

21Q4 业绩不及预期，钛材有望持续放量

2022 年 04 月 17 日

➤ **事件概述：**公司发布 2021 年报：2021 年公司实现营收 52.46 亿元，同比增长 20.9%；归母净利润 5.6 亿元，同比增长 54.5%；扣非归母净利 5.14 亿元，同比增长 61.3%。分季度来看，2021Q4，公司实现营收 6.31 亿元，同比减少 44.5%、环比减少 64.5%；归母净利润 0.89 亿元，同比减少 26.5%、环比减少 53.9%；扣非归母净利 0.76 亿元，同比减少 20.9%、环比减少 58.5%。

➤ **点评：**

- ① **量：2021 年钛产品销量同比增长 41.46%。**公司钛产品逐步放量，2021 年钛产品销量为 2.66 万吨，同比+41.46%。其中钛材销量 2.09 万吨，同比+48.90%；其他钛产品（钛锭、海绵钛等）销量 0.57 万吨，同比+19.60%。分季度看，21Q4 公司钛产品销售受到西安疫情影响，21Q4 钛产品销量环比-9.95%。
- ② **价：海绵钛价格涨幅较大，叠加 21Q4 销量受到疫情影响，公司毛利率下滑 0.99pct，至 23.27%。**钛行业维持高景气度，2021 年钛板市场均价同比+15.67%，但主要原料海绵钛价格走势相对更强，2021 年海绵钛均价同比+16.49%。2021 年公司毛利率下滑 0.99pct，至 23.27%。分季度看，21Q4 钛板均价环比 Q3 上涨 2.34%，由于 Q4 销量环比大幅下滑，导致 21Q4 毛利环比-1.21 亿元，拖累 21Q4 业绩。

➤ **未来核心看点：**

- ① **公司是国内钛材龙头，十四五规划成为国际钛业强企。**公司钛材年产量位居全国第一，是国内及出口航空航天钛材的最主要供应商之一，2021 实际钛加工材产能达到 30938 吨。公司“十四五”发展战略计划达到 5 万吨钛产品及一定量的锆、镍等金属产品生产能力，巩固和提升行业龙头引领作用，有望建成国际钛业强企。
- ② **高端钛材项目逐步投产，钛产品结构持续优化。**公司 2021 年初成功完成非公开发行股票，募集资金净额 19.68 亿元，保障募投的钛材项目顺利实施。（1）宇航级宽幅钛合金板材、带箔材项目预计增产板材 1500 吨/年、钛带 5000 吨/年、箔材 500 吨/年；（2）高品质钛锭、管材、型材项目预计增产钛锭 10000 吨/年、管材 290 吨/年、钛合金型材 100 吨/年；随着钛材项目逐步投产，届时公司钛产品结构将进一步优化。
- ③ **海绵钛及四氯化锆扩产，公司原料自给率提升。**年产 12000 吨海绵钛及 3000 吨四氯化锆的扩建项目逐步推进，截至 2021 年底项目完成进度 90%，随着海绵钛产能逐步建成投放，公司原料自给率提升，保障公司业绩稳定性。

➤ **投资建议：**受益于航天航空、海洋工程等下游领域发展，公司钛材需求空间广阔，随着高端钛产品项目投产，公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 7.88/10.57/13.89 亿元，对应 2022 年 4 月 15 日收盘价 48.06 元，2022-2024 年 PE 依次为 29/22/17 倍，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动风险；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,246	6,433	7,582	8,943
增长率（%）	20.9	22.6	17.9	18.0
归属母公司股东净利润（百万元）	560	788	1,057	1,389
增长率（%）	54.5	40.6	34.1	31.5
每股收益（元）	1.17	1.65	2.21	2.91
PE	41	29	22	17
PB	3.8	3.5	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 15 日收盘）

推荐

维持评级

当前价格：

48.06 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 宝钛股份(600456.SH)：22Q1 业绩预告点评：钛行业维持高景气度，22Q1 业绩大幅增长

2. 【民生金属·公司点评】宝钛股份(600456)：海绵钛价格大涨，拖累 2021Q4 业绩

目录

1 事件概述：2021 年归母净利同比增长 54.5%.....	3
2 点评：销量受疫情影响，21Q4 业绩不及预期	4
3 核心看点：钛材有望持续放量	7
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测假设与业务拆分	8
4.2 估值分析与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

