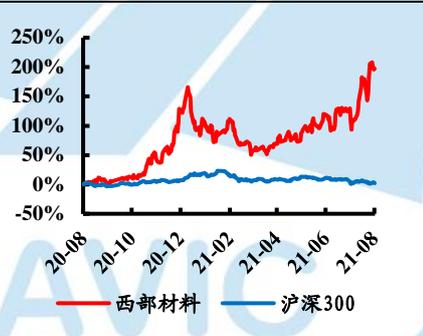


受益军品业务增长, 归母净利大增 387.09%

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 梁晨
 证券执业证书号: S0640519080001
 电话: 010-59562516
 邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 军工

2021 年 8 月 26 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.26)	22.27 元
目标价格	26.00 元
基础数据 (2021.8.26)	
上证指数	3501.66
总市值 (亿元)	108.73
总股本 (亿股)	4.88
流通 A 股 (亿股)	4.88
资产负债率 (2021H1)	46.39%
ROE (摊薄) (2021H1)	2.81%
PE (TTM)	79.62
PB (LF)	4.24
近一年公司与沪深 300 走势对比图	
	
资料来源: wind, 中航证券研究所	

➤ **事件:** 公司 8 月 26 日公告, 2021H1 营收 11.57 亿元 (+27.35%), 归母净利润 0.72 亿元 (+387.09%), 扣非归母净利润 0.65 亿元 (+2844.33%), 毛利率 21.28% (+4.98pcts), 净利率 7.73% (+5.31pcts)。

➤ **投资要点:**

● **“打造全球领先的稀有金属材料加工基地”:** 公司是我国稀有金属新材料行业的领先者, 依托控股股东西北有色金属研究院的科研实力, 形成了钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、稀有金属装备、钨钼材料及制品、钛材高端日用消费品及精密加工制品等八大业务领域, 产品主要应用于军工、核电、环保、海洋工程、石化、电力等行业和众多国家大型项目。其中, 钛加工采取“高端发展”和“低成本制造”策略, 同时打通从海绵钛到钛材日用品的完整钛产业链。

● **航空航天钛材需求助力公司业绩快速增长:** 2021H1 公司收入同比增长 27.35%, 归母净利润增长 387.09%, 创出历史最好中报业绩, 归母净利润增速远超营收增速, 同时公司毛利率 (21.28%, 4.98pcts) 大幅增长, 公司业绩的快速增长主要受益于军队现代化建设提速和国防装备升级换代, **航空航天领域盈利较强的钛产品快速增长, 产品结构得到优化升级, 上半年航空航天领域销售收入突破 3 亿元。**公司钛制品主要子公司西部钛业 (持股 88.30%) 2021H1 实现营收 6.29 亿元 (+22.65%), 净利润 0.55 亿元 (+1167.26%) 大幅增长。

● **实施数字化平台建设, 提高公司管理效能:** 2021H1 公司毛利率提升的同时, 费用率 (11.96%, -0.59pcts) 也小幅下降, 净利率 (7.73%, +5.31pcts) 快速增长。公司强化全面预算管理, 推行生产过程精细化管理, 提高管理效能, 积极探索新的激励模式和运营模式。目前公司已完成数字化平台一期建设, 数据整合分析能力显著提高; 正在实施的数字化平台二期 MES 系统建设, 可实现物流与信息流的一致和共享, 提高车间的计划响应能力、订单交付能力, 提升公司整体竞争实力。

● **军品销售应收增长, 采购备货应对航空航天需求:** 公司经营现金流 (-1.98 亿元, -51.60%) 下降主要是公司军品销售增加, 回款周期较长导致, 同时也反映在应收款项 (10.69 亿元, +30.69%) 的增长, 我们认为随着下半年军品回款, 公司现金流将有所改善。公司预付款项 (1.85 亿元, +83.47%)、应付款项 (8.04 亿元, +9.15%)、存货 (16.17 亿元, +19.21%) 增加, 我们认为主要是材料采购, 备战生产导致。未来随着公司产品的生产销售, 将转化至利润表增厚业绩。

