证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

2023 年 04 月 27 日

业绩低于预期，利空出尽向下空间有限

宝钛股份(600456)

评级：	买入	股票代码：	600456
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	64.08/32.15
目标价格：		总市值(亿)	162.54
最新收盘价：	34.02	自由流通市值(亿)	162.54
		自由流通股数(百万)	477.78

事件概述

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，22 年营收 66.35 亿元（+26.47%），归母净利润 5.57 亿元（-0.56%）。2023 年一季度营收 18.75 亿元（+18.39%），归母净利润 1.37 亿元（-29.31%）。

分析判断:

▶ 海绵钛涨价影响较大，利润增速不及预期

22 年增收不增利，我们认为原因是原材料海绵钛价格全年持续上涨，导致公司毛利率为 21.64%，较 21 年下降了 1.63pct。净利率为 10.13%，下降了 1.78pct。23 年一季度公司毛利率为 18.54%，较上年同期下降 5.86pct，净利率为 8.71%，下降 4.78pct。我们认为原因同样是上游原材料海绵钛价格持续处于高位所致，原材料价格受周期性影响较大，预计未来价格回落后，公司利润率将恢复合理水平。

控股子公司宝钛华神主营海绵钛，22 年营收 11.86 亿元（+96.36%），净利润为 2.89 亿元（+84.08%），净利率 24.37%，其业绩表现体现出了海绵钛市场需求旺盛。海绵钛价格提升对子公司业绩有正向作用，但其体量远小于主营钛材的母公司，对公司整体还是负面影响。此外受海绵钛需求紧俏影响，22 年公司购买商品现金支出增多至 33.7 亿元，大幅增长 8.53 亿元，由此导致经营活动现金流为负。截至 23Q1 公司在手货币资金 8.26 亿元，现金流充裕。

▶ 利空出尽，估值已压缩至底部区间

公司是国内军品和 C919 民机钛材的核心供应商，且已通过波音、空客产品认证，与二者常年有业务往来，二者 22 年均表示将停止进口俄钛，公司有望承接部分订单。苹果公司目前有五条钛相关专利，Apple Watch Ultra 手表已经应用钛材。此外，化工领域随经济复苏预计会提升资本开支从而将带动钛材需求。

公司募投项目当前进度已完成 70%左右，高端钛材供不应求局面下，率先突破产能瓶颈有望量利齐升。22 年受外部因素制约，业绩低于预期，估值压至底部区间，我们预计今明年重返高增长。

投资建议

公司作为高端钛材领域龙头，当前估值已压缩至底部区间，募投项目达产后业绩有望迎来较大增长。维持 2023-2024 年分别实现营业收入 73.42/93.97 亿元，同比增长 10.7%/28.0%,归母净利润 9.77/13.49 亿元，同比增长 75.4%/38.0%预计不变，新增预计 2025 年实现营收 120.63 亿元，同比增长 28.4%，归母净利润 17.56 亿元，同比增长 30.2%。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.05/2.82/3.67 元，对应 2023 年 4 月 27 日收盘价 34.02 元/股，PE 分别为 16/12/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期的风险；产能释放不及预期的风险；项目推进不及预期的风险等。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,246	6,635	7,342	9,397	12,063
YoY（%）	20.9%	26.5%	10.7%	28.0%	28.4%
归母净利润(百万元)	560	557	977	1,349	1,756
YoY（%）	54.5%	-0.6%	75.4%	38.0%	30.2%
毛利率（%）	23.3%	21.6%	25.5%	26.6%	26.6%
每股收益（元）	1.17	1.17	2.05	2.82	3.67
ROE	9.3%	9.0%	13.3%	15.1%	16.1%
市盈率	28.55	28.71	16.37	11.86	9.11

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲
邮箱：luzhou@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520110001
联系电话：

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,635	7,342	9,397	12,063
YoY(%)	26.5%	10.7%	28.0%	28.4%
营业成本	5,199	5,467	6,901	8,849
营业税金及附加	41	73	94	121
销售费用	51	73	94	121
管理费用	235	264	338	434
财务费用	65	97	98	106
研发费用	245	220	282	362
资产减值损失	-78	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	740	1,220	1,684	2,192
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	747	1,220	1,684	2,192
所得税	74	134	185	241
净利润	672	1,086	1,499	1,951
归属于母公司净利润	557	977	1,349	1,756
YoY(%)	-0.6%	75.4%	38.0%	30.2%
每股收益	1.17	2.05	2.82	3.67

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	905	1,089	755	489
预付款项	167	410	518	664
存货	3,565	3,839	4,905	6,190
其他流动资产	4,187	5,215	6,624	8,453
流动资产合计	8,824	10,554	12,802	15,797
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	2,527	2,549	2,613	2,714
无形资产	184	179	174	169
非流动资产合计	3,635	3,867	4,133	4,421
资产合计	12,459	14,421	16,934	20,218
短期借款	250	200	200	200
应付账款及票据	1,577	1,978	2,538	3,278
其他流动负债	2,094	2,446	2,687	3,029
流动负债合计	3,921	4,624	5,426	6,507
长期借款	743	743	743	743
其他长期负债	1,031	1,031	1,031	1,031
非流动负债合计	1,774	1,774	1,774	1,774
负债合计	5,694	6,398	7,199	8,281
股本	478	478	478	478
少数股东权益	573	681	831	1,026
股东权益合计	6,765	8,023	9,735	11,937
负债和股东权益合计	12,459	14,421	16,934	20,218

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	672	1,086	1,499	1,951
折旧和摊销	305	155	155	155
营运资金变动	-1,627	-791	-1,781	-2,180
经营活动现金流	-435	569	-9	45
资本开支	-353	-215	-207	-192
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-253	-215	-207	-192
股权募资	29	0	0	0
债务募资	3,490	-50	0	0
筹资活动现金流	120	-170	-119	-119
现金净流量	-556	184	-335	-266

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	26.5%	10.7%	28.0%	28.4%
净利润增长率	-0.6%	75.4%	38.0%	30.2%
盈利能力				
毛利率	21.6%	25.5%	26.6%	26.6%
净利润率	10.1%	14.8%	15.9%	16.2%
总资产收益率 ROA	4.5%	6.8%	8.0%	8.7%
净资产收益率 ROE	9.0%	13.3%	15.1%	16.1%
偿债能力				
流动比率	2.25	2.28	2.36	2.43
速动比率	1.30	1.36	1.36	1.37
现金比率	0.23	0.24	0.14	0.08
资产负债率	45.7%	44.4%	42.5%	41.0%
经营效率				
总资产周转率	0.53	0.51	0.55	0.60
每股指标（元）				
每股收益	1.17	2.05	2.82	3.67
每股净资产	12.96	15.37	18.64	22.84
每股经营现金流	-0.91	1.19	-0.02	0.09
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	28.71	16.37	11.86	9.11
PB	3.15	2.18	1.80	1.47

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。

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。