

西部超导 (688122)

2022Q3 点评：三大业务产销两旺，业绩持续靓丽

业绩概要：公司 2022 年前三季度实现营业收入 32.7 亿元 (+56.3%)，归母净利润 8.58 亿元 (+59.6%)，扣非后归母净利润为 7.90 亿元 (+57.9%)，前三季度 EPS 为 1.85 元。其中，公司 Q3 实现营收 11.8 亿元 (同比+41.7%，环比-1.2%)，实现归母净利润 3.06 亿元 (同比+36.3%，环比-9.2%)，单季度 EPS 为 0.66 元；

盈利性短期波动不改强劲发展势头：公司整体业绩增长稳健，Q3 环比轻微下滑不改高速增长势头。不论从 2022 年前三季度还是 Q3 来看，公司的营收及归母净利润均保持同比大幅增长态势，主要由于钛合金材料、超导产品及高温合金材料三大主营业务的产能随着募投项目稳步投放，国内军用航空装备加速放量 and 国产替代进程的推进，使钛合金与高温合金产品产销两旺。单季度来看，公司 Q3 营收环比微降 1.2%，归母净利润环比小幅下滑 9.2%，单季度销售毛利率/净利率分别-4.48pcts/-2.22pcts 至 38.2%和 26.6%。公司的产品盈利性在达到 Q2 的历史高点后环比有所下降，从而导致了归母净利润环比下滑相对较多，我们推测主要原因为终端产品的结构性变化。其中，净利率环比降幅小于毛利率主要由 Q3 研发费用率环比下降，以及实现 380 万元资产减值收益所致 (Q2 资产减值损失为-1270 万元)；

财务数据：公司 Q3 研发费用率环比下降 1.70pcts 至 4.85%，主要由于 Q2 基数较高 (Q2 研发费用率达 6.55%，为年内最高)，但从研发费用绝对值来看，Q3 研发费用为 5730 万元，公司仍在持续加大产品研发投入以保持其技术的先进性和市场竞争力。Q3 三项费用率环比小幅增长 0.30pcts，主要由于管理费用率环比小幅上升 0.33pcts，销售和财务费用率几乎与 Q2 持平；

成本端忧虑得到部分化解：原材料端来看，由于市场处于供需紧平衡，海绵钛价格近期基本处于相对高位震荡的状态，随着新增产能释放以及镁锭等成本端价格回落，后续海绵钛价格上行空间有限，下行空间可以期待。电解镍方面，俄乌冲突预期逐步消化，印尼高冰镍、湿法镍项目加速投产，以及海运费用问题在时间推移下得到解决后，进口镍市场占有率将有望回升，供给缺口逐步缩减，未来供给端预期偏宽松。此外，海外美联储接连加息使下游消费需求被进一步削弱，有色市场也在一定程度上受流动性影响而承压。商品供需关系和宏观流动性等因素带动镍价回落至相对合理价位，对于公司处于快速成长期的高温合金业务，原材料采购压力以及成本传导的顾虑得到缓解；

募投项目持续推进，打开中长期成长空间：据公司 2021 年 11 月公告，公司通过定向增发募集资金 20.13 亿元，其中拟投入 9.71 亿元于“航空航天用高性能金属材料产业

投资评级

买入

维持评级

2022 年 10 月 21 日

收盘价(元):

112.00

公司基本数据

总股本(百万股)	464.05
总市值(百万)	51,973.16
流通股本(百万股)	464.05
流通市值(百万)	51,973.16
12 月最高/最低价(元)	119.95/65.66
资产负债率(%)	42.56
每股净资产(元)	12.42
市盈率(TTM)	48.94
市净率(PB)	9.53
净资产收益率(%)	5.31

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

联系电话:

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2022 年中报点评: 主营业务全线发力, Q2 盈利创历史新高 —2022-08-21

2021 年报&2022Q1 点评: 无愧于航空金属材料领跑者 —2022-04-29

西部超导 (688122.SH) 深度报告: 航空金属材料领跑者 —2021-10-14

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

化项目”，项目计划在 2024 年建成后共计增加 5050 吨钛合金年产能及 1500 吨高温合金年产能，同时进一步提升高性能高温合金材料稳定批产能力；拟投入 4.74 亿元于“高性能超导线材产业化项目”和“超导产业创新中心”，前者预计于 2023 年项目建成后，公司 MRI 用超导线材年产能将达到 2000 吨，后者有望推动低温超导线材的产业化进程。随着三项主营业务的扩产计划齐头并进，公司的核心竞争力得以稳步提升，中长期成长空间将逐步打开；

投资建议：伴随着国内航空装备加速放量以及关键材料的国产替代趋势，航空新材料景气度持续维持高位，国内高端钛合金和高温合金将维持供不应求的状态，公司未来业绩有望受益于产品结构优化和规模化效应的提升而保持高速增长。公司三大业务持续放量，前三季度业绩表现出色，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 42.2/56.1/73.3 亿元，同比增长 44.1%/33.0%/30.7%，实现归母净利润分别为 11.1/14.7/19.6 亿元，同比增长 49.7%/32.6%/32.8%，对应 PE 46.8X/35.3X/26.6X，维持“买入”评级。

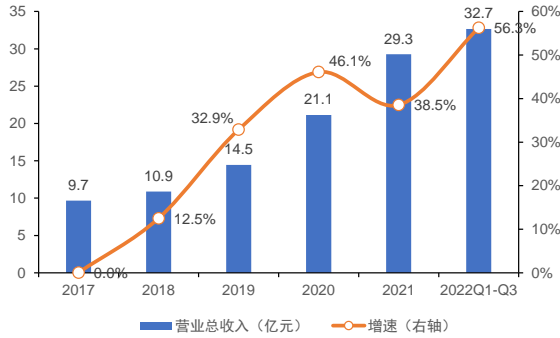
风险提示：原材料价格抬升风险、产能投产不及预期、下游需求及国产替代进程不及预期等。

盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,113	2,927	4,219	5,611	7,332
增速（%）	46.10%	38.54%	44.12%	33.01%	30.68%
归母净利润（百万元）	371	741	1,110	1,472	1,955
增速（%）	134.31%	99.98%	49.70%	32.58%	32.84%
每股收益（元）	0.80	1.60	2.39	3.17	4.21
市盈率（倍）	140.18	70.09	46.82	35.32	26.59

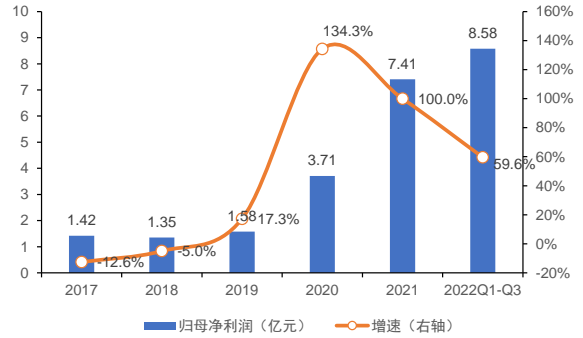
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入及增速



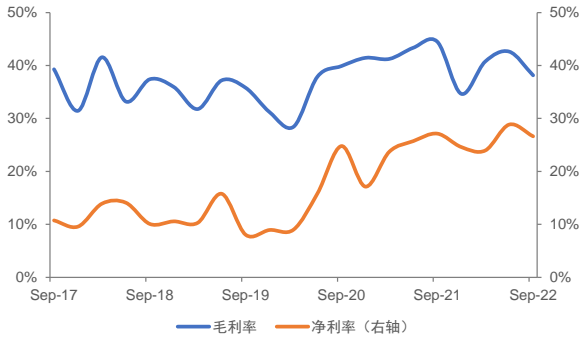
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 单季度销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 海绵钛价格走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	1183	1197	887	837	835	723	533
营业成本(百万元)	731	686	526	547	463	409	313
销售费用率	0.59%	0.64%	0.40%	4.09%	0.74%	0.92%	0.68%
管理费用率	3.34%	3.01%	5.35%	0.32%	5.79%	4.70%	7.68%
财务费用率	0.50%	0.48%	0.65%	0.42%	1.06%	1.50%	0.18%
研发费用率	4.85%	6.55%	4.24%	7.20%	4.38%	8.73%	4.88%
资产减值损失(百万元)	3.80	-12.70	-5.56	-23.17	-1.94	-10.25	-3.77
利润总额(百万元)	359	391	251	235	258	209	150
所得税费用(百万元)	44	45	39	29	31	23	23
净利润(百万元)	315	345	213	206	227	186	127
EPS(元)	0.66	0.73	0.46	0.46	0.51	0.42	0.29
毛利率	38.16%	42.64%	40.76%	34.67%	44.51%	43.37%	41.26%
期间费用率	4.43%	4.13%	6.39%	4.84%	7.59%	7.12%	8.54%
所得税率	12.25%	11.62%	15.41%	12.43%	12.17%	10.81%	15.48%
净利润率	26.64%	28.86%	23.96%	24.62%	27.15%	25.74%	23.74%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	779.75	470.83	2596.75	768.13	561.10	733.25	营业收入	1446.11	2112.83	2927.22	4218.57	5610.98	7332.47
应收票据及账款	1448.10	2116.12	2714.52	3814.05	4611.76	5323.58	营业成本	958.95	1311.80	1732.17	2442.77	3217.41	4133.20
预付账款	19.78	9.90	28.52	34.67	46.12	60.27	税金及附加	13.85	22.88	28.76	29.53	56.11	73.32
其他应收款	1.74	6.42	9.62	11.56	15.37	20.09	销售费用	17.64	34.52	50.68	54.84	72.94	95.32
存货	1025.30	1139.31	1598.65	2275.46	2864.82	3510.39	管理费用	136.48	145.57	125.92	160.31	213.22	278.63
其他流动资产	233.68	346.80	147.58	174.49	199.08	229.48	研发费用	140.95	130.69	185.92	253.11	359.10	476.61
流动资产总计	3508.35	4089.38	7095.64	7078.36	8298.25	9877.04	财务费用	32.69	59.61	24.22	35.85	17.77	22.14
长期股权投资	38.41	98.59	148.94	156.14	163.64	171.14	资产减值损失	-16.80	-59.38	-39.13	-54.84	-72.94	-95.32
固定资产	920.91	1008.32	1037.75	1060.13	1126.38	1186.50	信用减值损失	-20.40	-20.36	-1.83	-21.09	-28.05	-36.66
在建工程	51.51	15.84	158.51	185.59	159.17	132.76	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	171.32	155.71	171.37	178.56	211.93	231.48	投资收益	4.23	7.27	13.71	7.20	7.50	7.50
长期待摊费用	0.83	0.53	0.23	0.11	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.61	9.09	5.06	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	111.73	171.63	145.51	184.70	186.46	187.30	资产处置收益	0.00	-0.99	3.01	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	1294.71	1450.61	1662.32	1765.24	1847.59	1909.18	其他收益	52.10	73.08	91.84	100.00	110.00	120.00
资产总计	4803.05	5539.99	8757.95	8843.61	10145.84	11786.22	营业利润	165.27	416.47	852.20	1280.43	1697.92	2255.76
短期借款	661.05	1033.43	1001.19	0.00	170.24	382.75	营业外收入	4.50	6.76	0.03	2.00	2.00	2.00
应付票据及账款	614.02	650.90	1060.54	1405.43	1692.45	2015.64	营业外支出	2.40	0.08	0.68	1.05	1.05	1.05
其他流动负债	346.96	315.48	518.91	857.13	1162.30	1529.31	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1622.03	1999.81	2580.65	2262.57	3024.98	3927.70	利润总额	167.37	423.15	851.55	1281.38	1698.87	2256.71
长期借款	318.12	383.16	445.66	377.40	298.69	211.65	所得税	13.89	53.32	106.35	160.17	212.36	282.09
其他非流动负债	247.54	270.12	288.21	305.00	320.00	343.00	净利润	153.48	369.83	745.20	1121.21	1486.51	1974.62
非流动负债合计	565.66	653.28	733.87	682.40	618.69	554.65	少数股东损益	-4.76	-0.94	3.72	11.21	14.87	19.75
负债合计	2187.69	2653.09	3314.52	2944.96	3643.68	4482.35	归属母公司股东净产	158.24	370.77	741.48	1109.99	1471.65	1954.88
股本	441.27	441.27	464.05	464.05	464.05	464.05	EBITDA	294.82	583.00	984.98	1408.50	1828.80	2411.77
资本公积	1753.10	1754.91	3717.91	3717.91	3717.91	3717.91	NOPLAT	180.97	409.00	759.90	1145.62	1495.11	1987.04
留存收益	374.13	612.46	1178.87	1622.87	2211.53	2993.48	EPS(元)	0.34	0.80	1.60	2.39	3.17	4.21
归属母公司权益	2568.50	2808.65	5360.83	5804.83	6393.49	7175.44							
少数股东权益	46.86	78.25	82.60	93.81	108.68	128.43							
股东权益合计	2615.36	2886.90	5443.43	5898.64	6502.17	7303.87							
负债和股东权益合计	4803.05	5539.99	8757.95	8843.61	10145.84	11786.22							
							主要财务比率						
							会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
							成长能力						
							营收增长率	32.87%	46.10%	38.54%	44.12%	33.01%	30.68%
							营业利润增长率	12.17%	151.99%	104.63%	50.25%	32.61%	32.85%
							EBIT增长率	10.36%	141.30%	81.41%	50.41%	30.32%	32.75%
							EBITDA增长率	14.81%	97.75%	68.95%	43.00%	29.84%	31.88%
							归母净利润增长率	17.26%	134.31%	99.98%	49.70%	32.58%	32.84%
							经营现金流增长率	-144.95%	-103.02%	202.18%	-47.05%	550.85%	80.83%
							盈利能力						
							毛利率	33.69%	37.91%	40.83%	42.09%	42.66%	43.63%
							净利率	10.61%	17.50%	25.46%	26.58%	26.49%	26.93%
							营业利润率	11.43%	19.71%	29.11%	30.35%	30.26%	30.76%
							ROE	6.16%	13.20%	13.83%	19.12%	23.02%	27.24%
							ROA	3.29%	6.69%	8.47%	12.55%	14.50%	16.59%
							ROIC	7.60%	14.83%	20.38%	25.54%	25.65%	28.92%
							估值倍数						
							P/E	328.44	140.18	70.09	46.82	35.32	26.59
							P/S	35.94	24.60	17.76	12.32	9.26	7.09
							P/B	20.23	18.50	9.69	8.95	8.13	7.24
							股息率	0.25%	0.34%	0.89%	1.28%	1.70%	2.26%
							EV/EBIT	75.21	74.58	50.37	39.48	30.55	23.08
							EV/EBITDA	51.03	61.76	44.78	36.92	28.68	21.81
							EV/NOPLAT	83.14	88.03	58.05	45.39	35.08	26.47

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637