● **补发展短板, 实现产能装备升级改造:** 为满足我国航空航天、舰船、海洋工程、兵器等行业对高性能低成本钛合金板材的迫切需求, 公司非公开发行股票 (发行价格

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

12.50 元/股), 推动募投项目《高性能低成本钛合金生产线技改项目》建设, 预计可形成 3000 吨的钛材军品产能, 项目预算 4.85 亿元, 已于 3 月开工, 项目进展顺利, 已完成主体设备采购及 4 台电弧炉设备基础施工, 目前正在进行浅基坑钢结构钢柱安装和深基坑素土回填, 预计 10 月底设备进场安装, 力争年底投产, 届时可补齐产能短板, 打开上限, 扩大盈利规模。

- **加大市场开拓力度、为公司带来新的增长点:** ①**军工领域**, 十四五期间, 是我国军队现代化建设提速期和国防装备升级换代加速期, 预计未来几年, 公司军品销售收入将持续增长; ②**核电领域**, 在碳达峰碳中和背景下, 我国核电建设将步入快速发展通道, 这对公司核燃料控制棒组件、凝汽器复合管板以及核乏燃料后处理设备等产品形成强劲需求, 预计下半年将陆续形成订单; ③**环保领域**, 非电行业烟气治理将成为大气污染防治的重点, 公司上半年烟气除尘领域新签合同约 1 亿元, 创历史新高; ④**化工领域**, 近年来, 随着供给侧结构性改革持续推进, 化工等传统领域行业龙头企业在实现产业转型升级和高质量发展的过程中不断扩大产能, 受益于此, 公司目前在手的化工行业订单充足。
- **加快新产品开发、新产业培育:** 2021 年上半年公司积极申报工信委、发改委等各类项目 40 余项, 申请专利 20 项, 授权专利 22 项, 成果明显: ①**航空航天用钛合金薄板制备技术优化, 大幅提高生产效率**; ②开发了油气开采用高强韧钛合金管材; ③制备出高端用新型钛合金板材, 性能已达到国内领先水平; ④高强韧低成本高尔夫用钛合金薄板生产工艺优化, 成本下降 40%, 交付客户试验; ⑤开发出新能源领域用多层复合板, 已向客户提供成品; ⑥高温烟气除尘领域签订了多个金属滤袋除尘器项目合同; ⑦难熔金属多层复合靶材完成了低功率 X 射线 WRe/TZM 双层旋转靶材装管测试, 批量供货; ⑧高功率 CT 球管用 WRe/TZM/石墨三层复合靶材 $\phi 140\text{mm}$ 、 $\phi 165\text{mm}$ 、 $\phi 190\text{mm}$ 样品已交付客户测试, 性能良好; ⑨钛日用品开发和产业化完成了钛制品表面长晶工艺稳定性研究, 钛制品阳极氧化, 结果良好; ⑩加强钛合金型材与壳体、隔膜阀/减压阀等阀类精密零部件产品的技术开发, 形成较为完善的生产制备工艺, 产品性能稳定。
- **控股子公司申请挂牌新三板:** 为进一步完善公司治理结构, 促进控股子公司实现快速发展, 拓展融资渠道, 公司于 2020 年 11 月公告, 控股子公司天力公司 (持股 51.3%, 2021H1 收入 2.26 亿元, 净利润 0.18 亿元)、菲尔特公司 (持股 51.2%, 2021H1 收入 0.65 亿元, 净利润 0.09 亿元)、西诺公司 (持股 60.0%, 2021H1 收入 1.11 亿元, 净利润 0.15 亿元) 三家控股子公司申请挂牌新三板, 目前三家企业均已在新三板挂牌。
- **投资建议:** 随着航空航天钛材需求增长, 公司军品业务有望得到快速提升, 产品结构不断优化升级, 同时公司加紧推动产能建设, 打开军用钛产能上限, 公司盈利规模将快速扩大, 叠加规模效应和公司管理效能的提升, 公司盈利质量也将得到明显改善。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 25.04 亿元、33.18 亿元和 41.73 亿元, 归母净利润分别为 1.71 亿元、2.82 亿元和 3.96 亿元, EPS 分别为 0.35 元、0.58 元和 0.81 元, 我们维持“买入”评级, 目标价 26.00 元, 对应 2021-2023 年预测 EPS 的 74 倍、45 倍及 32 倍 PE。
- **风险提示:** 募投建设不及预期, 原材料价格上涨, 行业景气度下降。

