

2023 年 09 月 01 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

西部超导 (688122)

2023 年中报点评：盈利性短期承压，不改未来成长潜力

业绩概要：公司 2023 年上半年实现营业收入 21.1 亿元（同比+1.34%），实现归母净利润 4.2 亿元（同比-23.8%），扣非后归母净利润为 3.73 亿元（同比-27.2%），对应 EPS 为 0.65 元。其中，公司 Q2 实现营收 11.9 亿元（同比-0.6%，环比+29%），归母净利润 2.13 亿元（同比-36.9%，环比+2.2%），单季度 EPS 为 0.33 元；

产业布局动态调整，第二、第三成长曲线实力渐显：2023H1 公司营收同比增长 1.34%，公司根据三个产品板块的外部需求动态变化进行了产业布局调整：高端钛合金材料实现营业收入 13.4 亿元（同比-19.4%），一方面由于去年同期钛合金业务营收基数较高，另一方面 Q2 钛合金产品销量受到客户提货节奏影响；超导产品实现营业收入 4.02 亿（同比+60.9%），高性能高温合金材料实现营业收入 2.83 亿（同比+284%），产能投放叠加下游需求景气带动超导产品和高温合金产品步入全面放量新阶段；

技术研发持续推进，三大业务进展顺利：公司紧盯关键材料需求和新技术开展自主研发，上半年累积研发投入 1.26 亿元，持续以研发为基推动产品革新。2023H1 三大业务板块均取得了较多的进展和成果：1) **高端钛合金板块**，公司发明的特种钛合金均质熔炼与成型技术获得省部级技术发明一等奖，同时公司突破并掌握了钛合金超大规格锻坯工程化制备技术，并成功试制高温钛合金、紧固件涂层钛合金丝材等系列产品，钛合金产品的持续创新有助于巩固公司现有优势。2) **超导产品板块**，超导线材、超导磁体市场需求景气度持续攀升，位于陕西省西咸新区的超导材料及超导磁体研发生产基地已开始动工建设，预计 2024H1 实现投产，以满足 MRI、MCZ、CRAFT 项目等领域日益增长的市场需求；业务进展方面，公司与晶盛机电等国内多家光伏硅片及拉晶炉制造企业签订了供货合同，打开了光伏领域 MCZ 的批量化生产进程；公司与应用单位继续合作研发全尺寸高速磁悬浮用超导磁体，并实现了批量化制造。3) **高温合金板块**，航空发动机领域需求持续旺盛，公司产品销量大幅增长；牌号进展方面，公司通过了多个发动机型号工艺和质量评审，紧固件 GH2123/ GH4169 小规格棒材产品工艺稳定性良好，同时公司新承担了多个新型发动机材料的研制任务，为未来的市场增量空间打下坚实的基础；

结构变化致上半年盈利性承压，Q2 业绩保持环比增长：2023H1 公司销售毛利率为 32.3%（同比-9.55pcts），推测同比下滑较多主要由于产品结构发生变化，钛合金产品毛利占比下降对整体毛利率有所影响，销售净利率为 20.5%（同比-6.32pcts），同比下降相对较小主要系投资收益增长和信用减值损失减少，投资收益同比增长 279%至 841 万元，主要系参股公司投资收益增加较多，信用减值损失从去年同期的-2672 万元减少

投资评级

买入

维持评级

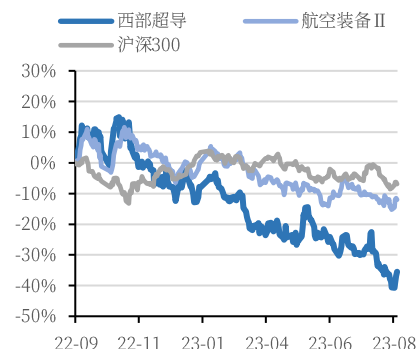
2023 年 08 月 31 日

收盘价(元): 47.43

公司基本数据

总股本(百万股)	649.66
总市值(百万)	30,813.59
流通股本(百万股)	649.66
流通市值(百万)	30,813.59
12 月最高/最低价(元)	119.95/43.18
资产负债率(%)	44.39
每股净资产(元)	9.17
市盈率(TTM)	32.48
市净率(PB)	5.17
净资产收益率(%)	7.07

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2022 年报点评：三驾马车并驾齐驱，产研突破引领革新 —2023-03-29
2022Q3 点评：三大业务产销两旺，业绩持续靓丽 —2022-10-24
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