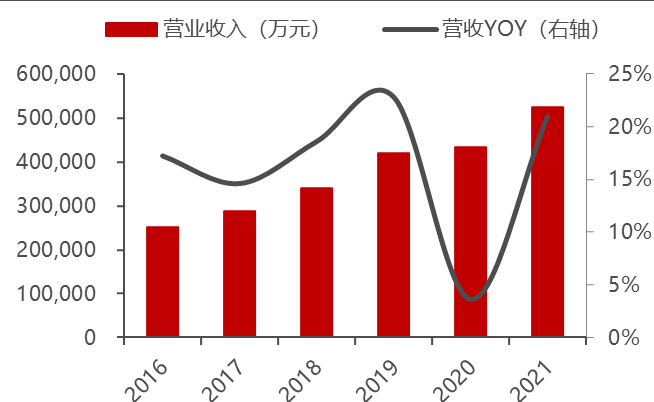
1 事件概述：2021 年归母净利润同比增长 54.5%

公司公布 2021 年年报：2021 年，公司实现营收 52.46 亿元，同比增长 20.9%；归母净利润 5.6 亿元，同比增长 54.5%；扣非归母净利润 5.14 亿元，同比增长 61.3%。

分季度来看，2021Q4，公司实现营收 6.31 亿元，同比减少 44.5%、环比减少 64.5%；归母净利润 0.89 亿元，同比减少 26.5%、环比减少 53.9%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比减少 20.9%、环比减少 58.5%。

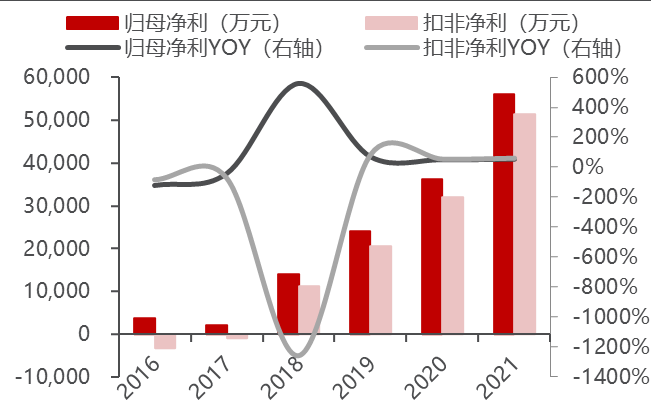
2022 年公司经营目标：实现钛产品产量 3 万吨。

图 1：2021 年，公司实现营收 52.46 亿元



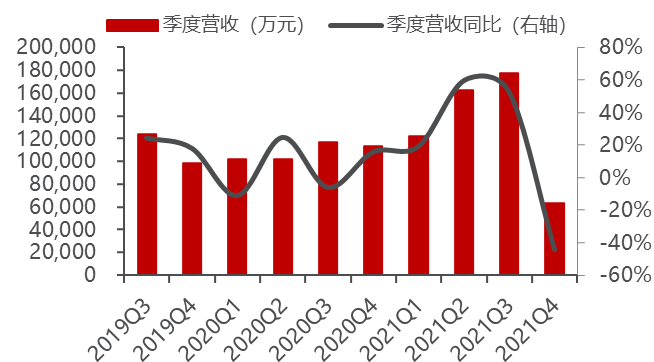
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 5.6 亿元



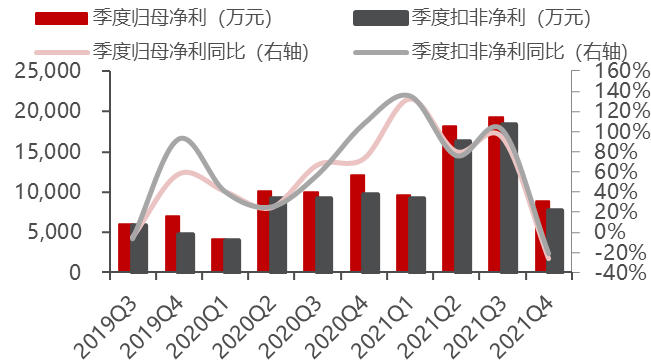
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 6.31 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 0.89 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：销量受疫情影响，21Q4 业绩不及预期

