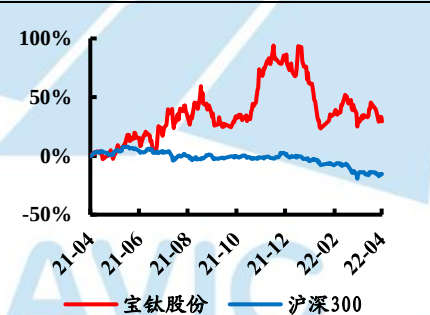


业绩再创新高，一季度开门红

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 16 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.15)	48.06 元
目标价格	63.00 元
基础数据（2022.4.15）	
上证指数	3211.24
总市值（亿元）	229.62
总股本（亿股）	4.78
流通 A 股（亿股）	4.78
资产负债率（2021）	44.86%
ROE（摊薄）（2021）	9.28%
PE（TTM）	40.98
PB（LF）	3.80
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 16 日公告，2021 营收 52.46 亿元（+20.94%），归母净利润 5.60 亿元（+54.49%），毛利率 23.27%（-0.99pcts），净利率 11.91%（+2.66pcts）。

➤ **投资要点：**

● **“中国钛”的代名词，航空航天重大项目钛材供应商：**公司是中国最大的钛及钛合金生产、科研基地，主导产品钛材年产量位居世界同类企业前列。公司军品广泛应用于航空（发动机叶片、防护板、肋、翼、起落架等）、航天（船舱骨架、火箭发动机壳件、体燃料发动机燃烧舱、对接件、发动机吊臂等）、船舶（舰船上的水翼、行进器等）等领域，民品主要用在是有化工、冶金工业等方面。公司连续三届获得中国航天科技集团优秀供应商，同时也是美国波音、法国空客、法国斯奈克玛、美国古德里奇、加拿大庞巴迪、英国罗尔斯-罗伊斯等公司的战略合作伙伴。

● **受益钛产品需求，业绩再创新高：**2021 年公司收入同比增长 20.94%，归母净利润增长 54.49%，毛利率（23.27%，-0.99pcts）有所下滑，我们认为主要是 2021 年下半年原材料海绵钛价格上涨所致，但在以航空航天领域为首的高端钛材的需求增加的环境下，公司收入、业绩再创新高，2018 年以来公司净利润复合增速为 58.36%。分业务板块来看，钛产品实现收入 47.43 亿元（+27.75%），毛利率为 23.38%（-2.52pcts）；其他金属产品实现收入 3.42 亿元（-34.33%），毛利率为 19.37%（+7.47pcts）。公司 2021 年钛产品实现产量 2.78 万吨（+47.96%），销量 2.66 万吨（+41.46%），产销量均快速增长。

● **2022Q1 业绩开门红：**公司公布 2022Q1 业绩预告，预计可以实现归母净利润 1.80-2.05 亿元，同比增长 87.00%到 112.97%。主要系公司积极把握钛行业市场机遇，全力拓展市场需求，运行质量和效率不断提升，产品盈利能力增强。

● **着力强化成本管控，有效降低运行成本：**2021 年公司三费率（6.37%，-2.67pcts）快速下降，企业生产管理效率明显向好，在毛利率有所下降时，净利率（11.91%，+2.66pcts）大幅提升。具体费用来看，管理费用为 1.99 亿元（-14.07%），主要是公司的社保分配按部门变动调整所致；销售费用为 0.49 亿元（+47.03%），主要是销售人员绩效收入增加所致；财务费用为 0.85 亿元（-32.59%），主要是公司的利息收入增长较多所致。公司深入开展成本管控和节能降耗，①实施设备节能改造、备件修旧利废，提高设备管理使用效率；②持续开展库存清理工作，全面盘活库存余量，加大残废料回收改制力度，切实达到降本增效；③推进全面预算管理制度，及时优化调整存货结构，降低利息支出和融资成本；④高度重视货款回收，严格落实责任追究，强化应收账款管理，有效防范经营风险。

● **大量备产采购，下游需求旺盛：**公司应付票据（1.26 亿元，+151.96%）、应付账款（13.26 亿元，+56.04%）快速增加，主要是公司大量进行采购，备战生产导致。存

