

科创板研究系列之公司篇：西部超导

军工钛合金材料龙头，打造高温合金新增长极

核心观点：

1、公司主营业务：公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售。公司是我国军用航空高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一，国内唯一的低温超导线材商业化生产企业，全球唯一的钕钛钎棒、超导线材、超导磁体全流程生产企业。2018年公司高端钛合金材料销售收入为9.13亿元，营收占比85.90%，是公司收入的最主要来源。根据《2017年中国钛工业发展报告》，2017年国内航空航天用钛材的销量为7,619吨，公司航空航天用钛材销量为1,821吨，市场占有率达23.90%。

2、核心技术：在高端钛合金领域，公司自主建立了一套内控技术标准体系，实现了多种钛合金的完全国产化，填补了多项战机、舰船等用关键材料的国内空白。公司产品的“高均匀性、高纯净性、高稳定性”处于国内领先水平。在超导产品方面，公司自主开发了全套低温超导产品的生产技术，代表我国完成了ITER项目的超导线材交付任务，实现MRI超导线材的批量生产。公司还开发了高性Bi系和MgB2高温超导材料制备技术，产品的核心技术达到国际先进水平。

3、研发情况：公司2016-2018年研发投入分别为6384.32万元、8798.18万元、9051.29万元，营收占比分别为6.53%、9.10%、8.12%。在研发团队方面，公司汇聚了国内多名超导材料和稀有金属材料专家，形成了以张平祥博士为带头人，以周廉、甘子钊、赵忠贤、张裕恒、霍裕平、才鸿年等6名院士为顾问的研究团队，研究人员占比21.27%，实力非常雄厚。

4、实控人及重要股东：公司选择适用“市值≥10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润≥5,000万元，或者市值≥10亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥1亿元”的上市标准。西部超导第一大股东为西北有色金属研究院，持有公司25.19%的股份，是公司实际控制人。第二大股东为中信金属股份有限公司，持有公司17.29%的股份。

5、盈利预测与估值：根据假设条件，预计公司2019至2021年营业收入分别为14.29亿、17.23亿和20.08亿元，归母净利润约为1.63亿、1.90亿和2.18亿，对应EPS为0.37元、0.43元和0.50元。我们选用PE相对估值法来为公司定价。通过选取3家可比上市公司进行对比分析，我们发现可比公司2019年平均动态PE为43.64倍，对应公司股价约为42.81*0.37=16.15元。考虑到公司产品聚焦高端军用，2018年军品业务占比75%以上，远高于另外3家公司，我们认为应给予10%-20%的估值溢价，因此，西部超导合理股价区间预计为17元至20元。

6、风险提示：原材料价格波动较大的风险，应收票据及应收账款余额较大，周转率较低的风险、市场集中度高及需求波动的风险等。

主要财务指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营收(单位:百万元)	1088.39	1429.38	1722.64	2008.36
同比(%)	12.51%	31.33%	20.52%	16.59%
净利润(单位:百万元)	134.95	163.28	190.38	218.46
同比(%)	-1.06%	20.99%	16.60%	14.74%
EPS(单位:元)	0.31	0.37	0.43	0.50

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

未评级

分析师

李良

☎: 010-66568330

✉: liliang-yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

华立

☎: 010-66568330

✉: huali@chinastock.com.cn

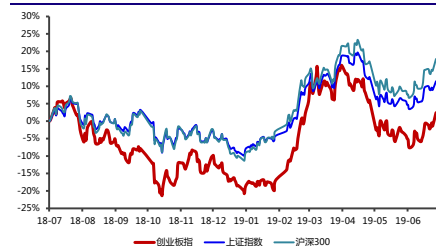
执业证书编号: S0130516080004

市场数据

2019/7/4

科创板受理企业数量	141
已中止审查企业数量	4
上证指数	3011.06
沪深300指数	3893.20
当前总股本(万股)	39,707.20
拟发行股数(万股)	不超过4,420
发行后总股本(万股)	不超过44,127.20

相对指数表现



资料来源：wind，中国银河证券研究部

相关研究

1. 科创板打新收益率测算 2019.05.25

目 录

一、西部超导：国内唯一低温超导材料开发商.....	1
（一）公司主营业务.....	1
（二）公司核心技术及研发投入.....	1
（三）公司竞争优势.....	2
（四）股权结构.....	2
二、所处行业现状	3
（一）航空钛合金市场.....	3
1、军用市场	3
2、民用市场	4
（二）超导市场.....	4
1、MRI（磁共振成像仪）市场	4
2、MCZ 市场.....	5
三、财务状况及募集资金计划.....	5
（一）主要财务指标.....	5
（二）募集资金计划.....	6
四、盈利预测及估值	6
（一）关键假设及公司各项业务分类预测.....	6
（二）盈利预测与估值.....	7
五、风险提示	8
六、附录	9
插图目录	10
表格目录	10

一、西部超导：国内唯一低温超导材料开发商

（一）公司主营业务

公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售。公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一，同时是目前国内唯一的低温超导线材商业化生产企业，目前全球唯一的铌钛铌棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业，也是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一。

公司主要产品有三类，第一类是高端钛合金材料，包括棒材、丝材和锻坯等；第二类是超导产品，包括铌钛铌棒、铌钛超导线材、铌三锡超导线材和超导磁体等；第三类是高性能高温合金材料，包括变形高温合金、铸造和粉末高温合金母合金等。

图 1：西部超导主营业务构成

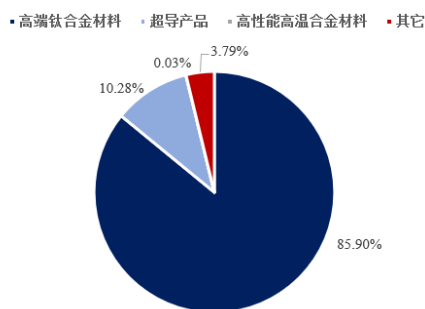
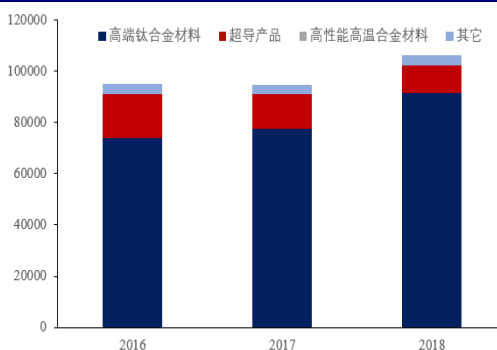


图 2：西部超导主营业务增长趋势



资料来源：西部超导招股说明书，中国银河证券研究院整理

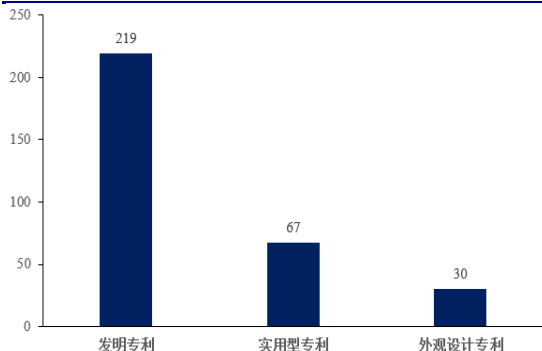
（二）公司核心技术及研发投入

在高端钛合金领域，公司作为国内高端钛合金棒、丝材、锻坯的主要供应商之一，制备工艺和质量过程控制技术的研究成果丰富。公司自主建立了一套内控技术标准体系，实现了多种钛合金的完全国产化，填补了多项战机、舰船等关键材料的国内空白。公司产品的“高均匀性、高纯净性、高稳定性”处于国内领先水平，推动了诸多钛合金材料技术标准的升级，获得了国家科技进步二等奖 1 项，国防科学技术进步奖一等奖 1 项等。

在超导产品方面，公司自主开发了全套低温超导产品的生产技术，代表我国完成了 ITER 项目的超导线材交付任务，实现了 MRI 超导线材的批量生产。公司还开发了高性能 Bi 系和 MgB₂ 高温超导材料制备技术，产品的核心技术达到国际先进水平。公司获得国家技术发明二等奖 1 项，陕西省科学技术一等奖 2 项。

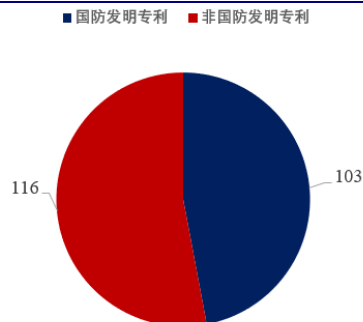
目前，公司及其控股子公司共计拥有 316 项专利权，其中 219 项发明专利，67 项实用新型专利，30 项外观设计专利。在 219 项发明专利中 103 项为国防发明专利。

图 3：西部超导专利分布



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

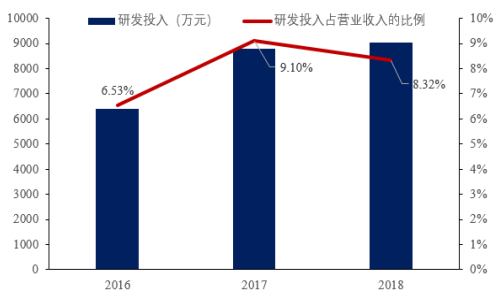
图 4：西部超导发明专利情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

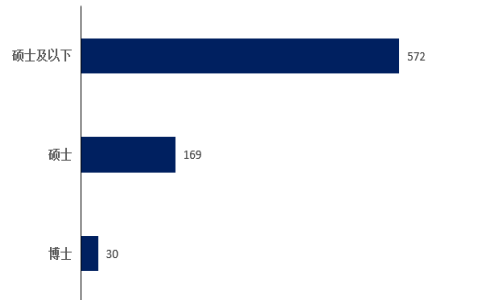
关于研发投入，公司 2016-2018 年研发投入分别为 6384.32 万元、8798.18 万元、9051.29 万元，占营业收入的比例分别为 6.53%、9.10%、8.12%。在研发团队方面，公司汇聚了国内多名超导材料和稀有金属材料专家，形成了以张平祥博士为带头人，周廉、甘子钊、赵忠贤、张裕恒、霍裕平、才鸿年等 6 名院士为顾问，国务院政府特殊津贴专家、国家核聚变技术委员会委员、国家或陕西省有突出贡献中青年专家等为核心的超导材料和稀有金属材料专业研发团队。截至 2018 年末，公司在职工 771 人，其中博士 30 人、硕士 169 人，硕士及以上学历占比 25.81%。公司研发人员 164 人，研发人员占比 21.27%。

图 5：西部超导研发投入情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 6：西部超导职工学历分布



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

（三）公司竞争优势

在技术方面，公司已经具备领先优势。在高端钛合金材料领域，公司突破了成分均匀性控制、纯净化熔炼控制、组织性能均匀性控制和批次稳定性控制等关键技术。公司是国内唯一掌握紧固件用 Ti45Nb 合金丝材批量化制备技术的企业，解决了长期困扰行业的 Ti40 阻燃钛合金大规格铸锭锻造开坯的难题。在超导产品领域，公司是国内唯一低温超导线材商业化生产的企业，是目前全球唯一的铌钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业。

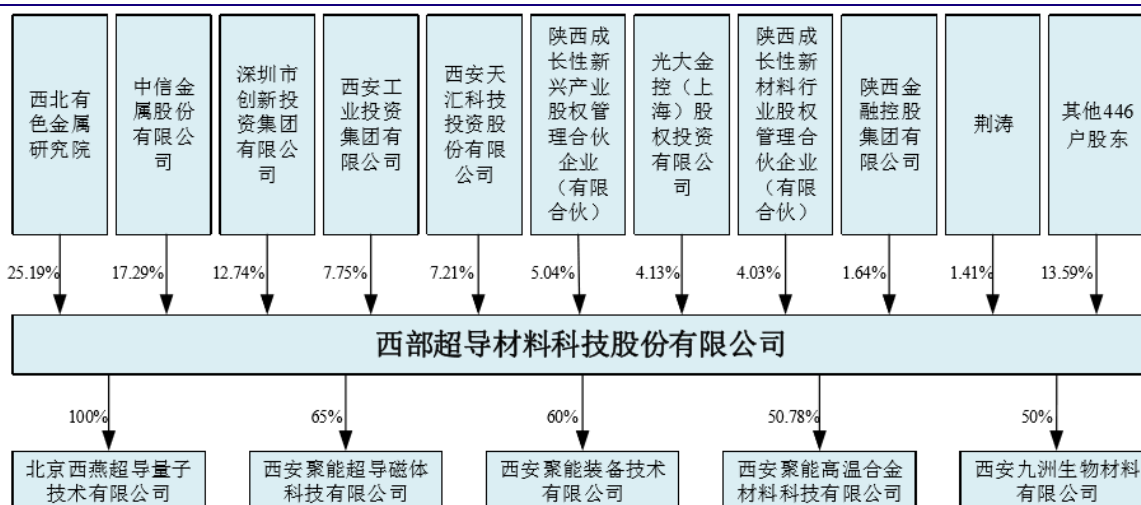
在研发方面，公司研发体系具有高效性与前瞻性。公司依托国家地方联合工程实验室、超导材料制备国家工程实验室、国家认定企业技术中心、博士后科研工作站、陕西省航空材料工程实验室和陕西省超导材料工程技术研究中心等创新研发平台，开展新材料、新工艺、新装备等研发和工程化，先后承担包括国家“863”、“973”计划、国家发改委高技术产业化项目、科技部重大专项等在内的国家、省（部）、市（厅）级各类科研和产业化项目 200 余项。

公司凭借出色的技术水平、产品质量和服务，已在国内外高端市场树立良好的品牌形象和较高的客户认可度。公司客户包括中航工业、中国航发、中船重工、中国兵器工业、中核集团、中科院、钢研高纳、GE、SIEMENS 等众多知名单位。

（四）股权结构

西部超导第一大股东为西北有色金属研究院，持有公司 25.19% 的股份，是公司实际控制人。第二大股东为中信金属股份有限公司，持有公司 17.29% 的股份。其它持股 5% 以上的股东有深圳市创新投资有限公司、西安工业投资集团有限公司、西安天汇科技投资股份有限公司、陕西成长性新兴产业股权管理合伙企业。

