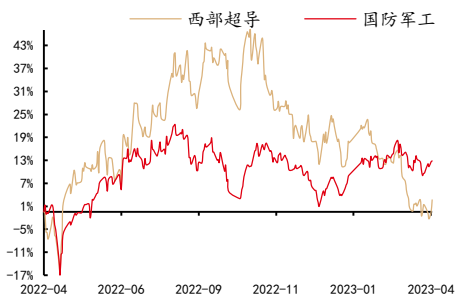


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	82.72
总股本/流通股本(亿股)	4.64 / 4.64
总市值/流通市值(亿元)	384 / 384
52周内最高/最低价	118.37 / 67.48
资产负债率(%)	43.7%
市盈率	35.54
第一大股东	西北有色金属研究院
持股比例(%)	21.6%

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
研究助理: 马强
SAC 登记编号: S1340123030011
Email: maqiang@cnpsec.com

西部超导(688122)

三大业务并进，业绩有望较快增长

● 事件

3月28日，西部超导发布2022年年报。2022年，公司实现营业收入42.27亿元，同比增长44%；实现归母净利润10.80亿元，同比增长46%。

● 点评

1、三大业务并进，收入高速增长。2022年，公司钛合金、超导产品和高温合金分别实现收入32.09亿元、6.23亿元和1.81亿元，分别同比增长31%、161%和78%。毛利率方面，受海绵钛和镍等金属原材料价格影响，公司钛合金和高温合金业务毛利率分别小幅下滑2.02pcts和0.72pcts至43.29%和3.29%；公司超导产品业务或受益于产品结构调整，毛利率大幅提升14.11pcts至30.44%。2022年，公司综合毛利率39.45%，同比小幅下滑1.37pcts。

2、费用率下降，盈利能力提升。2022年，公司四费率11.70%，同比降低1.51pcts。其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为1.03%、3.91%、6.02%和0.75%，分别同比降低0.70pcts、0.39pcts、0.34pcts和0.08pcts。受益于费用率降低，公司盈利能力提升，销售净利率同比提升0.46pcts至25.91%。

3、钛材龙头地位稳固，高温合金和超导产品业务空间广阔。钛材方面，公司全面保障重点型号产品的顺利交付，核心产品质量稳定，市场主导地位稳固。**高温合金方面**，2022年销量732吨创新高，公司主要牌号在多个型号多个客户的产品认证进展顺利，新增资质不断增加，GH4169、GH738等典型高温合金在多个型号发动机、燃机和商发长江系列发动机进入批量供货阶段。**超导产品方面**，超导线材、超导磁体市场需求大增，1.5T-5T高场超导磁共振成像仪用NbTi线材填补国内空白并全面进入国际市场；核聚变用高性能Nb₃Sn超导线打破国外垄断，形成批量供应；CRAFT项目高线材实现批量化生产等。

4、原材料价格下行有望提升公司盈利能力。海绵钛是钛合金主要原材料，在海绵钛厂商扩产及全流程产线投运下，价格有望下行。宝鸡钛产业研究院4月6日给出0级国产海绵钛报价区间7.5-7.6万元/吨，较其去年同期给出的报价区间8.0-8.5万元/吨下降0.4-1.0万元/吨。镍是高温合金主要原材料，长江有色市场4月7日镍板价格18.6万元/吨，较去年同期下降16%。公司有望受益于原材料价格下行带来的盈利能力提升。

5、盈利预测与评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.47、16.53 和 20.26 亿元，同比增长 25%、23%、23%，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

公司产品需求及市场拓展不及预期；公司产能提升不及预期；产品降价及原材料涨价超出市场预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4227	5364	6517	7845
增长率(%)	44.41	26.89	21.51	20.37
EBITDA（百万元）	1369.43	1786.21	2146.70	2564.08
归属母公司净利润（百万元）	1079.99	1347.43	1653.43	2025.54
增长率(%)	45.65	24.76	22.71	22.51
EPS（元/股）	2.33	2.90	3.56	4.36
市盈率（P/E）	35.54	28.49	23.22	18.95
市净率（P/B）	6.40	5.23	4.27	3.48
EV/EBITDA	32.33	21.22	16.99	13.92

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	4227	5364	6517	7845	营业收入	44.4%	26.9%	21.5%	20.4%
营业成本	2559	3267	3966	4764	营业利润	45.2%	24.8%	22.7%	22.5%
税金及附加	29	37	45	54	归属于母公司净利润	45.7%	24.8%	22.7%	22.5%
销售费用	44	55	67	81	获利能力				
管理费用	165	198	238	285	毛利率	39.5%	39.1%	39.2%	39.3%
研发费用	254	333	404	486	净利率	25.5%	25.1%	25.4%	25.8%
财务费用	32	28	11	-18	ROE	18.0%	18.3%	18.4%	18.4%
资产减值损失	-15	-18	-22	-27	ROIC	12.5%	14.2%	14.9%	15.4%
营业利润	1238	1544	1895	2321	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	43.7%	39.9%	38.5%	35.1%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	2.69	2.95	2.99	3.32
利润总额	1238	1544	1895	2321	营运能力				
所得税	142	177	218	267	应收账款周转率	3.41	3.44	3.46	3.46
净利润	1095	1367	1677	2055	存货周转率	2.12	2.12	2.13	2.13
归母净利润	1080	1347	1653	2026	总资产周转率	0.42	0.44	0.46	0.48
每股收益(元)	2.33	2.90	3.56	4.36	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.33	2.90	3.56	4.36
货币资金	2112	2896	4308	5073	每股净资产	12.92	15.83	19.39	23.75
交易性金融资产	1174	584	85	85	估值比率				
应收票据及应收账款	3441	4344	5090	6265	PE	35.54	28.49	23.22	18.95
预付款项	34	44	53	64	PB	6.40	5.23	4.27	3.48
存货	2380	2681	3443	3913	现金流量表				
流动资产合计	9166	10582	13007	15437	净利润	1095	1367	1677	2055
固定资产	1154	1218	1180	1090	折旧和摊销	124	154	156	158
在建工程	221	281	311	321	营运资本变动	-989	-1062	-794	-1402
无形资产	179	187	195	203	其他	67	104	122	133
非流动资产合计	2140	2276	2280	2213	经营活动现金流净额	298	564	1161	943
资产总计	11306	12858	15287	17651	资本开支	-661	-288	-158	-88
短期借款	982	963	943	924	其他	-1050	597	497	-3
应付票据及应付账款	1737	1834	2500	2706	投资活动现金流净额	-1710	309	339	-91
其他流动负债	687	795	901	1022	股权融资	241	0	0	0
流动负债合计	3406	3592	4344	4652	债务融资	1028	-19	-19	-19
其他	1539	1539	1539	1539	其他	-526	-70	-69	-69
非流动负债合计	1539	1539	1539	1539	筹资活动现金流净额	743	-89	-89	-88
负债合计	4945	5130	5882	6191	现金及现金等价物净增加额	-663	784	1412	765
股本	464	464	464	464					
资本公积金	3731	3731	3731	3731					
未分配利润	1557	2703	4108	5830					
少数股东权益	365	384	408	437					
其他	244	446	694	998					
所有者权益合计	6361	7728	9405	11460					
负债和所有者权益总计	11306	12858	15287	17651					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048