

2020年09月27日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 卢昊 S0350520050003  
021-60338172 luh@ghzq.com.cn  
证券分析师： 代鹏举 S0350512040001  
021-61981318 daipj@ghzq.com.cn  
联系人： 袁帅 S0350120060022  
021-60338116 yuans@ghzq.com.cn

## 军用钛合金业务爆发，高温合金志在长远 ——西部超导（688122）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
西部超导	41.5	55.3	33.3
沪深300	-3.4	10.4	18.6

市场数据

2020-09-25

当前价格（元）	54.28
52周价格区间（元）	27.76 - 60.28
总市值（百万）	23952.24
流通市值（百万）	16847.86
总股本（万股）	44127.20
流通股（万股）	31038.80
日均成交额（百万）	149.48
近一月换手（%）	53.33

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 公司起步于国际核聚变项目用超导线材业务，逐步衍生出钛合金、超导线材和高温合金 3 大业务。公司是国内军用钛材的双寡头之一，是四代机等重点机型的棒材独家供应商；也是国内唯一低温超导线材生产企业，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。目前，钛合金业务贡献了公司 95% 以上的利润来源。公司 2020 年上半年实现营收 9.5 亿元，同比+42.43%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比+54.65%；其中 2 季度实现营收 6.1 亿元，同比+88.38%，实现归母净利润 1 亿元，同比+98.73%。
- 新一代军机“含钛量+产量”提升，原材料海绵钛降价，驱动公司钛合金业务利润增长。公司的钛合金业务主要面对军用市场，和宝钛股份合计占有八成以上的军用钛合金市场。随着下游新一代战机、运输机、军用航空发动机快速放量，以及单架飞机含钛量的提升，钛合金订单自 2020 年起大幅度增长（中报数据）；钛合金主要原材料海绵钛价格自 2020 年 2 季度下行，9 月下旬已经跌到 57.5 元/公斤，和 1 季度高位相比下降了近 30%，而钛合金价格相对稳定，有利公司利润规模扩大。
- 远期重点发力高温合金赛道。高温合金是我国突出的短板关键材料，国内航空航天领域用高端高温合金严重依赖进口，并且主要进口于美国等，未来国家在内循环经济为主体的大背景下，国产化替代将成为大趋势。我国虽具备高品质高温合金的生产能力，但在产品质量稳定性和成品率方面，与美国、俄罗斯等国仍存在着较大差距。公司于 2019 年 7 月科创板上市，募集资金 8 亿元，其中 5.08 亿元用于建设产能 2500 吨发动机用镍基高温合金棒材和粉末高温合金母合金生产线，其中镍基高温合金棒材 1,900 吨，粉末高温合金母合金 600 吨。产能建设完成后，公司将具备 5000 吨高温合金产能。
- 国有企业，激励制度良好。实际控制人为发起人西北有色金属研究院（陕西财政厅 100% 控股。），持股 22.67%，而核心技术人员和管理人员通过西安天汇科技持股 6.97%，良好的激励制度有利于公司中长期技术进步和发展。
- 盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级。公司是军用

钛合金领域的双寡头之一，技术优势显著，远期还有超导线材、高温合金等新的增长点。我们预计2020-2022年公司的EPS分别为0.81、1.28和1.71元/股，对应市盈率分别为67.30、42.47和31.66倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

- **风险提示：**军用订单需求不及预期，下游新型战机、发动机等型号验证进度不及预期，产能建设进度不及预期，海绵钛价格对公司未来业绩的不确定性影响。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1446	2106	2740	3526
增长率(%)	32.9%	45.7%	30.1%	28.7%
归母净利润（百万元）	158	356	564	756
增长率(%)	17%	125%	58%	34%
摊薄每股收益（元）	0.36	0.81	1.28	1.71
ROE(%)	6.05%	12.12%	16.65%	18.95%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：西部超导盈利预测表

证券代码:	688122		股票价格:	54.28	投资评级:	买入	日期:	2020/9/25	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6%	12%	17%	19%	EPS	0.36	0.81	1.28	1.71
毛利率	34%	41%	42%	43%	BVPS	5.82	6.55	7.57	8.94
期间费率	14%	12%	11%	10%	<b>估值</b>				
销售净利率	11%	17%	21%	21%	P/E	151.37	67.30	42.47	31.66
<b>成长能力</b>					P/B	9.33	8.29	7.17	6.07
收入增长率	33%	46%	30%	29%	P/S	16.56	11.37	8.74	6.79
利润增长率	17%	125%	58%	34%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
总资产周转率	0.30	0.37	0.42	0.46	<b>营业收入</b>	<b>1446</b>	<b>2106</b>	<b>2740</b>	<b>3526</b>
应收账款周转率	1.00	1.00	1.00	1.00	营业成本	959	1247	1583	2013
存货周转率	0.94	0.94	1.01	1.11	营业税金及附加	14	21	27	35
<b>偿债能力</b>					销售费用	18	17	25	28
资产负债率	46%	49%	48%	48%	管理费用	136	169	192	247
流动比	2.16	1.93	1.97	2.16	财务费用	33	51	46	54
速动比	1.53	1.33	1.33	1.48	其他费用/(-收入)	22	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营业利润</b>	<b>165</b>	<b>391</b>	<b>620</b>	<b>831</b>
现金及现金等价物	780	807	482	420	营业外净收支	2	0	0	0
应收款项	1450	2112	2747	3535	<b>利润总额</b>	<b>167</b>	<b>391</b>	<b>620</b>	<b>831</b>
存货净额	1025	1356	1590	1853	所得税费用	14	35	56	75
其他流动资产	253	277	299	327	<b>净利润</b>	<b>153</b>	<b>356</b>	<b>564</b>	<b>756</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>3508</b>	<b>4350</b>	<b>4917</b>	<b>5933</b>	少数股东损益	(5)	0	0	0
固定资产	1040	953	974	1093	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>158</b>	<b>356</b>	<b>564</b>	<b>756</b>
在建工程	52	152	252	252	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
无形资产及其他	171	181	174	166	<b>经营活动现金流</b>	<b>(110)</b>	<b>(230)</b>	<b>122</b>	<b>225</b>
长期股权投资	38	38	38	38	净利润	153	356	564	756
<b>资产总计</b>	<b>4803</b>	<b>5749</b>	<b>6452</b>	<b>7607</b>	少数股东权益	(5)	0	0	0
短期借款	661	961	861	661	折旧摊销	94	104	98	99
应付款项	614	812	1031	1312	公允价值变动	1	0	0	0
预收帐款	164	239	311	400	营运资金变动	(353)	(690)	(540)	(630)
其他流动负债	183	236	297	377	<b>投资活动现金流</b>	<b>(377)</b>	<b>(198)</b>	<b>(241)</b>	<b>(245)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1622</b>	<b>2248</b>	<b>2500</b>	<b>2750</b>	资本支出	(195)	(117)	(218)	(217)
长期借款及应付债券	318	318	318	618	长期投资	(20)	0	0	0
其他长期负债	248	248	248	248	其他	(162)	(81)	(23)	(28)
<b>长期负债合计</b>	<b>566</b>	<b>566</b>	<b>566</b>	<b>866</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>435</b>	<b>264</b>	<b>(213)</b>	<b>(51)</b>
<b>负债合计</b>	<b>2188</b>	<b>2814</b>	<b>3066</b>	<b>3615</b>	债务融资	(168)	300	(100)	100
股本	441	441	441	441	权益融资	615	0	0	0
股东权益	2615	2936	3387	3992	其它	(12)	(36)	(113)	(151)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4803</b>	<b>5749</b>	<b>6452</b>	<b>7607</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(52)</b>	<b>(164)</b>	<b>(332)</b>	<b>(71)</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【新材料组介绍】

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，3年化工行业研究经验，新材料组组长，覆盖基础化工和新材料板块。

代鹏举，上海交通大学硕士，12年证券行业从业经历，目前负责化工等行业研究。

袁帅，Texas A&M 大学化工博士，哥伦比亚大学化工硕士，在 ACS applied materials & interfaces 等期刊发表论文十余篇，担任过多个 SCI 收录期刊审稿人，2020 年加入国海证券。

## 【分析师承诺】

代鹏举、卢昊，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。