

西部超导 (688122)

归母净利润同比+76.27%超预期增长，多业务条线共放量驱动企业业绩持续提升

事件：公司发布 2022 年中报，22H1 期间内公司实现营业收入 20.84 亿元，同比+65.95%；实现归母净利润 5.52 亿元，同比+76.27%；实现扣非后归母净利润 5.12 亿元，同比+79.66%，实现超预期增长。

- 各业务条线共振放量，产品结构优化后盈利能力稳步增长。

分业务看，钛合金业务实现营收 16.60 亿元，同比+60.41%；高温合金业务实现营业收入 7343.98 万元，同比+42.19%；超导产品实现营收 2.5 亿，同比+137.3%。

- 报表端各项指标持续向好，产业景气度持续提升

利润表端，22H1 期间内公司毛利率达 41.84%，较期初提升 1.01 个百分点；净利率达 26.77%，较期初提升 1.32 个百分点，主要系各业务条线产品结构调整后整体盈利能力提升及产品上量后规模效应持续体现所致。**资产负债表端，**期末公司应收账款及票据达 33.83 亿元，较期初+24.62%；存货 18.08 亿元，较期初+13.09%，其中原材料达 1956.10 万元，较期初+11.79%；应付票据及账款达 13.47 亿元，较期初+26.99%。我们认为，指标持续提升表明公司在手订单充足，公司正处于积极备产备货状态，预计各业务条线将伴随产业高景气度持续放量。

- 公司研发投入持续加码，凝心聚力产品有望持续迭代

22H1 期间内，公司研发费用达 1.16 亿元，同比+30.2%，占营业收入比重 5.57%，2019-2021 年公司研发费用持续加码，占营收比重均达 5%以上。**具体产品端，**22H1 期间内公司各业务条线均实现突破，xx 用特种高塑性钛合金均质熔炼与成形技术关键评审后整体达到国际先进水平。我们认为，课题研究作为材料企业能够实现产品谱系迭代、驱动产品价值量/盈利能力提升的重要基础，公司长期持续的研发投入将有效驱动对应财务指标稳步爬升，最终驱动企业业绩快速放量。

- “十四五”跨越式武器装备需求持续提升，公司充分受益于新型战机批产上量机遇

公司作为我国航空装备钛合金主要供应商，有望充分受益于新型战机需求量+钛合金单机用量双轮提升机遇，业绩有望实现快速释放。民品端，民用飞机关键金属材料国产化为公司等国内钛材生产企业带来历史发展机遇，排产有望随此进程得到进一步提升。

- 多牌号变形高温合金评审认证完成，排产有望进一步加速

航空发动机排产持续提升，高温合金作为能够解决发动机高温、疲劳、变形稳定性的结构件原材料，叠加国产替代诉求，未来需求预计实现稳定增长。公司部分牌号技术达到国内先进水平，多个牌号实现批量供货，多个重点型号航发高温合金材料通过某型号发动机长试考核，已开始供货，预计公司未来排产有望实现进一步提升。同时，公司开拓国产燃气轮机用高温合金新市场并批量供货，随着公司加快在该领域推广应用，业绩有望进一步释放。

- 短期医疗+中期单晶硅+长期核聚变多重需求驱动，超导线材产品有望实现加速放量

受益于 MRI 医疗市场的稳定增长，公司高性能 MRI 用 NbTi 超导线材实现量产并批量供货，打破国际垄断，全球市场份额有望持续扩大。公司 MCZ 磁体批量化制备技术成熟并稳定交付产品，实现批量出口，公司磁体收入有望实现快速增长。公司已开始向 CFETR（中国核聚变工程实验堆）项目供货，相关线材技术取得重大突破。我们认为，随着 CFETR 项目的不断推进，公司有望加快推进成果转化，长期推动公司业绩释放。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，充分受益于钛材+变形高温合金产业军民品需求持续提升，超导线材多重需求驱动，叠加公司激励机制优良、扩产节奏扎实等因素，我们判断公司业绩有望在未来 3-5 年内维持高增长态势。在此假设下，我们将公司 2022-23 年预测营业收入由 38.97/53.18 亿元上调至 42.64/58.01 亿元，24 年营收预计为 73.99 亿元；对应归母净利润由 9.74/13.60 亿元上调至 11.05/14.60 亿元，24 年预计实现 18.86 亿元；2022-24 年对应 EPS 为 2.38/3.15/4.06 元，对应 PE 为 45.40/34.35/26.59x，维持“买入”评级。

