

盈利水平持续改善，军品需求支撑高速增长

西部超导 (688122.SH) 中报点评

核心结论

事件：公司2020年上半年实现收入9.53亿元，同比增长42.43%，其中高端钛合金8.20亿元，同比增长42.37%；实现归母净利润1.33亿元，同比增长54.65%。公司上半年业绩情况超过我们此前预期。

新一代军机量产，公司新型材料需求旺盛，上半年收入超预期。由于疫情影响，公司一季度交付情况受到一定程度的压制；二季度在军品需求激增、订单加速交付的背景下，公司收入实现了同比88.4%的高增长。随着公司高端钛合金业务在新一代军机机身、发动机以及兵器等应用上的逐步延伸，我们预计公司高端钛合金业务的市场需求将在未来3-5年延续高景气度。

核心原材料海绵钛持续降价，毛利率进入恢复期。过去3年公司的业绩增长被核心原材料海绵钛的持续涨价所侵蚀。而今年3月底以来海绵钛价格不断下降，截至8月28日已经下降了28%以上。受益于海绵钛降价，公司二季度毛利率水平实现了9.5PCT的提升，我们预计公司毛利率的恢复将在2020年下半年延续。

期间费用率随业务规模扩大不断下降，公司盈利能力不断提升。公司主要下游客户为稳定的军品锻件厂，销售费用率随着收入规模的提升而下降；同时，公司在经历了2019年设备大修后，管理费用率进入下降区间。整体上，公司上半年归母净利率达到13.91%，同比提升1.10PCT。我们预计规模效应对费用率的下降影响将在2020年下半年继续体现。

投资建议：基于公司上半年产销情况的超预期表现、以及目前行业需求的高增长趋势，我们上调公司2020-2022年预计归母净利润至328/533/741百万元，对应EPS为0.74/1.21/1.68元，维持“买入”评级。

风险提示：新一代军机产量低于预期、新型发动机研发进展低于预期等

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,088	1,446	2,133	2,857	3,506
增长率	12.5%	32.9%	47.5%	34.0%	22.7%
归母净利润 (百万元)	135	158	328	533	741
增长率	-5.0%	17.3%	107.4%	62.3%	39.1%
每股收益 (EPS)	0.31	0.36	0.74	1.21	1.68
市盈率 (P/E)	148.0	126.2	60.9	37.5	27.0
市净率 (P/B)	9.33	7.78	7.23	6.31	5.29

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码 688122

前次评级 买入

评级变动 维持

当前价格 45.27

近一年股价走势



分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张骥



zhangji@research.xbmail.com.cn

相关研究

西部超导：科研为基，新一代战机助力高端钛合金材料龙头腾飞——西部超导 (688122.SH) 首次覆盖 2020-08-18

索引

内容目录

新一代军机需求持续推动公司订单与收入增长	3
核心原材料海绵钛价格持续下降，公司毛利率不断恢复	3
期间费用率随收入规模提升下降，净利率进入上升期	4

图表目录

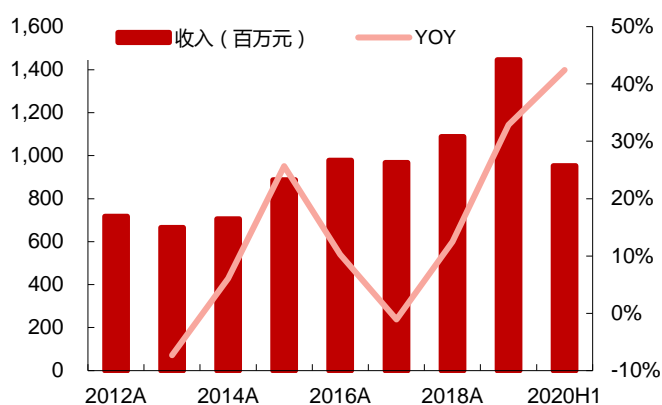
图 1：上半年收入同比高速增长	3
图 2：二季度收入实现翻倍增长	3
图 3：海绵钛（国产，≥99.6%）价格持续下降（万元/吨）	4
图 4：国内海绵钛月产量持续维持高位（吨）	4
图 5：公司毛利率迎来近年历史低点后的反弹	4
图 6：公司期间费用率水平整体呈现下降趋势	5