量：2021 年钛产品销量同比增长 41.46%。公司钛产品逐步放量，2021 年钛产品产量 2.78 万吨，同比+47.96%，钛产品销量为 2.66 万吨，同比+41.46%。其中钛材销量 2.09 万吨，同比+48.90%；其他钛产品（钛锭、海绵钛等）销量 0.57 万吨，同比+19.60%。分季度看，21Q4 公司实现钛产品产量 0.79 万吨，环比+4.69%，但由于 21Q4 公司钛产品销售受到西安疫情影响，21Q4 钛产品销量环比-9.95%。

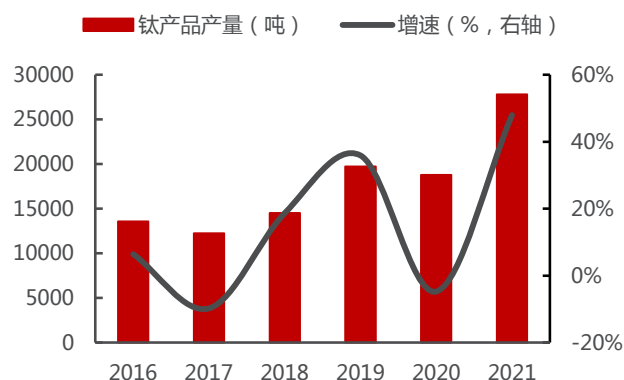
价：海绵钛价格涨幅较大，叠加 21Q4 销量受到疫情影响，公司毛利率下滑 0.99pct 至 23.27%。钛行业维持高景气度，2021 年钛板市场均价同比+15.67%，但主要原料海绵钛（成本占比 80%以上）价格走势相对更强，2021 年海绵钛均价同比+16.49%。另外，海外业务毛利大幅下滑，毛利率同比下降 21.03pct，至-1.60%。2021 年公司毛利率下滑 0.99pct，至 23.27%。分季度看，21Q4 钛板市场均价环比 Q3 上涨 2.34%，但由于 Q4 销量环比大幅下滑，导致 21Q4 毛利环比下降 1.21 亿元，拖累 21Q4 业绩。

表 1：公司主要产品销量情况（单位：吨）

类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
钛产品	14676.18	19321.62	18829.15	26636.54
其中：钛材	10000.07	15824.54	14049.27	20919.75
其他钛产品	4676.11	3497.08	4779.88	5716.79
其他金属产品	953.28	239.53	134.09	717.29

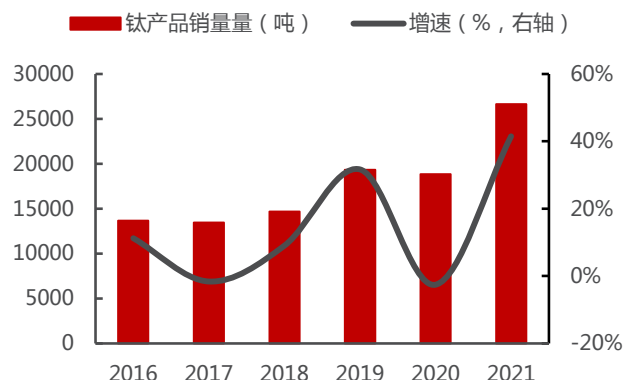
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2021 年钛产品产量同比+47.96%



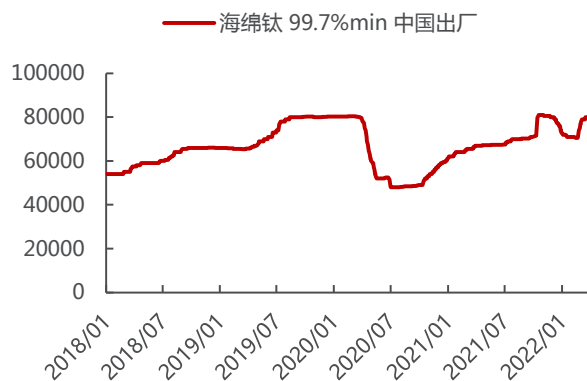
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年钛产品销量同比+41.46%



