

西部超导 (688122.SH) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2024年04月19日

评级: 买入(维持)

市场价格: 38.30元

分析师: 陈鼎如

执业证书编号: S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

分析师: 殷通

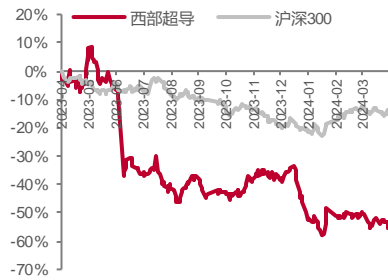
执业证书编号: S0740524040001

Email: yintong@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	650
流通股本(百万股)	650
市价(元)	38.3
市值(百万元)	24,882
流通市值(百万元)	24,882

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 单季度毛利率环比提升，部分高管增持彰显长期投资价值
- 2 订单波动不改长期逻辑，看好公司未来发展
- 3 业绩符合预期，看好公司长期发展

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,227	4,159	5,305	6,805	8,305
增长率 yoy%	44%	-2%	28%	28%	22%
净利润(百万元)	1,080	752	959	1,242	1,524
增长率 yoy%	46%	-30%	28%	29%	23%
每股收益(元)	1.66	1.16	1.48	1.91	2.35
每股现金流量	0.46	0.25	-0.19	1.50	0.63
净资产收益率	17%	11%	13%	14%	15%
P/E	22.39	32.14	25.20	19.47	15.87
P/B	4.03	3.82	3.38	2.92	2.50

备注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄, 股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价

投资要点

- **事件:** 2024 年 3 月 30 日, 公司发布 2023 年年度报告。2023 年报告期内公司实现营业收入 41.59 亿元, 同比下滑 1.62%; 归属于上市公司股东的净利润 7.52 亿元, 同比下滑 30.33%。
- **产品结构调整应对下游需求波动, 超导产品高温合金保持高增。1) 收入端,** 2023 年公司共实现营业收入 41.59 亿元, 同比下滑 1.62%, 主要系复杂经济环境、下游需求波动影响; 主营业务看, 公司及时调整产品结构, 超导产品、高温合金材料和部分高端钛合金材料取得良好业绩, ① 高端钛合金材料实现营业收入 25.05 亿元, 同比减少 21.96%, 毛利率下降 8.88pp。② 超导产品实现营业收入 9.85 亿元, 同比增长 57.94%, 毛利率上升 3.94pp。③ 高性能高温合金材料实现营业收入 4.74 亿元, 同比增长 161.79%, 毛利率上升 12.57pp。**2) 利润及盈利能力端,** 共实现归母净利润 7.52 亿元, 同比下滑 30.33%, 公司毛利率为 31.87%, 同比下 7.58pp, 净利率为 18.38%, 同比下降 7.53pp; 单季度看, 2023Q4 毛利率为 28.05%, 同比下降 7.82pp, 环比下降 7.12pp, 净利率为 14.46%, 同比下降 8.70pp, 环比下降 3.77pp。