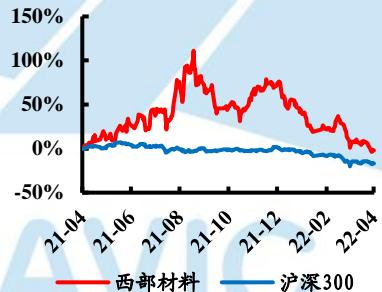


航空航天高端需求带动公司快速发展

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
2022 年 4 月 15 日

| 公司投资评级 | 买入 |
|---|---------|
| 当前股价(2022.4.14) | 11.77 元 |
| 目标价格 | 18.50 元 |
| 基础数据 (2022.4.14) | |
| 上证指数 | 3225.64 |
| 总市值 (亿元) | 57.46 |
| 总股本 (亿股) | 4.88 |
| 流通 A 股 (亿股) | 4.88 |
| 资产负债率 (2021) | 47.69% |
| ROE (摊薄) (2021) | 5.06% |
| PE (TTM) | 43.19 |
| PB (LF) | 2.19 |
| 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 4 月 14 日公告, 2021 营收 23.95 亿元 (+18.00%), 归母净利润 1.33 亿元 (+67.55%), 扣非归母净利润 1.05 亿元 (+141.21%), 毛利率 23.05% (+1.87pcts), 净利率 7.33% (+1.22pcts)。
- **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。公司在“十四五”及中长期发展规划中, 明确了**以钛产业为主体, 复合材料、稀贵材料及过滤材料产业为重要组成部分, 其他产业协同发展的多元化集群的发展定位**。
 - **航空航天需求助力公司高质量发展取得新突破:** 2021 公司收入同比增长 18.00%, 归母净利润增长 67.55%, 公司毛利率 (23.05%, +1.87pcts)、净利率 (7.33%, +1.22pcts) 快速增长, 其中毛利率创历史新高, 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等快速增长, 高端应用领域收入占比大幅提升, 公司全年航空航天领域销售收入达到 7.3 亿元 (+35%, 收入占比 30%, +4pcts)**。公司钛制品主要子公司西部钛业 (持股 88.30%) 2021 实现营收 13.15 亿元 (+29.61%), 净利润 1.03 亿元 (+118.56%) 大幅增长。
 - **三费率基本持平, 数字化平台建设有望提升效率:** 2021 年公司三费率 (10.15%, +0.07pcts) 基本持平。具体来看, 销售费用 0.32 亿元 (+32.62%) 增长, 主要是本年度保险费用增加所致 (保险费及运杂费 604 万元, +1077%); 管理费用 1.61 亿元 (+25.82%) 增长, 主要是职工薪酬费用有所提高 (1.25 亿元, +34%)。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。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, 以西部钛业、西诺、菲尔特为试点, 实施 MES 系统, 提升生产制造管理水平; 完善 BI 系统, 提升数据分析应用能力等。
 - **合同负债提升, 存货增长:** 公司合同负债为 1.59 亿元 (较期初+41.91%), 一定程度反映了下游需求的快速增长, 同时公司存货为 15.27 亿元 (较期初+8.99%), 其中原材料 4.01 亿元 (较期初+14.82%)、在产品 7.40 亿元 (较期初+6.23%), 库存商品 3.59 亿元 (较期初+19.09%)。表明公司生产规模持续稳定的扩大, 给未来公司业绩的释放提供支撑。
 - **持续加大研发投入, 为公司带来新的增长点:** 2021 年公司研发投入 1.20 亿元 (+29.67%)。继续加大新产品、新产业的培育开发, 部分产品实现批产。**主要包括:**

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

①优化了航空航天用钛合金薄板制备技术，大幅提高生产效率；②实现了装甲用高性能低成本钛合金板材的工业化制备；③锆钢双层复合技术开发实现产品出口；④攻克了高温烟气除尘领域耐蚀合金网滤袋生产制备和连续焊接技术；⑤首次完成大规格中厚铌钨合金板材批量化生产；⑥难熔金属多层复合靶材成功交付实用化样品，完成热沉材料钼合金基础开发，测试性能良好；⑦制备出长度超过 20 米的油气井采用高强韧钛合金管；⑧开发出微颗粒表面嵌入超细纳米银量子点的原位合成技术；⑨在氢燃料电池双极板用纯钛带材的试制进行了初步探索；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。