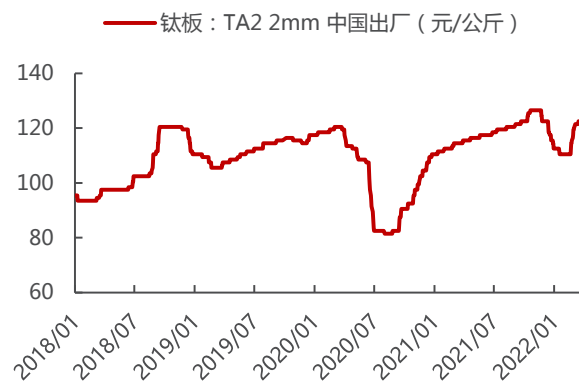
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：海绵钛市场价格走势（单位：元/吨）



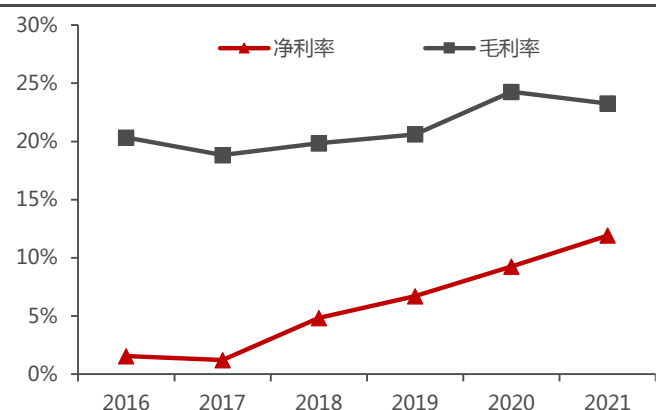
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：钛板市场价格走势（单位：元/公斤）



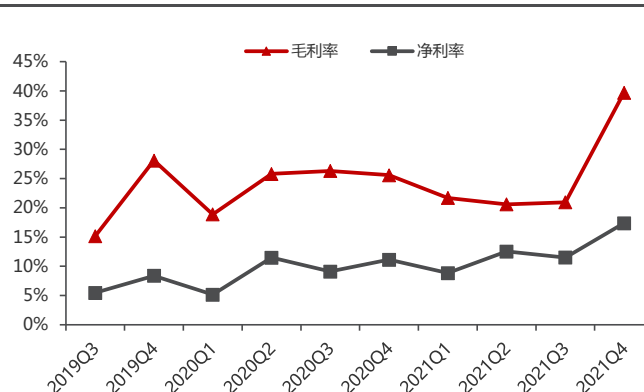
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年毛利率小幅下滑



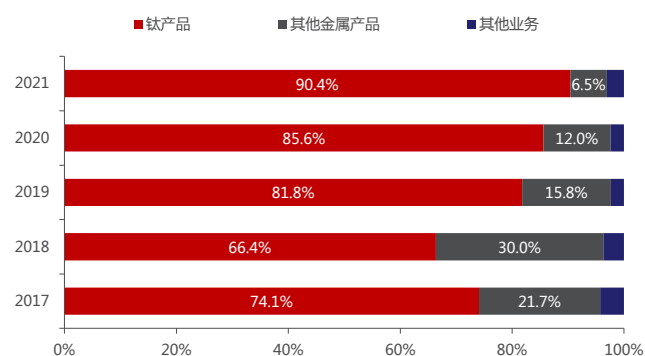
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：公司分季度毛利率变化



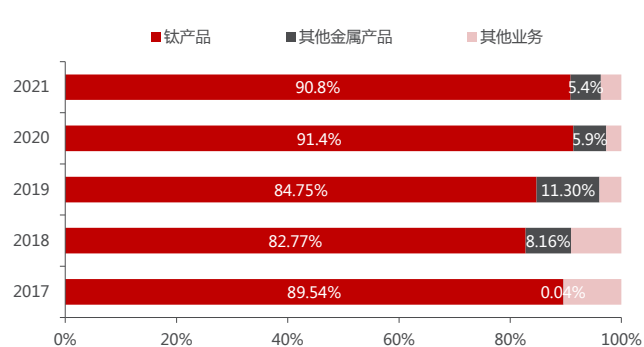
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：公司分产品营收占比（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%）