> 盈利预测:

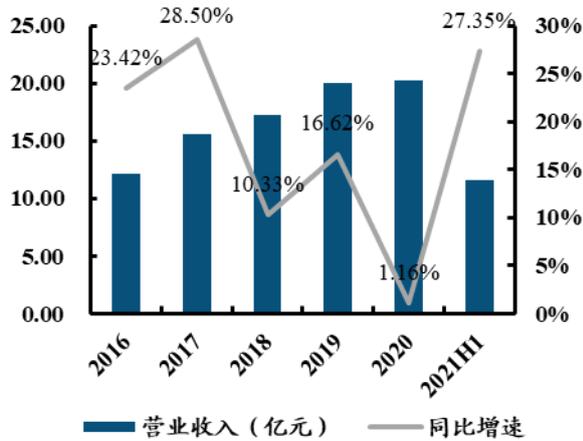
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2006.10	2029.34	2504.24	3317.51	4172.66
增长率 (%)	16.62%	1.16%	23.40%	32.48%	25.78%
归属母公司股东净利润	61.47	79.41	170.99	281.68	396.48
增长率 (%)	1.90%	29.19%	115.34%	64.73%	40.75%
销售毛利率	21.54%	21.18%	23.55%	24.64%	25.15%
每股收益 (EPS)	0.14	0.19	0.35	0.58	0.81

数据来源: WIND, 中航证券研究所



◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



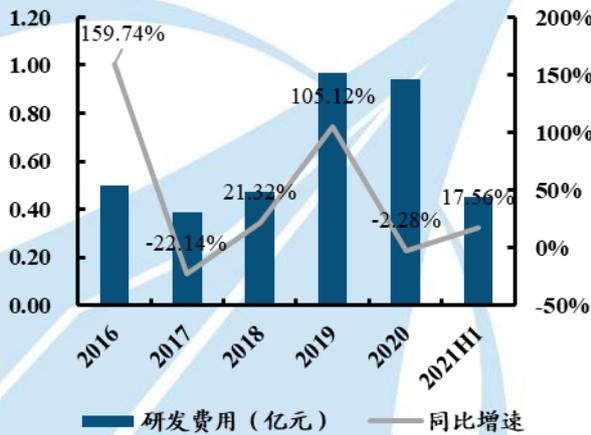
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



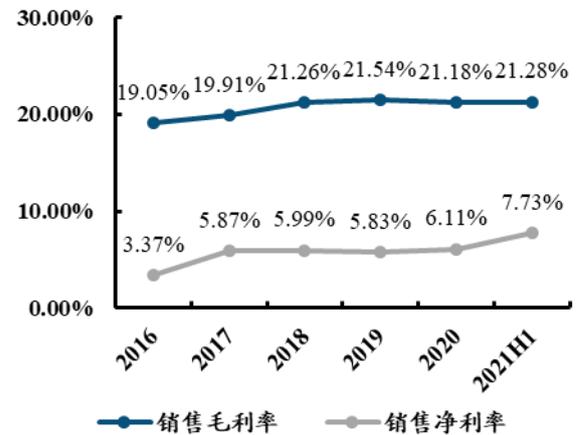
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



