

2024年04月02日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 西部超导 (688122)

### 2023 年报点评：需求波动致分化显著，未来成长厚积薄发

**业绩概要：**2023 年公司实现营业收入 41.6 亿元（同比-1.6%）；实现归母净利润 7.52 亿元（同比-30.3%）；扣非后归母净利润为 6.3 亿元（同比-35.1%），对应 EPS 为 1.16 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7 元，股息率为 1.8%。2023Q4 公司实现营业收入 10.7 亿元（同比+11.5%，环比+9.7%），实现归母净利润 1.70 亿元（同比-23.4%，环比+5.2%）；

**超导产品快速放量，高温合金产销创同比新高：**2023 年公司积极应对复杂经济环境、下游需求波动等不利影响，根据市场需求及时调整产品结构，全年营收同比基本持平。分产品营收来看，高端钛合金材料实现营收 25.1 亿元（同比-22.0%），超导产品实现营收 9.85 亿元（同比+57.9%）；高性能高温合金实现营收 4.74 亿元（同比+162%），下游需求影响使三大业务营收出现显著分化。

**拆分量价来看，①高端钛合金实现产销量 10696/ 7260 吨（同比+15.1%/+15.6%），钛合金产品均价为 34.5 万元/吨（同比-7.5%），公司产品产量依然维持高位，销量下滑较多主要受下游客户需求波动影响，因此造成较多库存积压，但公司产品验证进展依然有条不紊，高端钛材在直升机、商用飞机、商用航空发动机、燃气轮机等领域的推广应用取得了显著进展，获得了多个型号的供货资格，我们推测产品均价下降主要受到产品结构调整影响；②超导产品实现产销量 1730/ 1769 吨（同比+69.8%/+59.4%），产品均价为 55.6 万元/吨（同比-0.9%），超导产品产销量增长迅速，主要得益于公司低温超导产品在核聚变 CRAFT 项目、MRI 仪器、光伏 MCZ、高速磁悬浮等产业化相对成熟的领域保持批量化供货，同时公司在超导量子计算机、肿瘤放疗加速器装置等新领域中实现了突破，以拓展新的下游应用增长点；③高性能高温合金实现产销量 2280/ 1660 吨（同比+95.3%/ +127%），产品均价为 28.6 万元/吨（同比+15.5%），高温合金产销量同比创历史新高，主要牌号通过多个“两机”型号、多个用户的产品认证，业务整体实现量价齐升；**

**分产品盈利性分化显著：**2023 年公司销售毛利率/ 销售净利率分别同比-7.6pcts/ -7.5pcts 至 31.9%/ 18.4%，盈利性同比下滑主要由于公司钛合金业务毛利率同比大幅下降 8.9pcts 至 34.4%，归因为产品结构变动及客户提货节奏放慢，超导产品和高温合金材料仍然快速放量，分别带动两块业务盈利性提

投资评级

买入

维持评级

2024年04月02日

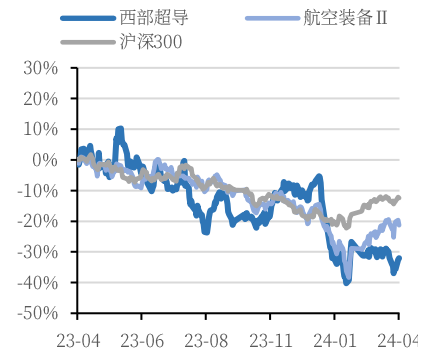
收盘价(元):

38.85

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	649.66
总市值(百万)	25,239.47
流通股本(百万股)	649.66
流通市值(百万)	25,239.47
12月最高/最低价(元)	93.79/31.35
资产负债率(%)	44.26
每股净资产(元)	9.74
市盈率(TTM)	33.55
市净率(PB)	3.99
净资产收益率(%)	11.90

#### 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

2023 年中报点评：盈利性短期承压，不改未来成长潜力 —2023-09-04

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

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

升 4.0pcts/ 12.6pcts 至 34.4%/ 15.9%。2023Q4 公司销售毛利率/ 销售净利率分别环比-7.1pcts/ -3.8pcts 至 28.1%/ 14.5%，毛利率环比下降推测为产品结构变动影响，净利率环比降幅偏小主要得益于 Q4 政府补助增长，带动“其他收益”环比增长 326%至 9612 万元；