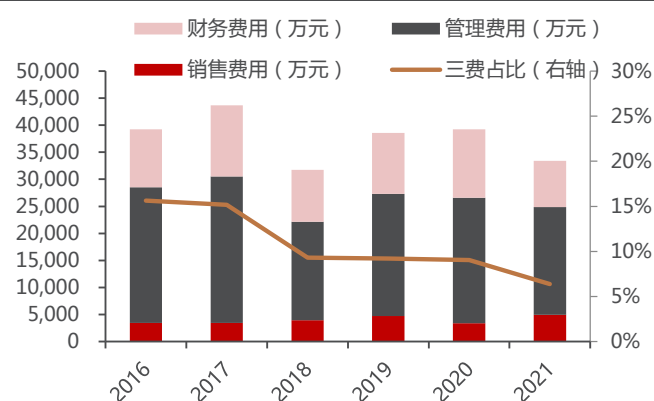
资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率下滑。公司 2021 年期间费用同比下滑 0.58 亿元,至 3.34 亿元，期间费用率同比下滑 2.7pct 至 6.4%。其中管理费用减少 0.32 亿元，主要是公司

的社保分配按部门变动调整所致；财务费用减少 0.41 亿元，主要是公司的利息收入增长较多所致；销售费用增加 0.16 亿元，主要是报告期销售人员绩效收入增加所致。

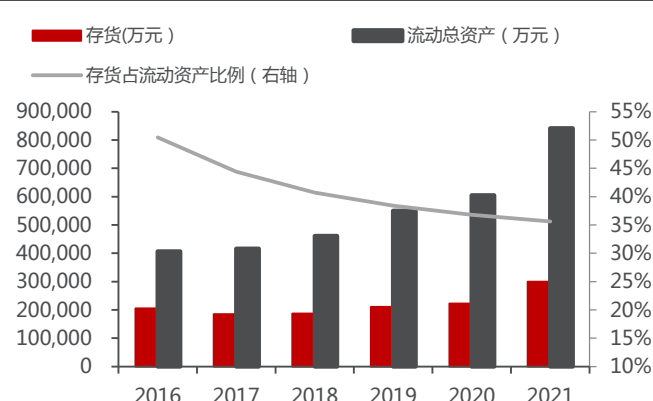
期末存货大幅增加。由于公司产品产量增长，叠加 21Q4 公司钛产品销售受到西安疫情影响，公司 2021 年末钛产品库存量同比+47.60%，至 3630.72 吨。公司 2021 年期末存货 29.96 亿元，同比增加 7.72 亿元，其中在产品增加 3.41 亿元，原材料增加 2.25 亿元，库存商品增加 2.05 亿元，发出商品增加 0.22 亿元。

图 13：2021 年公司期间费用率下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年末公司存货增加



资料来源：wind，民生证券研究院

疫情影响销售，导致公司 2021Q4 利润环比大幅减少。2021Q4，公司实现归母净利润 0.89 亿元，同比减少 26.5%、环比减少 53.9%。由于西安地区疫情影响，导致公司 21Q4 钛产品销量环比下滑 9.95%，公司 21Q4 毛利环比-1.21 亿元，其他减利项主要在于管理费用（-0.26 亿元）、研发费用（-0.21 亿元）、营业外收支（-0.11 亿元）。

钛行业维持高景气度，22Q1 业绩预计大幅增长。公司发布 22Q1 业绩预增公告：预计 22Q1 实现归母净利 1.8 亿至 2.05 亿，同比+87.00%至 112.97%，环比+102.14%至+130.22%。**钛行业维持高景气度，公司钛材逐步放量。**价格方面，22Q1 钛行业维持高景气度，钛材价格维持相对高位。22Q1 钛板市场均价同比+2.4%，环比-6.1%，但从 2 月份中下旬开始，钛板价格再次进入上行通道，3 月钛板均价环比 2 月上涨 8.7%，逼近去年价格高点。**销量方面**，公司全力拓展市场需求，运行质量和效率不断提升，公司钛产品逐步放量，预计公司 22Q1 钛材销量同比攀升。对比 21Q4 来看，由于 21Q4 公司钛材销售受到西安疫情影响，预计 22Q1 销量环比也有较为明显的增长。

