



军工金属新材料 2021Q3 总结暨板块观点更新



西部超导和宝钛股份 Q3 归母净利润实现环比正增长：我们选取西部超导、抚顺特钢、钢研高纳、宝钛股份等六家主要高温合金及钛合金上市企业，从营业收入来看，得益于产品产销量增加，2021Q3 西部超导、钢研高纳和宝钛股份营收增速（皆为 50%左右）较半年报有所扩张，其中宝钛股份单季度营收增速最高达 52.5%，另外三家企业略有收敛。从归母净利润来看，除图南股份外，其余企业净利润同比增速均超过营收增速，Q3 表现较好的为宝钛股份（+94.3%）和钢研高纳（+87.3%），但各公司 Q3 同比增速较半年报皆有所下降；剔除基数影响，从单季度归母净利润环比角度来看，Q3 仅西部超导（+21.4%）和宝钛股份（+6.3%）实现了环比正增长。结果显示，与 2021 半年报整体军工金属新材料板块业绩表现亮眼不同，三季度相关公司业绩出现了一定程度的分化。

产品结构和规模化效应造成 Q3 企业盈利性分化：从销售毛利率来看，作为钛合金军品占比较高企业，西部超导依然保持绝对领先优势，Q3 毛利率高达 44.5%（环比+1.1%），已比肩 2016 年上半年公司历史最好水平，主要得益于产品产销量增加规模化效应带来的单位边际成本下降；高温合金的代表企业钢研高纳和图南股份，2021Q3 毛利率相比 Q2 有所下滑，分别为 27.7%（-4.6pcts）和 34.6%（-6.8pcts），主要受宏观经济下行叠加原材料价格抬升（其中电解镍价格 Q3 环比提高 12%），对主营产品尤其是民品盈利造成负面影响；抚顺特钢普钢产品占据大部分，理论上受经济下行影响更大，但 Q3 毛利率为 24%环比持平，推测主要是受益于公司产品结构调整（Q3 合金结构钢销量 5.83 万吨，环比减少 39%）和降本增效

的持续推进；宝钛股份和西部材料两家钛合金企业产品盈利性接近（Q3 毛利率近 21%），环比持平，募投项目放量带来的成本下降对冲了民品盈利下行压力，考虑到海绵钛价格是从 10 月份开始出现明显上涨，需留意对 Q4 盈利影响。从分季度期间费用率来看，大部分企业保持下行趋势，图南股份今年以来有所抬升，主要是在研发费用方面加大了投入。

在手订单充裕，未来业绩持续增长可期：从应收账款及票据来看，三季度末各公司不论是较年初还是半年报皆呈现增长趋势（抚顺特钢由于 2020 年应收票据业务模式变更，数据缺失，不在统计范围内），其中图南股份 2021Q3 环比增幅更是高达 101%，达到 1.16 亿元，主要为销售规模扩大、客户年中回款较差等原因所致。从存货来看，由于原材料价格上涨以及生产备货增加，各企业存货不同程度增加（21Q3 环比增幅在 5%-20%）。从合同负债来看，各企业延续了半年报以来的增长趋势，其中图南股份三季度末合同负债为 0.45 亿元，环比增加 0.35 亿元，主要为下游需求增长预收货款增加所致。几项数据的持续增长，显示出下游尤其是航空市场景气度持续向好，企业产销量增加在手订单充足，原材料采购、在产品等相应增加，后续业绩稳步提升可期。

10 月 13 日板块阶段性底部我们明确提出四季度要开始积极布局军工新材料，并同期发布了《西部超导深度报告-航空金属材料领跑者》。本次推荐逻辑主要分策略和行业两个方面，其中策略层面是本次推荐的核心逻辑；

策略层面：伴随全球能源危机不断发酵，对企业生产和居民生活造成的负面影响日益凸显，近期碳中和纠偏愈演愈烈，贯穿今年市场唯一主线弱化，这点目前在煤炭等传统能源板块表现尤其明显。另一方面，三季度经济下行压力增大，疫情之下的经济复苏是慢变量，而供给受限下的结构性通胀是快变量，宏观滞胀格局制约了流动性宽松的空间。总体来看，市场碳中和主线弱化+宏观滞胀背景下，权益市场高预期收益率逐步向实际低收益率回归，表现为行业结构性轮转加快及相关个股波动增大，理性回归的过程中市场会寻找业绩确定性强及未来政策方向风险小的板块进行防御配置。因此我们认为“慢即是快”，当前时点应降低绝对收益预期，做好中期相对收益布局。

行业层面：1、三季报是一个很好的验证业绩持续性的时间点，从军工金属新材料上市公司盈利情况来看，西部超导表现较为突出，且各公司应收账款、存货及合同负债等数据显示出后续业绩持续增长潜力；2、军工新材料已调整至合理估值水平，伴随自身业绩和市场认知估值的稳步提升，军工新材料中长期价值重估将延续，西部超导、抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、宝钛股份、西部材料等公司可持续关注。

公司主营产品为高端钛合金、高性能高温合金和超导材料，是我国航空用钛合金棒丝材的主要研发生产基地，是目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，也是国际上唯一的低温超导全流程企业。目前钛合金产品为公司核心业绩贡献点，90%偏军工领域尤其是航空产品；

中长期成长空间持续开拓：公司于 2021 年 7 月 9 日发布公告称，拟定向增发募集资金不超过 20.13 亿元，除 3.38 亿元用于补充流动资金外，其余均用于现有主营业务的拓展。若募投项目均能顺利落地，预计 2023 年超导材料产能可达 2750 吨/年；2024 年高端钛合金产能可达 10000 吨/年；2027 年高温合金总产能可达 6000 吨/年；

投资建议：伴随国防军队现代化建设提速，对于装备的新增和替代要求不断增加，叠加关键材料国产替代大趋势，军品订单市场尤其是航空领域景气度持续抬升。高端钛合金和高温合金需求有望保持快速增长，而国内面临高端供给不足的现状，公司作为航空金属材料领跑者，将充分受益于行业赛道崛起。预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 30.9/40.1/52.2 亿元，同比增长 46%/30%/30%，实现归母净利润分别为 7.04/9.27/12.41 亿元，同比增长 90%/32%/34%，对应 PE50X/38X/28X (更新于 11 月 1 日)，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格抬升风险：随着宏观经济复苏，将带动镍、海绵钛、废钢

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28680