**募投项目持续推进，中长期成长空间无虞：**公司 2019 年 IPO 项目募集资金已全部使用完毕，已结项。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，截至 2023 年年底投入进度达 43%，预计于 2024 年 12 月达到可使用状态；公司拟投入 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”，截至 2023 年年底前者投入进度达 25%，MRI 用超导线材年产能预计于 2024 年 4 月 30 达到可使用状态后增至 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 万余吨、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：**我国航空装备的放量以及关键材料的国产替代为航空新材料业务提供了增量基础，未来公司有望受益于产品结构优化和规模化效应的提升，三大业务持续放量将带动公司快速成长，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 48.6/ 58.9/ 72.9 亿元，同比增长 16.9%/ 21.2%/ 23.7%，实现归母净利润分别为 8.8/ 11.5/ 15.1 亿元，同比增长 16.5%/ 30.8%/ 31.5%，对应 PE 29X/ 22X/ 17X，维持“买入”评级。

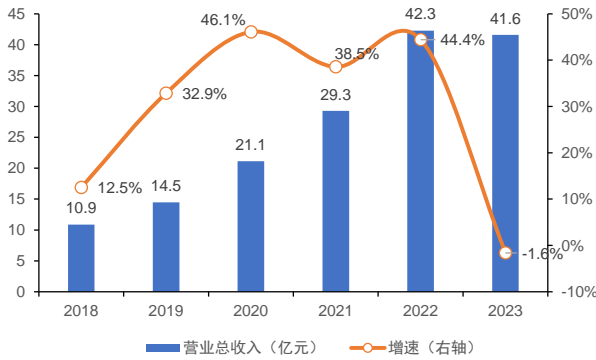
**风险提示：**原料价格大幅波动、募投项目进程不及预期、终端需求不及预期等。

#### 盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,227	4,159	4,862	5,894	7,288
增速（%）	44.41%	-1.62%	16.91%	21.23%	23.65%
归母净利润（百万元）	1,080	752	876	1,146	1,507
增速（%）	45.65%	-30.34%	16.50%	30.75%	31.52%
每股收益（元）	1.66	1.16	1.35	1.76	2.32
市盈率（倍）	23.37	33.55	28.80	22.02	16.74

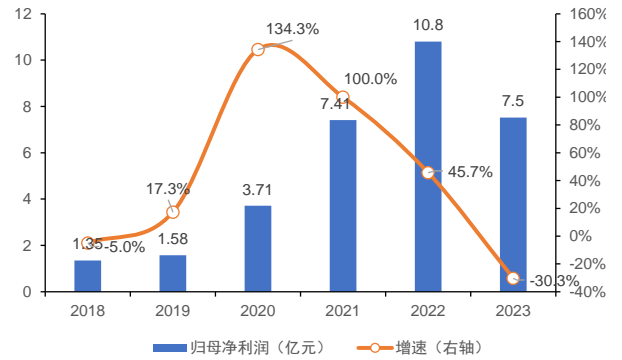
来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收及增速



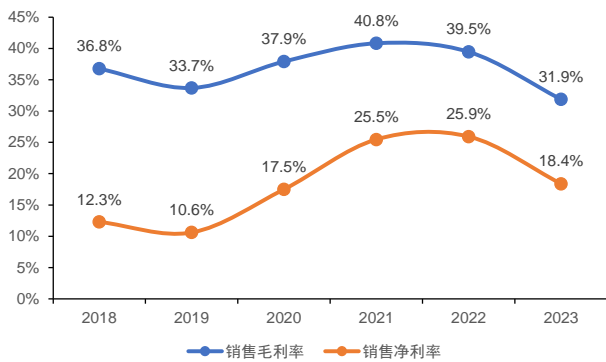
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