3 核心看点：钛材有望持续放量

公司是国内钛材龙头，十四五规划成为国际钛业强企。公司为钛及钛合金产品研发、生产和销售高新技术企业，拥有从海绵钛、熔铸、锻造到板材、管棒等全套加工生产系统，钛产业链较为完善。公司钛材年产量位居全国第一，是国内及出口航空航天钛材的最主要供应商之一，公司 2021 实际钛加工材产能达到 30938 吨。公司“十四五”发展战略计划达到 5 万吨钛产品及一定量的锆、镍等金属产品生产能力，巩固和提升行业龙头引领作用，有望建成国际钛业强企。

高端钛材项目逐步投产，钛产品结构持续优化。公司 2021 年初成功完成非公开发行股票，募集资金净额 19.68 亿元，有力保障募投的钛材项目顺利实施。(1) 宇航级宽幅钛合金板材、带箔材项目预计增产板材 1500 吨/年、钛带 5000 吨/年、箔材 500 吨/年；(2) 高品质钛锭、管材、型材项目预计增产钛锭 10000 吨/年、管材 290 吨/年、钛合金型材 100 吨/年；随着钛材项目逐步投产，届时公司钛产品结构有望进一步优化。

海绵钛及四氯化锆扩产，公司原料自给率提升。年产 12000 吨海绵钛及 3000 吨四氯化锆的扩建项目逐步推进，截至 2021 年底项目完成进度 90%，随着海绵钛产能逐步建成投放，公司原料自给率提升，保障公司业绩稳定性。

表 2：公司主要在建项目情况

项目名称	预算金额 (亿元)	新增年产能 (吨/年)	2021 年末项目进度
年产 12000 吨海绵钛生产线及年产 3000 吨四氯化锆生产线项目	2.4	海绵钛：12000 四氯化锆：3000	90%
宇航级宽幅钛合金板材、带箔材建设项目	7.8	板材：1500 钛带：5000 箔材：500	40%
高品质钛锭、管材、型材生产线建设项目	5.1	钛锭：10000 管材：290 钛合金型材：100	50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

国内钛行业市场整体向好，钛材价格有望持续走高，假设 2022-2024 年公司钛产品不含税售价分别为 19.34/20.14/20.73 万元/吨，随着公司在建项目逐步投产，公司钛产品销量将稳步攀升，假设 2022-2022 年预钛产品销量分别为 30000/34000/39000 吨。在以上假设前提下，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 64.33/75.82/89.43 亿元，营业成本分别为 48.70/56.83/66.07 亿元。

4.2 估值分析与投资建议

我们选取以钛材为主营业务的西部超导、西部材料，以及以航空航天用高温合金为主营业务的钢研高纳作为可比公司。以 2022 年 4 月 15 日股价测算，可比公司 2022 年平均 PE 为 31 倍，宝钛股份 2022 年 PE 为 29 倍，我们认为公司估值具备一定提升空间。

受益于航天航空、海洋工程等下游领域发展，公司钛材需求空间广阔，随着高端钛产品项目投产，公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 7.88/10.57/13.89 亿元，对应 2022 年 4 月 15 日收盘价 48.06 元，2022-2024 年 PE 依次为 29/22/17 倍，维持公司“推荐”评级。

表 3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688122.SH	*西部超导	74.52	1.68	2.00	2.64	-	44	37	28	-
002149.SZ	*西部材料	11.43	0.27	0.52	0.67	0.67	42	22	17	17
300034.SZ	*钢研高纳	30.70	0.64	0.92	1.26	-	48	34	24	-
可比公司平均 PE							45	31	23	17
600456.SH	宝钛股份	48.06	1.17	1.65	2.21	2.91	41	29	22	17

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：标*公司暂未覆盖，数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 15 日；西部超导 2021 年每股收益为业绩快报数据，钢研高纳 2021 年每股收益为预测值。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。公司钛产品主要由军用、民用、出口三部分构成，目前国内外宏观经济扰动较大，可能会压制民用、出口领域的钛材消费。

2) 原材料价格波动风险。原材料海绵钛成本在钛材生产成本中占比较高，受海绵钛原料成本、下游需求、环保安全督查趋严等因素影响，海绵钛可能出现短期供需错配，若海绵钛价格大幅上涨，会对公司生产成本控制造成一定压力。

