

国防军工

2022年10月24日

西部超导 (688122)

——业绩符合预期,航空装备需求释放引领公司持续快速增长

报告原因:有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据: 2022年10月21日

收盘价(元)	112
一年内最高/最低(元)	119.95/65.66
市净率	9.0
息率(分红/股价)	0.89
流通A股市值(百万元)	51973
上证指数/深证成指	3038.93/10918.97

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2022年09月30日

每股净资产(元)	12.42
资产负债率%	42.56
总股本/流通A股(百万)	464/464
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com

研究支持

穆少阳 A0230122070006
musy@swsresearch.com

联系人

穆少阳
(8621)23297818x
musy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件:

- **公司公布2022年三季度报告。**公司2022Q3实现营收11.83亿元(yoy+41.65%),实现归母净利润3.06亿元,同比+36.27%。公司2022年前三季度实现营收32.67亿元,同比+56.25%,实现归母净利润8.58亿元,同比+59.57%。业绩表现符合市场预期。

点评:

- **需求放量带动公司产品销量持续增加,公司业绩维持快速增长。**公司Q1-Q3分别实现收入8.87/11.97/11.83亿元,累计实现营收32.67亿元,同比+56.25%,前三季度累计实现归母净利润8.58亿元,同比增长59.57%,单Q3实现归母净利润3.06亿元,同比+36.27%。收入和利润维持快速增长。我们分析认为主要由于公司高端钛合金、超导产品以及高温合金等主要产品需求旺盛,公司产销量较上年同期稳步提升,收入及利润维持快速增长。
- **毛利率受产品结构及原材料高价影响环比下滑,盈利能力有望随产能释放提升。**公司Q1-Q3毛利率分别为40.76%/42.64%/38.16%,前三季度整体毛利率为40.51%,同比下降3.52pcts,单Q3毛利率同比下降6.35pcts,环比下滑4.48pcts。我们分析认为毛利率下滑的主要原因为公司三季度交付产品结构中高毛利产品占比下降,同时海绵钛价格较高或有影响。预计公司得益于产能加速释放带来规模效应,后续公司盈利能力有望提升。
- **管理费用率降低明显,持续加大研发投入增强产品竞争优势。**1)公司Q3期间费用率为8.78%,同比下降2.13pcts,其中管理费用率较去年同期相比,从5.79%下降至3.34%,降低明显,我们分析认为主要原因为公司不断强化精益管理,降本增效成果显著。2)公司持续加大研发投入,前三季度研发投入同比增长42.54%,单Q3同比增长61.54%,产品竞争力有望持续提升。
- **国内高端金属材料核心供应商,市场高景气叠加产能释放助力公司未来加速发展。**1)军机采购提速+使用渗透率提升+国产大飞机的逐步成熟,我国高端钛合金需求预计加速释放,行业高壁垒+寡头竞争格局,公司有望持续受益;2)随着国内“两机专项”等政策的推动,我国高温合金行业迎来历史性发展机遇,公司募投产高温合金,随着下游验证叠加产能释放,公司或打开第二增长曲线;3)超导材料和磁体产业化不断推进,预计相关产品的市场占有率和盈利水平将继续提升;4)公司持续加大研发投入,进一步提高公司高性能钛合金、高温合金、超导材料产品技术领先优势和产品竞争力。
- **维持盈利预测并维持“买入”评级。**我们维持公司2022-24年归母净利润预测为10.1/13.7/17.1亿元,当前股价对应PE分别为52/38/30倍。公司作为国内高端金属材料核心供应商,显著受益于产业链下游高景气,随着产能释放及需求加速,公司业绩预计持续快速增长,因此维持“买入”评级。
- **风险提示:**原材料价格波动风险;产品交付不及预期;产能释放不及预期

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,927	3,267	4,061	5,353	6,772
同比增长率(%)	38.5	56.2	38.7	31.8	26.5
归母净利润(百万元)	741	858	1,006	1,372	1,711
同比增长率(%)	100.0	59.6	35.7	36.3	24.7
每股收益(元/股)	1.68	1.85	2.17	2.96	3.69
毛利率(%)	40.8	40.5	39.0	40.2	40.6
ROE(%)	13.8	14.9	17.0	20.7	23.0
市盈率					

注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,113	2,927	4,061	5,353	6,772
其中: 营业收入	2,113	2,927	4,061	5,353	6,772
减: 营业成本	1,312	1,732	2,478	3,203	4,022
减: 税金及附加	23	29	40	53	67
主营业务利润	778	1,166	1,543	2,097	2,683
减: 销售费用	35	51	57	70	81
减: 管理费用	146	126	162	209	257
减: 研发费用	131	186	223	289	352
减: 财务费用	60	24	41	52	62
经营性利润	408	780	1,060	1,477	1,931
加: 信用减值损失(损失以“-”填列)	-20	-2	-14	-10	-12
加: 资产减值损失(损失以“-”填列)	-59	-39	-5	-20	-96
加: 投资收益及其他	88	114	113	122	139
营业利润	416	852	1,153	1,570	1,961
加: 营业外净收入	7	-1	1	7	7
利润总额	423	852	1,154	1,577	1,968
减: 所得税	53	106	145	198	248
净利润	370	745	1,009	1,379	1,720
少数股东损益	-1	4	3	7	9
归属于母公司所有者的净利润	371	741	1,006	1,372	1,711
全面摊薄总股本	441	464	464	464	464
每股收益(元)	0.84	1.68	2.17	2.96	3.69

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。