

2022 年 08 月 25 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

宝钛股份 (600456)

2022 年中报点评：受益钛合金需求增长，22Q2 收入创新高

报告摘要

◆ 事件：公司 8 月 25 日公告，2022 年上半年度营收 33.78 亿元 (+18.92%)，归母净利润 3.58 亿元 (+28.75%)，毛利率 24.23% (+3.16pcts)，净利率 12.34% (+1.39pcts)。

◆ “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，拥有国际先进、完善的钛材生产体系，主导产品钛材年产量位居世界同类企业前列。公司军品广泛应用在航空（发动机叶片、防护板、肋、翼、起落架等）、航天（船舱骨架，火箭发动机壳体，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，民品主要用在石油化工、冶金工业、海水淡化工业以及医疗领域。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。

◆ 22H1 业绩稳步提升，Q2 创出最高季度收入：公司 2022 年上半年度营收同比增长 18.92%，归母净利润增长 28.75%。其中钛产品收入 30.72 亿元 (+38.12%)，快速增长，国内钛行业受益于航天航空、化工等行业景气度向好，市场需求稳步增长；国际钛行业受益航空业缓慢复苏，钛产品市场需求回暖，2022 年上半年公司实现钛产品销售量 1.61 万吨 (+37.40%)，实现钛产品生产量 1.62 万吨 (+32.23%)，产量与销售量同步获得提升。上半年原材料海绵钛价格的回落，公司毛利率 (24.23%，+3.16pcts) 和净利率 (12.34%，+1.39pcts) 都有所提升。单看 22Q2，公司创出最高季度销售收入 (17.94 亿元，+10.48%)，归母净利润有所下降 (1.64 亿元，-9.51%)，主要受 Q2 管理费用 (0.73 亿元，+299.03%) 以及 Q2 研发费用 (0.61 亿元，+66.89%) 提升的影响，22Q2 毛利率为 24.08% (同比+3.48pcts，环比-0.32pcts)，相较于 2021 年海绵钛价格走高导致毛利率下滑，今年毛利率改善明显，同时基本维持稳定。

投资评级

买入

维持评级

2022 年 08 月 24 日

收盘价(元): 49.78

目标价(元): 63

公司基本数据

总股本(百万股)	477.78
总市值(百万)	23,783.77
流通股本(百万股)	477.78
流通市值(百万)	23,783.77
12 月最高/最低价(元)	74.48/39.65
资产负债率(%)	52.34
每股净资产(元)	12.54
市盈率(TTM)	37.15
市净率(PB)	3.97
净资产收益率(%)	5.98

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ **科学管理生产运行，管理水平持续加强：**2022 年上半年公司三费率（5.29%，-0.03pcts）与上年同期相比略降，其中销售费用 0.27 亿元（+8.67%），主要是销售人员绩效收入增加所致；管理费用 1.17 亿元（+49.49%），主要是公司职工薪酬、财产保险以及后勤保障服务费用增加所致；财务费用 0.34 亿元（-27.89%），主要是公司汇兑收益增加所致。公司持续健全管理体制机制，科学统筹组织生产，优化生产要素配置和物料流转；强化内外部质量工艺创新和管控；加快技改技措和募投项目建设，扩大关键工序产能；扎实开展降本增效，积极做好“两金”压降；严格落实安全环保主体责任，构建绿色可持续发展；高度重视内控机制建设，有效提升风险防控能力，不断提高产品质量、经营效率和盈利能力。

◆ **加强研发投入，增强竞争实力：**2022 年上半年公司研发项目增加，研发费用 0.80 亿元（+40.84%），占营收 2.36%（+0.37pcts），研发费用大幅增长，其中涨幅最大的费用为工资及劳务费 0.20 亿元（+593.28%）。公司以科技引领市场，以研发扩大市场，完善科技人才引进和激励机制，快速推进科研成果向生产力转化，开展科研创新与技术攻关，助力“问天”实验舱及运载火箭成功发射。2022 年上半年，公司共获得各级科技成果奖 9 项，获得专利授权 2 项。

◆ **加快募投项目建设，扩大关键工序产能：**在钛行业需求持续向好的同时，钛行业市场高端产品产能不足，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。

◆ **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优势，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。公司以“十四五”战略规划为指引，继续深化企业改革，全力加快募投项目建设，扩大关键工序产能，补齐短板补强产业链，积极开拓钛材市场空间，完善科研创新机制，优化产品结构布局，品牌竞争实力持续提升。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 7.50 亿元、9.31 亿元和 11.15 亿元，EPS 分别为 1.57 元、1.95 元和 2.33 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 27 倍 PE。

◆ 风险提示

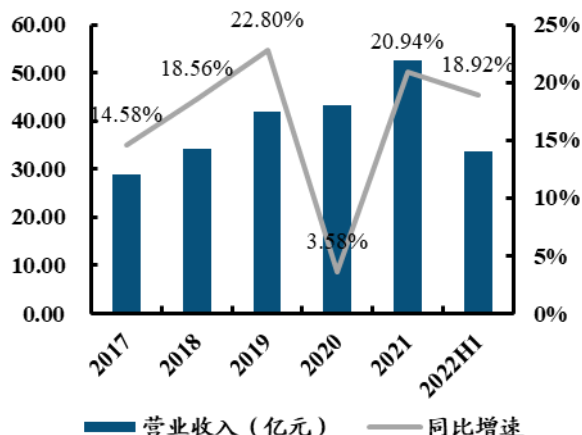
疫情发展仍存在不确定性,产能投产不顺，原材料价格上涨等。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4337.70	5246.04	6867.28	8302.87	9788.03
增长率（%）	22.80	3.58	20.94	30.90	20.90
归母净利润（百万元）	362.66	560.28	750.44	931.15	1115.34
增长率（%）	51.10	54.49	33.94	24.08	19.78
毛利率（%）	24.26	23.27	23.41	23.86	24.30
每股收益（元）	0.76	1.17	1.57	1.95	2.33
市盈率 PE	65.58	42.45	31.69	25.54	21.32
市净率 PB	5.93	3.94	3.81	3.66	3.49
净资产收益率 ROE（%）	9.04	9.28	12.02	14.32	16.38

资料来源：iFind，中航证券研究所

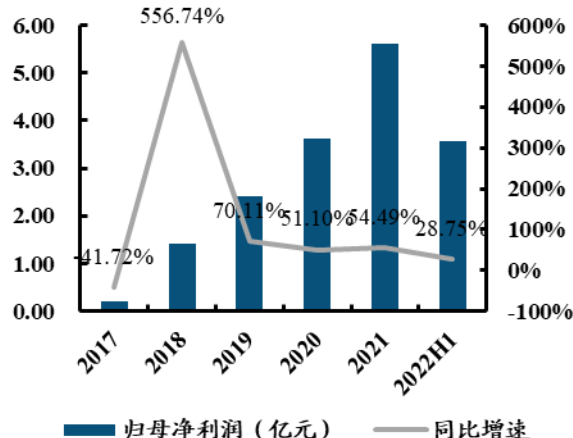
● 公司中报主要财务数据

图1 公司近5年及22H1 营业收入及增速情况



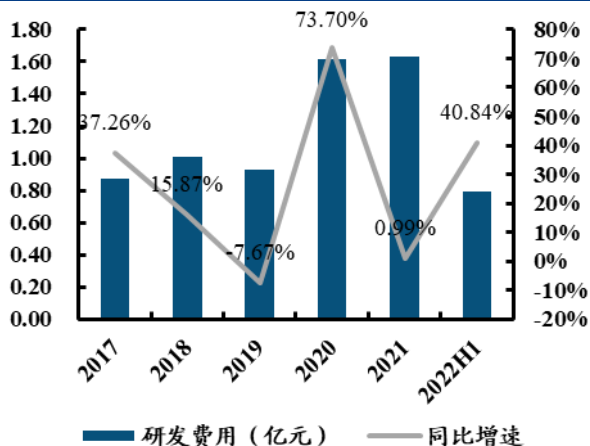
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司近5年及22H1 归母净利润及增速情况