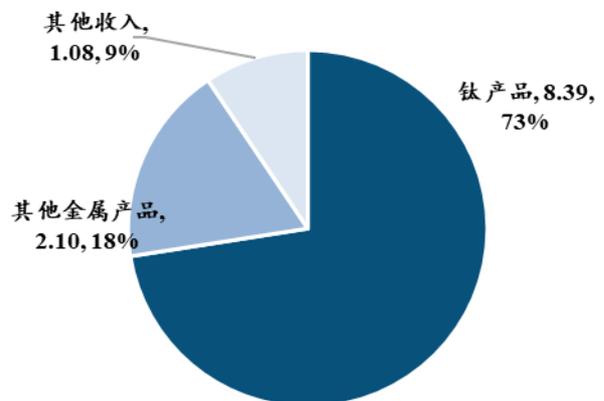
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



报表预测 (百万元)						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1720.16	2006.10	2029.34	2504.24	3317.51	4172.66
减: 营业成本	1354.38	1574.02	1599.51	1914.56	2500.01	3123.03
营业税金及附加	15.53	13.98	16.74	20.03	26.54	33.38
营业费用	38.03	44.74	24.44	30.16	39.96	50.26
管理费用	126.35	116.77	127.76	137.73	172.51	204.46
财务费用	47.18	51.73	52.30	52.01	55.13	58.10
资产减值损失	15.45	22.01	21.84	21.84	21.84	21.84
营业利润	118.46	137.33	151.07	267.89	441.52	621.59
加: 其他非经营损益	1.22	-1.12	0.90	0.34	0.34	0.34
利润总额	119.68	136.21	151.98	268.23	441.85	621.93
减: 所得税	16.72	19.34	28.01	40.23	66.28	93.29
净利润	102.95	116.87	123.97	227.99	375.57	528.64
减: 少数股东损益	42.64	55.41	44.56	57.00	93.89	132.16
归属母公司股东净利润	60.32	61.47	79.41	170.99	281.68	396.48
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	252.51	349.54	1106.46	976.65	927.82	835.04
应收和预付款项	970.75	808.76	1054.58	1370.96	1724.61	2098.35
存货	870.49	1321.09	1400.65	1680.78	1899.29	2089.21
其他流动资产	20.26	99.85	168.81	102.51	133.26	159.91
长期股权投资	1.60	22.59	75.34	75.34	75.34	75.34
投资性房地产	4.87	4.70	4.52	4.15	3.79	3.43
固定资产和在建工程	1332.63	1380.08	1332.57	1592.25	1725.93	1776.00
无形资产和开发支出	297.61	296.67	288.78	261.35	233.91	206.48
其他非流动资产	121.62	142.54	157.61	165.84	178.38	196.22
资产总计	3872.35	4425.80	5589.34	6229.84	6902.33	7439.98
短期借款	547.00	764.79	1239.31	1099.21	1141.40	1127.91
应付和预收款项	587.90	945.84	660.28	1017.59	1322.87	1478.64
长期借款	19.40	150.17	100.11	320.11	320.11	320.11
其他负债	602.56	434.44	646.60	561.08	685.41	798.29
负债合计	1756.86	2295.23	2646.30	2997.99	3469.78	3724.94
股本	425.41	425.41	488.21	488.21	488.21	488.21
资本公积	1261.95	1244.29	1932.76	1932.76	1932.76	1932.76
留存收益	111.10	129.24	160.98	225.82	332.62	482.96
归属母公司股东权益	1798.47	1798.94	2581.95	2646.79	2753.60	2903.93
少数股东权益	317.02	331.63	361.08	418.08	511.97	644.13
股东权益合计	2115.49	2130.57	2943.04	3064.87	3265.57	3548.07
负债和股东权益合计	3872.35	4425.80	5589.34	6062.86	6735.35	7273.01
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	113.86	143.56	-267.31	141.78	309.96	314.58
投资性现金净流量	-70.41	-88.43	-125.35	-195.55	-173.93	-93.35
筹资性现金净流量	-44.67	-24.97	1180.22	-76.04	-184.86	-314.01
现金流量净额	-1.22	30.29	787.41	-129.81	-48.83	-92.78

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券研究所军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。