新一代军机需求持续推动公司订单与收入增长

公司的高端钛合金产品是飞机机身与航空发动机的重要原材料，公司自主研发的新一代军机使用的新型钛合金材料具备行业领先性。今年以来，新一代军机的量产带来了公司钛合金业务需求的大幅增长。一季度受到疫情影响交付，公司收入同比基本持平；二季度则进入高增长期，收入实现同比 88.4% 的高增长，上半年收入整体实现 42.4% 的增长。

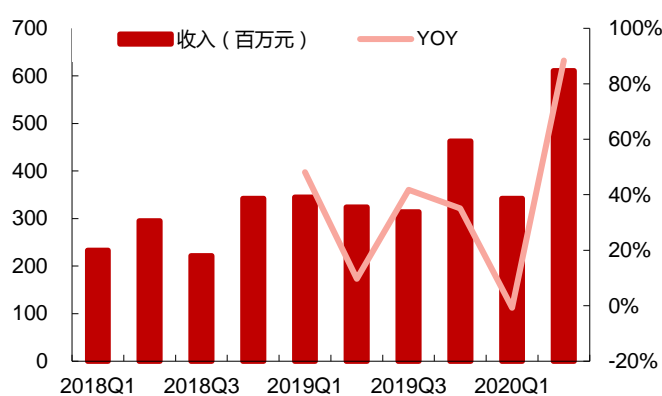
其中，上半年高端钛合金业务实现收入 8.20 亿元，同比增长 42.4%；超导业务实现收入 0.91 亿元，同比增长 46.69%；高温合金业务实现收入 839.63 万元，同比增长 530.73%。从收入结构上来看，高端钛合金依然是公司的核心收入来源；同时，高温合金自 2018 年投产以来实现收入的高速增长，有望在未来 2-3 年成为公司的新的增长点。

图 1：上半年收入同比高速增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：二季度收入实现翻倍增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心

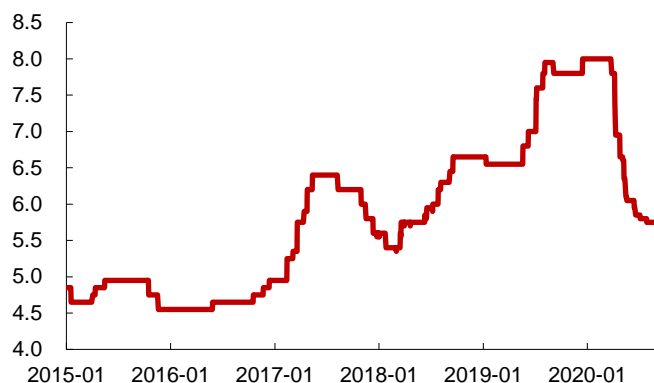
从订单情况来看，公司 2020 年上半年年末合同负债约 1.90 亿元，相比于一季度末的 1.78 亿元维持进一步增长，表明公司二季度在收入高增长的同时实现了新增订单的大幅获取。

从生产情况来看，公司 2020 年上半年末存货 10.83 亿元，相比于一季度末 1.71 亿元基本持平，表明公司二季度产销率维持较高水平。另一方面，公司通过购置新设备，将在今明两年持续进行产能投放，将逐步缓解公司产能端的压力。结合公司调研与产业链调研可知，在新一代军机量产的背景下，军用高端钛合金的订单进入加速交付期，我们预期公司下半年产销情况将延续二季度的趋势。