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

货方面（29.96 亿元，+34.71%），原材料为 6.05 亿元（+59.12%），在产品为 14.95 亿元（+29.57%），库存商品为 6.70 亿元（+43.95%）。公司合同负债（3.20 亿元，+156.35%）出现快速提升，我们认为反映了下游订单和需求较为旺盛，随着公司产品生产销售，未来转化至利润表将增厚业绩。

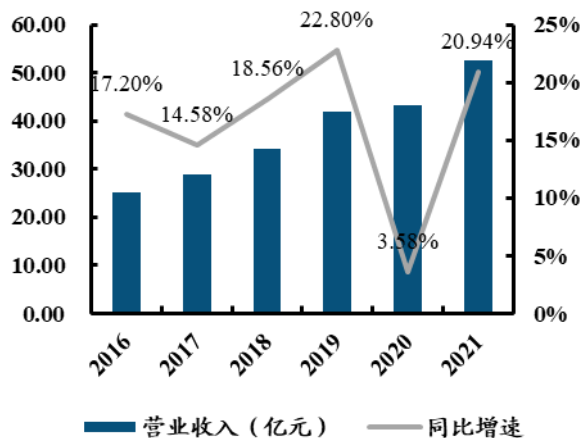
- **加快募投项目建设，助力公司打开产能瓶颈：**公司 2021 年钛产品设计产能与实际产能分别为 2 万吨、3.09 万吨，在建产能为 0.78 万吨。公司“十四五”发展目标要形成 5 万吨钛产品生产能力，为此公司 2021 年实施非公开定向增发项目，发行价 42.20 元/股，实际募资 19.68 亿元，主要投向①**高品质钛材生产线**，②**宇航级钛合金产品产线**与③**检测检验中心及科研中试平台建设项目**，上述三个项目建设期约为 2 年左右，项目投产后，预计 2023 年公司钛产品设计产能有望超 3 万吨。同时公司加强技改技措项目管理，积极开展技术装备升级改造，全力保障关键、重要设备安全有效运行。
- **宝钛华神弥补海绵钛涨价挤压的利润：**公司子公司宝钛华神（持股 66.67%）可以满足公司主要材料海绵钛的部分需求，在 2021 年海绵钛价格上涨的环境下，宝钛华神实现净利润 2.01 亿元（+135%），可为公司受原材料价格上涨，而挤压的利润提供一定的补偿。
- **航空航天需求旺盛，公司有望充分受益：**高端钛材市场受益于航空航天等领域升级换代、国产化提升影响，需求旺盛，同时钛行业市场高端产品产能不足，市场呈现出供不应求的态势。根据公司产品转型升级的部署和安排，将着力提升公司钛材在航空、航天、舰船、兵器、深海等领域的应用比例，巩固和提高中高端市场的领先地位，加快推进募投项目建设，提高中高端用钛的市场占用率。
- **投资建议：**公司作为我国航空航天领域钛产品主力供应商，在高端钛产品供不应求的环境下，有望充分受益。公司高端产品结构持续优化，同时加强内部管理，降本增效，盈利能力不断上升。公司积极推进募投项目建设，打开产能上限，有望进一步提高中高端用钛的市场占用率，巩固优势地位。我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 68.67 亿元、83.03 亿元和 97.88 亿元，归母净利润分别为 7.53 亿元、9.49 亿元和 11.63 亿元，EPS 分别为 1.58 元、1.99 元和 2.43 元，我们维持“买入”评级，目标价 63.00 元，对应 2022-2024 年预测 EPS 的 40 倍、32 倍及 26 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，疫情反复。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4337.70	5246.04	6867.28	8302.87	9788.03
增长率 (%)	3.58%	20.94%	30.90%	20.90%	17.89%
归属母公司股东净利润	362.66	560.28	752.76	949.26	1162.59
增长率 (%)	51.10%	54.49%	34.35%	26.11%	22.47%
销售毛利率	24.26%	23.41%	23.86%	24.30%	23.41%
销售净利率	9.25%	12.18%	12.70%	13.20%	12.18%
每股收益 (EPS)	0.76	1.17	1.58	1.99	2.43

数据来源：iFind，中航证券研究所

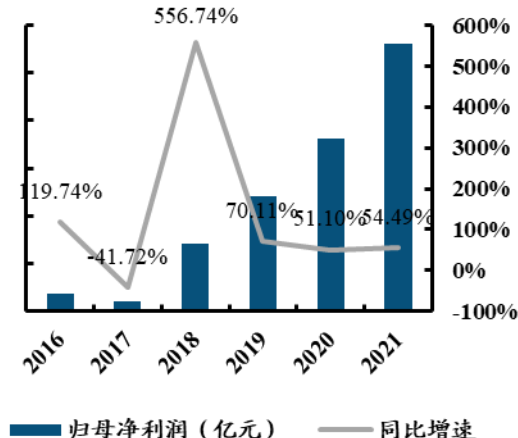
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



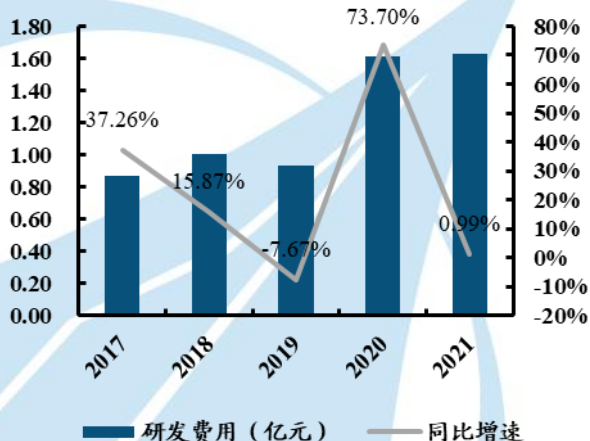
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



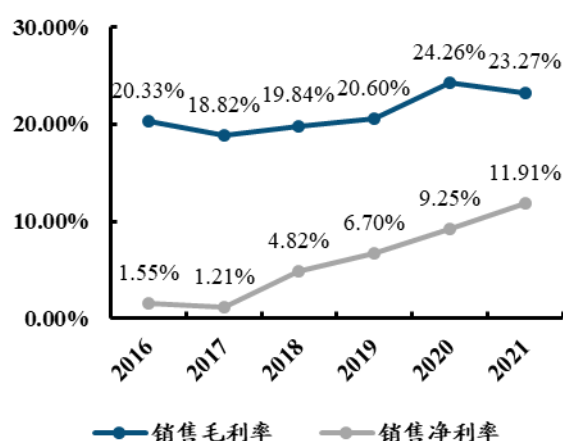
资料来源: wind, 中航证券研究所

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



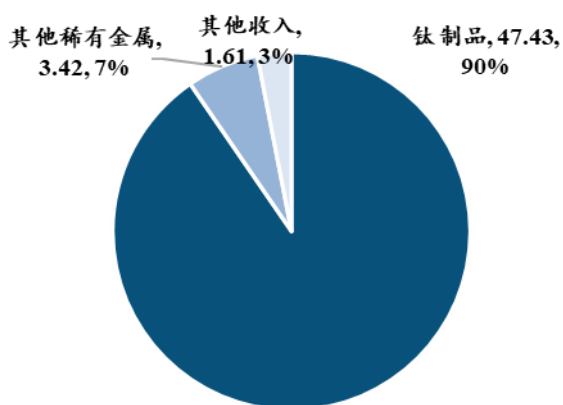
资料来源: wind, 中航证券研究所

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	单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表						
营业收入	4,187.62	4,337.70	5,246.04	6,867.28	8,302.87	9,788.03
减: 营业成本	3,324.94	3,285.50	4,025.44	5,259.66	6,321.53	7,409.16
税金及附加	41.78	36.87	37.41	48.97	59.20	69.79
主营业务利润	820.90	1,015.33	1,183.19	1,558.66	1,922.14	2,309.07
减: 销售费用	47.24	33.59	49.38	58.91	71.22	83.96
管理费用	225.62	232.03	199.38	261.00	315.56	372.00
研发费用	92.97	161.49	163.09	207.21	250.52	295.33
财务费用	112.93	126.65	85.37	84.99	84.20	80.70
经营性利润	342.14	461.58	685.96	946.56	1,200.63	1,477.07
加: 资产减值损失	-41.17	-26.85	-34.27	-43.68	-52.81	-62.26
信用减值损失	-17.56	-12.98	-18.07	-22.10	-26.72	-31.50
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.01	-2.73	-1.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.10	5.83	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	32.97	48.71	53.55	45.08	49.11	49.25
营业利润	316.48	473.56	685.73	925.85	1,170.21	1,432.56
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	10.96	1.22	5.63	5.94	4.26	5.27
减: 营业外支出	2.24	2.63	2.95	2.60	2.73	2.76
利润总额	325.20	472.15	688.41	929.18	1,171.75	1,435.08
减: 所得税	44.58	70.78	63.61	92.92	117.17	143.51
净利润	280.62	401.37	624.80	836.27	1,054.57	1,291.57
减: 少数股东损益	40.61	38.71	64.52	83.51	105.31	128.98
归属母公司股东净利润	240.01	362.66	560.28	752.76	949.26	1,162.59
资产负债表						
货币资金	888.38	929.12	1,635.04	1,030.09	1,245.43	1,468.20
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	1,090.35	1,373.23	1,804.93	2,351.81	2,615.97	3,083.90
应收账款	1,334.66	1,454.11	1,573.95	2,069.59	2,502.24	2,949.82
预付账款	55.15	41.29	302.42	395.88	478.64	564.25
其他应收款	6.03	3.13	12.62	16.52	19.98	23.55
存货	2,110.45	2,223.89	2,995.88	3,746.61	4,329.82	4,871.78
其他流动资产	13.30	15.79	85.85	112.39	135.88	160.18
长期股权投资	15.14	12.41	10.96	10.96	10.96	10.96
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	140.32	136.32	68.37	61.02	53.41	45.53
固定资产和在建工程	2,287.59	2,386.54	2,985.05	3,266.09	3,456.76	3,596.13
无形资产和开发支出	131.27	125.43	189.87	214.05	226.20	227.34
其他非流动资产	28.76	47.89	91.77	91.66	91.66	91.66
资产总计	8,101.40	8,749.12	11,756.71	13,366.67	15,166.94	17,093.29
短期借款	1,046.74	1,000.00	400.38	330.63	332.81	204.90
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	106.00	50.00	125.98	164.61	197.84	231.88
应付账款	743.76	850.02	1,326.35	1,733.01	2,082.89	2,441.25
预收账款	110.29	0.00	0.22	0.29	0.35	0.41
合同负债	0.00	124.71	319.70	418.51	505.99	596.50
其他应付款	101.44	106.99	149.86	175.85	211.36	247.72
长期借款	1,591.29	1,192.98	1,843.89	1,843.89	1,843.89	1,843.89
其他负债	333.05	1,058.92	1,107.80	1,381.09	1,618.46	1,861.81
负债合计	4,032.57	4,383.62	5,274.17	6,047.87	6,793.57	7,428.35
股本	430.27	430.27	477.78	477.78	477.78	477.78
资本公积	2,370.72	2,370.72	4,291.63	4,291.63	4,291.63	4,291.63
留存收益	933.27	1,209.86	1,269.00	2,021.75	2,971.02	4,133.61
归属母公司股东权益	3,734.25	4,010.84	6,038.41	6,791.16	7,740.43	8,903.02
少数股东权益	334.58	354.67	444.13	527.64	632.95	761.92
股东权益合计	4,068.83	4,365.50	6,482.53	7,318.80	8,373.37	9,664.94
负债和股东权益合计	8,101.40	8,749.12	11,756.71	13,366.67	15,166.94	17,093.29
投入资本(IC)	6,655.99	6,496.90	8,140.97	9,493.31	10,550.06	11,713.72
现金流量表						
经营性现金净流量	52.66	391.06	171.62	-43.98	619.95	715.82
投资性现金净流量	-49.98	-133.86	-481.42	-406.22	-322.59	-284.44
筹资性现金净流量	-283.68	-265.92	855.64	-154.74	-82.03	-208.61
现金流量净额	-276.23	-19.41	538.51	-604.95	215.34	222.77

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。