我们判断主要原因是下游需求波动影响, 公司产品结构发生变化, 通过公司在超导产品, 高温合金材料, 直升机、商用飞机、商用航空发动机、燃气轮机等领域的高端钛合金的大力拓展, 保持了营业收入稳定, 但利润端产生波动: 公司高端钛合金材料 2021/2022/2023 收入占比分别为 83.98%/75.92%/60.23%, 对应毛利率为 45.31%/43.29%/34.41%; 超导材料 2021/2022/2023 收入占比分别为 8.16%/14.75%/23.67%, 对应毛利率为 16.33%/30.44%/34.39%; 高性能高温合金材料 2021/2022/2023 收入占比分别为 3.47%/4.29%/11.41%, 对应毛利率为 4.01%/3.29%/15.86%。
- **研发投入持续加大, 重点项目建设加速推进。1) 费用端,** 三费费用方面, 2023 年公司销售/管理/财务费用率分别为 0.73%/4.88%/1.12%, 分别同比变化 -0.30pp/+0.75pp/+0.37pp。财务费用增加主要是由于产能扩张, 借款规模较同期增加, 利息费用增加所致。**2) 研发层面,** 公司 2023 年全年研发投入 3.21 亿元, 研发费用率为 7.92%, 同比变化 1.91pp, 申报专利及软件著作权 153 项, 新获得专利及软件著作权 81 项。**3) 重点项目建设情况来看,** 公司募投的“发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目”已经于 2023 年 1 月达到可使用状态, “高性能超导线材产业化项目”预计于 2024 年 4 月投产, “航空航天用高性能金属材料产业化项目”、“超导创新研究院项目”、“超导产业创新中心”预计 2024 年 12 月投产, 目前公司募投项目中感应炉、电渣炉、电弧炉、80MN 油压机、6T 感应炉、3T、8T 电弧炉、3 台进口高温均匀化燃气炉已经进入安装调试阶段, 2 台电弧炉、1 台电渣炉在安装调试中, 拉丝厂房、残料回收车间、高温合金 2 车间、熔炼 4 车间正在建设, 有望有序释放产能。
- **重点型号持续突破, 卓越工程师团队彰显领先地位。1) 超导产品方面,** 超导材料制备及应用技术创新团队被授予“国家卓越工程师团队”称号。超导线材产值首次突破 10 亿元, MRI 仪器用超导线材占据全球市场份额持续提升, 新型无液氦/少液氦 MRI 磁体用超导线材实现批量供货, 荣获 GE 医疗(中国)颁发的 2023 年度“卓越合作奖”。进一步与多家国内太阳能拉晶炉制造企业建立了合作关系, 稳定供货国内核聚变 CRAFT 项目, 研发特种低损耗超导线材配套风电领域, 持续开发高温超导 Bi-2212 线材以及 Bi-2223 带材制备技术, 交付超导量子计算机用 NbTi 超导合同, 并参与高速磁悬浮、科研加速器用、高端测试仪器、紧凑型质子/重离子肿瘤放疗加速器装置等领域。**2) 高端钛合金,** 航空用钛合金棒材制造业单项冠军通过国家工信部复核, 针对国家重大型号研制急需, 制备出国内最大规格耐蚀高韧钛合金锻坯、新型高温钛合金棒材/锻坯, 承担海洋、兵器、核工业领域钛合金研制任务且进展顺利, 高端钛材在直升机、商用飞机、商用航空发动机、燃气轮机等方面推广应用并获得了多个型号的供货资格, 公司已开发出钛合金循环利用的全套熔炼技术。**3) 高性能高温合金,** 高温合金提质增量,

