

Q2 业绩环比改善，钛合金业务有望见底回升

核心观点

事件：公司发布 2024 年中报，24H1 实现营收 20.20 亿元（-4.33%），归母净利润 3.48 亿元（-17.24%）。24Q2 实现营收 12.27 亿元（+3.13%），环比增长 54.60%；归母净利润 2.38 亿元（+11.83%），环比增长 115.38%。

- 钛合金结束 2 年持续性下滑，24H1 环比见底回升。**2024H1 公司实现营收 20.20 亿元（-4.33%），分业务看，公司上半年钛合金收入 12.84 亿元（-4.07%），超导产品收入 4.82 亿元（+19.95%），高温合金收入 1.56 亿元（-44.67%）。超导受益核聚变和磁体市场景气度延续高增长，高温合金受客户控库存影响暂时性回落。钛合金作为历史支柱板块，从半年度收入看，在 22H1 实现 16.60 亿元后持续性下降至 23H2 的 11.67 亿元，直到 24H1 环比见底回升，说明下游采购节奏有所恢复。
- 研发费用增加导致净利增速落后于收入。**2024H1 公司净利率 17.45%，较去年同期下降 3.00pct。24H1 综合毛利率 32.03%，同比微降 0.26pct。期间费用率 13.86%，同比增长 3.17pct，主要是研发费用增长较多所致。24H1 公司取得以下研发成果：1）针对国家重大型号急需，制备出超大规格耐蚀高韧钛合金锻坯；高端钛材在商用飞机、商用航发、燃气轮机等方面的推广应用取得了显著进展，获得了多个型号的供货资格。2）突破高温合金返回料处理技术，自主设计建设的返回料处理线投入试生产；超超临界燃煤电站用 HT700 高温合金已经基本完成应用考核评价。3）MgB2 高温超导线材取得新突破，CRAFT 项目用磁体顺利交付。
- 存货中发出商品增长明显，合同负债大幅增长。**2024 年二季度末公司存货 34.50 亿元，与 24Q1、23Q4 基本持平，已停止快速增长态势，从存货结构看期末发出商品 3.26 亿元，较期初的 1.91 亿元增长 71.51%，预期随着中下游提货持续恢复，公司库存有望逐步转化为收入。期末合同负债 2.92 亿元，较期初增长 106.46%，主要由于公司收到超导产品预收款所致。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年半年报分业务收入、毛利率和费用率的变动，调整 24、25、26 年 EPS 为 1.48、1.92、2.49 元（前值为 1.62、2.19、2.93 元），参考可比公司 24 年 30 倍 PE，给予目标价 44.40 元，维持买入评级。

风险提示

行业需求不及预期；产品价格下降风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,227	4,159	5,494	6,837	8,383
同比增长(%)	44.4%	-1.6%	32.1%	24.4%	22.6%
营业利润(百万元)	1,238	870	1,124	1,468	1,897
同比增长(%)	45.2%	-29.7%	29.2%	30.6%	29.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,080	752	959	1,249	1,620
同比增长(%)	45.6%	-30.3%	27.5%	30.2%	29.7%
每股收益(元)	1.66	1.16	1.48	1.92	2.49
毛利率(%)	39.5%	31.9%	33.1%	34.4%	35.6%
净利率(%)	25.5%	18.1%	17.5%	18.3%	19.3%
净资产收益率(%)	19.0%	12.2%	14.6%	17.5%	20.4%
市盈率	21.7	31.1	24.4	18.7	14.4
市净率	3.9	3.7	3.4	3.1	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月30日）	35.99元
目标价格	44.40元
52周最高价/最低价	54.15/30.76元
总股本/流通A股（万股）	64,966/64,966
A股市值（百万元）	23,381
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2024年09月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	7.75	-3.8	-11.88	-21.08
相对表现%	7.92	-2.38	-4.29	-8.75
沪深300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080007

相关报告

超导、高温合金增长强劲，钛合金静待需求复苏	2024-04-02
高端钛合金龙头步入高速发展通道，高温合金+低温超导蓄力新腾飞	2023-12-17

附录

表 1：西部超导可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2024/8/30	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
西部材料	002149	13.39	0.40	0.53	0.73	0.92	33.32	25.26	18.25	14.60
钢研高纳	300034	13.84	0.41	0.53	0.67	0.84	33.62	25.92	20.53	16.49
图南股份	300855	22.84	0.84	1.02	1.28	1.57	27.33	22.46	17.89	14.53
华秦科技	688281	78.23	1.72	2.61	3.46	4.46	45.46	29.97	22.61	17.56
中航西飞	000768	24.53	0.31	0.40	0.51	0.64	79.26	61.31	48.13	38.51
铂力特	688333	46.39	0.52	1.18	1.83	2.53	89.04	39.20	25.34	18.35
	调整后 平均							30	22	17

