

需求旺盛驱动业绩增长，全产业链布局充分受益

图南股份(300855)

评级:	买入	股票代码:	300855
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	78.78/33.1
目标价格:		总市值(亿)	83.76
最新收盘价:	41.88	自由流通市值(亿)	46.27
		自由流通股数(百万)	110.47

事件概述

公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报：2021 年实现营收 6.98 亿元 (+27.73%)，归母净利润 1.81 亿元 (+66.24%)，扣非归母净利润 1.64 亿元 (+73.51%)；2022Q1 实现营收 2.12 亿元 (+42.15%)，归母净利润 4040.11 万元 (+11.86%)，扣非归母净利润 4013.60 万元 (+22.08%)。

分析判断:

► 下游需求驱动业绩稳增，各业务板块毛利提升明显。

受益于下游需求的快速释放，公司业绩稳健增长，2021 年实现营收 6.98 亿元 (+27.73%)，归母净利润 1.81 亿元 (+66.24%)。各业务板块实现收入规模和毛利双重提升：2021 年销售铸造高温合金 713 吨，实现收入 2.91 亿元 (+45.41%)，毛利率 51.13% (+6.04pct)；销售变形高温合金 1354 吨，实现收入 1.97 亿元 (+4.90%)，毛利率 28.11% (+2.46pct)；销售特种不锈钢 352 吨，实现收入 0.87 亿元 (+60.42%)，毛利率 42.28% (+7.02pct)；销售其他合金产品 803 吨，实现收入 1.09 亿元 (+29.44%)，毛利率 11.99% (-1.30pct)。由于航空航天高毛利产品占比提升，带动公司综合毛利率提升 4.75pct 至 37.31%。

2022Q1 实现营收 2.12 亿元 (+42.15%)，归母净利润 4040.11 万元 (+11.86%)，毛利率下滑 3.11pct 至 34.02%，或与原材料涨价、产品结构调整有关。公司部分产品受到主要元素镍价格上涨影响，整体毛利率略有下滑。公司主要是以销定产模式，在手订单已有对应材料库存；如果镍价一直高位不跌，公司将根据市场行情、客户需求量、是否战略客户、付款条件等因素调整销售报价（价格传导）。

► 期间费用受股权激励摊销影响，Q2 或将明显改善。

2021 年公司期间费用率为 13.80% (+1.22pct)，主要原因是本期实施股权激励计划，确认股份支付费用。其中，管理费用率 6.39% (+2.02pct)，主要原因是本期实施股权激励计划，确认股份支付费用；研发费用率 6.41% (+0.21pct)，主要原因是研发投入增加，以及本期实施股权激励计划，确认研发人员股份支付费用；财务费用率 -0.12% (-0.57pct)，主要原因是公司目前资金较充裕，银行存款的利息收入增加，同时公司利息费用和汇兑损益减少。

2022Q1 公司期间费用率为 11.23% (+0.05pct)，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.09%、6.13%、4.20%、-0.18%，同比 -0.34pct、+0.72pct、-0.72pct、+0.39pct。由于 2022Q1 公司股权激励仍在第一个归属期，费用摊销较高（约 761 万元），而去年同期没有股权激励费用。展望 2022Q2，股权激励进入第二个归属期，费用摊销下降至 254 万元，而去年同期为 761 万元，期间费用或将明显改善。

► 全产业链优势，高毛利的精密铸件增强盈利水平。

公司掌握从熔炼至型材（棒材、管材、丝材等）及铸件（航空发动机精铸机匣等）的全产业链生产流程，是国内少数能同时批量化生产变形高温合金、铸造高温合金（母合金、精密铸件）产品的企业之一，是国内航空发动机用大型复杂薄壁高温合金结构件的重要供应商。

大型薄壁复杂精密铸件是公司高毛利产品，公司生产的铸件尺寸精度高、加工余量小、壁厚薄，能满足先进航空装备向轻量化、精确化、长寿命、低成本等方向发展的需求。公司拥有完善的大型复杂薄壁件的精密铸造体系，掌握先进的近净型熔模精密铸造技术，在国内率先实现直径大于 1000mm、壁厚小于 2mm 的大型高温合金精铸件批量生产，具备为航空发动机制造企业稳定供货的能力。同时，公司也是国内少数既生产铸造高

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	698	909	1,119	1,388	净利润	181	242	326	427
YoY(%)	27.7%	30.2%	23.2%	24.0%	折旧和摊销	36	62	68	74
营业成本	438	558	669	816	营运资金变动	-23	-88	-95	-123
营业税金及附加	4	5	7	8	经营活动现金流	179	210	290	367
销售费用	8	9	11	14	资本开支	-183	-105	-65	-55
管理费用	45	55	56	62	投资	-39	-5	-5	-5
财务费用	-1	-6	-10	-17	投资活动现金流	-211	-101	-59	-46
研发费用	45	55	67	83	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	债务募资	20	-25	0	0
投资收益	7	9	11	14	筹资活动现金流	-20	-26	0	0
营业利润	208	276	373	488	现金净流量	-53	83	232	321
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	207	276	373	488	成长能力				
所得税	26	35	47	61	营业收入增长率	27.7%	30.2%	23.2%	24.0%
净利润	181	242	326	427	净利润增长率	66.2%	33.3%	35.0%	31.0%
归属于母公司净利润	181	242	326	427	盈利能力				
YoY(%)	66.2%	33.3%	35.0%	31.0%	毛利率	37.3%	38.6%	40.2%	41.2%
每股收益	0.91	1.21	1.63	2.14	净利率	26.0%	26.6%	29.1%	30.8%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	13.3%	15.2%	16.9%	17.9%
货币资金	208	291	523	844	净资产收益率 ROE	14.8%	16.5%	18.2%	19.2%
预付款项	4	6	7	8	偿债能力				
存货	320	380	456	557	流动比率	9.00	13.33	14.56	15.83
其他流动资产	389	422	459	504	速动比率	5.83	8.66	9.90	11.15
流动资产合计	921	1,099	1,445	1,913	现金比率	2.03	3.53	5.27	6.98
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	10.3%	7.6%	7.2%	6.7%
固定资产	196	217	212	197	经营效率				
无形资产	54	57	60	63	总资产周转率	0.51	0.57	0.58	0.58
非流动资产合计	447	490	487	468	每股指标 (元)				
资产合计	1,367	1,589	1,932	2,381	每股收益	0.91	1.21	1.63	2.14
短期借款	25	0	0	0	每股净资产	6.13	7.34	8.97	11.11
应付账款及票据	39	41	50	60	每股经营现金流	0.89	1.05	1.45	1.83
其他流动负债	38	41	50	61	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	102	82	99	121	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	46.02	34.66	25.67	19.60
其他长期负债	39	39	39	39	PB	11.50	5.71	4.67	3.77
非流动负债合计	39	39	39	39					
负债合计	141	122	138	160					
股本	200	200	200	200					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,226	1,468	1,794	2,221					
负债和股东权益合计	1,367	1,589	1,932	2,381					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2年航空产业研究经验，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。