2	2
其他	0	0	0	0
合计	25	26	602	446

资料来源：公司公告，国元证券研究所

● 扩产项目推进良好，高温合金项目即将达到可使用状态

公司募投定增完成，共募集资金净额 19.81 亿元，扩产完成后钛合金产能预计达到近 10000 吨，高温合金产能预计达到 6000 吨，超导线材产能预计达到 2000 吨，保证业绩持续兑现。扩产完成后，公司高温合金预计达到国内第一梯队，有望成为新的业绩增长点。

表 2 公司募投项目明细

项目名称	募集资金来源	报告期末累计投入进度 (%)	预计效果	预计可使用状态日期
发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	首发	83.6	新增高温合金产能 2500 吨/年	2023-01
航空航天用高性能金属材料产业化项目	2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金	10.73	新增钛合金产能 5050 吨/年，高温合金产能 1500 吨/年	2024-12
高性能超导线材产业化项目	2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金	2.18	新增 MRI 超导线材 2000 吨/年	2023-12
超导创新研究院项目	2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金	0.73	-	2024-12
超导产业创新中心	2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金	0.18	-	2024-12

资料来源：公司公告，国元证券研究所

● 子公司增速强劲，聚能高合扭亏为盈

2022H1，子公司聚能磁体实现营收 4982.93 万元，同比增加 145.68%，净利润 866.56 万元，同比增加 194.87%；聚能装备实现营收 2671.26 万元，同比增长 41%，净利润 330.65 万元；聚能高合实现营收 **1.50 亿元**，**同比增长 110.19%**，**净利润 123.52 万元**，**开始实现盈利**；九州生物实现营收 1679.02 万元，同比增长 1.52%，净利润 138.35 万元，同比减少 21.55%。参股公司中欧材料实现营收 5006.33 万元，同比增长 71.11%，净利润 412.04 万元，同比增长 908.42%。

表 3 公司主要子公司及参股公司经营状况

公司名称	总资产 (万元)	净资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
西安聚能超导磁体科技有限公司	13,092.95	4,095.42	4,982.93	866.56
西安聚能装备技术有限公司	6,482.09	1,827.15	2,671.26	330.65
西安聚能高温合金材料科技有限公司	49,004.88	15,375.66	15,035.63	123.52
西安九州生物材料有限公司	2,359.87	1,470.77	1,679.02	138.35
西安欧中材料科技有限公司	64,475.26	17,232.82	5,006.33	412.04

资料来源：公司公告，国元证券研究所

● 投资建议及盈利预测

公司高端钛合金产品处于国内领先地位，占据 20 系列军机棒材绝大部分市场；超导产品领先国际，在 MRI、MCZ、CFETR 等市场需求旺盛；高温合金产品聚焦重点牌号，典型产品交付量不断提升。下游需求饱满的同时，定增项目助力突破产能瓶颈，三大业务齐头并进，公司业绩确定性高。预计 2022-2024 年，公司归母净利润为 10.74 亿元、14.56 亿元、19.48 亿元，EPS 分别为 2.31 元、3.14 元、4.20 元，对应 PE 为 45 倍、33 倍、25 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

扩产速度不及预期，原材料价格上涨风险，下游需求不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2113	2927	4166	5502	7010
收入同比 (%)	46.10	38.54	42.32	32.07	27.39
归母净利润(百万元)	371	741	1074	1456	1948
归母净利润同比(%)	134.41	99.98	44.87	35.52	33.79
ROE (%)	13.20	13.83	16.19	17.42	18.30
每股收益 (元)	0.80	1.60	2.31	3.14	4.20
市盈率(P/E)	99.51	60.67	45.03	33.23	24.83

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4089	7096	7591	9507	12128
现金	471	2597	1357	1477	1859
应收账款	620	964	1261	2134	2819
其他应收款	65	36	52	36	41
预付账款	1438	1724	2484	2698	3475
存货	1139	1599	2238	2937	3674
其他流动资产	357	176	201	224	260
非流动资产	1451	1662	2036	2453	2932
长期投资	114	307	500	693	885
固定资产	1008	1038	1188	1395	1660
无形资产	156	171	203	221	243
其他非流动资产	172	146	145	144	144
资产总计	5540	8758	9627	11960	15060
流动负债	1686	2065	1418	1800	2341
短期借款	1033	1001	0	0	0
应付账款	653	1064	1418	1800	2341
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	949	1232	1449	1651	1902
长期借款	365	428	448	468	488
其他非流动负债	584	804	1001	1183	1414
负债合计	2653	3315	2884	3468	4261
少数股东权益	78	83	108	133	158
股本	441	464	464	464	464
资本公积	1755	3718	3718	3718	3718
留存收益	474	965	2079	1726	2094
归属母公司股东权益	2809	5361	6635	8359	10641
负债和股东权益	5540	8758	9627	11960	15060

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-222	227	153	458	719
净利润	370	745	1099	1456	1947
折旧摊销	100	109	124	115	116
财务费用	60	28	52	29	30
投资损失	-7	-14	-15	-22	-29
营运资金变动	-733	-633	-1080	-1230	-1466
其他经营现金流	-12	-8	-27	110	121
投资活动现金流	-343	-98	-359	-329	-327
资本支出	-189	-288	-50	-50	-50
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-154	190	-309	-279	-277
筹资活动现金流	232	1958	-1034	-9	-10
短期借款	267	67	-1001	0	0
长期借款	0	0	20	20	20
普通股增加	0	23	0	0	0
资本公积增加	2	1963	-32	-9	-10
其他筹资现金流	-37	-94	-21	-20	-20
现金净增加额	-334	2085	-1240	120	382

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2113	2927	4166	5502	7010
营业成本	1312	1732	2425	3183	3980
营业税金及附加	23	29	42	56	70
营业费用	35	51	64	90	114
管理费用	146	126	179	237	302
研发费用	131	186	265	349	445
财务费用	60	24	35	22	23
资产减值损失	59	39	80	90	100
公允价值变动收益	9	5	0	0	0
投资净收益	7	14	15	22	29
营业利润	416	852	1234	1680	2234
营业外收入	7	0	3	4	5
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	423	852	1237	1684	2239
所得税	53	106	138	203	266
净利润	370	745	1099	1481	1973
少数股东损益	-1	4	25	25	25
归属母公司净利润	371	741	1074	1456	1948
EBITDA	523	961	1361	1799	2355
EPS (元)	0.80	1.60	2.31	3.14	4.20

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	46.10	38.54	42.32	32.07	27.39
营业利润 (%)	162.23	71.98	48.28	33.19	32.15
归属母公司净利润 (%)	134.31	99.98	44.87	35.52	33.79
获利能力					
毛利率 (%)	37.91	40.83	41.80	42.16	43.22
净利率 (%)	17.55	25.33	25.78	26.46	27.79
ROE (%)	13.20	13.83	16.19	17.42	18.30
ROIC (%)	9.49	10.15	14.62	15.48	16.29
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.89	37.85	29.96	29.00	28.29
净负债比率 (%)	91.89	60.90	42.77	40.84	39.46
流动比率	1.8	2.0	2.0	3.6	3.5
速动比率	1.2	1.4	1.4	2.5	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.80	1.60	2.31	3.14	4.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.50	0.49	0.33	0.99	1.55
每股净资产 (最新摊薄)	6.54	11.73	14.53	18.30	23.27
估值比率					
P/E	99.51	60.67	45.03	33.23	24.83
P/B	12.49	8.39	7.29	5.79	4.55
EV/EBITDA	63.48	48.06	36.10	27.86	21.25

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188