

西部超导 (688122) 2022年报点评

三大板块业务快速增长, 产研并举助力公司长期发展

2023 年 05 月 23 日

【投资要点】

- ◆ **高端产品产销量旺盛, 业绩高速增长。**2022 年公司实现营业收入 42.27 亿元, 同比增长 44.41%, 分业务来看, 高端钛合金材料/超导产品/高性能高温合金材料分别实现营业收入 32.09/6.23/1.81 亿元, 同比分别+30.56%/+160.85%/+78.38%; 2022 年公司实现归母净利润 10.80 亿元, 同比增长 45.65%, 实现扣非归母净利润 9.72 亿元, 同比增长 48.69%。公司业绩的快速增长主要得益于以下几个因素: 1) 公司下游产业链发展势头良好, 需求稳步增加; 2) 钛合金、超导和高温合金行业的新技术研究和工程化应用及产业能力在不断提升; 3) 公司加大产能扩张和研发投入, 积极备货生产, 多项产品取得突破。
- ◆ **毛利率略有下滑, 费用端表现较好。**2022 年公司毛利率为 39.45%, 同比下滑 1.38pct, 其中高端钛合金材料/超导产品/高性能高温合金材料毛利率分别为 43.29%/30.44%/3.29%, 分别同比-2.02pct/+14.11pct/-0.72pct, 行业原材料价格高位波动和产品结构变化在一定程度上影响公司毛利率水平。从费用端来看, 2022 年公司期间费用率为 5.69%, 由于公司营收增长较快摊薄费用率, 费用率下降 1.17pct。具体来看, 管理费用率下降 0.39pct, 销售费用率下降 0.70pct, 财务费用率下降 0.08pct, 费用率小幅下降的基础上, 公司净利率为 25.91%, 整体上升 0.45pct。公司持续加大研发, 2022 年研发费用达到 2.54 亿元, 获得的知识产权新增共计 72 个。
- ◆ **定增项目投产, 三大业务持续发力。**我国军用钛合金市场、国内航空发动机及燃气轮机用高温合金市场需求均保持快速增长, 在民用工业的能源方面, 煤电装机量增加对超超临界发电用高温合金材料的应用也大量增加。公司 2022 年已完成定增募投, 航空航天用高性能金属材料产业化项目建成后将新增钛合金材料和高温合金的生产能力。在超导产品方面, 超导线材、超导磁体市场需求扩大, 国内外市场份额持续增长。公司超导产品产能伴随募投项目建设充分挖潜逐步释放, MRI 用超导线产销量显著提升。公司也在积极开发超导材料在医疗、单晶硅、核聚变、量子计算机线缆和电力等领域的应用, 随着下游市场加速放量, 超导线材业绩有望持续高增长。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

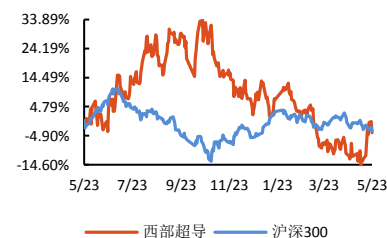
证券分析师: 曲一平

证书编号: S1160522060001

联系人: 陈然

电话: 18811464006

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	39406.79
流通市值 (百万元)	39406.79
52 周最高/最低 (元)	119.95/75.00
52 周最高/最低 (PE)	63.62/32.64
52 周最高/最低 (PB)	10.25/5.84
52 周涨幅 (%)	-3.95
52 周换手率 (%)	222.31

相关研究

《深耕钛合金材料、超导材料、高温合金材料三大主业后市可期》

2022.11.07

【投资建议】

- ◆ 基于航空航天下游发展以及公司在高端产品项目扩产，我们调整公司 2023/2024/2025 年的营业收入分别至 57.05/70.73/86.56 亿元，调整公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别至 14.66/18.59/22.52 亿元，对应 EPS 分别为 3.16/4.01/4.85 元，对应 PE 分别为 28/22/18 倍（2023 年 5 月 22 日股价），维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4227.18	5705.03	7072.80	8656.37
增长率(%)	44.41%	34.96%	23.97%	22.39%
EBITDA（百万元）	1369.43	1874.54	2325.59	2798.90
归属母公司净利润（百万元）	1079.99	1466.00	1859.21	2252.18
增长率(%)	45.65%	35.74%	26.82%	21.14%
EPS(元/股)	2.33	3.16	4.01	4.85
市盈率 (P/E)	40.69	27.92	22.01	18.17
市净率 (P/B)	7.33	5.48	4.39	3.54
EV/EBITDA	32.33	22.22	17.75	14.57

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期；
- ◆ 产能释放节奏不及预期；
- ◆ 竞争加剧影响整体盈利能力。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9166.09	10982.79	13411.68	16227.26
货币资金	2111.95	2049.08	2508.14	3150.09
应收及预付	3475.71	4670.25	5855.71	7123.65
存货	2380.12	3055.06	3837.71	4743.19
其他流动资产	1198.31	1208.40	1210.12	1210.33
非流动资产	2139.78	2775.11	3090.99	3438.68
长期股权投资	153.68	204.91	240.35	270.82
固定资产	1154.08	1647.85	1806.02	2012.75
在建工程	220.97	294.63	387.56	463.91
无形资产	179.37	239.16	266.98	298.85
其他长期资产	431.67	388.56	390.08	392.35
资产总计	11305.86	13757.89	16502.67	19665.94
流动负债	3405.86	4378.68	5248.87	6138.87
短期借款	981.89	1309.18	1401.10	1534.40
应付及预收	1737.71	2048.25	2674.76	3318.45
其他流动负债	686.26	1021.25	1173.01	1286.01
非流动负债	1538.73	1542.68	1542.68	1542.68
长期借款	1160.28	1160.28	1160.28	1160.28
应付债券	18.16	18.16	18.16	18.16
其他非流动负债	360.29	364.24	364.24	364.24
负债合计	4944.59	5921.37	6791.56	7681.55
实收资本	464.05	464.05	464.05	464.05
资本公积	3731.12	3731.12	3731.12	3731.12
留存收益	1789.24	3253.38	5112.59	7364.77
归属母公司股东权益	5996.54	7463.65	9322.86	11575.04
少数股东权益	364.74	372.88	388.26	409.35
负债和股东权益	11305.86	13757.89	16502.67	19665.94

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4227.18	5705.03	7072.80	8656.37
营业成本	2559.47	3436.94	4251.00	5228.40
税金及附加	28.92	52.29	60.90	71.03
销售费用	43.53	83.58	99.64	112.63
管理费用	165.21	287.15	312.23	385.39
研发费用	254.29	352.81	437.36	530.45
财务费用	31.74	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-14.52	-0.24	-0.32	-0.19
公允价值变动收益	28.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-4.47	13.44	14.10	9.50
资产处置收益	-0.07	1.04	2.81	1.63
其他收益	104.27	172.34	203.34	241.30
营业利润	1237.52	1678.84	2131.60	2580.70
营业外收入	0.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	1237.63	1678.84	2131.60	2580.70
所得税	142.18	204.70	257.01	307.43
净利润	1095.45	1474.14	1874.59	2273.27
少数股东损益	15.46	8.14	15.38	21.09
归属母公司净利润	1079.99	1466.00	1859.21	2252.18
EBITDA	1369.43	1874.54	2325.59	2798.90

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	298.37	418.23	860.42	1063.60
净利润	1095.45	1474.14	1874.59	2273.27
折旧摊销	124.30	195.70	193.99	218.19
营运资金变动	-988.51	-1234.37	-1191.57	-1416.93
其它	67.14	-17.24	-16.59	-10.93
投资活动现金流	-1710.21	-814.24	-493.28	-554.95
资本支出	-660.51	-822.44	-472.29	-534.43
投资变动	-1079.65	-54.02	-35.10	-30.01
其他	29.94	62.21	14.10	9.50
筹资活动现金流	742.88	335.00	91.92	133.30
银行借款	2257.27	327.30	91.92	133.30
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	241.16	0.00	0.00	0.00
其他	-1755.55	7.71	0.00	0.00
现金净增加额	-662.85	-62.87	459.05	641.96
期初现金余额	2442.12	1779.26	1716.39	2175.45
期末现金余额	1779.26	1716.39	2175.45	2817.40

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	44.41%	34.96%	23.97%	22.39%
营业利润增长	45.21%	35.66%	26.97%	21.07%
归属母公司净利润增长	45.65%	35.74%	26.82%	21.14%
获利能力 (%)				
毛利率	39.45%	39.76%	39.90%	39.60%
净利率	25.91%	25.84%	26.50%	26.26%
ROE	18.01%	19.64%	19.94%	19.46%
ROIC	12.52%	13.90%	14.91%	15.18%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.73%	43.04%	41.15%	39.06%
净负债比率	5.16%	9.17%	3.62%	-
流动比率	2.69	2.51	2.56	2.64
速动比率	1.98	1.80	1.81	1.86
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.46	0.47	0.48
应收账款周转率	3.41	3.70	3.51	3.48
存货周转率	1.29	1.26	1.23	1.22
每股指标 (元)				
每股收益	2.33	3.16	4.01	4.85
每股经营现金流	0.64	0.90	1.85	2.29
每股净资产	12.92	16.08	20.09	24.94
估值比率				
P/E	40.69	27.92	22.01	18.17
P/B	7.33	5.48	4.39	3.54
EV/EBITDA	32.33	22.22	17.75	14.57

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。