

➤ **事件概述：**8月23日，公司发布2022年三季报：2022前三季度，公司实现营收32.67亿元，同比增长56.2%；归母净利润8.58亿元，同比增长59.6%；扣非归母净利润7.9亿元，同比增长57.9%。分季度看，**2022Q3**，公司实现营收11.83亿元，同比增长41.6%、环比减少1.2%；归母净利润3.06亿元，同比增长36.3%、环比减少9.3%；扣非归母净利2.78亿元，同比增长29.1%、环比减少10%。

➤ **点评：钛价环比下滑拖累 Q3 业绩表现，高温合金成本压力大幅缓解**

- 量：主要产品产量稳步提升。**前三季度公司钛合金、超导产品、高温合金产销量较上年同期稳步提升。上半年高温合金产销量创历史新高，随着产能逐步释放，预计Q3公司高温合金产销量同环比继续上升。公司Q3订单情况有所走弱，22Q3末合同负债较22Q2末环比下滑21.39%，同比下滑39.00%，至1.47亿元。
- 价：22Q3 毛利率环比下滑 4.48pct。**22Q3公司毛利率38.16%，环比下滑4.48pct，同比下滑6.35pct。钛合金方面，钛行业景气度有所下滑，Q3钛板12.39万/吨，环比-2.41%，同比+2.96%，原材料海绵钛价格8.03万/吨，环比-2.76%，同比+15.11%。高温合金方面，原材料价格大幅走弱，其中Q3镍板价格环比-16.22%，电解钴价格环比-29.33%，高温合金成本压力大幅缓解，但由于高温合金营收占比低（2022H1占比3.5%），Q3高温合金业务对公司业绩贡献相对有限。

➤ **未来核心看点：钛合金+高温合金产能逐步释放**

- 高温合金放量，业绩贡献将逐步抬升。**公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一，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。随着未来逐步释放产能，叠加原料端镍、钴等价格趋弱，高温合金业绩贡献有望逐步抬升。
- 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。

➤ **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年归母净利润依次为11.23/14.70/18.40亿元，对应2022年10月21日收盘价112.00元，2022-2024年PE依次为46/35/28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   | 1,123 | 1,470 | 1,840 |
| 增长率(%)          | 100.0 | 51.4  | 30.9  | 25.2  |
| 每股收益(元)         | 1.60  | 2.42  | 3.17  | 3.97  |
| PE              | 70    | 46    | 35    | 28    |
| PB              | 9.7   | 8.6   | 6.9   | 5.6   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年10月21日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**112.00 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com


**分析师 尹会伟**

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

**分析师 张航**

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@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)2022年半年报点评：半年业绩创历史新高，定增加码高端产品产能-2022/08/21
- 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业绩高速增长-2022/01/28

## 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    | 30    | 37    | 41    |
| 销售费用      | 51    | 57    | 69    | 82    |
| 管理费用      | 126   | 150   | 177   | 204   |
| 研发费用      | 186   | 215   | 255   | 280   |
| EBIT      | 855   | 1,362 | 1,748 | 2,165 |
| 财务费用      | 24    | 27    | 36    | 39    |
| 资产减值损失    | -39   | -21   | -15   | -13   |
| 投资收益      | 14    | 12    | 15    | 17    |
| 营业利润      | 852   | 1,288 | 1,685 | 2,095 |
| 营业外收支     | -1    | 0     | 1     | 3     |
| 利润总额      | 852   | 1,288 | 1,686 | 2,098 |
| 所得税       | 106   | 155   | 202   | 241   |
| 净利润       | 745   | 1,133 | 1,483 | 1,857 |
| 归属于母公司净利润 | 741   | 1,123 | 1,470 | 1,840 |
| EBITDA    | 965   | 1,497 | 1,926 | 2,413 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 2,597 | 1,368  | 1,844  | 2,728  |
| 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 | 2,158  | 2,255  | 2,920  |
| 其他流动资产      | 157   | 1,362  | 670    | 374    |
| 流动资产合计      | 7,096 | 8,369  | 9,030  | 10,880 |
| 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 | 10,234 | 11,578 | 14,218 |
| 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   | 478    | 528    | 553    |
| 其他长期负债      | 306   | 306    | 306    | 306    |
| 非流动负债合计     | 734   | 784    | 834    | 859    |
| 负债合计        | 3,315 | 4,122  | 3,982  | 4,765  |
| 股本          | 464   | 464    | 464    | 464    |
| 少数股东权益      | 83    | 93     | 106    | 123    |
| 股东权益合计      | 5,443 | 6,113  | 7,596  | 9,453  |
| 负债和股东权益合计   | 8,758 | 10,234 | 11,578 | 14,218 |

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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 38.54  | 38.27  | 21.34  | 18.72  |
| EBIT 增长率        | 85.67  | 59.21  | 28.36  | 23.82  |
| 净利润增长率          | 99.98  | 51.44  | 30.92  | 25.17  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 40.83  | 41.80  | 43.24  | 44.18  |
| 净利润率            | 25.33  | 27.74  | 29.93  | 31.56  |
| 总资产收益率 ROA      | 8.47   | 10.97  | 12.70  | 12.94  |
| 净资产收益率 ROE      | 13.83  | 18.65  | 19.63  | 19.72  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 2.75   | 2.51   | 2.87   | 2.79   |
| 速动比率            | 2.10   | 1.84   | 2.12   | 2.01   |
| 现金比率            | 1.01   | 0.41   | 0.59   | 0.70   |
| 资产负债率 (%)       | 37.85  | 40.27  | 34.39  | 33.52  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 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   | 0.45   | 0.45   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.60   | 2.42   | 3.17   | 3.97   |
| 每股净资产           | 11.55  | 12.97  | 16.14  | 20.11  |
| 每股经营现金流         | 0.49   | 1.44   | 1.47   | 3.95   |
| 每股股利            | 1.00   | 1.10   | 1.20   | 1.30   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 70     | 46     | 35     | 28     |
| PB              | 9.7    | 8.6    | 6.9    | 5.6    |
| EV/EBITDA       | 52.73  | 34.90  | 26.88  | 21.02  |
| 股息收益率 (%)       | 0.89   | 0.98   | 1.07   | 1.16   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|
| 净利润         | 745   | 1,133  | 1,483  | 1,857 |
| 折旧和摊销       | 109   | 135    | 178    | 248   |
| 营运资金变动      | -667  | -689   | -1,055 | -341  |
| 经营活动现金流     | 227   | 667    | 681    | 1,832 |
| 资本开支        | -287  | -283   | -804   | -977  |
| 投资          | 181   | -1,253 | 648    | 247   |
| 投资活动现金流     | -98   | -1,524 | -141   | -712  |
| 股权募资        | 1,985 | 0      | 0      | 0     |
| 债务募资        | 197   | 153    | 0      | -175  |
| 筹资活动现金流     | 1,958 | -372   | -64    | -236  |
| 现金净流量       | 2,085 | -1,229 | 476    | 884   |

## 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。 | 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