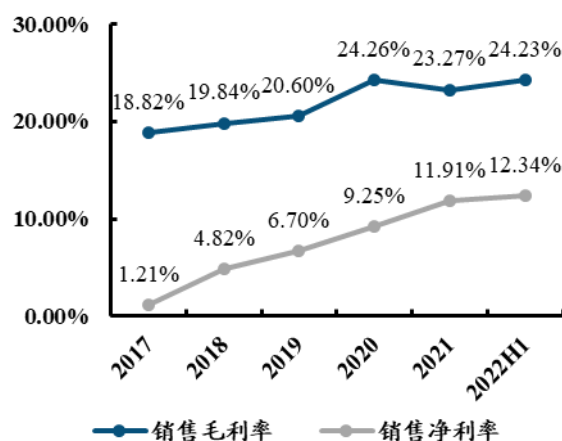
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司近5年及22H1 研发费用情况



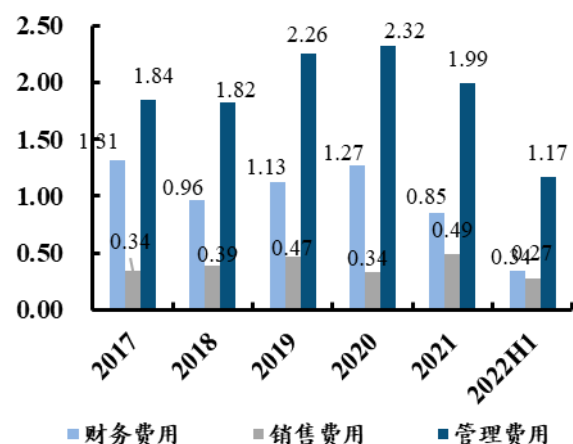
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司近5年及22H1 毛利率及净利率情况



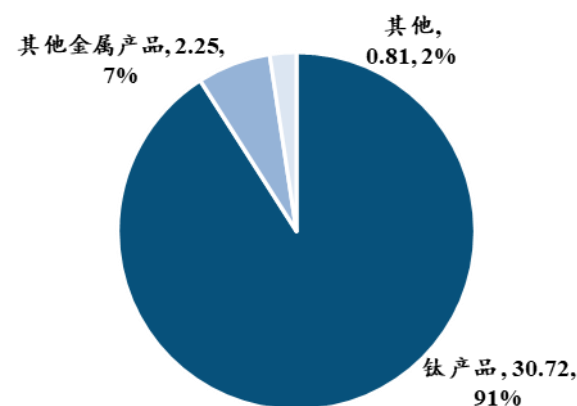
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5: 公司近5年及22H1 三费情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6: 公司2022H1 产品结构 (亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

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	87.84	106.57	139.03
经营性利润	342.14	461.58	685.96	943.70	1,178.27	1,418.74
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	923.00	1,147.85	1,374.23
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	926.33	1,149.38	1,376.74
减: 所得税	44.58	70.78	63.61	92.63	114.94	137.67
净利润	280.62	401.37	624.80	833.70	1,034.45	1,239.07
减: 少数股东损益	40.61	38.71	64.52	83.25	103.30	123.73
归属母公司股东净利润	240.01	362.66	560.28	750.44	931.15	1,115.34
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	461.81	1,229.86	1,989.73
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	1,796.43	1,962.98	2,179.48
负债合计	4,032.57	4,383.62	5,274.17	6,594.39	8,035.14	9,530.86
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	1,475.49	1,731.71	2,038.61
归属母公司股东权益	3,734.25	4,010.84	6,038.41	6,244.90	6,501.12	6,808.02
少数股东权益	334.58	354.67	444.13	527.38	630.68	754.41
股东权益合计	4,068.83	4,365.50	6,482.53	6,772.28	7,131.80	7,562.43
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	9,077.97	10,205.54	11,396.05
现金流量表						
经营性现金净流量	52.66	391.06	141.25	-40.70	622.19	721.65
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	-158.02	-84.26	-214.44
现金流量净额	-276.23	-19.41	508.14	-604.95	215.34	222.77

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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发送或为任何就送发、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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637