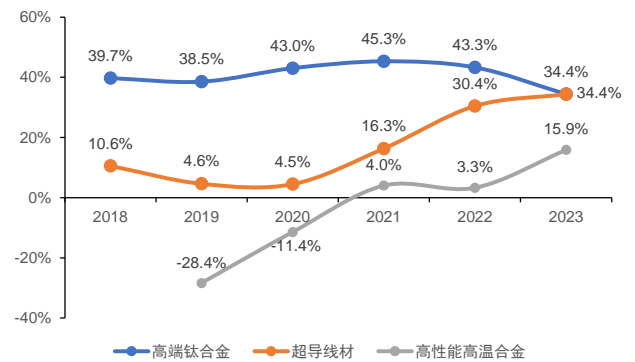
资料来源：Wind，中航证券研究所

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 分产品毛利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万元)	1071	976	1190	922	961	1183	1197	887
营业成本(百万元)	770	633	844	586	616	731	686	526
销售费用率	1.16%	0.63%	0.54%	0.60%	2.64%	0.59%	0.64%	0.40%
管理费用率	7.65%	4.73%	3.12%	3.18%	4.39%	3.34%	3.01%	5.35%
财务费用率	1.45%	1.42%	0.36%	1.40%	1.49%	0.50%	0.48%	0.65%
研发费用率	11.33%	7.98%	7.07%	5.01%	8.43%	4.85%	6.55%	4.24%
资产减值损失(百万元)	-2.20	-6.19	-5.19	-9.41	-0.06	3.80	-12.70	-5.56
利润总额(百万元)	177	198	252	241	237	359	391	251
所得税费用(百万元)	22	20	31	30	14	44	45	39
净利润(百万元)	155	178	221	211	222	315	345	213
EPS (元)	0.26	0.25	0.33	0.45	0.48	0.66	0.73	0.46
毛利率	28.05%	35.17%	29.03%	36.49%	35.87%	38.16%	42.64%	40.76%
期间费用率	10.27%	6.78%	4.01%	5.17%	8.52%	4.43%	4.13%	6.39%
所得税率	12.55%	10.25%	12.38%	12.39%	5.95%	12.25%	11.62%	15.41%
净利润率	14.46%	18.23%	18.58%	22.86%	23.16%	26.64%	28.86%	23.96%

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	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2596.75	2111.95	1482.41	486.20	589.43	728.85	营业收入	2927.22	4227.18	4158.78	4862.03	5894.32	7288.50
应收票据及账款	2714.52	3441.47	3344.25	3330.16	3714.23	4193.38	营业成本	1732.17	2559.47	2833.24	3213.59	3789.60	4557.11
预付账款	28.52	34.24	43.72	39.96	48.45	59.91	税金及附加	28.76	28.92	23.50	34.03	47.15	58.31
其他应收款	9.62	3.53	2.92	13.32	16.15	19.97	销售费用	50.68	43.53	30.50	48.62	58.94	72.88
存货	1598.65	2380.12	3342.30	3345.65	3737.69	4244.98	管理费用	125.92	165.21	194.45	209.07	247.56	291.54
其他流动资产	147.58	1194.78	1277.57	1109.40	1132.62	1163.99	研发费用	185.92	254.29	329.45	379.24	459.76	568.50
<b>流动资产总计</b>	<b>7095.64</b>	<b>9166.09</b>	<b>9493.16</b>	<b>8324.69</b>	<b>9238.57</b>	<b>10411.08</b>	财务费用	24.22	31.74	46.57	86.10	82.13	104.97
长期股权投资	148.94	153.68	187.90	192.90	197.90	202.90	资产减值损失	-39.13	-14.52	-22.99	-29.17	-35.37	-43.73
固定资产	1037.75	1158.89	1409.56	1584.84	1906.29	2365.82	信用减值损失	-1.83	-20.37	-7.15	-9.72	-11.79	-14.58
在建工程	158.51	220.97	536.41	783.84	861.10	771.70	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	171.37	179.37	291.38	276.15	287.58	285.69	投资收益	13.71	-4.47	4.35	5.00	5.00	5.00
长期待摊费用	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	5.06	28.66	38.74	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	145.51	426.86	165.75	211.15	216.27	220.47	资产处置收益	3.01	-0.07	-0.16	1.00	1.00	1.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1662.32</b>	<b>2139.78</b>	<b>2590.99</b>	<b>3048.87</b>	<b>3469.15</b>	<b>3846.58</b>	其他收益	91.84	104.27	156.20	120.00	120.00	120.00
<b>资产总计</b>	<b>8757.95</b>	<b>11305.86</b>	<b>12084.15</b>	<b>11373.56</b>	<b>12707.72</b>	<b>14257.66</b>	营业利润	852.20	1237.52	870.06	1008.49	1318.01	1732.88
短期借款	1001.19	981.89	727.65	63.01	820.69	1618.85	营业外收入	0.03	0.88	3.18	3.00	3.00	3.00
应付票据及账款	1060.54	1736.69	1857.26	1584.78	1713.11	1872.78	营业外支出	0.68	0.76	5.09	5.00	5.00	5.00
其他流动负债	518.91	687.28	838.51	844.64	1004.01	1216.56	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2580.65</b>	<b>3405.86</b>	<b>3423.42</b>	<b>2492.43</b>	<b>3537.81</b>	<b>4708.20</b>	利润总额	851.55	1237.63	868.15	1006.49	1316.01	1730.88
长期借款	445.66	1180.15	1553.32	1430.07	1241.80	993.92	所得税	106.35	142.18	103.57	115.75	151.34	199.05
其他非流动负债	288.21	358.58	371.19	350.00	350.00	350.00	净利润	745.20	1095.45	764.57	890.74	1164.67	1531.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>733.87</b>	<b>1538.73</b>	<b>1924.52</b>	<b>1780.07</b>	<b>1591.80</b>	<b>1343.92</b>	少数股东损益	3.72	15.46	12.20	14.25	18.63	24.51
<b>负债合计</b>	<b>3314.52</b>	<b>4944.59</b>	<b>5347.93</b>	<b>4272.50</b>	<b>5129.61</b>	<b>6052.12</b>	归属母公司股东净利润	741.48	1079.99	752.37	876.49	1146.04	1507.32
股本	464.05	464.05	649.66	649.66	649.66	649.66	EBITDA	984.98	1393.39	1056.60	1229.54	1569.86	2050.41
资本公积	3717.91	3731.12	3576.87	3576.87	3576.87	3576.87	NOPLAT	759.90	1098.13	773.30	941.27	1211.69	1599.06
留存收益	1178.87	1801.37	2098.24	2448.84	2907.25	3510.18	EPS(元)	1.14	1.66	1.16	1.35	1.76	2.32
归属母公司权益	5360.83	5996.54	6324.78	6675.37	7133.79	7736.71							
少数股东权益	82.60	364.74	411.44	425.69	444.32	468.83							
<b>股东权益合计</b>	<b>5443.43</b>	<b>6361.28</b>	<b>6736.21</b>	<b>7101.06</b>	<b>7578.11</b>	<b>8205.54</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8757.95</b>	<b>11305.86</b>	<b>12084.15</b>	<b>11373.56</b>	<b>12707.72</b>	<b>14257.66</b>							
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>							
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	745.20	1095.45	764.57	754.45	1028.38	1395.54	营收增长率	38.54%	44.41%	-1.62%	16.91%	21.23%	23.65%
折旧与摊销	109.20	124.01	141.88	136.95	171.72	214.57	营业利润增长率	104.63%	45.21%	-29.69%	15.91%	30.69%	31.48%
财务费用	24.22	31.74	46.57	86.10	82.13	104.97	EBIT增长率	81.41%	44.94%	-27.94%	19.45%	27.97%	31.31%
投资损失	-13.71	4.47	-4.35	-5.00	-5.00	-5.00	EBITDA增长率	68.95%	41.46%	-24.17%	16.37%	27.68%	30.61%
营运资金变动	-666.67	-988.51	-795.81	-278.19	-522.94	-660.87	归母净利润增长率	99.98%	45.65%	-30.34%	16.50%	30.75%	31.52%
其他经营现金流	28.94	30.92	7.01	123.00	123.00	123.00	经营现金流增长率	202.18%	31.22%	-46.37%	411.22%	7.34%	33.62%
<b>经营性现金流量</b>	<b>227.17</b>	<b>298.09</b>	<b>159.88</b>	<b>817.31</b>	<b>877.29</b>	<b>1172.20</b>	<b>盈利能力</b>						
资本支出	269.75	591.59	396.65	608.19	587.00	587.00	毛利率	40.83%	39.45%	31.87%	33.90%	35.71%	37.48%
长期投资	180.69	-1079.65	-17.42	0.00	0.00	0.00	净利率	25.46%	25.91%	18.38%	18.32%	19.76%	21.02%
其他投资现金流	-9.07	-38.98	30.67	194.55	13.29	13.29	营业利润率	29.11%	29.28%	20.92%	20.74%	22.36%	23.78%
<b>投资性现金流量</b>	<b>-98.13</b>	<b>-1710.21</b>	<b>-383.40</b>	<b>-413.64</b>	<b>-573.71</b>	<b>-573.71</b>	ROE	13.83%	18.01%	11.90%	13.13%	16.06%	19.48%
短期借款	-32.24	-19.30	-254.24	-664.63	757.68	798.16	ROA	8.47%	9.55%	6.23%	7.71%	9.02%	10.57%
长期借款	62.50	734.49	373.18	-123.25	-188.27	-247.88	ROIC	20.38%	24.48%	13.69%	13.95%	15.99%	18.54%
普通股增加	22.77	0.00	185.62	0.00	0.00	0.00	<b>估值倍数</b>						
资本公积增加	1963.00	13.21	-154.25	0.00	0.00	0.00	P/E	34.04	23.37	33.55	28.80	22.02	16.74
其他筹资现金流	-57.84	14.49	-379.16	-611.99	-769.75	-1009.36	P/S	8.62	5.97	6.07	5.19	4.28	3.46
<b>筹资性现金流量</b>	<b>1958.20</b>	<b>742.88</b>	<b>-228.85</b>	<b>-1399.87</b>	<b>-200.35</b>	<b>-459.08</b>	P/B	4.71	4.21	3.99	3.78	3.54	3.26
<b>现金流量净额</b>	<b>2085.19</b>	<b>-663.14</b>	<b>-450.64</b>	<b>-996.20</b>	<b>103.23</b>	<b>139.42</b>	股息率	1.84%	1.84%	0.00%	2.08%	2.72%	3.58%
							EV/EBIT	50.37	34.34	38.27	23.93	19.12	14.87
							EV/EBITDA	44.78	31.29	33.13	21.26	17.03	13.32
							EV/NOPLAT	58.05	39.70	45.27	27.77	22.06	17.08

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起。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