核心原材料海绵钛价格持续下降，公司毛利率不断恢复

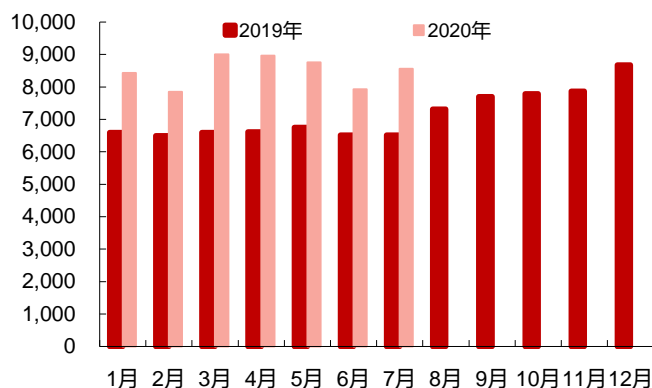
海绵钛是钛合金的核心原材料，占原材料成本比例接近 60%。2020 年以来，由于海绵钛厂商的扩产，国内海绵产量持续增长，而需求端除军品外均较为低迷，因此海绵钛价格进入下行区间。截至 8 月 28 日，海绵钛（国产，≥99.6%）价格已从高点的 8 万元/吨跌至 5.75 万元/吨，下跌幅度超过 28%。

图 3：海绵钛（国产，≥99.6%）价格持续下降（万元/吨）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

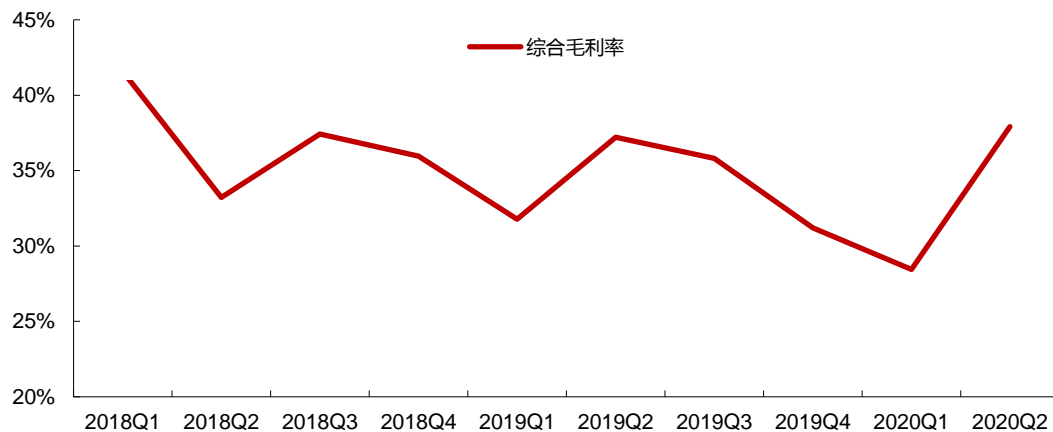
图 4：国内海绵钛月产量持续维持高位（吨）



资料来源：涂多多，西部证券研发中心

在二季度海绵钛价格持续降低、同时公司新型钛合金材料占比不断提升的过程中，公司二季度整体毛利率实现了环比大幅反弹，相比于一季度环比提升了 9.5PCT。在海绵钛价格继续维持相对较低的中枢水平、以及高温合金业务逐步量产的背景下，我们预计公司下半年整体毛利率将持续维持上升趋势。

图 5：公司毛利率迎来近年历史低点后的反弹



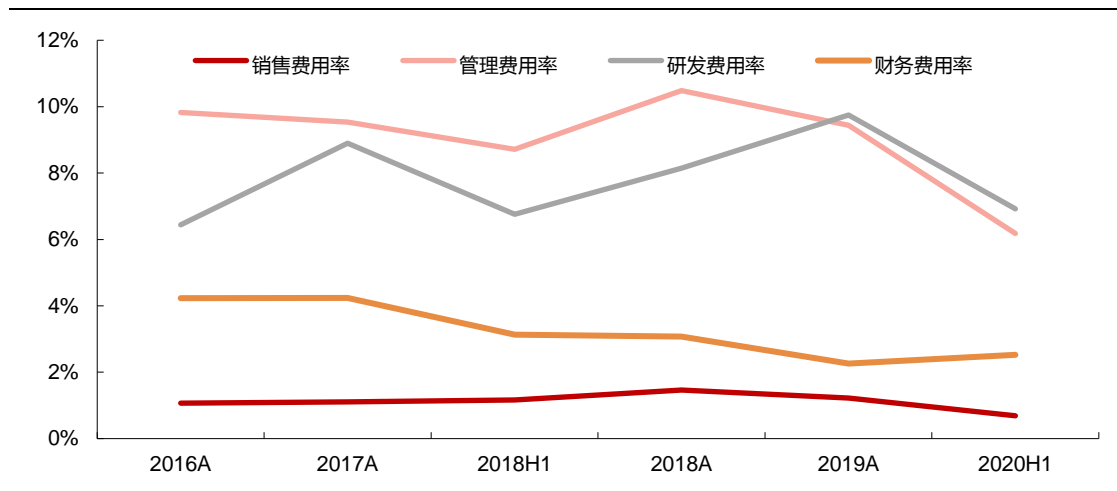
资料来源：Wind，西部证券研发中心

期间费用率随收入规模提升下降，净利率进入上升期

由于高端钛合金下游客户稳定为主要军品锻件厂，公司销售费用率随收入规模的提升而呈现明显下降趋势；另一方面，公司经历了 2019 年的设备大修，管理费用率水平也进入下行区间。由于公司的军品交付特性对现金占用程度较高，财务费用率基本维持稳定。综合来看，公司 2020 年上半年期间费用率同比下降 2.53PCT。从净利率情况来看，2020 年二季度公司归母净利润率达到 16.2%，环比提升 6.4PCT，同比提升 0.8PCT。

整体而言，我们预计公司期间费用的增长将低于公司收入规模的增长，公司净利润水平或将持续提升。

图 6：公司期间费用率水平整体呈现下降趋势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	853	780	200	200	200	营业收入	1,088	1,446	2,133	2,857	3,506
应收款项	1,163	1,470	1,681	2,088	2,361	营业成本	688	959	1,371	1,740	2,042
存货净额	758	1,025	1,552	1,916	2,248	营业税金及附加	11	14	24	32	40
其他流动资产	25	234	105	121	153	销售费用	16	18	19	20	22
流动资产合计	2,798	3,508	3,537	4,325	4,962	管理费用	203	277	326	426	512
固定资产及在建工程	0	972	1,404	1,951	2,358	财务费用	33	33	40	45	50
长期股权投资	18	38	19	25	28	其他费用/(-收入)	(11)	(20)	(15)	(15)	(15)
无形资产	204	189	159	131	101	营业利润	147	165	368	609	856
其他非流动资产	974	95	654	575	442	营业外净收支	1	2	0	0	0
非流动资产合计	1,196	1,295	2,237	2,682	2,928	利润总额	148	167	368	609	856
资产总计	3,994	4,803	5,774	7,007	7,890	所得税费用	14	14	46	76	107
短期借款	804	661	1,332	1,793	1,808	净利润	134	153	322	533	749
应付款项	654	955	1,140	1,516	1,790	少数股东损益	(1)	(5)	(6)	0	8
其他流动负债	2	6	4	4	5	归属于母公司净利润	135	158	328	533	741
流动负债合计	1,460	1,622	2,476	3,313	3,603						
长期借款及应付债券	346	318	295	270	244	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	209	248	197	218	221	盈利能力					
长期负债合计	555	566	492	488	465	ROE	7.0%	7.0%	12.3%	18.0%	21.4%
负债合计	2,015	2,188	2,969	3,801	4,068	毛利率	36.8%	33.7%	35.7%	39.1%	41.8%
股本	397	441	441	441	441	营业利润率	13.5%	11.4%	17.3%	21.3%	24.4%
股东权益	1,979	2,615	2,805	3,206	3,822	销售净利率	12.3%	10.6%	15.1%	18.6%	21.4%
负债和股东权益总计	3,994	4,803	5,774	7,007	7,890	成长能力					
						营业收入增长率	12.5%	32.9%	47.5%	34.0%	22.7%
						营业利润增长率	-6.9%	12.2%	122.8%	65.3%	40.6%
						归母净利润增长率	-5.0%	17.3%	107.4%	62.3%	39.1%
						偿债能力					
						资产负债率	50.4%	45.5%	51.4%	54.3%	51.6%
						流动比	1.92	1.43	1.43	1.31	1.38
						速动比	1.40	1.53	0.80	0.73	0.75
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.31	0.36	0.74	1.21	1.68
						BVPS	4.37	5.82	6.26	7.17	8.55
						估值					
						P/E	148.0	126.2	60.9	37.5	27.0
						P/B	9.33	7.78	7.23	6.31	5.29
						P/S	18.4	13.8	9.4	7.0	5.7

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。