图 7：公司目前股权结构



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

二、所处行业现状

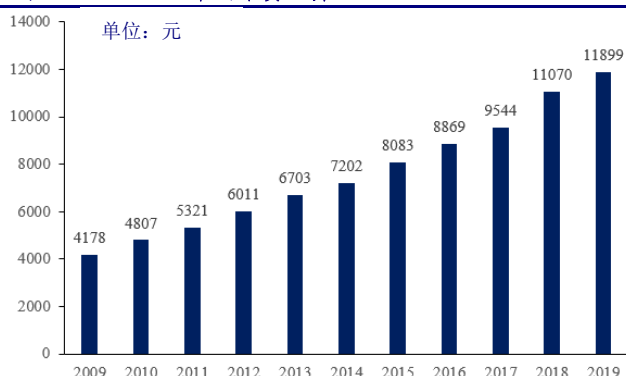
(一) 航空钛合金市场

公司高端钛合金材料主要用于航空领域，以下重点分析航空钛合金市场。

1、军用市场

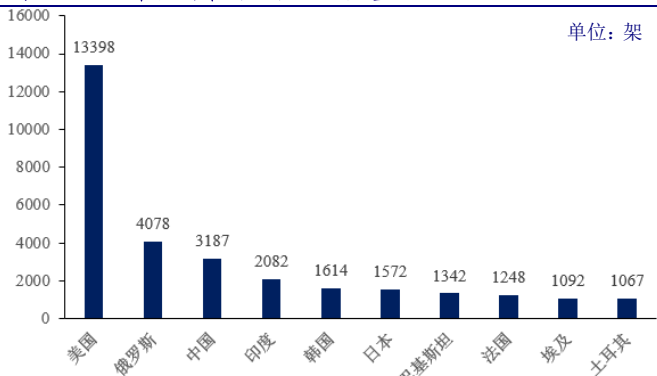
根据公司招股书，引用 Flight global 发布的《World air forces 2019》，截至 2018 年末，全球现役军用飞机总计 53,953 架。其中，美国排名第一，拥有军用飞机 13,398 架，我国拥有的各类军用飞机 3,187 架，排在俄罗斯之后，位居世界第三。目前中美空军战机数量差距较大，仅从飞机数量的角度考虑，若要达到美国空军当前水平，未来几年中国军用飞机服役数目将呈现不断增长态势。此外随着近年来我国军用飞机的升级换代，以及国家对于军费支出的增加，国防军工对于高端钛合金的需求也会逐步稳定增长。

图 8：2008-2019 中国军费预算支出



资料来源：财政部，中国银河证券研究院整理

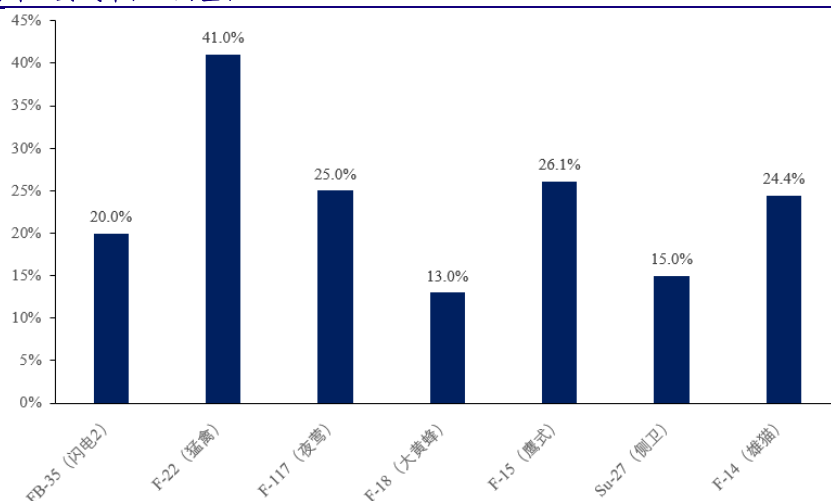
图 9：2018 年各国军用飞机现役数量



资料来源：Flightglobal 《World Air Forces 2019》，中国银河证券研究院整理

另外，钛合金在军用飞机上的用量不断提升。钛合金在减轻结构重量、提高结构效率、改善结构可靠性、提高机体寿命、满足高温及腐蚀环境等方面具有其他金属不可替代的作用，其应用水平成为衡量飞机结构选材先进程度的重要指标，是影响军用飞机战技性能的重要因素。自 20 世纪 60 年代末以来，军用飞机的用钛量逐年增长，当前欧美设计的各种先进战斗机和轰炸机中钛合金用量已经稳定在 20% 以上。

图 10: 国外主要战斗机钛用量占比



资料来源:《飞机钛合金结构设计与应用》, 中国银河证券研究院整理

2、民用市场

我国民用飞机关键材料国产化为国内高端钛合金材料生产企业提供重大机遇。作为完全按照最新国际适航标准研制的单通道涡扇喷气客机, C919 大型客机已于 2017 年 5 月 5 日正式实现首飞。截至 2019 年 3 月, C919 订单量已经达到 815 架。目前, C919 的钛合金所占比例已经达到了 9%, 美国波音 777 客机为 7%~8%。新型涡扇支线飞机 ARJ21-700 已于 2008 年 11 月 28 日成功实现首飞。2014 年 12 月 30 日, 国产新支线飞机 ARJ21 完成适航取证, 迈出投入商业运营前的最后一步。2016 年 6 月 28 日, ARJ21-700 完成首航。截至 2019 年 2 月订单量已经达到 592 架。

根据预测, 2025 年 C919 将占据全球商飞 1/5 的份额, 即大约 2,000 架的需求, 对应 8,000 吨的机身钛含量, 假设损耗率为 80%, C919 将带来超过 4 万吨的钛合金需求。

