

产品研发顺利，业绩实现高增

——西部超导（688122）2022 年报点评

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2023 年 4 月 3 日

有色金属——小金属

证券分析师

袁艺博

022-23839135

yuanyb@bhqz.com

研究助理

张珂

SAC No: S1150121090013

zhangke@corp.bhqz.com

评级：

增持

上次评级：

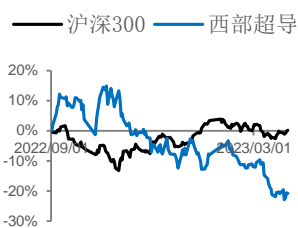
增持

目标价格：

最新收盘价：

81.53

最近半年股价相对走势



相关研究报告

军工材料核心供应商，高温合金提供新动能——西部超导（688122）深度报告
2022/12/26

事件：

公司发布 2022 年度报告，实现营收 42.27 亿元，同比+44.41%；实现归母净利润 10.80 亿元，同比+45.65%；EPS 为 2.33 元，业绩符合我们的预期。

点评：

● 各产品收入提升，超导产品增速较快

营收上，公司 2022 年营收同比+44.41%，分业务看，（1）钛合金营收 32.09 亿元，同比+30.56%；（2）超导产品营收 6.23 亿元，同比+160.85%；（3）高温合金营收 1.81 亿元，同比+78.38%。其中超导产品增速较快，销量同比+99.36%，均价同比+30.84%。

毛利率上，公司 2022 年毛利率为 39.45%，同比-1.38pct，分业务看，钛合金/超导产品/高温合金毛利率分别为 43.29%/30.44%/3.29%，同比分别为 -2.02pct/+14.11pct/-0.72pct。钛合金、高温合金受原料端海绵钛、镍等价格上涨影响，盈利稍有承压；而超导产品价格涨幅较大，盈利实现大幅提升。

● 超导：开拓 MRI/信息材料领域，中标国家重大项目采购

超导产品在 MRI、信息材料领域以及多项国家重大项目得到应用，有望为公司业绩提供重要增量。（1）MRI、信息材料上，公司 1.5T-5T 高场 MRI 用线材产品填补国内空白并全面进入国际市场；公司研制出面向 300mm 以上电子级单晶硅制造的特种无液氮超导磁体，批量出口日本信越化学和 Ferrotec。（2）公司相继中标国家重大项目超导线采购项目，其中，核聚变项目线材已形成批量供应；CRAFT 项目线材实现批量化生产；高温超导储能装置项目线材实现供应。

● 钛合金/高温合金：多产品获供货资格，公司排产有望加速

钛合金/高温合金多产品获供货资格，未来公司排产有望加速，业绩有望进一步释放。（1）钛合金：针对航空领域研制急需型号关键材料，获得了多个型号的供货资格；（2）高温合金：多个牌号高温合金大规格棒材获得某型航空发动机用料供货资格；多个重点型号航空发动机高温合金材料通过某型号发动机的长试考核，具备了供货资格，已开始供货。

● 投资建议与盈利预测

公司为军工材料优质标的，考虑到公司超导产品拓展市场顺利，且钛合金/高温合金多产品获供货资格，公司未来排产有望进一步提速，我们上调 2023/2024 年营收至 53.87/66.11 亿元，新增 2025 年营收 82.07 亿元；考虑到公司钛合金/高温合金产品上游原材料价格短期或处于高位，我们下调 2023/2024 年归母净利至 14.06/17.49 亿元，新增 2025 年归母净利 22.25 亿元，对应 PE 分别为 26.90X/21.64X/17.00X，维持“增持”评级。

风险提示：产能投产投放不及预期风险、原材料价格波动风险、下游需求不确定性风险。

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,927	4,227	5,387	6,611	8,207
(+/-)%	38.5%	44.4%	27.4%	22.7%	24.1%
经营利润 (EBIT)	855	1,245	1,640	2,023	2,545
(+/-)%	85.7%	45.6%	31.7%	23.4%	25.8%
归母净利润	741	1,080	1,406	1,749	2,225
(+/-)%	100.0%	45.7%	30.2%	24.3%	27.2%
每股收益 (元)	1.68	2.33	3.03	3.77	4.79

表：三张表及主要财务指标（百万元）

资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,597	2,112	2,222	3,099	3,869	营业收入	2,927	4,227	5,387	6,611	8,207
应收票据及应收	2,715	3,441	4,170	4,861	6,041	营业成本	1,732	2,559	3,328	4,100	5,073
账款											
预付账款	29	34	40	47	56	营业税金及附加	29	29	32	38	44
其他应收款	10	4	8	10	11	销售费用	51	44	46	54	64
存货	1,599	2,380	2,657	3,314	3,796	管理费用	126	165	178	205	238
其他流动资产	48	21	21	21	21	研发费用	186	254	302	344	410
流动资产合计	7,096	9,166	10,294	12,530	14,974	财务费用	24	32	16	14	-2
长期股权投资	149	154	154	154	154	资产减值损失	-39	-15	-10	-10	-10
固定资产合计	1,038	1,154	1,223	1,337	1,474	信用减值损失	-2	-20	-20	-20	-20
无形资产	171	179	187	195	203	其他收益	92	104	119	132	148
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	14	-4	13	15	16
长期待摊费用	0	0	0	0	0	公允价值变动收	5	29	4	4	4
						益					
其他非流动资产	39	316	316	316	316	资产处置收益	3	0	1	1	1
资产总计	8,758	11,306	12,708	15,198	17,876	营业利润	852	1,238	1,592	1,979	2,518
短期借款	1,001	982	1,032	1,052	1,072	营业外收支	-1	0	0	0	0
应付票据及应付	1,061	1,737	1,850	2,547	2,865	利润总额	852	1,238	1,592	1,979	2,519
账款											
预收账款	1	1	1	1	2	所得税费用	106	142	183	227	289
应付职工薪酬	133	181	233	246	284	净利润	745	1,095	1,409	1,752	2,229
应交税费	42	16	20	24	30	归属于母公司所	741	1,080	1,406	1,749	2,225
						有者的净利润					
其他流动负债	35	21	21	21	21	少数股东损益	4	15	3	3	4
长期借款	428	1,160	885	835	835	基本每股收益	1.68	2.33	3.03	3.77	4.79
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	3,315	4,945	4,938	5,676	6,124	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股东权益	5,443	6,361	7,770	9,522	11,752	营收增长率	38.5%	44.4%	27.4%	22.7%	24.1%
						EBIT 增长率	85.7%	45.6%	31.7%	23.4%	25.8%
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利润增长率	100.0%	45.7%	30.2%	24.3%	27.2%
净利润	745	1,095	1,409	1,752	2,229	销售毛利率	40.8%	39.5%	38.2%	38.0%	38.2%
折旧与摊销	109	124	155	173	194	销售净利率	25.5%	25.9%	26.2%	26.5%	27.2%
经营活动现金流	227	298	804	1,370	1,213	ROE	13.8%	18.0%	19.0%	19.1%	19.6%
净额											
投资活动现金流	-98	-1,710	-412	-410	-408	ROIC	10.8%	12.5%	14.5%	15.3%	16.1%
净额											
筹资活动现金流	1,958	743	-281	-84	-34	资产负债率	37.8%	43.7%	38.9%	37.3%	34.3%
净额											
现金净变动	2,085	-663	110	877	771	PE	57.69	40.69	26.90	21.64	17.00
期初现金余额	357	2,442	1,779	1,890	2,766	PB	7.98	7.33	5.11	4.13	3.33
期末现金余额	2,442	1,779	1,890	2,766	3,537	EV/EBITDA	43.20	32.33	21.08	16.81	13.21

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn