投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

05 月 18 日收盘价(元)	32.45
52 周股价波动（元）	31.75-64.08
总股本/流通 A 股（百万股）	478/478
总市值/流通市值（百万元）	15504/15504

相关研究

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-10.0	-20.6	-22.3
相对涨幅（%）	-5.0	-20.5	-20.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:张恒晅
Email:zhx10170@haitong.com
证书:S0850517110002
联系人:刘砚菲
Tel:021-2321-4129
Email:lyf13079@haitong.com
联系人:胡舜杰
Tel:(021)23154483
Email:hsj14606@haitong.com

产能结构高端化进行时，一体化布局优势逐步凸显

投资要点:

- **公司营收增速远超年初经营计划，期间费用率略有下降，公司继续加大研发投入。**22 年度公司实现营业收入 66.35 亿元，同比+26.47%（年初经营计划为 55 亿元，同比+4.84%），其中钛产品营收为 60.38 亿元，同比+27.30%，钛产品产量为 3.25 万吨，同比+17.01%（年初经营计划为 3 万吨，同比+7.91%）。23 年公司经营计划实现营收 68 亿元，同比+2.49%。2022 年整体毛利率为 21.64%，同比-1.63pct，主要是因为营业成本上升，营业成本占销售比为 78.36%，同比+1.63pct。其中钛产品毛利率为 21.80%，同比-1.58pct，主要是因为钛产品相关的职工薪酬增长、能源费用大幅增长所致，同比分别+90.90%、223.71%。2022 年期间费用率为 8.99%，同比-0.49pct，公司继续加大研发投入，研发费用为 2.45 亿元，同比+50.10%。
- **科研成果显著，子公司海绵钛扩产项目完工，**有助于实现产业一体化布局。2022 年公司科研成果显著，成功研发的氢燃料电池专用钛材应用于氢能客车、无人机；研制的钛合金高精度超长薄板，填补国内空白；研制出国内最大单重的 1000Mpa 级宽幅高强高韧钛合金厚板等重要钛材，供应国家重点工程项目。截止至 2022 年末，子公司宝钛华神的 1.2 万吨海绵钛项目已经完工，宝钛华神原海绵钛年产能为 10000 吨，达产后海绵钛产能共计为 22000 吨，这将大幅提升海绵钛自给率，有望减轻公司产品成本受海绵钛价格的压力，有助于实现公司产业链的一体化布局。
- **募投项目即将投产，产能结构向高端改善进行时。**目前公司钛加工材的设计产能为 20000 吨/年，2022 年实际产能为 34214 吨，同比+10.59%，在建产能为 7790 吨。募投项目即将投产，新增高端产能有望带动公司未来业绩高增及毛利提升。2021 年公司定增合计 20.05 亿元投资于高品质钛锭、管材、型材生产线建设项目；宇航级宽幅钛合金板材、带箔材建设项目；检测、检验中心及科研中试平台建设项目，项目建设期分别为 24/25/24 个月。截至 2022 年年报，三个项目工程进度分别已达 80%/70%/50%，随着募投项目建设完毕，公司将年新增钛及钛合金锭总产能 10000 吨、钛合金管材产能 290 吨、钛合金型材产能 100 吨、板材产能 1500 吨、带材产能 5000 吨、箔材产能 500 吨。此番募投达产后宝钛将进一步扩充高端产能，进一步巩固和提升行业龙头地位。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计 2023-2025 年 eps 为 1.79/2.51/3.51 元/股，结合可比公司 PE 估值情况，给予公司 2023 年 20-25 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 35.80-44.75 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**军品订单的波动性，市场拓展不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万	5246	6635	8194	10362	13320
(+/-)YoY(%)	20.9%	26.5%	23.5%	26.5%	28.5%
净利润（百万元）	560	557	857	1198	1676
(+/-)YoY(%)	54.5%	-0.6%	53.8%	39.8%	39.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.17	1.17	1.79	2.51	3.51
毛利率(%)	23.3%	21.6%	22.4%	23.4%	24.4%
净资产收益率(%)	9.3%	9.0%	12.2%	14.5%	16.9%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **主要盈利预测假设。**

公司钛产品市场空间广阔，子公司海绵钛扩产项目完工，募投项目进展顺利，产能释放可期，分业务预测如下：

1）钛产品：我们预计 2023-2025 年超导线材业务收入增速为 25.00%/ 28.00%/ 30.00%，毛利率 22.50%/ 23.50%/ 24.50%。

2）其他业务：我们预计 2023-2025 年钛合金业务收入增速 5.00%/ 5.00%/ 5.00%，毛利率 26.00%/ 27.00%/ 28.00%。

3）其他金属产品：我们预计 2023-2025 年高性能高温合金材料业务收入增速 10.00%/ 10.00%/ 10.00%，毛利率 18.50%/ 19.00%/ 19.50%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
钛产品				
营业收入（百万元）	6037.65	7547.07	9660.24	12558.32
YoY (%)	27.30%	25.00%	28.00%	30.00%
营业成本（百万元）	4721.44	5848.98	7390.09	9481.53
毛利率（%）	21.80%	22.50%	23.50%	24.50%
其他业务				
营业收入（百万元）	190.96	200.51	210.53	221.06
YoY (%)	18.86%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本（百万元）	145.09	148.37	153.69	159.16
毛利率（%）	24.02%	26.00%	27.00%	28.00%
其他金属产品				
营业收入（百万元）	406.02	446.62	491.29	540.41
YoY (%)	18.55%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万元）	332.38	364.00	397.94	435.03
毛利率（%）	18.14%	18.50%	19.00%	19.50%
总营业收入（百万元）	**6634.63**	**8194.20**	**10362.06**	**13319.79**
YoY (%)	**26.47%**	**23.51%**	**26.46%**	**28.54%**
总营业成本（百万元）	**5198.91**	**6361.35**	**7941.72**	**10075.72**
综合毛利率（%）	**21.64%**	**22.37%**	**23.36%**	**24.36%**

资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值(亿元)	EPS（元）			PE（倍）			PS（倍）	PB（倍）
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E	2023E
688122.SH	西部超导	391.65	1.68	2.99	3.81	57.69	28.27	22.17	7.15	5.48
002149.SZ	西部材料	77.09	0.27	0.53	0.69	67.96	29.67	22.87	2.01	2.57
600399.SH	抚顺特钢	217.33	0.40	0.37	0.53	62.36	29.45	20.96	2.36	3.20
300034.SZ	钢研高纳	186.01	0.65	0.96	1.33	91.89	39.75	28.88	5.03	5.24
300855.SZ	图南股份	139.43	0.91	1.15	1.55	77.75	40.06	29.63	10.58	7.73
688231.SH	隆达股份	72.21	0.38	0.56	0.74	0.00	51.97	39.70	5.95	2.46
		均值	0.71	1.09	1.44	59.61	36.53	27.37	5.51	4.45

资料来源：wind，海通证券研究所
收盘价为 2023 年 5 月 18 日价格，EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）				
每股收益	1.17	1.79	2.51	3.51
每股净资产	12.96	14.75	17.26	20.77
每股经营现金流	-0.91	3.03	3.95	3.37
每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	27.83	18.10	12.94	9.25
P/B	2.50	2.20	1.88	1.56
P/S	2.34	1.89	1.50	1.16
EV/EBITDA	18.39	10.90	7.70	5.39
股息率%	**1.4%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	21.6%	22.4%	23.4%	24.4%
净利润率	8.4%	10.5%	11.6%	12.6%
净资产收益率	9.0%	12.2%	14.5%	16.9%
资产回报率	4.5%	5.9%	7.3%	8.5%
投资回报率	8.3%	10.0%	11.8%	13.6%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	26.5%	23.5%	26.5%	28.5%
EBIT 增长率	7.6%	39.9%	35.0%	35.9%
净利润增长率	-0.6%	53.8%	39.8%	39.9%
偿债能力指标				
资产负债率	45.7%	46.7%	44.7%	44.4%
流动比率	2.25	2.14	2.26	2.29
速动比率	1.28	1.37	1.62	1.85
现金比率	0.23	0.41	0.66	0.74
经营效率指标				
应收账款周转天数	86.05	80.00	60.00	60.00
存货周转天数	227.15	200.00	150.00	100.00
总资产周转率	0.55	0.61	0.67	0.74
固定资产周转率	2.71	3.14	3.83	4.94

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**6635**	**8194**	**10362**	**13320**
营业成本	5199	6361	7942	10076
毛利率%	21.6%	22.4%	23.4%	24.4%
营业税金及附加	41	55	66	87
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%
营业费用	51	70	85	111
营业费用率%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
管理费用	235	295	373	480
管理费用率%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
EBIT	831	1163	1570	2133
财务费用	65	50	25	-15
财务费用率%	1.0%	0.6%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-78	-30	-30	-30
投资收益	-2	-2	-2	-3
营业利润	**740**	**1082**	**1513**	**2116**
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	**747**	**1082**	**1513**	**2116**
EBITDA	1136	1464	1884	2455
所得税	74	130	182	254
有效所得税率%	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	115	95	133	186
归属母公司所有者净利润	**557**	**857**	**1198**	**1676**

现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	557	857	1198	1676
少数股东损益	115	95	133	186
非现金支出	404	331	344	352
非经营收益	115	79	88	98
营运资金变动	-1627	88	124	-701
经营活动现金流	**-435**	**1450**	**1887**	**1611**
资产	-353	-450	-350	-250
投资	0	0	0	0
其他	100	-2	-2	-3
投资活动现金流	**-253**	**-452**	**-352**	**-253**
债权募资	-12	200	200	200
股权募资	29	0	0	0
其他	103	-77	-86	-95
融资活动现金流	**120**	**123**	**114**	**105**
现金净流量	**-556**	**1121**	**1649**	**1463**

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	905	2026	3675	5138
应收账款及应收票据	3985	4664	5122	7458
存货	3565	3473	3085	2453
其它流动资产	369	539	670	814
流动资产合计	8824	10703	12552	15863
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	2527	2685	2729	2662
在建工程	645	636	629	623
无形资产	184	184	184	184
非流动资产合计	3635	3784	3820	3748
资产总计	**12459**	**14487**	**16372**	**19611**
短期借款	250	450	650	850
应付票据及应付账款	1577	2205	2516	3473
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2094	2341	2384	2604
流动负债合计	3921	4996	5550	6928
长期借款	743	743	743	743
其它长期负债	1031	1031	1031	1031
非流动负债合计	1774	1774	1774	1774
负债总计	**5694**	**6770**	**7324**	**8701**
实收资本	478	478	478	478
归属于母公司所有者权益	6192	7049	8247	9923
少数股东权益	573	668	801	987
负债和所有者权益合计	**12459**	**14487**	**16372**	**19611**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 18 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晅　　军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　迈信林,天奥电子,高德红外,中航西飞,广联航空,中航重机,国博电子,爱乐达,邦彦技术,盛路通信,湘电股份,振华科技,西部超导,中航高科,睿创微纳,亚星锚链,西部材料,长盈通

投资评级说明

	类　别	评　级	说　明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; **2. 市场基准指数的比较标准:** A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。