表 1: C919 与 ARJ21 对钛合金需求拉动测算

机型	钛含量	空机重量(吨)	单机钛含量(吨)
C919	9.30%	9.30%	3.92
ARJ21	4.80%	24.96	1.20

资料来源: 商飞网, 中国银河证券研究院整理

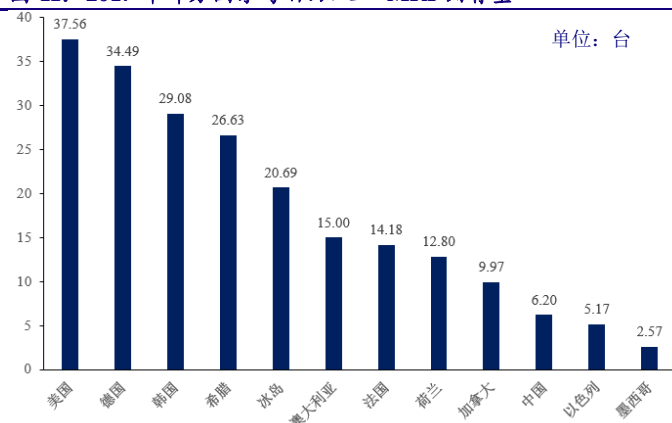
(二) 超导市场

目前低温超导材料的绝大部分应用都是基于超导磁体产生的强磁场, 主要应用领域包括 MRI、MCZ、NMR、ITER、加速器、科研用特种磁体等。

1、MRI (磁共振成像仪) 市场

当前我国人均 MRI 拥有量与发达国家存在较大差距。根据数据分析公司 Statista 的数据, 截至 2017 年, 美国和德国每百万人口 MRI 拥有量分别为 37.56 台和 34.49 台, 其他主要发达国家每百万人口 MRI 拥有量也多在 10 台以上, 而我国每百万人口 MRI 拥有量仅为 6.2 台。考虑到中国人口数量位居世界第一, 未来全球 MRI 最大的市场在中国。

图 11: 2017 年部分国家每百万人口 MRI 拥有量



资料来源: www.statista.com、中国银河证券研究院整理

2、MCZ 市场

MCZ 技术的物理基础是通过磁场对导电硅流体的热对流形成抑制作用, 抑制单晶硅生长过程中杂质和缺陷的产生, 使晶体完整性、均匀性得到极大改善, 可实现高质量大尺寸单晶硅快速生长。其中采用超导磁体提供 5,000Gs 稳定磁场的 MCZ 技术是目前国际上生产 300mm 以上大尺寸半导体级单晶硅的最主要方法。

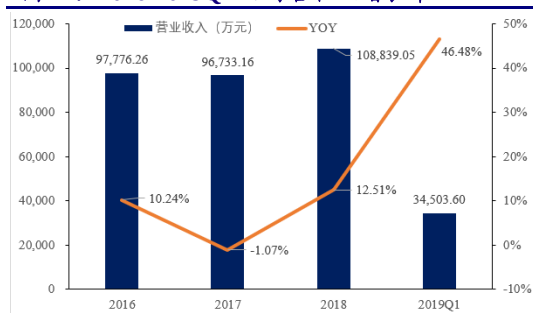
随着半导体工业的迅速发展, 中国已成为全球增长速度最快的单晶硅生产和消费国家, 但中国 75% 的需求依赖进口。单晶硅中 MCZ 产品占总产量的 70%-80%, 目前国际上 300 毫米以上大尺寸单晶硅片已成为主流。根据国际半导体设备材料产业协会报告, 到 2020 年中国在半导体工业的投入将达到 30 亿美元, 特别是对单晶硅行业。近年来, 在半导体产业的拉动下单晶硅产量直线上升, 为公司发展单晶硅生产用 MCZ 磁体奠定良好的市场基础。

三、财务状况及募集资金计划

(一) 主要财务指标

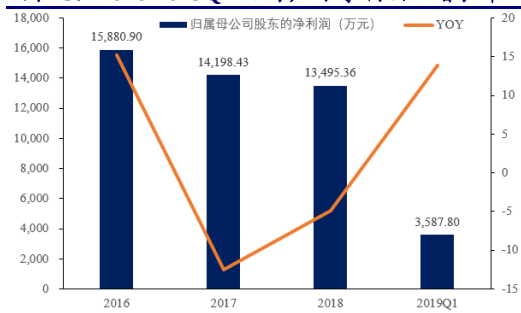
2016-2018 年, 公司的主营业务收入分别为 9.78 亿元、9.67 亿元与 10.88 亿元, 对应增长率为 10.24%、-1.07%与 12.51%。2019Q1, 公司营收为 3.45 亿元, 同比大幅增长 46.48%。从归母净利润角度来看, 受原材料成本和期间费用上升以及资产减值损失计提金额较大的影响, 2016-2018 年公司的归母净利润分别为 1.59 亿元、1.42 亿元、1.35 亿元, 增长率分别为 15.22%、-12.56%、-4.59%。受益于 2019 年一季度营收大幅度增长, 2019Q1 公司归母净利润也同比增长 13.86%。

图 12: 2016-2019Q1 公司营收及增长率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 2016-2019Q1 公司归母净利润及增长率

