

西部超导 (688122.SH)

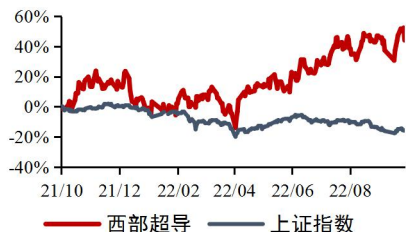
买入-B(首次)

三大业务齐发力，费用控制良好

2022年10月23日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年10月21日

收盘价(元):	112.00
年内最高/最低(元):	119.95/65.66
流通A股/总股本(亿):	4.64/4.64
流通A股市值(亿):	519.73
总市值(亿):	519.73

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益:	1.85
摊薄每股收益:	1.85
每股净资产(元):	13.11
净资产收益率:	14.35

分析师:

杨立宏

执业登记编码: S0760522090002

邮箱: yanglihong@sxzq.com

胡博

执业登记编码: S0760522090003

邮箱: hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码: S0760519110001

邮箱: liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 2022 前三季度公司实现收入 32.67 亿元，同比增长 56.25%；实现归母净利润 8.58 亿元，同比增长 59.57%；毛利率为 40.51%，同比下降 2.78 个百分点；净利润率为 26.28%，同比增长 0.55 个百分点；EPS 为 1.85 元。

事件点评

➢ **三大业务同步高增与费用控制促进业绩增长。**在军工装备放量情景下，公司钛合金在高基数下高速增长、高温合金交付量提升、以及超导产品产能利用率的提升是推动公司业绩增长的主要动力；同时，在海绵钛等原料的上行压力下，公司通过费用控制实现净利率的提升，前三季度公司三项费用总额较去年同期下降 1.10%，三费率为 4.86%，同比下降 2.8% 个百分点。

➢ **Q3 归母净利润环比下降 9.29%。**Q3 公司收入和归母净利润分别为 11.83 亿元和 3.06 亿元，环比分别下降 1.17 和 9.29%。下游军工行业企业付款结算周期较长且多以商业承兑汇票结算，2022 年 Q3 公司应收账款+应收票据合计 37.58 亿，同比增长 40.41%，为收入的 1.15 倍，创上市以来新高，占总资产的比重为 35.48%；存货为 20.19 亿元，同比增长 35.96%，随着后期确认收入，公司增长无虞。

➢ **主业聚焦三大高端材料，竞争优势独特。**公司三大产品分别为钛合金、高温合金和低温超导材料，其中钛合金和高温合金是军用航空和航天领域的两大主干材料。钛合金是当前公司主要收入和利润贡献者，主要应用于飞机结构件、紧固件和发动机部件等，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，为 20 系列军机棒材主要供应商，年内突破多项关键技术；高温合金是发动机和燃气轮机所需的关键材料，钛合金和高温合金分别占发动机材料价值比重为 30% 和 35% 左右，公司是国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一，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，多个重点型号航空发动机材料已经通过了某型号的长试考核，交付量不断提升；公司也是目前国内唯一的低温超导线材生产企业，是目前全球唯一的铌钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业。

➢ **定增项目为后期发展蓄力。**2022 年 1 月公司通过增发募集资金 20 亿元，用于三大核心业务的扩产及增强研发，募资项目建成后将新增钛合金材料 5050 吨/年、高温合金 1500 吨/年以及 MRI 用超导线材产能 1250 吨，届时公司钛合金、高温合金、超导线材产能分别达到 10000 吨、6000 吨和 2000 吨，后续发展动力充足。

投资建议

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





➤ 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.38\2.87\3.28 元，对应公司 10 月 22 日收盘价 112 元，2022-2024 年 PE 分别为 49.6\41.1\35.9 倍，首次给予“买入-B”评级。

风险提示

➤ 项目建设、投达产不及预期；海绵钛等原材料价格上涨超预期；军工需求不及预期、、产品价格调整滞后压缩利润空间。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,113	2,927	4,251	4,850	5,537
YoY(%)	46.1	38.5	45.2	14.1	14.2
净利润(百万元)	371	741	1,102	1,331	1,523
YoY(%)	134.3	100.0	48.7	20.7	14.4
毛利率(%)	37.9	40.8	41.4	45.3	45.3
EPS(摊薄/元)	0.80	1.60	2.38	2.87	3.28
ROE(%)	12.8	13.7	18.0	18.3	17.9
P/E(倍)	147.6	73.8	49.6	41.1	35.9
P/B(倍)	19.5	10.2	9.1	7.7	6.5
净利率(%)	17.5	25.3	25.9	27.4	27.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4089	7096	11548	11147	14714
现金	471	2597	4723	5389	6153
应收票据及应收账款	2116	2715	4301	3703	5434
预付账款	10	29	27	36	36
存货	1139	1599	2336	1858	2925
其他流动资产	353	157	161	160	165
非流动资产	1451	1662	2448	2707	2960
长期投资	99	149	206	264	323
固定资产	1008	1038	1705	1932	2157
无形资产	173	189	166	144	123
其他非流动资产	171	287	371	367	357
资产总计	5540	8758	13996	13855	17673
流动负债	2000	2581	7119	5938	8583
短期借款	1033	1001	5009	4051	5985
应付票据及应付账款	651	1061	1399	1223	1767
其他流动负债	315	519	711	665	830
非流动负债	653	734	806	724	627
长期借款	383	446	518	436	339
其他非流动负债	270	288	288	288	288
负债合计	2653	3315	7925	6662	9211
少数股东权益	78	83	73	60	54
股本	441	464	464	464	464
资本公积	1755	3718	3718	3718	3718
留存收益	608	1173	1736	2256	2941
归属母公司股东权益	2809	5361	5999	7132	8409
负债和股东权益	5540	8758	13996	13855	17673

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-222	227	-629	2400	-306
净利润	370	745	1092	1318	1517
折旧摊销	100	109	123	167	197
财务费用	60	24	53	95	99
投资损失	-7	-14	-7	-8	-9
营运资金变动	-805	-667	-1887	833	-2104
其他经营现金流	60	29	-4	-5	-6
投资活动现金流	-343	-98	-899	-414	-435
筹资活动现金流	232	1958	-354	-363	-431
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.60	2.38	2.87	3.28
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.48	0.49	-1.35	5.17	-0.66
每股净资产(最新摊薄)	6.05	11.55	12.93	15.37	18.12

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2113	2927	4251	4850	5537
营业成本	1312	1732	2489	2653	3026
营业税金及附加	23	29	28	45	50
营业费用	35	51	26	30	34
管理费用	146	126	162	184	210
研发费用	131	186	234	281	315
财务费用	60	24	53	95	99
资产减值损失	-59	-39	-24	-71	-85
公允价值变动收益	9	5	4	5	6
投资净收益	7	14	7	8	9
营业利润	416	852	1247	1504	1731
营业外收入	7	0	3	4	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	423	852	1249	1507	1734
所得税	53	106	156	189	217
税后利润	370	745	1092	1318	1517
少数股东损益	-1	4	-10	-12	-6
归属母公司净利润	371	741	1102	1331	1523
EBITDA	572	958	1413	1741	1997

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	46.1	38.5	45.2	14.1	14.2
营业利润(%)	152.0	104.6	46.3	20.7	15.1
归属于母公司净利润(%)	134.3	100.0	48.7	20.7	14.4
获利能力					
毛利率(%)	37.9	40.8	41.4	45.3	45.3
净利率(%)	17.5	25.3	25.9	27.4	27.5
ROE(%)	12.8	13.7	18.0	18.3	17.9
ROIC(%)	9.8	10.9	9.7	11.7	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	47.9	37.8	56.6	48.1	52.1
流动比率	2.0	2.7	1.6	1.9	1.7
速动比率	1.5	2.1	1.3	1.6	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
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	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	147.6	73.8	49.6	41.1	35.9
P/B	19.5	10.2	9.1	7.7	6.5
EV/EBITDA	96.9	55.9	39.4	31.0	27.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