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,112	1,482	1,923	2,393	2,934	营业收入	4,227	4,159	5,494	6,837	8,383
应收票据、账款及款项融资	3,441	3,331	3,878	4,484	5,079	营业成本	2,559	2,833	3,678	4,488	5,398
预付账款	34	44	58	72	88	销售费用	44	31	38	47	57
存货	2,380	3,342	3,310	3,815	4,318	管理费用	165	194	254	315	385
其他	1,198	1,293	1,299	1,304	1,310	研发费用	254	329	423	526	640
流动资产合计	9,166	9,493	10,468	12,068	13,729	财务费用	32	47	94	99	102
长期股权投资	154	188	188	188	188	资产、信用减值损失	35	30	51	54	57
固定资产	1,154	1,406	1,651	1,753	1,777	公允价值变动收益	29	39	39	39	39
在建工程	221	536	377	261	203	投资净收益	(4)	4	4	4	4
无形资产	179	291	269	247	224	其他	75	133	125	117	109
其他	432	169	145	145	145	营业利润	1,238	870	1,124	1,468	1,897
非流动资产合计	2,140	2,591	2,630	2,593	2,537	营业外收入	1	3	5	5	5
资产总计	11,306	12,084	13,097	14,661	16,266	营业外支出	1	5	0	0	0
短期借款	982	728	976	1,312	1,425	利润总额	1,238	868	1,129	1,473	1,902
应付票据及应付账款	1,737	1,857	2,153	2,627	3,159	所得税	142	104	146	190	246
其他	687	839	884	930	983	净利润	1,095	765	983	1,283	1,656
流动负债合计	3,406	3,423	4,013	4,869	5,567	少数股东损益	15	12	24	34	36
长期借款	1,160	1,535	1,535	1,535	1,535	归属于母公司净利润	1,080	752	959	1,249	1,620
应付债券	18	18	18	18	18	每股收益(元)	1.66	1.16	1.48	1.92	2.49
其他	361	371	281	281	281						
非流动负债合计	1,539	1,925	1,835	1,835	1,835	主要财务比率					
负债合计	4,945	5,348	5,847	6,704	7,402		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	365	411	435	469	505	成长能力					
实收资本(或股本)	464	650	650	650	650	营业收入	44.4%	-1.6%	32.1%	24.4%	22.6%
资本公积	3,731	3,577	3,577	3,577	3,577	营业利润	45.2%	-29.7%	29.2%	30.6%	29.2%
留存收益	1,789	2,078	2,582	3,256	4,126	归属于母公司净利润	45.6%	-30.3%	27.5%	30.2%	29.7%
其他	12	20	6	6	6	获利能力					
股东权益合计	6,361	6,736	7,250	7,957	8,864	毛利率	39.5%	31.9%	33.1%	34.4%	35.6%
负债和股东权益总计	11,306	12,084	13,097	14,661	16,266	净利率	25.5%	18.1%	17.5%	18.3%	19.3%
						ROE	19.0%	12.2%	14.6%	17.5%	20.4%
						ROIC	14.3%	8.8%	10.8%	12.7%	14.8%
						偿债能力					
						资产负债率	43.7%	44.3%	44.6%	45.7%	45.5%
						净负债率	5.1%	18.4%	14.4%	11.5%	5.5%
						流动比率	2.69	2.77	2.61	2.48	2.47
						速动比率	1.97	1.77	1.76	1.67	1.67
						营运能力					
						应收账款周转率	3.4	2.5	2.6	3.0	3.4
						存货周转率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	1.66	1.16	1.48	1.92	2.49
						每股经营现金流	0.64	0.25	1.41	1.40	2.13
						每股净资产	9.23	9.74	10.49	11.53	12.87
						估值比率					
						市盈率	21.7	31.1	24.4	18.7	14.4
						市净率	3.9	3.7	3.4	3.1	2.8
						EV/EBITDA	16.8	22.3	17.0	13.3	10.6
						EV/EBIT	18.4	25.5	19.2	14.9	11.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。