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

至-541 万元，原因为公司持有的应收票据到期收回。2023Q2 公司归母净利润环比增长 2.2%，单季度销售毛利率为 29.0%（环比-7.46pcts），环比下滑较多主要由于钛合金产品销量受客户提货节奏影响而环比下滑，产品结构变化对销售毛利率造成影响，销售净利率为 18.6%（环比-4.28pcts），环比下降较小主要系信用减值损失由负转正；

募投项目持续推进，中长期成长空间无虞：IPO 项目“发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目”已于 2023 年 1 月达到可使用状态。公司于 2021 年 11 月通过定向增发募集资金 20.13 亿元，拟投入 9.71 亿元于“航空航天用高性能金属材料产业化项目”，项目规划于 2024 年年底建成后共计增加 5050 吨钛合金及 1500 吨高温合金年产能，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”，MRI 用超导线材年产能预计于 2023 年年底建成后达到 2000 吨。待项目全面达产后，公司钛合金、超导线材、高温合金产品年产能将分别达到 1 万吨、2000 吨和 6000 吨，规模和竞争力稳步提升下未来成长空间无虞；

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，全年业绩表现出色，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 50.6/ 65.5/ 82.5 亿元，同比增长 19.8%/ 29.3%/ 26.0%，实现归母净利润分别为 11.2/ 15.5/ 21.1 亿元，同比增长 3.4%/ 39.0%/ 36.0%，对应 PE 27X/ 19X/ 14X，维持“买入”评级。

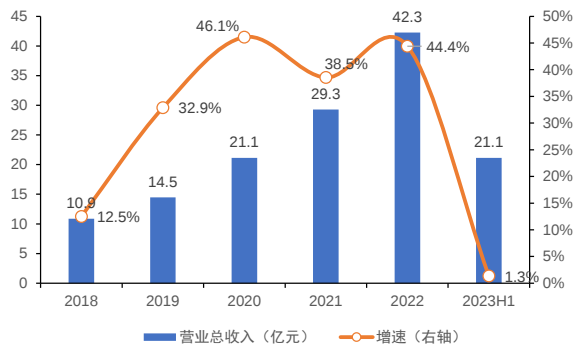
风险提示：原材料价格抬升风险、产能投放不及预期、下游需求及国产替代进程不及预期等。

盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,927	4,227	5,064	6,549	8,253
增速（%）	38.54%	44.41%	19.79%	29.34%	26.02%
归母净利润（百万元）	741	1,080	1,117	1,552	2,111
增速（%）	99.98%	45.65%	3.42%	38.95%	36.01%
每股收益（元）	1.14	1.66	1.72	2.39	3.25
市盈率（倍）	40.72	27.95	27.03	19.45	14.30

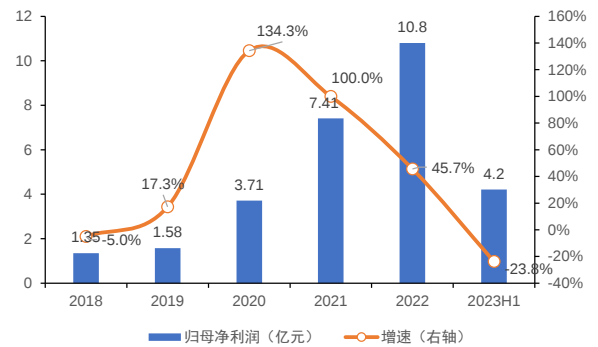
资料来源：iFinD，中航证券研究所
单击此处输入文字。

图1 营收及增速



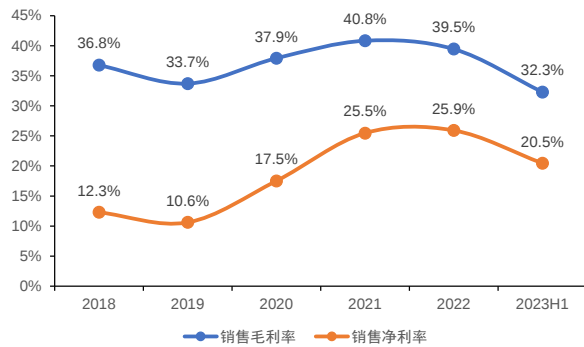
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