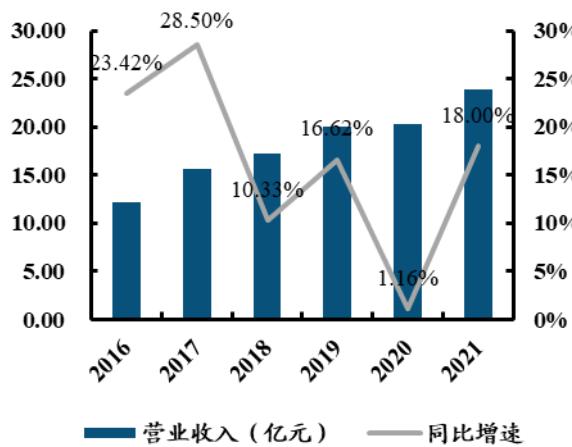
- **补产能短板，稳步推进募投项目建设：**为满足我国航空航天、舰船、海洋工程、兵器等行业对高性能低成本钛合金板材的迫切需求，报告期内，公司非公开发行股票（发行价格 12.50 元/股），推动募投项目《高性能低成本钛合金生产线技改项目》建设，预计可增加 3000 吨的钛材军品产能，项目预算 4.85 亿元，已于 2021 年 3 月开工，但受到 2021 年下半年疫情等因素的影响，新建厂房部分基建和设备安装调试有所延缓，预计将于 2022 年第二季度投产。
- **推进子公司挂牌进层和增资工作：**为进一步完善公司治理结构，促进控股子公司实现快速发展，拓展融资渠道，公司于 2021 年上半年完成控股子公司天力公司（持股 51.3%，2021 收入 5.05 亿元，净利润 0.43 亿元）、西诺公司（持股 60.0%，2021 收入 2.47 亿元，净利润 0.31 亿元）和菲尔特公司（持股 51.2%，2021 收入 1.09 亿元，净利润 0.18 亿元）新三板挂牌工作，天力公司、菲尔特公司于 2021 年 6 月进入创新层，完善了法人治理结构，股东回报实现较大增长；此外，公司完成天力公司（900 万股，募集资金 4005 万元）、菲尔特公司（345 万股，募集资金 1991 万元）增资扩股。并积极推进西诺公司增资扩股工作，预计 2022 年 5 月底完成。
- **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 2022-2024 年的营业收入分别为 31.20 亿元、39.09 亿元和 45.40 亿元，归母净利润分别为 2.22 亿元、3.31 亿元和 4.55 亿元，EPS 分别为 0.45 元、0.68 元和 0.91 元，我们维持“买入”评级，目标价 18.50 元，对应 2022-2024 年预测 EPS 的 41 倍、27 倍及 20 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 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2029.34 | 2394.57 | 3120.26 | 3909.09 | 4540.11 |
| 增长率(%) | 1.16% | 18.00% | 30.31% | 25.28% | 16.14% |
| 归属母公司股东净利润 | 79.41 | 133.05 | 221.84 | 331.11 | 445.28 |
| 增长率(%) | 29.19% | 67.55% | 66.73% | 49.26% | 34.48% |
| 销售毛利率 | 21.18% | 23.05% | 25.21% | 26.22% | 27.28% |
| 销售净利率 | 6.11% | 7.33% | 8.36% | 9.74% | 11.02% |
| 每股收益 (EPS) | 0.16 | 0.27 | 0.45 | 0.68 | 0.91 |

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

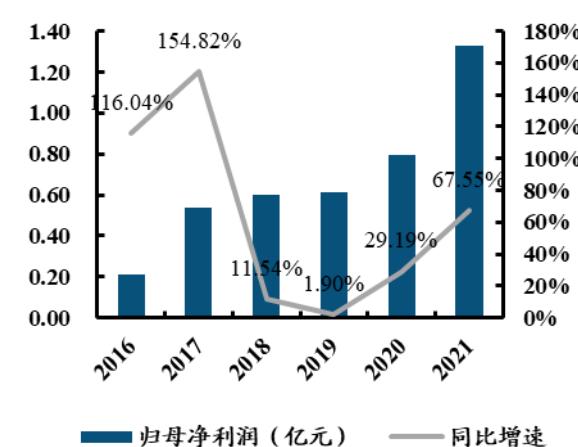
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年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