3) 项目进展不及预期。产业、环保政策等不利变化可能会影响公司规划项目进展，导致公司未来增长速度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,246	6,433	7,582	8,943
营业成本	4,025	4,870	5,683	6,607
营业税金及附加	37	45	53	58
销售费用	49	56	58	63
管理费用	199	250	272	309
研发费用	163	158	163	179
EBIT	773	1,054	1,353	1,728
财务费用	85	106	117	113
资产减值损失	-34	-11	-8	-12
投资收益	-1	-2	-3	5
营业利润	686	993	1,301	1,690
营业外收支	3	2	4	5
利润总额	688	995	1,305	1,695
所得税	64	119	137	161
净利润	625	876	1,168	1,534
归属于母公司净利润	560	788	1,057	1,389
EBITDA	1,033	1,403	1,765	2,162

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,635	1,165	1,091	1,144
应收账款及票据	3,293	3,815	4,353	5,050
预付款项	302	217	197	295
存货	2,996	3,339	3,719	4,188
其他流动资产	185	260	213	271
流动资产合计	8,411	8,795	9,572	10,947
长期股权投资	11	9	8	6
固定资产	2,364	2,674	3,175	3,456
无形资产	190	219	255	293
非流动资产合计	3,346	3,800	4,157	4,197
资产合计	11,757	12,596	13,729	15,144
短期借款	400	610	710	776
应付账款及票据	1,452	1,531	1,849	2,165
其他流动负债	1,368	1,173	1,235	1,307
流动负债合计	3,221	3,314	3,794	4,248
长期借款	549	699	549	449
其他长期负债	1,504	1,505	1,504	1,504
非流动负债合计	2,053	2,204	2,053	1,953
负债合计	5,274	5,518	5,847	6,201
股本	478	478	478	478
少数股东权益	444	532	643	788
股东权益合计	6,483	7,078	7,882	8,943
负债和股东权益合计	11,757	12,596	13,729	15,144

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.94	22.62	17.86	17.96
EBIT 增长率	29.09	36.33	28.40	27.71
净利润增长率	54.49	40.64	34.11	31.47
盈利能力 (%)				
毛利率	23.27	24.30	25.04	26.12
净利润率	11.91	13.61	15.40	17.16
总资产收益率 ROA	4.77	6.26	7.70	9.17
净资产收益率 ROE	9.28	12.04	14.60	17.04
偿债能力				
流动比率	2.61	2.65	2.52	2.58
速动比率	1.59	1.58	1.49	1.52
现金比率	0.51	0.35	0.29	0.27
资产负债率 (%)	44.86	43.81	42.59	40.95
经营效率				
应收账款周转天数	103.51	104.20	102.10	103.04
存货周转天数	271.65	251.00	239.34	232.00
总资产周转率	0.45	0.51	0.55	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.65	2.21	2.91
每股净资产	12.64	13.70	15.15	17.07
每股经营现金流	0.43	0.82	2.62	2.42
每股股利	0.85	0.59	0.76	0.99
估值分析				
PE	41	29	22	17
PB	3.8	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	22.86	17.42	13.87	11.28
股息收益率 (%)	1.77	1.22	1.59	2.06

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	625	876	1,168	1,534
折旧和摊销	260	350	412	434
营运资金变动	-830	-999	-500	-977
经营活动现金流	206	391	1,252	1,155
资本开支	-381	-844	-808	-508
投资	0	44	46	49
投资活动现金流	-481	-802	-764	-453
股权募资	1,968	0	0	0
债务募资	-451	361	-51	-34
筹资活动现金流	856	-59	-561	-649
现金净流量	573	-470	-74	53

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 52.46 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 5.6 亿元.....	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 6.31 亿元.....	3
图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 0.89 亿元.....	3
图 5：2021 年钛产品产量同比+47.96%.....	4
图 6：2021 年钛产品销量同比+41.46%.....	4
图 7：海绵钛市场价格走势（单位：元/吨）.....	5
图 8：钛板市场价格走势（单位：元/公斤）.....	5
图 9：2021 年毛利率小幅下滑.....	5
图 10：公司分季度毛利率变化.....	5
图 11：公司分产品营收占比（单位：%）.....	5
图 12：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%）.....	5
图 13：2021 年公司期间费用率下滑.....	6
图 14：2021 年末公司存货增加.....	6

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司主要产品销量情况（单位：吨）.....	4
表 2：公司主要在建项目情况.....	7
表 3：可比公司 PE 数据对比.....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001