

风险评级：中高风险

国内高端钛合金材料制造商领先者

西部超导（688122）

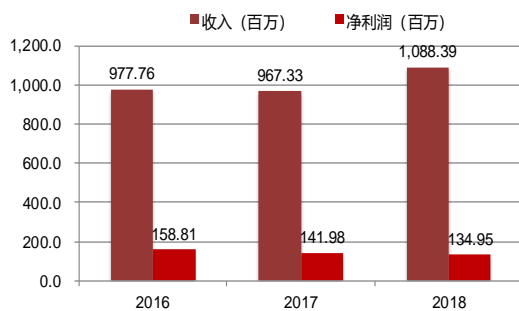
2019年7月15日

李隆海（SAC 执业证书编号：S0340510120006）

电话：0769-22119462 邮箱：llh@dgzq.com.cn

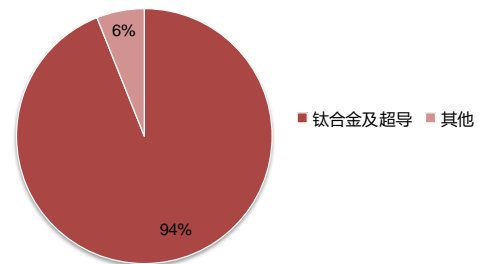
- 主营业务。**公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售。公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一；是目前国内唯一的低温超导线材商业化生产企业，是目前全球唯一的铌钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业；也是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一。公司生产的高端钛合金主要用于航空领域，包括飞机结构件、紧固件和发动机部件等。
- 业绩情况。**2016-2018年公司收入分别为9.78亿元、9.67亿、10.88亿，净利润分别为1.59亿、1.42亿、1.35亿，近两年主营业务收入和净利润的复合增长率分别为3.6%和-5.3%，2018年公司毛利率为36.77%，净利率为12.30%。

图1：西部超导2016-2018年收入与净利润情况



数据来源：招股说明书，东莞证券研究所

图2：西部超导2018年主营业务收入占比（%）



数据来源：招股说明书，东莞证券研究所

- 行业地位及竞争优势。**公司主要产品高端钛合金的技术源自于ITER计划用NbTi 超导线材的产业化和新型战机用钛合金的需求。作为目前全球规模最大、影响最深远的国际科研合作项目之一，ITER计划需要采用NbTi和Nb3Sn 超导线材制造超导磁体，线材制造任务由各参与国承担。在2003年1月中国政府决定参加ITER计划时，国内尚无企业具备NbTi和Nb3Sn超导线材生产能力，迫切需要开展超导线材产业化。2003年2月28日，超导有限正式成立，开始了ITER计划用NbTi和Nb3Sn超导线材的产业化，主要技术涉及合金熔炼、自由锻造、线材拉伸及热处理等。公司自主研发并批量生产的多种新型钛合金填补了国内多项空白，保障了国家急需关键材料供应，其中三种主要牌号新型钛合金已成为我国航空结构件、紧固件用主干钛合金，为我国新型战机、运输机的首飞和量产提供了关键材料。公司生产的高端钛合金材料打破了欧美发达国家对我国航空、舰船、兵器用关键钛合金材料的技术封锁。根据中国有色金属工业协会钛钨钽分会发布的2017年中国钛工业发展报告，2017年经计算的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，据此测算，公司钛合金产品在国内航空航天用钛材市场的市场占有率为23.90%。
- 总体评价和估值建议。**公司生产的高端钛合金材料，包括棒材、丝材、锻坯等，主要用于航空（包括飞机结构件、紧固件和发动机部件等）、舰船、兵器等。随着我国军用飞机升级换代加快，将带来高端钛材需求的长期增长，公司将明显受益。可比公司2018年静态PE区间在61-69之间，预计西部超导合理股价区间为14-20元。
- 风险提示：**产品需求低于预期，政策风险，产品研发风险。

表 1：可比公司估值（日期：2019-7-12）

股票代码	股票名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600456	宝钛股份	22.63	97.37	0.33	0.55	0.76	69.01	41.21	29.72
002149	西部材料	8.66	36.84	0.14	0.28	0.34	61.08	30.70	25.23
	均值	-	-	0.23	0.42	0.55	65.05	35.96	27.48
688122	西部超导	-	-	0.28	0.38	0.46	-	-	-

备注：每股收益预测使用wind一致预期每股收益。

资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn