

# 宝钛股份（600456.SH）

买入

## 2022 年报及 2023 年一季报点评：募投项目顺利推进，产销量稳步提升

### 核心观点

**2022 年公司归母净利润同比下降 0.6%。**2022 年实现营收 66.35 亿元（+26.5%），归母净利润 5.57 亿元（-0.6%），扣非归母净利润 5.15 亿元（+0.1%），经营活动产生的现金流量净额-4.35 亿元。2023 年一季度营收 18.75 亿元（+18.4%），归母净利润 1.37 亿元（-29.3%），扣非归母净利润 1.32 亿元（-31.2%）。2022 年经营活动产生现金流量净额变动的主要原因是经营性应收项目增加、应付项目减少以及库存增加。

**产销量维持增长。**根据公司 2022 年报披露，公司钛加工材设计产能 20000 吨，2022 年实际产能 34214 吨，在建产能 7790 吨。2022 年公司钛产品产量 32539 吨，同比增长 17%；钛产品销量 31609 吨，同比增长 18.7%。单季度来看，2023Q1 钛产品销量 8345 吨，同比增长 8.8%，环比增长 14.3%，维持增长态势。

**钛材龙头，受益于下游行业国产替代和转型升级。**公司是我国最大的以钛及钛合金为主的专业化稀有金属生产科研基地，主导产品钛材年产量位居世界同类企业前列，在国内市场处于领先地位，2016 年荣获“大运工程”钛材唯一金牌供应商，并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。随着国家推进高质量发展，以及自主创新、国产替代加速推进，航天航空、石油化工、装备制造等产业将有效拉动钛产品的市场需求。

**风险提示：**海绵钛价格大幅上涨；疫情影响下游需求。

**投资建议：**维持“买入”评级。

假设 2023-2025 年国内海绵钛价格均为 75000 元/吨，公司高端钛材定价不变，民用钛材加工费用维持当前水平，且募投项目按计划实施，预计公司 2023-2025 年营业收入为 87/98/110 亿元，同比增速 31.2/12.0/13.3%，归母净利润分别为 7.53/8.74/10.36 亿元，同比增速 35.2/16.1/18.5%，摊薄 EPS 分别为 1.58/1.83/2.17 元，当前股价对应 PE 为 21/18/15X。公司是国内钛材行业绝对龙头，借助航空航天领域钛材升级换代、国产化率提升契机，产品结构优化升级，盈利能力增强，募投项目顺利投产巩固公司龙头地位，公司成长确定性强，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,246	6,635	8,704	9,751	11,045
(+/-%)	20.9%	26.5%	31.2%	12.0%	13.3%
净利润(百万元)	560	557	753	874	1036
(+/-%)	54.5%	-0.6%	35.2%	16.1%	18.5%
每股收益(元)	1.17	1.17	1.58	1.83	2.17
EBIT Margin	14.7%	13.0%	13.4%	13.7%	14.2%
净资产收益率(ROE)	9.3%	9.0%	11.2%	11.9%	12.9%
市盈率(PE)	28.0	28.2	20.9	18.0	15.2
EV/EBITDA	21.0	19.0	15.8	14.0	12.5
市净率(PB)	2.60	2.54	2.34	2.14	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

32.87 元

总市值/流通市值

15705/15705 百万元

52 周最高价/最低价

64.08/32.15 元

近 3 个月日均成交额

197.43 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《宝钛股份（600456.SH）-钛材销量同比增 70%，产品盈利能力稳定》——2022-08-26

《宝钛股份（600456.SH）-产销量高增长，产品结构优化升级》——2022-04-16

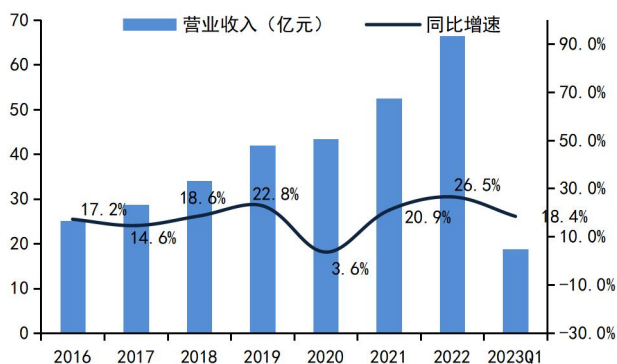
《宝钛股份-600456-2021 年三季报业绩点评：募投项目放量，产品结构优化》——2021-11-02

《宝钛股份-600456-2021 年中报业绩点评：产品结构优化，盈利能力提升》——2021-08-27

**2022 年公司归母净利润同比下降 0.6%。**2022 年实现营收 66.35 亿元（+26.5%），归母净利润 5.57 亿元（-0.6%），扣非归母净利润 5.15 亿元（+0.1%），经营活动产生的现金流量净额-4.35 亿元。2023 年一季度营收 18.75 亿元（+18.4%），归母净利润 1.37 亿元（-29.3%），扣非归母净利润 1.32 亿元（-31.2%）。经营活动产生现金流量净额变动的主要原因是经营性应收项目增加、应付项目减少以及库存增加。

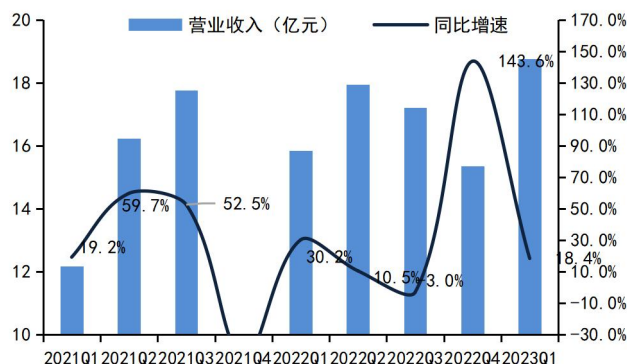
报告期内，公司计提资产减值损失 7796 万元，主因报告期公司计提的存货减值损失及固定资产减值增加所致；计提信用减值损失 2171 万元，主因报告期公司对应收款项计提的坏账准备。

图1：宝钛股份收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：宝钛股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：宝钛股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



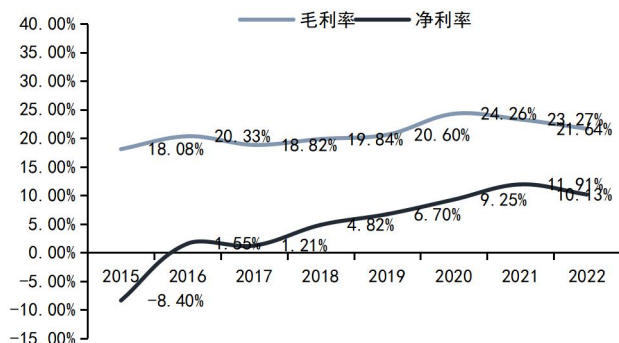
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：宝钛股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



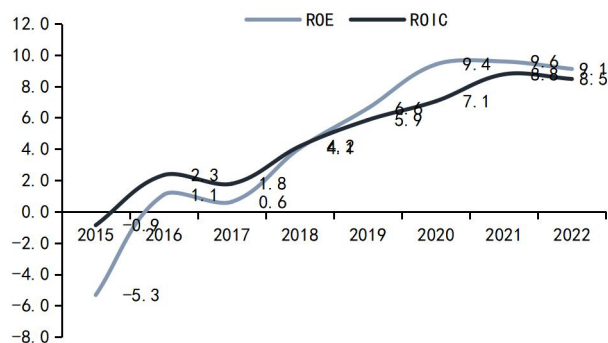
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 宝钛股份毛利率 (%)



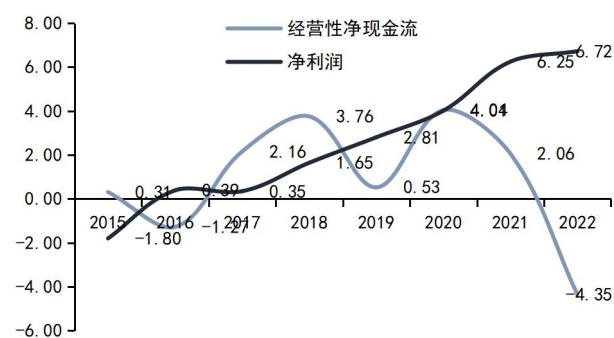
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 宝钛股份 ROE 和 ROIC (%)



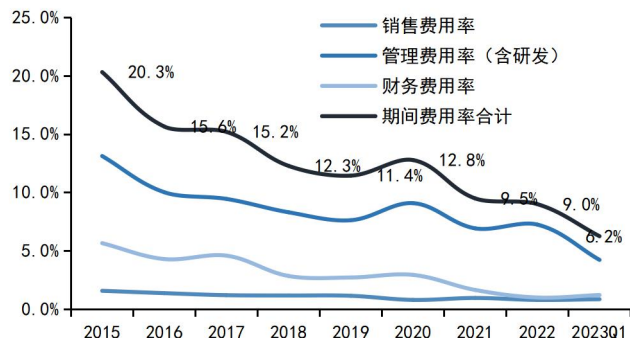
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 宝钛股份经营性净现金流 (亿元)



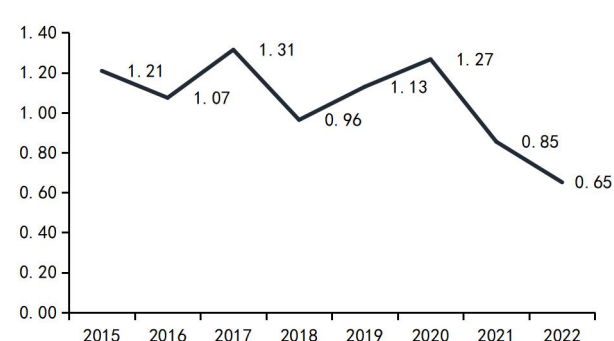
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 宝钛股份期间费用率



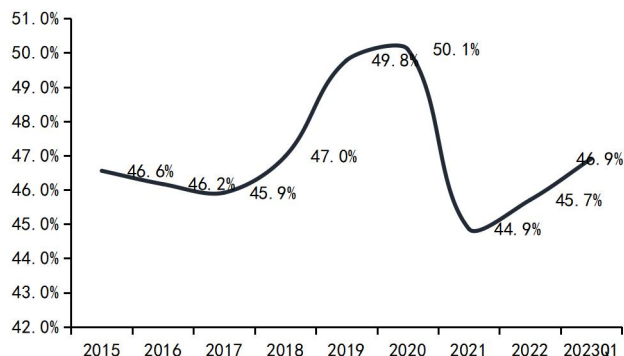
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司财务费用 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

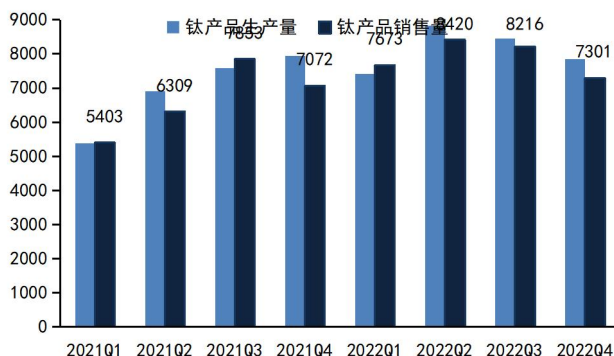
图10: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

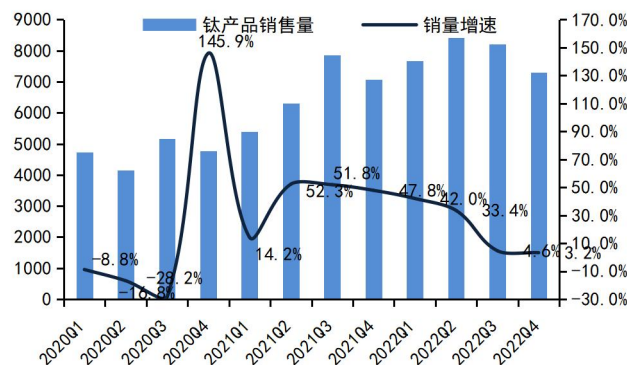
**产销量维持增长。**根据公司 2022 年报披露,公司钛加工材设计产能 20000 吨,2022 年实际产能 34214 吨,在建产能 7790 吨。2022 年公司钛产品产量 32539 吨,同比增长 17%;钛产品销量 31609 吨,同比增长 18.7%。单季度来看,2023Q1 钛产品销量 8345 吨,同比增长 8.8%,环比增长 14.3%,维持增长态势。

图11: 宝钛股份钛产品季度产销量 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 宝钛股份钛产品分季度销量 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**钛材龙头，受益于下游行业国产替代和转型升级。**公司是我国最大的以钛及钛合金为主的专业化稀有金属生产科研基地，主导产品钛材年产量位居世界同类企业前列。在国内市场处于领先地位，2016 年荣获“大运工程”钛材唯一金牌供应商，并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。随着国家推进高质量发展，以及自主创新、国产替代加速推进，航空航天、石油化工、装备制造等产业将有效拉动钛产品的市场需求。

**投资建议：**假设 2023-2025 年国内海绵钛价格均为 75000 元/吨，公司高端钛材定价不变，民用钛材加工费用维持当前水平，且募投项目按计划实施，预计公司 2023-2025 年营业收入为 87/98/110 亿元，同比增速 31.2%/12.0%/13.3%，归母净利润分别为 7.53/8.74/10.36 亿元，同比增速 35.2%/16.1%/18.5%，摊薄 EPS 分别为 1.58/1.83/2.17 元，当前股价对应 PE 为 21/18/15X。公司是国内钛材行业绝对龙头，借助航空航天领域钛材升级换代、国产化率提升契机，产品结构优化升级，盈利能力增强，募投项目顺利投产巩固公司龙头地位，公司成长确定性强，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1635	905	905	905	905	营业收入	5246	6635	8704	9751	11045
应收款项	3305	4008	5246	5878	6657	营业成本	4025	5199	6788	7573	8527
存货净额	2996	3565	4688	5231	5908	营业税金及附加	37	41	54	60	68
其他流动资产	474	346	435	488	552	销售费用	49	51	67	75	85
<b>流动资产合计</b>	<b>8411</b>	<b>8824</b>	<b>11275</b>	<b>12501</b>	<b>14022</b>	管理费用	199	235	307	344	388
固定资产	2857	3172	3006	2821	2623	研发费用	163	245	321	360	408
无形资产及其他	190	184	177	171	165	财务费用	85	65	85	96	108
投资性房地产	288	267	267	267	267	投资收益	(1)	(2)	0	0	0
长期股权投资	11	12	13	13	14	资产减值及公允价值变动	(34)	(78)	(70)	(70)	(70)
<b>资产总计</b>	<b>11757</b>	<b>12459</b>	<b>14738</b>	<b>15774</b>	<b>17091</b>	其他收入	(128)	(223)	(321)	(360)	(408)
短期借款及交易性金融负债	447	748	1418	1234	1076	营业利润	686	740	1011	1173	1390
应付款项	1452	1577	2066	2305	2603	营业外净收支	3	6	0	0	0
其他流动负债	1322	1595	2077	2318	2618	<b>利润总额</b>	<b>688</b>	<b>747</b>	<b>1011</b>	<b>1173</b>	<b>1390</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3221</b>	<b>3921</b>	<b>5561</b>	<b>5857</b>	<b>6297</b>	所得税费用	64	74	101	117	138
长期借款及应付债券	1744	1464	1464	1464	1464	少数股东损益	65	115	157	182	216
其他长期负债	309	310	311	312	313	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>560</b>	<b>557</b>	<b>753</b>	<b>874</b>	<b>1036</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2053</b>	<b>1774</b>	<b>1775</b>	<b>1776</b>	<b>1776</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5274</b>	<b>5694</b>	<b>7336</b>	<b>7633</b>	<b>8073</b>	净利润	560	557	753	874	1036
少数股东权益	444	573	683	810	961	资产减值准备	(9)	60	11	(4)	(6)
股东权益	6038	6192	6719	7331	8056	折旧摊销	230	264	292	326	342
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11757</b>	<b>12459</b>	<b>14738</b>	<b>15774</b>	<b>17091</b>	公允价值变动损失	34	78	70	70	70
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	85	65	85	96	108
每股收益	1.17	1.17	1.58	1.83	2.17	营运资本变动	(477)	(663)	(1467)	(749)	(927)
每股红利	1.35	1.17	0.47	0.55	0.65	其它	(1)	(60)	98	131	156
每股净资产	12.64	12.96	14.06	15.34	16.86	<b>经营活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>236</b>	<b>(242)</b>	<b>648</b>	<b>671</b>
ROIC	8%	8%	10%	11%	12%	资本开支	0	(555)	(201)	(201)	(201)
ROE	9%	9%	11%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	23%	22%	22%	22%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>(556)</b>	<b>(202)</b>	<b>(202)</b>	<b>(202)</b>
EBIT Margin	15%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	(7)	29	0	0	0
EBITDA Margin	19%	17%	17%	17%	17%	负债净变化	549	194	0	0	0
收入增长	21%	26%	31%	12%	13%	支付股利、利息	(647)	(559)	(226)	(262)	(311)
净利润增长率	54%	-1%	35%	16%	18%	其它融资现金流	570	291	670	(184)	(158)
资产负债率	49%	50%	54%	54%	53%	<b>融资活动现金流</b>	<b>367</b>	<b>(410)</b>	<b>444</b>	<b>(446)</b>	<b>(469)</b>
息率	4.1%	3.6%	1.4%	1.7%	2.0%	<b>现金净变动</b>	<b>706</b>	<b>(730)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	28.0	28.2	20.9	18.0	15.2	货币资金的期初余额	929	1635	905	905	905
P/B	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	1635	905	905	905	905
EV/EBITDA	21.0	19.0	15.8	14.0	12.5	企业自由现金流	0	(177)	(326)	581	625
						权益自由现金流	0	309	262	305	382

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032