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；突破了航空结构件用某高强度大规格棒材、紧固件用小规格棒材全流程制备技术；基本完成 650°C 超超临界燃煤发电站工程应用考核；公司已开发出高温合金循环利用全套熔炼技术，循环利用生产线建设推进顺利。

- **高级管理人员回购彰显信心，看好公司长期发展。**公司总经理杜予暉、副总经理张丰收、副总经理兼董事会秘书王凯旋、副总经理罗文忠、副总经理郭强、副总经理和永岗、财务总监李魁芳等公司高管截至 2024 年 4 月 8 日以集中竞价方式累计增持公司 790.92 万元，完成增持计划，我们认为高管增持说明对公司未来发展充满信心，公司具有长期投资价值。
- **盈利预测与投资建议：**考虑下游需求波动影响，我们下调公司 2024-2025 年营业收入为 53.05/68.05 亿元（前值为 80.4/98.02 亿元），归母净利润至 9.59/12.42 亿元（前值为 15.85/20.41 亿元），新增 2026 年营业收入 83.05 亿元，归母净利润为 15.24 亿元。2024-2026 年对应 EPS 分别为 1.48/1.91/2.35 元，对应 PE 分别为 25.20X/19.47X/15.87X，公司行业领先，具备长期投资价值，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**原材料价格波动风险，市场需求波动风险，核心竞争力下滑风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,482	2,271	2,845	3,522	营业收入	4159	5305	6805	8305
应收票据	1,272	2,689	3,449	4,209	营业成本	2833	3543	4512	5460
应收账款	2,059	1,634	2,036	2,460	税金及附加	24	32	41	42
预付账款	44	33	23	27	销售费用	31	37	48	58
存货	3,342	4,179	4,332	5,187	管理费用	194	244	310	365
合同资产	13	4	7	10	研发费用	329	422	544	669
其他流动资产	1,293	1,313	1,350	1,389	财务费用	47	54	65	95
流动资产合计	9,493	12,119	14,035	16,795	信用减值损失	-7	-14	-10	-12
其他长期投资	4	4	4	4	资产减值损失	-23	-19	-21	-20
长期股权投资	188	188	188	188	公允价值变动收益	39	34	36	35
固定资产	1,406	1,399	1,322	1,222	投资收益	4	5	1	3
在建工程	536	456	396	366	其他收益	156	130	143	137
无形资产	291	323	361	411	营业利润	870	1,109	1,435	1,760
其他非流动资产	165	162	162	162	营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	2,591	2,531	2,432	2,353	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	12,084	14,650	16,467	19,149	利润总额	868	1,107	1,433	1,758
短期借款	728	1,425	791	823	所得税	103	132	171	209
应付票据	667	1,047	1,356	1,593	净利润	765	975	1,262	1,549
应付账款	1,191	1,117	1,528	1,934	少数股东损益	12	16	20	25
预收款项	1	1	2	2	归属母公司净利润	753	959	1,242	1,524
合同负债	142	334	394	412	NOPLAT	806	1,023	1,319	1,632
其他应付款	5	5	5	5	EPS (按最新股本摊薄)	1.16	1.48	1.91	2.35
一年内到期的非流动负债	439	359	359	359					
其他流动负债	251	306	378	441					
流动负债合计	3,423	4,593	4,814	5,568					
长期借款	1,535	2,089	2,553	3,062					
应付债券	18	18	18	18					
其他非流动负债	371	366	366	366					
非流动负债合计	1,925	2,473	2,937	3,446					
负债合计	5,348	7,065	7,751	9,014					
归属母公司所有者权益	6,325	7,157	8,269	9,662					
少数股东权益	411	427	447	472					
所有者权益合计	6,736	7,584	8,716	10,134					
负债和股东权益	12,084	14,650	16,467	19,149					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	162	-124	971	409
现金收益	953	1,196	1,496	1,809
存货影响	-962	-837	-153	-855
经营性应收影响	124	-962	-1,131	-1,170
经营性应付影响	119	306	722	643
其他影响	-71	173	37	-18
投资活动现金流	-383	-72	-33	-48
资本支出	-822	-110	-70	-87
股权投资	-34	0	0	0
其他长期资产变化	473	38	37	39
融资活动现金流	-229	984	-364	316
借款增加	282	1,170	-169	541
股利及利息支付	-534	-289	-381	-431
股东融资	26	0	0	0
其他影响	-3	103	186	206

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.62%	27.56%	28.28%	22.04%
EBIT 增长率	-27.94%	26.97%	28.97%	23.71%
归母公司净利润增长率	-30.33%	27.53%	29.45%	22.69%
获利能力				
毛利率	31.87%	33.22%	33.69%	34.26%
净利率	18.38%	18.38%	18.55%	18.65%
ROE	11.17%	12.65%	14.25%	15.04%
ROIC	11.06%	11.29%	13.31%	14.03%
偿债能力				
资产负债率	44.26%	48.23%	47.07%	47.08%
债务权益比	45.89%	56.12%	46.89%	45.67%
流动比率	277.30%	263.87%	291.54%	301.63%
速动比率	179.67%	172.87%	201.56%	208.48%
营运能力				
总资产周转率	34.42%	36.21%	41.33%	43.37%
应收账款周转天数	146	125	97	97
应付账款周转天数	131	117	106	114
存货周转天数	364	382	340	314
每股指标 (元)				
每股收益	1.16	1.48	1.91	2.35
每股经营现金流	0.25	-0.19	1.49	0.63
每股净资产	9.74	11.02	12.73	14.87
估值比率				
P/E	32	25	19	16
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	92	73	58	48

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。