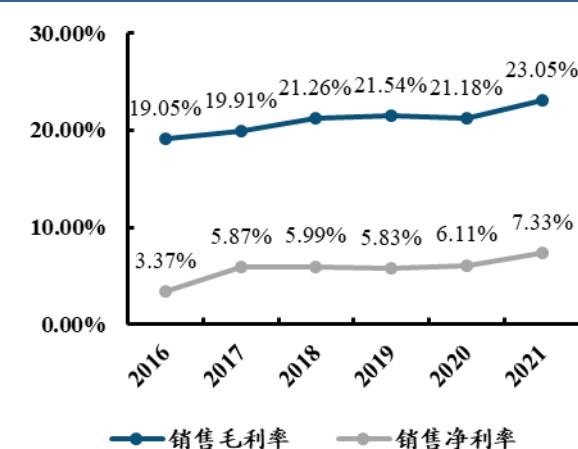
资料来源: wind, 中航证券研究所

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



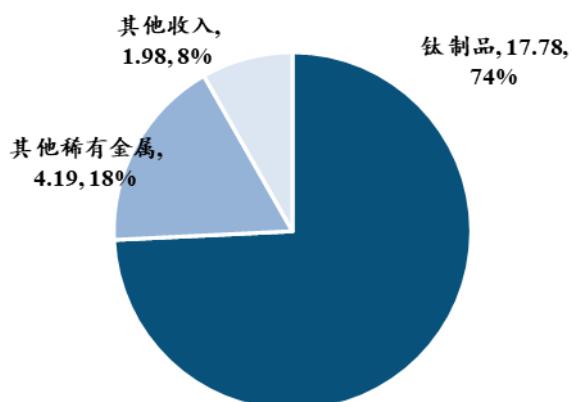
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