风险提示：市场集中度高及需求波动的风险；市场竞争下降风险；原材料价格波动风险。

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	108.05 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	464.05
流通 A 股股本(百万股)	464.05
A 股总市值(百万元)	50,140.18
流通 A 股市值(百万元)	50,140.18
每股净资产(元)	11.76
资产负债率(%)	44.14
一年内最高/最低(元)	115.90/65.66

作者

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《西部超导-首次覆盖报告:军工钛合金核心企业，高温合金/超导线材多谱系发展行稳致远》 2022-04-26
- 《西部超导-新股报告:高端钛合金材料龙头》 2019-07-08

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,112.83	2,927.22	4,263.90	5,801.11	7,399.02
增长率(%)	46.10	38.54	45.66	36.05	27.54
EBITDA(百万元)	773.74	1,156.48	1,393.96	1,797.94	2,312.07
归属母公司净利润(百万元)	370.77	741.48	1,104.53	1,459.83	1,885.79
增长率(%)	134.31	99.98	48.96	32.17	29.18
EPS(元/股)	0.80	1.60	2.38	3.15	4.06
市盈率(P/E)	135.23	67.62	45.40	34.35	26.59
市净率(P/B)	17.85	9.35	7.76	6.33	5.11
市销率(P/S)	23.73	17.13	11.76	8.64	6.78
EV/EBITDA	46.06	37.81	34.81	26.79	20.65

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	470.83	2,596.75	3,053.41	3,557.71	4,135.43
应收票据及应收账款	2,116.12	2,714.52	3,562.88	4,494.22	5,371.14
预付账款	9.90	28.52	27.11	47.36	42.65
存货	1,139.31	1,598.65	2,161.30	2,816.25	3,568.18
其他	353.21	157.20	177.24	216.38	219.36
流动资产合计	4,089.38	7,095.64	8,981.94	11,131.91	13,336.76
长期股权投资	98.59	148.94	148.94	148.94	148.94
固定资产	1,008.32	1,037.75	1,041.42	1,042.58	1,067.69
在建工程	15.84	158.51	114.31	94.98	89.39
无形资产	173.15	188.76	173.03	157.31	141.58
其他	154.71	128.35	182.86	206.70	228.66
非流动资产合计	1,450.61	1,662.32	1,660.57	1,650.52	1,676.28
资产总计	5,539.99	8,757.95	10,642.51	12,782.43	15,013.03
短期借款	1,033.43	1,001.19	1,245.54	1,398.58	1,524.69
应付票据及应付账款	650.90	1,060.54	1,284.22	1,644.87	1,523.34
其他	141.03	251.26	853.91	961.66	1,220.87
流动负债合计	1,825.36	2,312.99	3,383.68	4,005.12	4,268.90
长期借款	365.00	427.50	389.56	412.58	442.15
应付债券	18.16	18.16	18.16	18.16	18.16
其他	270.12	288.21	298.54	326.69	368.47
非流动负债合计	653.28	733.87	706.26	757.43	828.78
负债合计	2,653.09	3,314.52	4,089.94	4,762.55	5,097.68
少数股东权益	78.25	82.60	88.15	95.49	104.96
股本	441.27	464.05	464.05	464.05	464.05
资本公积	1,754.91	3,717.91	3,717.91	3,717.91	3,717.91
留存收益	608.32	1,173.29	2,277.82	3,737.64	5,623.43
其他	4.14	5.58	4.64	4.79	5.00
股东权益合计	2,886.90	5,443.43	6,552.57	8,019.88	9,915.35
负债和股东权益总计	5,539.99	8,757.95	10,642.51	12,782.43	15,013.03

