

2021年12月30日

宝钛股份 (600456.SH)

低估值高成长军用钛合金龙头，航发航天景气上行

■卡位航发航天景气赛道，行业龙头地位显著。公司作为国内军用钛合金龙头，在航发、航天及航空方向上均有所布局，预计2022年需求端确定性较强，其中：1)航发，公司钛合金棒材主要被用于生产发动机叶片、防护板等冷端部件，在供应端占据市场主导地位，以太行系列及其改型带来的增量需求呈现快速增长，是当前军品收入主要来源；2)航天，公司钛合金板材主要用于液体燃料发动机燃烧舱、火箭发动机壳件等方向。考虑航发及航天多型重点武器装备逐渐批产并加速列装，有望进一步带动公司军品业务呈现加速上行态势。

■结构优化叠加技改扩产，有望助推利润弹性向上。公司2020年钛加工实际产能达2.27万吨，超出设计产能13.57%，主要分为军、民、外贸三大方向。考虑受疫情影响，外贸需求恢复较为缓慢，公司整体产能具备一定优化空间，此外，公司亦可通过技改等方式助力产能不断提升。预计随公司产能结构优化与相关技改及募投项目落地，将进一步带动公司综合利润率的向上弹性。

■海绵钛自供能力增强，预计将持续增厚公司业绩。钛加工材经由海绵钛重新熔炼及压力加工后形成，据定增公告，公司子公司宝钛华神（持股66.7%）2017-2019年海绵钛产量分别为8765、9189及9133吨，其中50%产品用于对外销售，剩余部分为保证公司内部原材料供应，而据半年报显示，“1.2万吨海绵钛扩产项目”工程进度已达59.6%，预计新产能达产后，在进一步提升公司海绵钛自供能力的同时亦可对冲上游海绵钛涨价压力，稳定公司盈利能力。

■投资建议：公司作为我国军用钛合金龙头企业，将持续受益于航发及航天两大景气赛道带来的需求高增长，而伴随公司技改推进与新产能的逐步投产，有望助推公司业绩不断上行。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为7.22、10.82和14.40亿元，对应估值分别为45、30、23倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

■风险提示：军品订单不及预期。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	4,187.6	4,337.7	5,860.0	8,020.0	10,060.0
净利润	240.0	362.7	722.1	1,082.3	1,440.1
每股收益(元)	0.50	0.76	1.51	2.27	3.01
每股净资产(元)	7.82	8.39	9.18	10.06	11.04

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	136.4	90.2	45.3	30.2	22.7
市净率(倍)	8.8	8.2	7.5	6.8	6.2
净利润率	5.7%	8.4%	12.3%	13.5%	14.3%
净资产收益率	6.4%	9.0%	16.5%	22.5%	27.3%
股息收益率	0.3%	1.5%	1.2%	2.0%	3.0%
ROIC	7.0%	9.0%	15.3%	17.3%	19.8%

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 买入-A

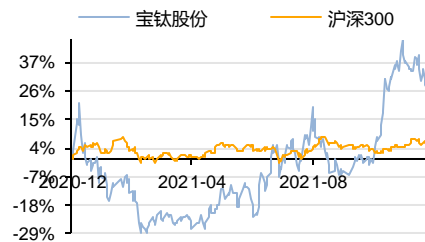
首次评级

6个月目标价：95元
股价(2021-12-30) 68.50元

交易数据

总市值(百万元)	30,759.32
流通市值(百万元)	30,759.32
总股本(百万股)	477.78
流通股本(百万股)	477.78
12个月价格区间	35.95/71.98元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.66	37.0	28.47
绝对收益	-7.7	38.72	34.92

温肇东

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060002
wenzd@essence.com.cn

相关报告

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034