| 单位:百万元 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度 | | | | | | |
| 利润表 | | | | | | |
| 营业收入 | 2,006.10 | 2,029.34 | 2,394.57 | 3,120.26 | 3,909.09 | 4,540.11 |
| 减: 营业成本 | 1,574.02 | 1,599.51 | 1,842.69 | 2,333.55 | 2,884.15 | 3,301.73 |
| 税金及附加 | 13.98 | 16.74 | 17.72 | 23.09 | 28.93 | 33.60 |
| 主营业务利润 | 418.10 | 413.10 | 534.15 | 763.62 | 996.01 | 1,204.77 |
| 减: 销售费用 | 44.74 | 24.44 | 32.42 | 39.94 | 46.91 | 52.21 |
| 管理费用 | 116.77 | 127.76 | 160.75 | 196.58 | 234.55 | 263.33 |
| 研发费用 | 96.58 | 94.38 | 134.08 | 171.61 | 195.45 | 217.93 |
| 财务费用 | 51.73 | 52.30 | 49.89 | 67.97 | 86.45 | 95.82 |
| 经营性利润 | 108.28 | 114.21 | 157.02 | 287.51 | 432.65 | 575.49 |
| 加: 资产减值损失 | -22.01 | -21.84 | -27.33 | -34.48 | -43.20 | -50.17 |
| 信用减值损失 | 1.78 | -11.66 | -10.74 | -14.00 | -17.54 | -20.37 |
| 其他经营损益 | -0.00 | -0.00 | 0.00 | -0.00 | -0.00 | -0.00 |
| 投资收益 | 6.25 | 11.99 | 13.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -1.24 | 0.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产处置收益 | 0.48 | 0.02 | 0.05 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| 其他收益 | 43.79 | 57.52 | 47.21 | 49.51 | 49.51 | 49.51 |
| 营业利润 | 137.33 | 151.07 | 179.85 | 288.57 | 421.46 | 554.49 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收入 | 0.13 | 2.29 | 2.65 | 2.47 | 2.47 | 2.47 |
| 减: 营业外支出 | 1.25 | 1.38 | 0.73 | 1.06 | 1.06 | 1.06 |
| 利润总额 | 136.21 | 151.98 | 181.78 | 289.99 | 422.87 | 555.91 |
| 减: 所得税 | 19.34 | 28.01 | 6.20 | 29.00 | 42.29 | 55.59 |
| 净利润 | 116.87 | 123.97 | 175.58 | 260.99 | 380.59 | 500.32 |
| 减: 少数股东损益 | 55.41 | 44.56 | 42.53 | 39.15 | 49.48 | 55.03 |
| 归属母公司股东净利润 | 61.47 | 79.41 | 133.05 | 221.84 | 331.11 | 445.28 |
| 资产负债表 | | | | | | |
| 货币资金 | 349.54 | 1,106.46 | 660.43 | 780.07 | 977.27 | 1,135.03 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收票据 | 170.84 | 232.67 | 361.77 | 471.41 | 590.58 | 685.91 |
| 应收账款 | 541.02 | 800.73 | 949.14 | 1,236.78 | 1,549.45 | 1,799.57 |
| 预付账款 | 142.11 | 156.39 | 131.68 | 171.59 | 214.96 | 249.66 |
| 其他应收款 | 12.90 | 13.10 | 13.35 | 17.39 | 21.79 | 25.31 |
| 存货 | 1,321.09 | 1,400.65 | 1,526.57 | 1,933.21 | 2,389.35 | 2,735.29 |
| 其他流动资产 | 41.74 | 20.50 | 17.39 | 22.66 | 28.39 | 32.97 |
| 长期股权投资 | 22.59 | 75.34 | 92.94 | 92.94 | 92.94 | 92.94 |
| 金融资产投资 | 49.75 | 54.31 | 86.10 | 86.10 | 86.10 | 86.10 |
| 投资性房地产 | 4.70 | 4.52 | 4.34 | 8.06 | 11.79 | 15.51 |
| 固定资产和在建工程 | 1,380.08 | 1,332.57 | 1,444.76 | 1,525.27 | 1,548.34 | 1,516.34 |
| 无形资产和开发支出 | 296.67 | 288.78 | 269.32 | 226.45 | 183.18 | 139.50 |
| 其他非流动资产 | 92.79 | 103.31 | 206.96 | 201.90 | 196.84 | 196.84 |
| 资产总计 | 4,425.80 | 5,589.34 | 5,764.76 | 6,773.84 | 7,890.99 | 8,710.98 |
| 短期借款 | 764.79 | 1,239.31 | 1,132.30 | 1,473.52 | 1,774.30 | 1,830.56 |
| 交易性金融负债 | 1.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据 | 393.64 | 340.29 | 332.74 | 421.38 | 520.80 | 596.21 |
| 应付账款 | 414.63 | 303.53 | 348.96 | 442.37 | 546.75 | 625.91 |
| 预收账款 | 132.69 | 0.00 | 0.36 | 0.23 | 0.29 | 0.34 |
| 合同负债 | 0.00 | 111.78 | 158.62 | 206.69 | 258.94 | 300.74 |
| 其他应付款 | 70.01 | 98.76 | 128.28 | 136.77 | 169.05 | 193.52 |
| 长期借款 | 150.17 | 100.11 | 226.33 | 343.44 | 435.29 | 435.29 |
| 其他负债 | 368.08 | 452.52 | 421.88 | 473.15 | 528.70 | 571.22 |
| 负债合计 | 2,295.23 | 2,646.30 | 2,749.47 | 3,497.56 | 4,234.13 | 4,553.80 |
| 股本 | 425.41 | 488.21 | 488.21 | 488.21 | 488.21 | 488.21 |
| 资本公积 | 1,244.29 | 1,932.76 | 1,918.39 | 1,918.39 | 1,918.39 | 1,918.39 |
| 留存收益 | 129.24 | 160.98 | 222.84 | 444.68 | 775.79 | 1,221.07 |
| 归属母公司股东权益 | 1,798.94 | 2,581.95 | 2,629.45 | 2,851.29 | 3,182.40 | 3,627.68 |
| 少数股东权益 | 331.63 | 361.08 | 385.84 | 424.99 | 474.46 | 529.50 |
| 股东权益合计 | 2,130.57 | 2,943.04 | 3,015.29 | 3,276.28 | 3,656.87 | 4,157.18 |
| 负债和股东权益合计 | 4,425.80 | 5,589.34 | 5,764.76 | 6,773.84 | 7,890.99 | 8,710.98 |
| 投入资本(IC) | 2,848.08 | 3,324.63 | 3,866.84 | 4,539.09 | 5,193.99 | 5,655.91 |
| 现金流量表 | | | | | | |
| 经营性现金净流量 | 143.56 | -267.31 | -4.45 | -166.57 | -54.84 | 201.46 |
| 投资性现金净流量 | -88.43 | -125.35 | -292.03 | -104.14 | -54.14 | -4.14 |
| 筹资性现金净流量 | -24.97 | 1,180.22 | -168.40 | 390.35 | 306.19 | -39.56 |
| 现金流量净额 | 30.29 | 787.41 | -465.10 | 119.63 | 197.21 | 157.75 |

数据来源: iFind, 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达或为任何就送达、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提供。

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。