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	369.83	745.20	1,104.53	1,459.83	1,885.79
折旧摊销	100.24	109.20	120.89	131.62	145.87
财务费用	60.35	27.85	37.56	41.77	44.94
投资损失	(7.27)	(13.71)	(18.32)	(19.32)	(21.02)
营运资金变动	(764.63)	(569.11)	(854.12)	(1,154.97)	(1,491.30)
其它	19.15	(72.27)	28.55	25.34	0.47
经营活动现金流	(222.32)	227.17	419.08	484.27	564.75
资本支出	173.67	328.87	54.30	69.58	107.89
长期投资	60.18	50.36	0.00	0.00	0.00
其他	(577.02)	(477.36)	(146.61)	(183.99)	(218.54)
投资活动现金流	(343.16)	(98.13)	(92.31)	(114.41)	(110.65)
债权融资	258.17	44.06	130.83	134.29	123.41
股权融资	(174.75)	1,523.17	(0.94)	0.15	0.22
其他	148.49	390.97	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	231.90	1,958.20	129.89	134.44	123.62
汇率变动影响	0.00	0.00	8.40	13.10	17.12
现金净增加额	(333.58)	2,087.24	465.06	517.40	594.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,112.83	2,927.22	4,263.90	5,801.11	7,399.02
营业成本	1,311.80	1,732.17	2,497.38	3,446.00	4,320.29
营业税金及附加	22.88	28.76	39.65	55.11	74.73
销售费用	34.52	50.68	66.09	88.18	112.47
管理费用	145.57	125.92	170.56	232.04	295.96
研发费用	130.69	185.92	255.83	348.07	443.94
财务费用	59.61	24.22	37.56	41.77	44.94
资产/信用减值损失	(79.74)	(40.96)	9.51	19.49	16.49
公允价值变动收益	9.09	5.06	23.00	18.00	(9.00)
投资净收益	7.27	13.71	26.72	32.42	38.14
其他	54.67	(50.47)	0.00	0.00	0.00
营业利润	416.47	852.20	1,256.05	1,659.86	2,152.31
营业外收入	6.76	0.03	5.82	8.42	3.25
营业外支出	0.08	0.68	0.42	1.05	1.86
利润总额	423.15	851.55	1,261.45	1,667.23	2,153.70
所得税	53.32	106.35	151.37	200.07	258.44
净利润	369.83	745.20	1,110.08	1,467.16	1,895.26
少数股东损益	(0.94)	3.72	5.55	7.34	9.47
归属于母公司净利润	370.77	741.48	1,104.53	1,459.83	1,885.79
每股收益（元）	0.80	1.60	2.38	3.15	4.06

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	46.10%	38.54%	45.66%	36.05%	27.54%
营业利润	151.99%	104.63%	47.39%	32.15%	29.67%
归属于母公司净利润	134.31%	99.98%	48.96%	32.17%	29.18%
获利能力					
毛利率	37.91%	40.83%	41.43%	40.60%	41.61%
净利率	17.55%	25.33%	25.90%	25.16%	25.49%
ROE	13.20%	13.83%	17.09%	18.42%	19.22%
ROIC	15.78%	22.81%	27.74%	30.90%	32.53%
偿债能力					
资产负债率	47.89%	37.85%	38.43%	37.26%	33.96%
净负债率	32.76%	-20.43%	-21.37%	-21.55%	-21.56%
流动比率	2.04	2.75	2.65	2.78	3.12
速动比率	1.48	2.13	2.02	2.08	2.29
营运能力					
应收账款周转率	1.19	1.21	1.36	1.44	1.50
存货周转率	1.95	2.14	2.27	2.33	2.32
总资产周转率	0.41	0.41	0.44	0.50	0.53
每股指标（元）					
每股收益	0.80	1.60	2.38	3.15	4.06
每股经营现金流	-0.48	0.49	0.90	1.04	1.22
每股净资产	6.05	11.55	13.93	17.08	21.14
估值比率					
市盈率	135.23	67.62	45.40	34.35	26.59
市净率	17.85	9.35	7.76	6.33	5.11
EV/EBITDA	46.06	37.81	34.81	26.79	20.65
EV/EBIT	52.89	41.74	38.11	28.90	22.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com