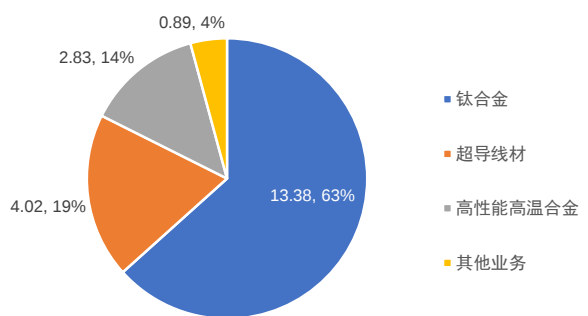
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 23H1 业务营收占比（亿元，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万元)	1190	922	961	1183	1197	887	837	835
营业成本(百万元)	844	586	616	731	686	526	547	463
销售费用率	0.54%	0.60%	2.64%	0.59%	0.64%	0.40%	4.09%	0.74%
管理费用率	3.12%	3.18%	4.39%	3.34%	3.01%	5.35%	0.32%	5.79%
财务费用率	0.36%	1.40%	1.49%	0.50%	0.48%	0.65%	0.42%	1.06%
研发费用率	7.07%	5.01%	8.43%	4.85%	6.55%	4.24%	7.20%	4.38%
资产减值损失(百万元)	-5.19	-9.41	-0.06	3.80	-12.70	-5.56	-23.17	-1.94
利润总额(百万元)	252	241	237	359	391	251	235	258
所得税费用(百万元)	31	30	14	44	45	39	29	31
净利润(百万元)	221	211	222	315	345	213	206	227
EPS(元)	0.33	0.45	0.48	0.66	0.73	0.46	0.46	0.51
毛利率	29.03%	36.49%	35.87%	38.16%	42.64%	40.76%	34.67%	44.51%
期间费用率	11.08%	10.18%	16.95%	9.28%	10.68%	10.64%	12.04%	11.97%
所得税率	12.38%	12.39%	5.95%	12.25%	11.62%	15.41%	12.43%	12.17%
净利率	18.58%	22.86%	23.16%	26.64%	28.86%	23.96%	24.62%	27.15%

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	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	470.83	2596.75	2111.95	2019.87	2153.59	2401.68	营业收入	2112.83	2927.22	4227.18	5063.74	6549.24	8253.3
应收票据及账款	2116.12	2714.52	3441.47	3468.31	3947.49	4522.39	营业成本	1311.80	1732.17	2559.47	3230.34	4086.95	4979.1
预付账款	9.90	28.52	34.24	41.62	53.83	67.84	税金及附加	22.88	28.76	28.92	35.45	52.39	66.0
其他应收款	6.42	9.62	3.53	13.87	17.94	22.61	销售费用	34.52	50.68	43.53	50.64	65.49	82.5
存货	1139.31	1598.65	2380.12	2920.59	3583.08	4228.90	管理费用	145.57	125.92	165.21	172.17	216.12	264.1
其他流动资产	346.80	147.58	1194.78	519.42	435.65	445.74	研发费用	130.69	185.92	254.29	303.82	392.95	495.2
流动资产总计	4089.38	7095.64	9166.09	8983.68	10191.57	11689.15	财务费用	59.61	24.22	31.74	63.70	29.75	19.1
长期股权投资	98.59	148.94	153.68	168.68	188.68	213.68	资产减值损失	-59.38	-39.13	-14.52	-30.38	-39.30	-49.5
固定资产	1008.32	1037.75	1158.89	1185.30	1255.08	1318.22	信用减值损失	-20.36	-1.83	-20.37	-25.32	-32.75	-41.2
在建工程	15.84	158.51	220.97	237.64	200.81	163.99	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
无形资产	155.71	171.37	179.37	182.81	212.91	229.69	投资收益	7.27	13.71	-4.47	15.00	20.00	25.0
长期待摊费用	0.53	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	9.09	5.06	28.66	5.00	5.00	5.0
其他非流动资产	171.63	145.51	426.86	167.93	172.94	177.02	资产处置收益	-0.99	3.01	-0.07	2.00	2.00	2.0
非流动资产合计	1450.61	1662.32	2139.78	1942.37	2030.43	2102.59	其他收益	73.08	91.84	104.27	100.00	110.00	120.0
资产总计	5539.99	8757.95	11305.86	10926.04	12221.99	13791.74	营业利润	416.47	852.20	1237.52	1273.92	1770.54	2408.4
短期借款	1033.43	1001.19	981.89	0.00	0.00	0.00	营业外收入	6.76	0.03	0.88	2.00	2.00	2.0
应付票据及账款	650.90	1060.54	1736.69	1858.55	2149.85	2428.20	营业外支出	0.08	0.68	0.76	1.05	1.05	1.0
其他流动负债	315.48	518.91	687.28	911.61	1232.10	1529.53	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
流动负债合计	1999.81	2580.65	3405.86	2770.16	3381.94	3957.73	利润总额	423.15	851.55	1237.63	1274.87	1771.49	2409.3
长期借款	383.16	445.66	1180.15	863.98	663.82	452.42	所得税	53.32	106.35	142.18	146.61	203.72	277.0
其他非流动负债	270.12	288.21	358.58	305.00	320.00	343.00	净利润	369.83	745.20	1095.45	1128.26	1567.77	2132.3
非流动负债合计	653.28	733.87	1538.73	1168.98	983.82	795.42	少数股东损益	-0.94	3.72	15.46	11.28	15.68	21.3
负债合计	2653.09	3314.52	4944.59	3939.14	4365.76	4753.15	归属母公司股东净产	370.77	741.48	1079.99	1116.98	1552.09	2110.9
股本	441.27	464.05	464.05	649.66	649.66	649.66	EBITDA	583.00	984.98	1393.39	1436.61	1920.18	2568.3
资本公积	1754.91	3717.91	3731.12	3545.50	3545.50	3545.50	NOPLAT	409.00	759.90	1098.13	1177.60	1587.06	2142.1
留存收益	612.46	1178.87	1801.37	2415.71	3269.36	4430.40	EPS(元)	0.57	1.14	1.66	1.72	2.39	3.2
归属母公司权益	2808.65	5360.83	5996.54	6610.88	7464.53	8625.57	主要财务比率						
少数股东权益	78.25	82.60	364.74	376.02	391.70	413.02	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益合计	2886.90	5443.43	6361.28	6986.90	7856.23	9038.59	成长能力						
负债和股东权益合计	5539.99	8757.95	11305.86	10926.04	12221.99	13791.74	营收增长率	46.10%	38.54%	44.41%	19.79%	29.34%	26.02%
现金流量表							营业利润增长率	151.99%	104.63%	45.21%	2.94%	38.98%	36.03%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EBIT增长率	141.30%	81.41%	44.94%	5.45%	34.56%	34.82%
税后经营利润	369.83	745.20	1095.45	1019.45	1445.69	1996.94	EBITDA增长率	97.75%	68.95%	41.46%	3.10%	33.66%	33.75%
折旧与摊销	100.24	109.20	124.01	98.04	118.94	139.84	归母净利润增长率	134.31%	99.98%	45.65%	3.42%	38.95%	36.01%
财务费用	59.61	24.22	31.74	63.70	29.75	19.10	经营现金流增长率	-103.02%	202.18%	31.22%	227.11%	16.19%	39.74%
投资损失	-7.27	-13.71	4.47	-15.00	-20.00	-25.00	盈利能力						
营运资金变动	-804.92	-666.67	-988.51	-307.08	-572.39	-693.70	毛利率	37.91%	40.83%	39.45%	36.21%	37.60%	39.67%
其他经营现金流	60.19	28.94	30.92	115.95	130.95	145.95	净利率	17.50%	25.46%	25.91%	22.28%	23.94%	25.84%
经营性现金净流量	-222.32	227.17	298.09	975.06	1132.93	1583.12	营业利润率	19.71%	29.11%	29.28%	25.16%	27.03%	29.18%
资本支出	166.10	269.75	591.59	240.58	172.00	164.00	ROE	13.20%	13.83%	18.01%	16.90%	20.79%	24.47%
长期投资	-170.52	180.69	-1079.65	0.00	0.00	0.00	ROA	6.69%	8.47%	9.55%	10.22%	12.70%	15.31%
其他投资现金流	-6.55	-9.07	-38.98	1037.82	101.14	9.41	ROIC	14.83%	20.38%	24.48%	20.85%	26.87%	31.97%
投资性现金净流量	-343.16	-98.13	-1710.21	797.24	-70.86	-154.59	估值倍数						
短期借款	372.37	-32.24	-19.30	-981.89	0.00	0.00	P/E	81.42	40.72	27.95	27.03	19.45	14.3
长期借款	65.04	62.50	734.49	-316.16	-200.16	-211.41	P/S	14.29	10.31	7.14	5.96	4.61	3.6
普通股增加	0.00	22.77	0.00	185.62	0.00	0.00	P/B	10.75	5.63	5.03	4.57	4.04	3.5
资本公积增加	1.81	1963.00	13.21	-185.62	0.00	0.00	股息率	0.58%	1.54%	1.54%	1.66%	2.31%	3.15%
其他筹资现金流	-207.32	-57.84	14.49	-566.34	-728.19	-969.04	EV/EBIT	74.58	50.37	34.34	22.03	16.34	12.0
筹资性现金净流量	231.90	1958.20	742.88	-1864.39	-928.35	-1180.44	EV/EBITDA	61.76	44.78	31.29	20.52	15.32	11.3
现金流量净额	-337.19	2085.19	-663.14	-92.09	133.72	248.09	EV/NOPLAT	88.03	58.05	39.70	25.04	18.54	13.6

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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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