

三大领域技术持续突破，股份增持彰显发展信心

——西部超导事件点评

事件：为彰显对公司未来发展的信心和对公司长期投资价值的认可，公司公告部分管理层增持公司股份，增持金额不低于人民币 700 万元且不超过人民币 1400 万元，截至 11 月 16 日，已增持总额为人民币 722.11 万元且将继续按照增持计划实施增持。

点评：

- **部分高管自有资金增持公司股份，彰显未来发展信心**

10月8日公司发布公告，部分高管拟通过其自有资金或自筹资金于6个月内增持股份，增持金额不低于人民币700万元且不超过人民币1400万元，截至11月16日，增持总额为人民币722.11万元且增持主体将继续按照相关增持计划，在增持计划实施时间内增持公司股份。管理层增持股份将促进公司持续健康发展，维护公司及全体股东的利益，稳定市场预期，增强投资者信心。

- **交付节奏及产品结构调整影响利润，公司业绩短期承压**

受订单交付节奏和产品销售结构调整导致销售毛利同期减少等影响，2023年前三季度公司实现营业收入30.88亿元，同比下降5.47%，实现归母净利润5.83亿元，同比下降32.13%。2018年至2022年，公司营业收入、归母净利润复合增长分别为40.39%、68.18%，保持快速增长态势。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，公司高端钛合金板块发展稳中求进，超导产品和高温合金两个产品板块步入全面放量新阶段。

- **钛合金棒材丝材锻造技术持续突破，军机列装加速带动钛合金需求**

公司拥有大规格钛合金棒材锻造技术，在国内率先成功制备出最大规格的TC4-DT、TA15等钛合金棒材，开发的直径650mm、单重4.5吨的特大规格钛合金棒材性能处于国际领先水平。公司实现了航空航天紧固件用Ti45Nb钛合金丝材完全国产化，是国内唯一、全球批量化生产Ti45Nb钛合金材料的两家公司之一。同时，公司目前承担着大量的新型军用飞机、大型客机、航空发动机、兵器等材料的研发项目，相关产品得到航空工业、中国航发、赛峰、庞巴迪等国内外下游厂商的高度认可，为新产品市场拓展奠定了基础。

- **国内唯一低温超导线材商业化生产商，构建公司第二增长曲线**

公司是超导产品领域国内唯一低温超导线材商业化生产的企业，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。公司是世界上能够批量生产低温超导用NbTi合金的两家公司之一，实现高性能MRI用NbTi超导线材量产，已经为SIEMENS、GE批量供货，打破了国际垄断，填补了国内空白。公司自主研发了国内第一台专门用于磁控直拉单晶硅的高磁场强度超导磁体，传导冷却类型MCZ，已实现批量出口，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。

- **两机专项逐步实施，高温合金质量提升及进口替代需求迫在眉睫**

公司生产的高性能高温合金材料包括变形高温合金、铸造和粉末高温合金母合金等，主要应用于航空发动机和燃气轮机、核电设备等国家重点发展领域。2023年，公司突破航空用某高强钢高纯净冶炼控制技术和组织均匀性锻造控制技术，成功试制出多批次大小规格棒材，综合性能匹配良好，下游应用

买入|维持

当前价： 51.30 元

基本数据

52周最高/最低价(元): 100.48 / 43.61

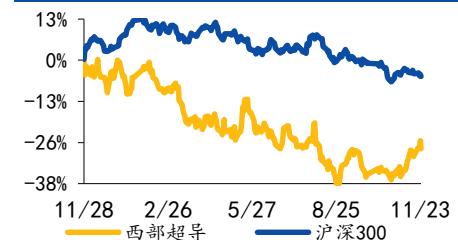
A股流通股(百万股): 649.66

A股总股本(百万股): 649.66

流通市值(百万元): 33327.79

总市值(百万元): 33327.79

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-西部超导(688122)点评：战略签约助力技术革新，超导磁体有望快速放量》

2023.06.19

《西部超导(688122)公司点评：业绩超预期凸显超强实力，三大领域全面启动打开想象空间》2022.09.02

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

联系人 王鹏

电话 021-51097188

邮箱 wangpeng@gyzq.com.cn

研究评价进展顺利。同时，公司与航空工业、中国航发等客户建立了长期合作关系，为后续高性能高温合金材料批量生产后的市场销售奠定了坚实基础。伴随着在建项目落地，公司产能将大幅增加，公司将受益于技术资格认证壁垒+产能释放双重优势。

● 公司产品订单较为饱满，研发投入持续增长

由于公司产品销售结构调整，导致整体毛利率水平有所下降，2023 前三季度公司整体毛利率为 33.20%，较 2022 年同期减少 7.31pcts；净利率为 19.75%，较 2022 年同期减少 6.97pcts。截至 2023Q3，公司预付款项、存货同比去年同期分别增长 56.11%、53.87%，或表明公司正积极备产备货。公司产品订单较为饱满，产能利用率较高，加紧产能扩张。2020 至 2022 年公司研发费用占当期销售收入的比例分别为 6.19%、6.35%、6.02%，2023 年前三季度，公司研发费用 2.08 亿元，同比增长 20.10%，占当期销售收入的比例为 6.74%，持续高水平研发投入以保持技术领先性。

● 募投项目稳步推进，公司加快产能释放节奏

根据公司 2023 年中报，公司募投的“高性能超导线材产业化项目”预计 2023 年 12 月投产，“航空航天用高性能金属材料产业化项目”预计 2024 年 12 月投产，届时钛合金材料、高温合金分别新增 5050 吨、1500 吨。预计 2024 年底公司高温合金产能将达到 6000 吨，高端钛合金产能突破万吨，产能释放节奏稳步推进，未来将充分受益下游军工等领域的快速发展。

表 1：公司募投项目产能投产情况

资金来源	项目	产能	达到预定可使用状态时间
向特定对象	航空航天用高性能金属材料产业化项目	钛合金材料 5,050 吨/年、高温合金 1,500 吨/年	2024 年 12 月
发行股票	高性能超导线材产业化项目	2,000 吨的 MRI 用超导线材	2023 年 12 月
首次公开发行股票	发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	2,500 吨发动机用镍基高温合金棒材和粉末高温合金母合金	2023 年 1 月

资料来源：公司官网，国元证券研究所

● 投资建议与盈利预测

随着公司三大业务布局的日益完善，军机换装列装和民用飞机放量对钛合金需求保持高景气趋势；MRI 低温超导市场缺口大，公司超导业务份额快速提升，战略签约带来强势利好；新型航空发动机定型及高性能高温合金国产替代需求带来高温合金市场增量，同时配合扩产项目逐步落地，预计公司产品规模效应将进一步显现，毛利率持续提升。预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为：9.23、12.41 和 15.39 亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：1.42、1.91 和 2.37 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 36.10、26.86 和 21.66 倍，给予公司“买入”的投资评级。

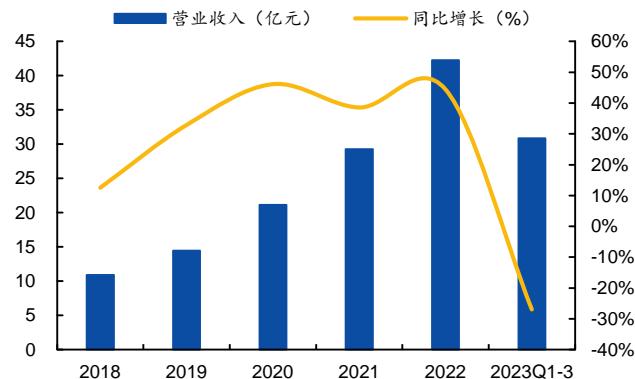
● 风险提示

原材料价格波动风险、募投项目进展不及预期风险、装备列装量产不及预期风险、研发进度不及预期风险。

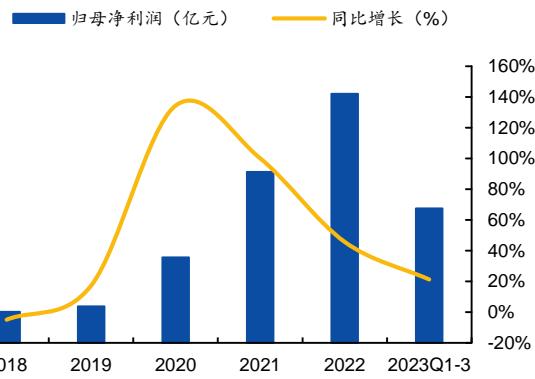
附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2927.22	4227.18	4310.00	5758.00	7124.00
收入同比(%)	38.54	44.41	1.96	33.60	23.72
归母净利润(百万元)	741.48	1079.99	923.14	1240.63	1538.52
归母净利润同比(%)	99.98	45.65	-14.52	34.39	24.01
ROE(%)	13.83	18.01	14.31	17.00	18.53
每股收益(元)	1.14	1.66	1.42	1.91	2.37
市盈率(P/E)	44.95	30.86	36.10	26.86	21.66

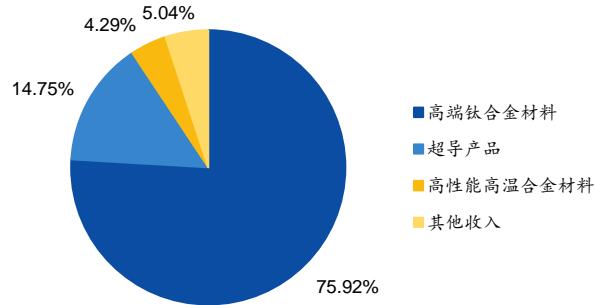
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：公司营业收入及增速


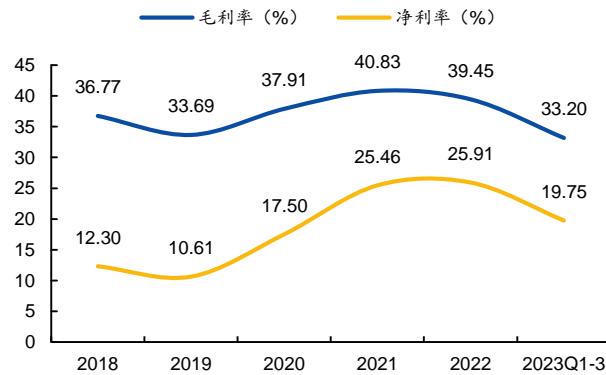
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速


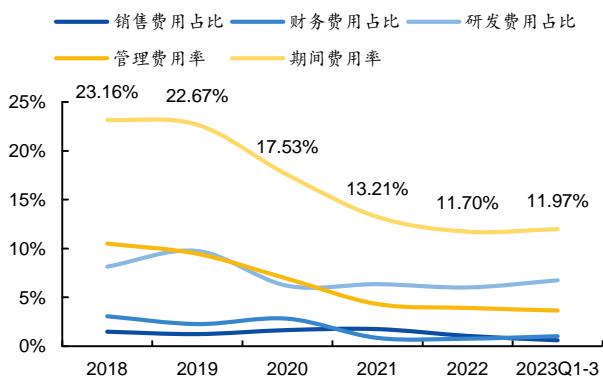
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2022 年公司营收结构


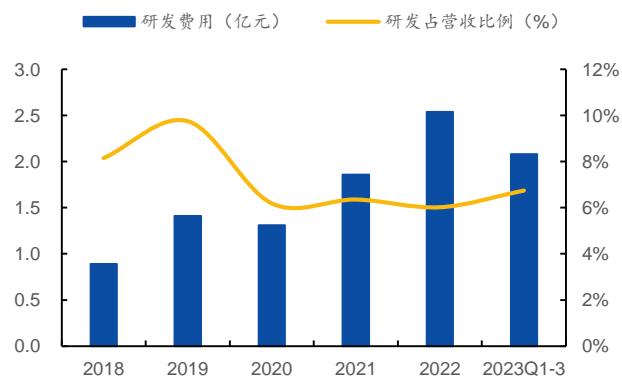
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司毛利率与净利率


资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司期间费用率（%）


资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司研发费用及占比


资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7095.64	9166.09	9623.07	11278.60	13189.99
现金	2596.75	2111.95	2713.75	2174.10	2087.07
应收账款	1170.08	1307.94	1465.26	1956.25	2384.92
其他应收款	9.62	3.53	9.50	11.81	13.97
预付账款	28.52	34.24	36.66	51.09	62.38
存货	1598.65	2380.12	2518.19	3404.13	4224.59
其他流动资产	1692.01	3328.32	2879.72	3681.21	4417.06
非流动资产	1662.32	2139.78	2201.54	2410.60	2574.59
长期投资	148.94	153.68	142.92	147.51	147.01
固定资产	1037.75	1154.08	1414.06	1620.03	1788.96
无形资产	171.37	179.37	171.18	165.09	158.27
其他非流动资产	304.25	652.64	473.38	477.97	480.35
资产总计	8757.95	11305.86	11824.61	13689.20	15764.58
流动负债	2580.65	3405.86	3220.21	3912.19	4626.91
短期借款	1001.19	981.89	942.71	958.17	1089.95
应付账款	479.49	876.73	819.56	1139.54	1426.06
其他流动负债	1099.97	1547.24	1457.94	1814.48	2110.90
非流动负债	733.87	1538.73	1779.78	2095.58	2435.02
长期借款	427.50	1160.28	1440.39	1748.67	2085.36
其他非流动负债	306.37	378.45	339.40	346.91	349.66
负债合计	3314.52	4944.59	4999.99	6007.77	7061.93
少数股东权益	82.60	364.74	372.49	384.66	400.18
股本	464.05	464.05	649.66	649.66	649.66
资本公积	3717.91	3731.12	3545.50	3545.50	3545.50
留存收益	1173.29	1789.24	2248.34	3092.31	4097.76
归属母公司股东权益	5360.83	5996.54	6452.12	7296.76	8302.47
负债和股东权益	8757.95	11305.86	11824.61	13689.20	15764.58

利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2927.22	4227.18	4310.00	5758.00	7124.00
营业成本	1732.17	2559.47	2728.46	3669.96	4563.88
营业税金及附加	28.76	28.92	36.64	47.03	57.41
营业费用	50.68	43.53	60.50	83.47	100.00
管理费用	125.92	165.21	195.52	246.90	306.87
研发费用	185.92	254.29	257.33	310.23	330.45
财务费用	24.22	31.74	53.38	64.05	86.16
资产减值损失	-39.13	-14.52	-22.73	-19.99	-20.90
公允价值变动收益	5.06	28.66	17.54	19.17	20.21
投资净收益	13.71	-4.47	3.55	2.57	1.72
营业利润	852.20	1237.52	1058.07	1422.31	1763.52
营业外收入	0.03	0.88	0.59	0.69	0.66
营业外支出	0.68	0.76	0.73	0.74	0.74
利润总额	851.55	1237.63	1057.93	1422.26	1763.44
所得税	106.35	142.18	127.03	169.46	209.40
净利润	745.20	1095.45	930.90	1252.80	1554.04
少数股东损益	3.72	15.46	7.75	12.17	15.52
归属母公司净利润	741.48	1079.99	923.14	1240.63	1538.52
EBITDA	985.62	1393.27	1243.59	1650.23	2044.19
EPS (元)	1.68	2.33	1.42	1.91	2.37

现金流量表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	227.17	298.37	817.37	-25.78	425.83
净利润	745.20	1095.45	930.90	1252.80	1554.04
折旧摊销	109.20	124.01	132.14	163.86	194.51
财务费用	24.22	31.74	53.38	64.05	86.16
投资损失	-13.71	4.47	-3.55	-2.57	-1.72
营运资金变动	-666.67	-988.51	-434.29	-1516.98	-1425.74
其他经营现金流	28.94	31.21	138.79	13.06	18.59
投资活动现金流	-98.13	-1710.21	187.36	-400.10	-371.58
资本支出	287.85	661.96	336.29	338.32	339.13
长期投资	-180.69	1079.65	-14.89	5.24	-0.14
其他投资现金流	9.03	31.39	508.77	-56.54	-32.59
筹资活动现金流	1958.20	742.88	-402.95	-113.77	-141.28
短期借款	-32.24	-19.30	-39.18	15.46	131.78
长期借款	62.50	732.78	280.11	308.29	336.68
普通股增加	22.77	0.00	185.62	0.00	0.00
资本公积增加	1963.00	13.21	-185.62	0.00	0.00
其他筹资现金流	-57.84	16.19	-643.88	-437.51	-609.75
现金净增加额	2085.19	-662.85	601.79	-539.65	-87.03

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.54	44.41	1.96	33.60	23.72
营业利润(%)	104.63	45.21	-14.50	34.43	23.99
归属母公司净利润(%)	99.98	45.65	-14.52	34.39	24.01
盈利能力					
毛利率(%)	40.83	39.45	36.69	36.26	35.94
净利润率(%)	25.33	25.55	21.42	21.55	21.60
ROE(%)	13.83	18.01	14.31	17.00	18.53
ROIC(%)	17.01	20.53	16.05	16.90	17.58
偿债能力					
资产负债率(%)	37.85	43.73	42.28	43.89	44.80
净负债比率(%)	44.25	48.95	50.70	47.97	47.58
流动比率	2.75	2.69	2.99	2.88	2.85
速动比率	2.09	1.97	2.17	1.98	1.90
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.42	0.37	0.45	0.48
应收账款周转率	3.07	3.29	3.00	3.24	3.17
应付账款周转率	4.50	3.77	3.22	3.75	3.56
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.66	1.42	1.91	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.46	1.26	-0.04	0.66
每股净资产(最新摊薄)	8.25	9.23	9.93	11.23	12.78
估值比率					
P/E	44.95	30.86	36.10	26.86	21.66
P/B	6.22	5.56	5.17	4.57	4.01
EV/EBITDA	32.83	23.23	26.02	19.61	15.83

资料来源：Wind，国元证券研究所

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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（如有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。[网址: www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

国元证券研究所
合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心
A座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16
楼国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188