

# 西部超导 (688122)

证券研究报告  
2024年09月26日

## 原材料价格下行释放盈利弹性，多业务研发取得显著成果

**事件：2024年H1实现营收20.2亿元，同比-4.33%；实现归母净利润3.48亿元，同比-17.24%；实现扣非归母净利润3.12亿元，同比-16.37%。**

单Q2公司实现营收12.27亿元，同比+3.13%，环比+54.6%；实现归母净利润2.38亿元，同比+11.83%，环比+115.39%；实现扣非归母净利润2.19亿元，同比+22.62%，环比+136.12%。Q2单季度业绩表现非常亮眼，我们认为得益于三方面因素：

(1) **超导业务订单交付顺利，期内公司完成了核聚变CRAFT项目交付、BEST聚变项目批产交付，同时完成了多个超导磁体、超导电机等品类延伸业务的设计、生产、交付等任务**，上半年超导部分业务实现营业收入4.82亿元，同比增长19.95%，环比+136.12%。

(2) **钛合金业务交付环比提升使得产能利用率提升，叠加上游材料价格同比下降，带来盈利能力大幅改善**。上半年公司钛合金业务实现营业收入12.84亿元，同比下降4.07%，但是2024H1相较于2023H2环比提升10.03%，出现了一定的抬升趋势，公司整体产能利用率环比提升，规模效应展现。同时上游主要原材料海绵钛价格稳定在4.8-5.6万元/吨，相较于去年同期5.5-8万元/吨价格有所下降，其价格的下跌带来了小幅的利润弹性。两因素叠加，上半年公司实现钛合金业务毛利率36.95%，较去年全年增长2.54pcts。

(3) **高温合金业务上游原材料价格较去年有较大降幅，同时工艺成熟度逐步提升，带来盈利能力大幅改善**。公司主要生产镍基变形高温合金，镍价在2023年全年走下跌趋势，LME镍价格从2023年年初3万美元/吨到年底下降至1.65万美元/吨。而虽然2024年3-5月镍价走高一段时间，自1.6万美元/吨上涨至2.1万美元/吨，但后续5-7月价格又重回1.6万美元/吨。整体来看，目前上游原材料价格中枢相较于2023年有20-30%左右的下降，传导至毛利率带来一定增长。因为上半年高温合金二期生产线投入试生产，同时返回料技术研发持续展开，带来一定生产建设费用增加，但整体来看原材料价格变化影响大于该部分投入，上半年实现毛利率21.35%，相较于去年全年+5.49pcts。

**展望公司后续成长性，原材料端海绵钛价格供大于求或将持续，同时镍价目前仍处于下行周期，两大大宗商品价格仍处于下行周期，公司所做产品具备核心卡位优势，因此盈利能力弹性具备持续性。而公司完备的科研人才研发体系为成长持续蓄能，上半年公司在超导电机、超导磁体、超大规格耐蚀高韧钛合金锻坯、高温合金返回料技术取得了优异进展，伴随多条先进产线产能今年逐步落地，公司有望仍将保持新材料领域成长企业引领者的角色。**

费用率方面，上半年公司期间费用率为13.86%，同比+3.17pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.65%、3.43%、8.88%、0.9%，同比分别变动0.09、0.28、2.71、0.09pct。如前文所述，公司在三大业务领域处于快速产品研发迭代阶段，使得公司整体研发费用投入较大。我们认为公司正在进入多成长曲线蓄能阶段，未来几大领域具备十足成长空间，为面向未来数年的高成长打好坚定根基。

资产负债表方面，截止24年中公司存货达34.5亿元，较2023年年中增加21.33%，较2023年年底增加3.23%；固定资产达14.41亿元，较2023年年中增加4.95%，较2023年年底增加2.49%；在建工程达6.27亿元，较2023年年中增加326.81%，较2023年年底增加16.87%。我们认为，自去年开始上游原材料的备货比例出现一定调整，但在此条件下，库存及产能侧无论是同比还是环比都出现了一定程度的增长，基于目前军工景气度恢复节奏，公司已逐步建立供给侧弹性能力，有望伴随景气度回升充分释放增长动能。

**盈利预测：**由于上半年军品订单下达节奏略有推迟，对公司今年业绩释放节奏造成短暂波动，待人事调整及装备订单调整结束后，公司仍具备充分成长弹性，预计公司在2024-2026年的归母净利润分别为9.0/11.0/13.1亿元（2024-2025年前值为11.09/14.22亿元），对应PE分别为27/22/18X，维持“买入”评级。

**风险提示：**军品订单波动风险；原材料价格下降风险；新品研发批产放量不及预期风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,227.18	4,158.78	4,931.56	6,262.69	7,082.67
增长率(%)	44.41	(1.62)	18.58	26.99	13.09
EBITDA(百万元)	1,592.55	1,285.05	1,294.60	1,560.74	1,785.19
归属母公司净利润(百万元)	1,079.99	752.37	900.25	1,104.50	1,306.59
增长率(%)	45.65	(30.34)	19.65	22.69	18.30
EPS(元/股)	1.66	1.16	1.39	1.70	2.01
市盈率(P/E)	22.25	31.93	26.69	21.75	18.39
市净率(P/B)	4.01	3.80	3.33	2.89	2.49
市销率(P/S)	5.68	5.78	4.87	3.84	3.39
EV/EBITDA	27.02	27.14	19.17	14.52	13.70

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	36.98元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	649.66
流通A股股本(百万股)	649.66
A股总市值(百万元)	24,024.59
流通A股市值(百万元)	24,024.59
每股净资产(元)	9.65
资产负债率(%)	47.14
一年内最高/最低(元)	55.18/31.35

### 作者

王泽宇	分析师
SAC执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
刘奕町	分析师
SAC执业证书编号：S1110523050001	liuyiting@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《西部超导-公司点评:公司核心成员大额增持显信心，第二第三成长曲线或进入全面放量新阶段》2024-01-25
- 《西部超导-季报点评:结构调整下23Q1业绩有所波动，产能扩张+第二成长曲线放量公司拐点或将到来》2023-05-12
- 《西部超导-年报点评报告:归母净利润同比+45.65%维持高增长态势，主要产品产销量持续增长未来可期》2023-03-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,111.95	1,482.41	986.31	2,526.16	1,416.53
应收票据及应收账款	3,441.47	3,331.29	4,340.02	4,358.15	5,478.88
预付账款	34.24	43.72	28.74	59.53	36.16
存货	2,380.12	3,342.30	3,524.20	2,784.06	4,105.88
其他	1,198.31	1,280.48	1,351.90	1,412.67	1,452.19
<b>流动资产合计</b>	<b>9,166.09</b>	<b>9,480.20</b>	<b>10,231.17</b>	<b>11,140.58</b>	<b>12,489.64</b>
长期股权投资	153.68	187.90	187.90	187.90	187.90
固定资产	1,154.08	1,406.44	1,710.59	1,845.65	1,886.32
在建工程	220.97	536.41	429.84	314.31	241.38
无形资产	179.37	291.38	270.99	250.60	230.21
其他	431.67	168.86	453.59	417.59	484.59
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,139.78</b>	<b>2,590.99</b>	<b>3,052.91</b>	<b>3,016.05</b>	<b>3,030.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,305.86</b>	<b>12,084.15</b>	<b>13,284.08</b>	<b>14,156.63</b>	<b>15,520.05</b>
短期借款	981.89	727.65	1,460.34	700.00	1,172.62
应付票据及应付账款	1,736.69	1,857.26	1,557.92	2,072.74	1,372.23
其他	503.74	696.94	674.91	522.87	687.41
<b>流动负债合计</b>	<b>3,222.32</b>	<b>3,281.85</b>	<b>3,693.16</b>	<b>3,295.61</b>	<b>3,232.26</b>
长期借款	1,160.28	1,535.16	1,589.28	1,750.00	1,896.99
应付债券	18.16	18.16	18.16	18.16	18.16
其他	360.29	371.19	341.00	326.69	279.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,538.73</b>	<b>1,924.52</b>	<b>1,948.44</b>	<b>2,094.85</b>	<b>2,194.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,944.59</b>	<b>5,347.93</b>	<b>5,641.61</b>	<b>5,390.46</b>	<b>5,426.41</b>
少数股东权益	364.74	411.44	425.15	441.97	461.86
股本	464.05	649.66	649.66	649.66	649.66
资本公积	3,731.12	3,576.87	3,576.87	3,576.87	3,576.87
留存收益	1,789.24	2,077.84	2,978.09	4,082.59	5,389.18
其他	12.13	20.40	12.71	15.08	16.06
<b>股东权益合计</b>	<b>6,361.28</b>	<b>6,736.21</b>	<b>7,642.47</b>	<b>8,766.17</b>	<b>10,093.64</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,305.86</b>	<b>12,084.15</b>	<b>13,284.08</b>	<b>14,156.63</b>	<b>15,520.05</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,095.45	764.57	900.25	1,104.50	1,306.59
折旧摊销	124.01	141.88	202.80	234.87	260.64
财务费用	53.57	65.66	69.13	66.86	32.10
投资损失	4.47	(4.35)	(30.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(1,188.00)	(561.33)	(1,491.00)	1,078.84	(3,217.18)
其它	208.87	(244.86)	95.30	80.76	58.52
<b>经营活动现金流</b>	<b>298.37</b>	<b>161.57</b>	<b>(253.52)</b>	<b>2,545.83</b>	<b>(1,579.33)</b>
资本支出	225.85	845.00	410.19	248.31	255.69
长期投资	4.74	34.22	0.00	0.00	0.00
其他	(1,940.80)	(1,262.62)	(923.38)	(590.19)	(520.93)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,710.21)</b>	<b>(383.40)</b>	<b>(513.19)</b>	<b>(341.88)</b>	<b>(265.24)</b>
债权融资	921.96	235.21	278.31	(666.48)	733.96
股权融资	(444.28)	(415.13)	(7.70)	2.38	0.98
其他	265.21	(48.93)	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>742.88</b>	<b>(228.85)</b>	<b>270.61</b>	<b>(664.10)</b>	<b>734.95</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(668.96)</b>	<b>(450.68)</b>	<b>(496.09)</b>	<b>1,539.85</b>	<b>(1,109.62)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4,227.18</b>	<b>4,158.78</b>	<b>4,931.56</b>	<b>6,262.69</b>	<b>7,082.67</b>
营业成本	2,559.47	2,833.24	3,252.55	4,084.48	4,593.29
营业税金及附加	28.92	23.50	28.11	37.58	42.50
销售费用	43.53	30.50	34.52	46.97	53.12
管理费用	165.21	194.45	221.92	288.08	325.80
研发费用	254.29	329.45	414.25	563.64	602.03
财务费用	31.74	46.57	69.13	66.86	32.10
资产/信用减值损失	(34.89)	(30.14)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	28.66	38.74	81.59	63.94	38.62
投资净收益	(4.47)	4.35	30.00	20.00	20.00
其他	(82.80)	(181.93)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,237.52</b>	<b>870.06</b>	<b>1,022.67</b>	<b>1,259.01</b>	<b>1,492.45</b>
营业外收入	0.88	3.18	4.67	4.79	3.20
营业外支出	0.76	5.09	0.42	1.05	1.86
<b>利润总额</b>	<b>1,237.63</b>	<b>868.15</b>	<b>1,026.92</b>	<b>1,262.75</b>	<b>1,493.79</b>
所得税	142.18	103.57	112.96	141.43	167.30
<b>净利润</b>	<b>1,095.45</b>	<b>764.57</b>	<b>913.96</b>	<b>1,121.32</b>	<b>1,326.49</b>
少数股东损益	15.46	12.20	13.71	16.82	19.90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,079.99</b>	<b>752.37</b>	<b>900.25</b>	<b>1,104.50</b>	<b>1,306.59</b>
每股收益(元)	1.66	1.16	1.39	1.70	2.01

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	44.41%	-1.62%	18.58%	26.99%	13.09%
营业利润	45.21%	-29.69%	17.54%	23.11%	18.54%
归属于母公司净利润	45.65%	-30.34%	19.65%	22.69%	18.30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.45%	31.87%	34.05%	34.78%	35.15%
净利率	25.55%	18.09%	18.25%	17.64%	18.45%
ROE	18.01%	11.90%	12.47%	13.27%	13.57%
ROIC	27.38%	15.88%	14.68%	14.71%	19.45%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.73%	44.26%	42.47%	38.08%	34.96%
净负债率	5.13%	18.38%	27.24%	-0.66%	18.01%
流动比率	2.69	2.77	2.77	3.38	3.86
速动比率	1.99	1.80	1.82	2.54	2.59
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.37	1.23	1.29	1.44	1.44
存货周转率	2.12	1.45	1.44	1.99	2.06
总资产周转率	0.42	0.36	0.39	0.46	0.48
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.66	1.16	1.39	1.70	2.01
每股经营现金流	0.46	0.25	-0.39	3.92	-2.43
每股净资产	9.23	9.74	11.11	12.81	14.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.25	31.93	26.69	21.75	18.39
市净率	4.01	3.80	3.33	2.89	2.49
EV/EBITDA	27.02	27.14	19.17	14.52	13.70
EV/EBIT	29.29	30.51	22.73	17.09	16.04

### 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或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com