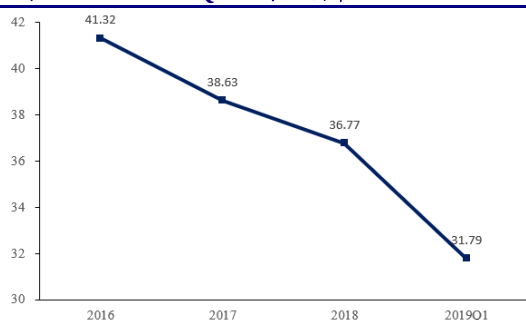


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

受原材料成本上升因素影响, 2016-2019Q1 公司毛利率水平有所降低, 但仍保持在 30% 以上。2016-2019Q1, 公司毛利率分别为 41.32%、38.63%、36.77%、31.79%。受产品毛利率下降的影响, 公司近三年 ROE 也有所下降, 从 2016 年的 14.07% 下降至 2018 年的 7.11%。2019Q1

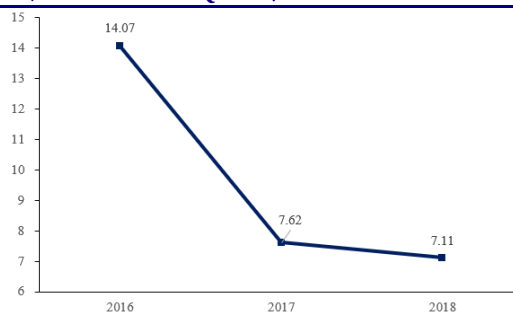
公司 ROE 为 1.85%，相比于 2018Q1 的 1.66% 有所上升。

图 14: 2016-2019Q1 公司毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 2016-2019Q1 公司 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 募集资金计划

根据公司董事会决议, 公司拟公开发行不超过 4,420 万股人民币普通股 (未考虑超额配售部分), 发行后总股本约为 4.41 亿股。本次发行新股的募集资金扣除发行费用后, 拟投资于以下项目:

表 2: 公司募集资金用途

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投入额 (万元)	建设期
发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	50800	50800	2 年
偿还银行贷款	29200	29200	-

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

本次募集资金偿还银行贷款 2.92 亿, 预计可节省利息费用 1,270.20 万元。发动机材料项目拟投资 5.08 亿元, 建设期 2 年, 达产期计划 4 年, 第二年达产率 10%, 第三年达产率 60%, 第四年完全达产。项目产能 2,500 吨, 其中发动机用镍基高温合金棒材 1,900 吨, 粉末高温合金母合金 600 吨。

我们认为航空发动机和燃气轮机作为国内高温合金领域最为确定的刚性需求领域, 随着国内技术的逐步成熟, 未来发展空间日趋广阔。公司作为两领域上游材料供应商之一将显著受益。

四、盈利预测及估值

(一) 关键假设及公司各项业务分类预测

1、上游原材料。公司的主要原材料为海绵钛、铌锭 (棒)、锡及相关合金、无氧铜、铝钼合金、铝钒合金、铝豆等。近年来, 受宏观经济环境和供求状况的影响, 原材料价格持续波动, 我们假设未来 3 年海绵钛价格和铝钼合金、铝钒合金等中间合金价格呈现缓慢提升的态势, 在其他条件不变的前提下, 公司相关业务毛利率会走低。此外, 铌锭 (棒)、无氧铜等原材料需要从国外进口, 而且供应商比较单一, 我们假设该等材料的进出口贸易政策不会发生变化, 不会对公司的经营产生不利影响。

2、高端钛合金材料业务。公司在 2018 年基本完成泾渭园区一期建设, “高端装备用特种钛合金产业化项目” 转固, 高性能特种钛合金棒材生产能力从 2550 吨提升至 4950 吨, 新增产能 2400 吨。随着近年来航空装备的快速发展, 高端钛合金下游用户需求强劲, 近年来公司的产能利用率均高于 100%。假设新增产能的释放大概需要 3 年的爬坡期, 至 2021 年实现完全达产。产能释放的速率前高后低, 对应该业务收入的增速也表现为前高后低。考虑到定型军品的价格具有平稳性, 预计该业务毛利率因原材料价格上涨而略微下滑。

3、超导产品业务。一方面, 随着 ITER 项目的结束, ITER 用超导线材的销量在逐年下降。另一方面, 公司不断开拓 MRI 市场, MRI 用超导线材销量正逐年增加。由于 MRI 用超导线材的平均单价较低, 因此该业务毛利率水平将承压。我们假设超导产品 2018 年收入达到

谷底，之后开始回升。

4、高性能高温合金材料业务。截至 2017 年末，公司“高性能高温合金棒材项目”转为固定资产，具备了 2,600 吨/年的高性能高温合金的生产能力，目前仍处于小批量生产阶段，未来有望成为公司新的业绩增长点。由于公司高温合金业务刚刚起步，项目大部分处于预研阶段，周期比较长，因此我们假设新增产能需要 5 年才能完全达产，产能利用率前 3 年会比较低，后两年才快速上升，2023 年该项目达产时将贡献收入 6 亿元左右。

5、其它业务。由于体量较小，对公司整体营收影响不大，我们假设该业务小幅平稳增长，毛利率与最近一期基本持平。

6、财务费用和折旧摊销。公司本次公开发行拟使用募集资金 2.92 亿元用于偿还银行贷款。预计每年可节省财务费用为偿还银行贷款金额 × 公司贷款年利率（以 2018 年 12 月有效的中国人民银行规定的 1 年以内流动资金贷款利率测算）=29,200.00*4.35%=1,270.20 万元。公司 2017 年和 2018 年“高性能高温合金棒材项目”和“高端装备用特种钛合金产业化项目”陆续转固，预计每年新增折旧 1500 万左右。

表 3：公司分业务预测

	项目	单位：万元	2017 A	2018 A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	高 端 钛 合 金 材 料	收入	77,476.34	91,334.87	121,475.38	145,770.45	167,636.02
		增速	4.79%	17.89%	33.00%	20.00%	15.00%
		毛利率	45.43%	39.73%	38.50%	38.00%	37.50%
	超 导 产 品	收入	13,551.61	10,931.73	11,478.32	12,396.58	13,884.17
		增速	-20.72%	-19.33%	5.00%	8.00%	12.00%
		毛利率	1.35%	10.57%	10.00%	9.00%	8.00%
	高 性 能 高 温 合 金 材 料	收入		30.35	3,065.35	6,743.77	11,464.41
		增速			10000.00%	120.00%	70.00%
		毛利率		27.01%	27.00%	27.00%	27.00%
	其 他	收入	3,550.06	4,028.44	4,028.44	4,028.44	4,028.44
		增速	47.50%	13.48%	0.00%	0.00%	0.00%
		毛利率		51.47%	51.00%	51.00%	51.00%
其他业务收入		收入	2,155.15	2,513.64	2,890.69	3,324.29	3,822.93
		增速		16.63%	15.00%	15.00%	15.00%
		毛利率	14.14%	19.66%	19.00%	19.00%	19.00%
营业收入		收入	96733.16	108,839.03	142,938.18	172,263.53	200,835.97
		增速	1.51%	12.51%	31.33%	20.52%	16.59%
		毛利率	36.89%	36.77%	35.92%	35.42%	34.78%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

（二）盈利预测与估值

1、公司盈利预测

根据以上假设，我们预计公司 2019 至 2021 年营业收入分别为 14.29 亿、17.23 亿和 20.08 亿元，归母净利润约为 1.63 亿、1.90 亿和 2.18 亿，对应 EPS 为 0.37 元、0.43 元和 0.50 元。

表 4: 主要财务指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营收(单位:百万元)	1088.39	1429.38	1722.64	2008.36
同比(%)	12.51%	31.33%	20.52%	16.59%
净利润(单位:百万元)	134.95	163.28	190.38	218.46
同比(%)	-1.06%	20.99%	16.60%	14.74%
EPS(单位:元)	0.31	0.37	0.43	0.50

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

2、公司估值

绝对估值法 (DCF) 理论上可以适用于所有军工板块上市公司, 但该方法要求输入条件较多, 而军工行业信息披露不足的特点导致绝对估值方法在估值实践上略显鸡肋。

我们认为军工板块上市公司估值更适合采用相对估值法, 且主要分为以下三种:

(1) PS 估值法: 适用于军工总装类企业, 该类企业因受到军品定价办法制约, 收入虽然高但净利率较低; 还适用于有一定收入规模但利润较少或为负的初创期军工企业;

(2) EV/EBITDA 估值法: 适用于初创期军工配套企业, 该类企业因前期固定资产或无形资产投入较大, 折旧摊销较高, 掩盖了公司创造利润的能力;

(3) PE/PEG 估值法: 适用于成长至成熟期军工配套企业, 该类企业往往具备一定的盈利水平。

西部超导目前处于发展成熟期, 并积极进行相关领域的横向拓展, 可以适用 PE 估值法。

接下来, 通过选取 3 家与公司主业(钛合金和高温合金)相似的上市公司来进行对比分析, 我们发现可比公司 2019 年平均 PE 为 43.64 倍, 对应公司股价约为 $42.81 \times 0.37 = 16.15$ 元。公司产品主要聚焦高端军用, 2018 年军品业务占比 75% 以上, 远高于另外 3 家公司, 我们认为应该给予 10%-20% 的估值溢价, 因此, 西部超导合理股价区间预计为 17 元至 20 元。

表 5: 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002149.SZ	西部材料	10.05	0.14	0.27	0.33	0.41	71.79	37.22	30.45	24.51
300034.SZ	钢研高纳	15.44	0.24	0.33	0.4	0.48	64.33	46.79	38.60	32.17
600456.SH	宝钛股份	24.40	0.33	0.52	0.73	0.97	73.94	46.92	33.42	25.15
A19102.SH	西部超导	-	0.31	0.37	0.43	0.50	-	-	-	-
平均值(剔除公司)							70.02	43.64	34.16	27.28

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

五、风险提示

1、原材料价格变动的风险。公司的主要原材料为海绵钛、铌锭(棒)、锡及相关合金、无氧铜、铝钼合金、铝钒合金、铝豆等。如果海绵钛价格发生大幅波动, 将对公司的经营业绩产生影响。此外, 铌锭(棒)、无氧铜等原材料需要从国外进口, 而且供应商比较单一, 如果相关原材料出口国对该等材料的进出口贸易政策发生变化或者由于供应商的原因导致本公司无法采购生产所需的原材料, 将对本公司的经营产生不利影响。

2、应收票据及应收账款余额较大, 周转率较低的风险。公司应收账款增加主要系下游军工企业付款周期较长所致。由于应收账款周转速度较慢, 占用公司资金增加了财务风险。

3、市场集中度高及需求波动的风险。公司高端钛合金材料销售收入是公司收入的主要来源。未来国家对军用飞机的具体需求及生产规划存在不确定性, 如果未来国家军用飞机的产量发生周期性波动甚至大幅下降, 可能导致本公司业绩发生较大波动甚至大幅下降。

六、附录

表 6: 公司财务预测表

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,596.39	2,688.80	2,920.61	3,641.28	营业收入	1,088.39	1,429.38	1,722.64	2,008.36
货币资金	650.78	14.29	17.23	20.08	营业成本	688.19	915.91	1,112.48	1,309.86
应收票据及账款	1,123.44	1,325.17	1,625.80	1,814.63	销售费用	15.93	20.92	25.21	29.39
预付账款	35.20	14.48	45.86	25.18	管理费用	114.10	142.94	189.49	220.92
存货	758.42	1,306.62	1,201.61	1,751.63	财务费用	33.40	41.17	37.41	44.52
非流动资产	1144.16	1051.05	1137.94	985.40	资产减值损失	33.67	30.00	40.00	50.00
长期股权投资	18.36	18.36	18.36	18.36	营业利润	105.71	183.64	215.19	247.87
固定资产	708.37	736.84	657.50	738.16	利润总额	106.24	185.01	216.57	249.24
无形资产	186.30	171.65	139.54	107.42	归母公司净利润	101.20	163.28	190.38	218.46
商誉	-	-	-	-	折旧与摊销	75.52	163.11	173.11	202.54
资产总计	3,740.55	3,739.86	4,058.55	4,626.68	EBIT	146.93	226.18	253.98	293.76
流动负债	1,412.94	1,067.00	1,216.35	1,590.17	EBITDA	222.45	389.29	427.09	496.30
短期借款	804.09	545.04	413.08	873.56	EPS (元)	0.25	0.41	0.48	0.55
应付票据及账款	480.04	336.09	655.20	511.96	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
预收账款	18.42	75.49	37.69	94.26	毛利率	36.77%	35.92%	35.42%	34.78%
非流动负债	346.07	346.07	346.07	346.07	净利率	9.20%	11.30%	10.94%	10.76%
长期借款	343.07	343.07	343.07	343.07	ROE	5.25%	7.18%	7.79%	8.27%
长期应付款	3.00	3.00	3.00	3.00	ROA	3.93%	6.05%	6.26%	6.35%
负债合计	1,759.01	1,413.08	1,562.43	1,936.24	ROIC	5.50%	7.86%	6.82%	7.78%
归属母公司股东权益	1,926.72	2,273.67	2,445.01	2,641.62	期间费用率	15.02%	14.34%	14.64%	14.68%
所有者权益合计	1,979.47	2,324.70	2,494.05	2,688.36	资产负债率	47.03%	37.78%	38.50%	41.85%
负债和所有者权益合计	3,738.48	3,737.78	4,056.47	4,624.61	流动比率	1.84	2.52	2.40	2.29
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	1.28	1.27	1.39	1.17
经营活动现金流净额	236.31	-425.42	485.87	-296.73	总资产周转率	0.29	0.38	0.42	0.43
投资活动现金流净额	-143.13	-94.53	-294.53	-94.53	应收帐款周转率	0.97	1.08	1.06	1.11
筹资活动现金流净额	109.25	-116.55	-188.41	394.12	存货周转率	0.91	0.70	0.93	0.75
现金净增加额	210.42	-636.49	2.93	2.86	EV/EBITDA	-	-	-	-

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 西部超导主营业务构成.....	1
图 2: 西部超导主营业务增长趋势.....	1
图 3: 西部超导专利分布.....	1
图 4: 西部超导发明专利情况.....	1
图 5: 西部超导研发投入情况.....	2
图 6: 西部超导职工学历分布.....	2
图 8: 2008-2019 中国军费预算支出	3
图 9: 2018 年各国军用飞机现役数量.....	3
图 10: 国外主要战斗机钛用量占比.....	4
图 11: 2017 年部分国家每百万人口 MRI 拥有量	5
图 12: 2016-2019Q1 公司营收及增长率.....	5
图 13: 2016-2019Q1 公司归母净利润及增长率.....	5
图 14: 2016-2019Q1 公司毛利率	6
图 15: 2016-2019Q1 公司 ROE	6

表格目录

表 1: C919 与 ARJ21 对钛合金需求拉动测算.....	4
表 2: 公司募集资金用途.....	6
表 3: 公司分业务预测.....	7
表 4: 主要财务指标预测.....	8
表 5: 可比上市公司估值.....	8
表 6: 公司财务预测表.....	9

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn