

证券研究报告—动态报告

国防军工

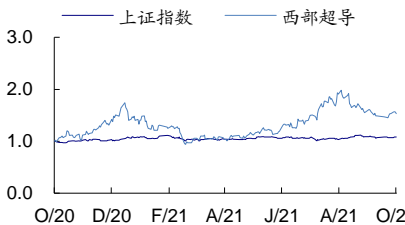
航空军工

西部超导 (688122)
买入

2021 年三季度点评

(维持评级)

2021 年 10 月 22 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	441/313
总市值/流通(百万元)	32,526/23,042
上证综指/深圳成指	3,595/14,445
12 个月最高/最低(元)	96.50/44.01

相关研究报告:

《西部超导-688122-2021 年中报点评: 半年报净利 3.13 亿超市场预期, 优秀的高端钛合金行业龙头、高温合金新军》——2021-08-01
 《西部超导-688122-深度报告: 高端钛合金行业龙头, 高温合金业务打开长期增长空间》——2021-07-20
 《西部超导-688122-重大事件快评: 高端钛合金龙头、高温合金新军, 定增 20 亿直击产能瓶颈》——2021-07-09

证券分析师: 花超

电话:
 E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

联系人: 梁后权

电话:
 E-MAIL: lianghouquan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

产销扩大拉动毛利提升, 业绩超预期

● 前三季度归母净利润增长 97.86%, 产销量提升拉动盈利能力继续提升
 公司前三季度实现营收 20.91 亿元 (+37.7%), 实现归母净利润 5.38 亿元 (+97.86%), 扣非归母净利润 5 亿元 (+109.23%)。单三季度来看, 公司实现营收 8.35 亿元 (+47.73%), 实现归母净利润 2.25 亿元 (+61.23%), 扣非归母净利润 2.16 亿元 (+71.67%)。第三季度毛利率 44.51%, 同比上升 4.6pcts, 净利率为 27.15%, 同比上升 2.35pcts。业绩增长主要受益于产能逐步释放, 不仅高端钛合金, 超导及高温合金业务也在持续放量。钛合金产销季度产销都处于逐步提升状态, 产销率增加拉动单位边际成本下降, 抵消了价格调整及原材料上涨等影响, 实现毛利率的持续改善。

● 航空材料双盈利核心布局, 钛合金产能紧张, 高温合金持续发力

航空高端钛合金业务为公司业绩核心, 市场需求旺盛, 目前公司产能快速提升。公司新基地产能的加速释放可短期缓解高端钛合金产能紧张, 定增募投新增 5050 吨/年产能, 将助力公司高端钛合金作为现金牛业务继续壮大。公司 IPO 及本次定增募投建设高温合金 4000 吨/年产能, 今年高温合金业务有望盈亏平衡, 已完成军工资质认证及部分军机型号使用验证, 市场空间正逐渐打开, 高温合金有望成长为公司航空高端材料领域的又一盈利核心。展望四季度, 钛合金产销状态预计仍有些提升, 海绵钛成本的影响也会有些体现, 预计同比增长仍很可观。高温合金年内实现盈亏平衡, 在客户认证方面年底有望实现重大突破, 逐步打开第二增长曲线。

● 投资建议:

公司是高端钛合金行业龙头, 核心技术与产品领先行业, 核心受益于十四五期间先进战斗机、运输机的快速列装。同时, 高温合金业务各方面进展顺利, 进入起量指日可待, 是公司的第二增长曲线。此外, 公司低温超导技术全球领先, 超导材料业务利润向好也是必然。更为重要的是公司是技术驱动型公司, 具备卓越的拓展能力, 长期看空间巨大。2021-2023 年净利润上调至 6.9/8.9/11.3 亿元 (原 6.3/8.2/10.5 亿元), 同比增速 86/30/27%, 当前股价对应 PE=47/36/29x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 高端钛合金产能不足、高温合金产业化进程缓慢、产品质量风险

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,446	2,113	2,922	3,816	4,877
(+/-%)	32.9%	46.1%	38.3%	30.6%	27.8%
净利润(百万元)	158	371	689.12	893.66	1130.60
(+/-%)	17.3%	134.3%	85.9%	29.7%	26.5%
每股收益(元)	0.36	0.84	1.56	2.03	2.56
EBIT Margin	22.1%	28.3%	25.4%	25.1%	25.4%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	13.2%	21.6%	24.3%	26.3%
市盈率 (PE)	205.5	87.7	47.2	36.4	28.8
EV/EBITDA	83.9	50.4	41.1	33.1	26.6
市净率 (PB)	12.66	11.58	10.20	8.84	7.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

前三季度归母净利增长 97.86%，盈利能力大幅改善

公司前三季度实现营收 20.91 亿元 (+37.7%)，实现归母净利润 5.38 亿元 (+97.86%)，扣非归母净利润 5 亿元 (+109.23%)。单三季度来看，公司实现营收 8.35 亿元 (+47.73%)，实现归母净利润 2.25 亿元 (+61.23%)，扣非归母净利润 2.16 亿元 (+71.67%)。公司第三季度毛利率为 44.51%，同比上升 4.6pcts，净利率为 27.15%，同比上升 2.35pcts。公司营收增长主要受益于钛合金、超导材料及高温合金等主要产品销售订单持续增加，盈利水平在今年海绵钛等原材料成本上行的情况下仍保持大幅提升，主要是因为产品交付规模增加对人工及制造费用的摊薄效应显著。

高端钛合金需求旺盛，生产基地转移有望短期缓解产能紧张

“十三五”以来，国家新型战机、大飞机、直升机以及航空发动机等型号部分实现量产，国产钛合金已成为飞机及发动机用主干材料。公司作为航空用高端钛合金龙头企业，21H1 公司高端钛合金产能利用率达 134.15%，产能已经成为公司高端钛合金业绩扩张的主要瓶颈。目前公司逐步从“泾渭-经开”双园区协同生产，过渡到生产重心向泾渭园区转移。泾渭园区的产能加快释放，有望短期缓解公司高端钛合金的产能紧张。公司拟非公开发行募集资金 20.13 亿元，主要用于航空航天用高性能金属材料产业化项目等，预计可以新增高端钛合金 5050 吨/年，2027 年达产后公司高端钛合金产能有望突破 1 万吨，带给公司中长期业绩发展持续动力。

布局航空高端材料盈利双核心，高温合金今年有望盈亏平衡

在现代先进航空发动机中，高温合金材料的用量占发动机总重量的 40%~60%。在民用工业的能源动力、交通运输、石油化工、冶金矿山和玻璃建材等领域，镍基高温合金也具有广泛用途。公司 IPO 募投项目“发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目”计划于 2023 年初完成，建设产能为 1900 吨发动机用镍基高温合金棒材及 600 吨粉末高温合金母合金。本次定向增发公司拟新增高温合金 1500 吨/年新增产能，展现公司在高温合金领域的积极布局，拟形成“钛合金+高温合金”航空高端材料的双盈利核心。

公司高温合金业务尚处于小批量生产阶段，21H1 产能利用率为 6.13%，产销率 85.14%。公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一，2014 年开始高温合金工程化研究，高温合金与钛合金属于航空制造两大主干结构材料，两种材料下游客户重叠度高，公司具有将航空高端钛合金领域的研发、生产、销售及管理的成熟经验引入高温合金研制过程，加速其产业化进程的先天优势。公司已陆续承担了国内重点国防装备用多个高温合金材料的研制任务。某高温合金粉末盘部件考核试验进展顺利；多个牌号高温合金大规格棒材获得某型航空发动机用料供货资格；多个重点型号航空发动机高温合金材料已经通过了某型号发动机的长试考核，具备了供货资格，已开始供货。公司高温合金业务今年预计实现盈亏平衡，随着配套型号增加及装备生产持续放量，公司高温合金产品有望成为公司中长期业绩的重要增长动力。

超导材料持续发力，已成为公司业绩重要来源。

目前，我国每百万人 MRI（磁共振成像仪）拥有量远低于国外发达国家，随着国家医疗卫生设施水平的不断提升，我国 MRI 设备市场正逐渐打开，2015-2020 年，中国 MRI 设备保有量复合增长率为 15.6%。不同 MRI 设备每台所需的超导线材数量存在差异，在 0.5-1.5t 之间。

公司是我国重要的实用化超导材料与磁体技术研发与产业化基地，是目前国内唯一低温超导线材商业化生产企业。公司 MRI 用超导线材已在 GE 医疗、Philips 医疗、SIEMENS 医疗、联影医疗、东软医疗、健信核磁等国内外主要 MRI 设备生产商的产品中得到批量应用，公司 MRI 用超导线材的性能已与其他国际竞争对手处于同一水平。并且公司作为全球唯一的 NbTi 锭棒、超导线材的全流程生产企业，不仅可以保证公司 MRI 用超导线材原材料 NbTi 锭棒稳定、充足的供应，还在产品质量、成本及交货期管控等方面具有天然优势。21H1 公司超导材料产能利用率达 88.86%，产销率达 90.69%，产能利用充分，市场需求较大。同时，公司积极扩展超导材料应用领域，开发超导材料和磁体技术在电力、未来核聚变、超高速磁悬浮超导磁体推进及相关科研项目领域的应用。本次定向增发公司拟新建 2000 吨 MRI 用超导线材产能，有望继续享受 MRI 市场增长，实现业绩的更大突破。

投资建议：

公司作为高端钛合金行业龙头，核心技术与产品领先行业，核心受益于十四五期间先进战斗机、运输机的快速列装。同时，高温合金业务各方面进展顺利，进入起量指日可待，是公司的第二增产曲线。此外，公司低温超导技术全球领先，超导材料业务利润向好也是必然。更为重要的是公司是技术驱动型公司，具备卓越的拓展能力，长期看空间巨大。2021-2023 年净利润上调至 6.9/8.9/11.3 亿元（原 6.3/8.2/10.5 亿元），同比增速 86/30/27%，当前股价对应 PE=47/36/29x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	471	780	776	1310	营业收入	2113	2922	3816	4877
应收款项	2123	2242	2614	2672	营业成本	1312	1693	2201	2809
存货净额	1139	1150	1400	1503	营业税金及附加	23	30	40	50
其他流动资产	41	53	57	59	销售费用	35	35	53	73
流动资产合计	4089	4544	5358	6364	管理费用	146	421	563	706
固定资产	1024	1066	1091	1107	财务费用	60	60	57	56
无形资产及其他	156	148	140	132	投资收益	7	8	8	8
投资性房地产	172	172	172	172	资产减值及公允价值变动	68	70	80	73
长期股权投资	99	139	189	239	其他收入	(198)	0	0	0
资产总计	5540	6069	6951	8014	营业利润	416	761	990	1263
短期借款及交易性金融负债	1033	900	910	920	营业外净收支	7	4	4	4
应付款项	651	818	1050	1315	利润总额	423	765	994	1267
其他流动负债	315	412	548	703	所得税费用	53	77	103	140
流动负债合计	2000	2131	2507	2939	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	383	383	383	383	归属于母公司净利润	371	689	894	1131
其他长期负债	270	290	306	318					
长期负债合计	653	673	689	701					
负债合计	2653	2804	3196	3640					
少数股东权益	78	77	75	73					
股东权益	2809	3188	3679	4301					
负债和股东权益总计	5540	6069	6951	8014					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	371	689	894	1131
资产减值准备	22	(32)	(5)	0
折旧摊销	100	116	120	124
公允价值变动损失	(68)	(70)	(80)	(73)
财务费用	60	60	57	56
营运资本变动	(666)	112	(249)	270
其它	(23)	30	3	(3)
经营活动现金流	(265)	846	683	1449
资本开支	(226)	(48)	(53)	(58)
其它投资现金流	(113)	(5)	(192)	(307)
投资活动现金流	(400)	(93)	(295)	(416)
权益性融资	37	0	0	0
负债净变化	65	0	0	0
支付股利、利息	(183)	(310)	(402)	(509)
其它融资现金流	555	(133)	10	10
融资活动现金流	356	(444)	(392)	(499)
现金净变动	(309)	309	(4)	535
货币资金的期初余额	780	471	780	776
货币资金的期末余额	471	780	776	1310
企业自由现金流	(270)	848	678	1437
权益自由现金流	349	660	637	1397

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.84	1.56	2.03	2.56
每股红利	0.41	0.70	0.91	1.15
每股净资产	6.36	7.22	8.34	9.75
ROIC	15%	18%	22%	28%
ROE	13%	22%	24%	26%
毛利率	38%	42%	42%	42%
EBIT Margin	28%	25%	25%	25%
EBITDA Margin	33%	29%	28%	28%
收入增长	46%	38%	31%	28%
净利润增长率	134%	86%	30%	27%
资产负债率	49%	47%	47%	46%
息率	0.6%	1.0%	1.2%	1.6%
P/E	87.7	47.2	36.4	28.8
P/B	11.6	10.2	8.8	7.6
EV/EBITDA	50.4	41.1	33.1	26.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032