

投资评级 优于大市 首次覆盖

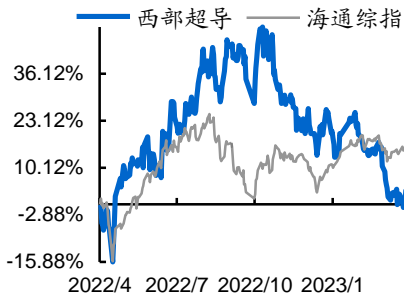
超导材料与高温合金市场进一步拓展，高技术壁垒奠定公司高利润率

股票数据

04月07日收盘价(元)	82.72
52周股价波动(元)	65.66-119.95
总股本/流通A股(百万股)	464/464
总市值/流通市值(百万元)	38386/38386

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.7	-14.6	-15.8
相对涨幅(%)	-11.5	-15.3	-19.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒昶

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

投资要点:

- 事件:** 2023年3月27日下午公司发布了22年年度报告, 22年度公司实现营业收入42.27亿元, 同比+44.41%。归属母公司净利润10.80亿元, 同比+45.65%。扣非归母净利润9.72亿元, 同比+48.69%。基本每股收益2.33元, 同比+38.51%。
- 三大主营业务高速增长, 控费净利率提升效果凸显。** 22年度公司实现营业收入42.27亿元, 同比+44.41%, 公司高端钛合金材料、超导产品、高温合金材料市场需求持续增长, 分别产生营收32.09、6.23、1.81亿元, 同比增长30.56%、160.85%、78.38%, 22年三项业务贡献营收40.14亿元, 同比+43.42%, 占总营收94.96%。22年毛利率为39.45%, 同比-1.38pct, 主要是因为境内钛合金毛利率下降所致, 22年钛合金毛利率43.29%, 同比-2.02pct。净利率25.91%, 同比+0.45pct, 主要是由于各项费用下降, 公司优化生产资源配置, 强化质量过程控制所致, 22年期间费用率5.69%, 同比-1.17pct, 其中销售费用率1.03%, 同比-0.70pct, 主要是因为新材料保险费减少所致。
- 多项技术攻破难关, 部分产品具备批产能力。** 公司紧盯关键材料需求和新技术开展自主研发, 2022年度投入研发2.54亿元, 同比+36.78%, 新获得专利及软件著作权72项。公司在钛合金领域各项技术已达行业内领先水平, 解决了TC17、Ti1023、TC6等易偏析钛合金大规模铸锭的成分均匀性控制难题, 还实现了Ti45Nb等合金材料完全国产化, 解决了我国特种材料铆接用材料的“卡脖子”问题, 是国内唯一、全球批量化生产Ti45Nb钛合金材料的两家公司之一。在超导领域, 多种产品如MRI超导线材、高性能Nb3Sn线材等产品均取得重大突破具备批产能力。作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一, 公司也解决了诸如GH4720Li、GH738、FGH4096等难变形高温合金铸锭开坯锻造难题, 形成了一系列先进的制备工艺和质量过程控制技术。
- 在建工程持续高增, 产能增长步步为营。** 公司20/21/22年, 在建工程分别为0.16/1.59/2.21亿元, 同比-69.26%/+900.98%/+39.41%。22年末, 公司在建工程为2.21亿元, 占总资产比例为1.95%, 同比+0.14pct, 主要是由于22年公司募投项目稳步推进, 期末在建厂房入账价值较期初增加所致。22年各项重要在建工程进展迅速, 下半年650合金棒材轧机、8T电渣炉等项目均已完成安装转固, 45MN锻造四车间、高温合金二车间、熔炼四车间都已完成建造, 并已在安装调试中, 预计将逐步释放产能。同时为打造更全的基础设施支持, 公司募投的残废料回收车间、泾渭园区10KV供电工程等项目进度也稳步推进, 当前完工程度分别达到了74.86%和60.00%。
- 盈利预测及投资评级。** 我们预计2023-2025年eps为2.94/3.82/5.05元/股, 结合可比公司PE估值情况, 给予公司2023年35-40倍PE估值, 对应合理价值区间为102.90-117.60元, 维持“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)	2927	4227	5197	6754	8796
(+/-)YoY(%)	38.5%	44.4%	22.9%	30.0%	30.2%
净利润(百万元)	741	1080	1363	1773	2341
(+/-)YoY(%)	100.0%	45.7%	26.2%	30.1%	32.0%
全面摊薄EPS(元)	1.60	2.33	2.94	3.82	5.05
毛利率(%)	40.8%	39.5%	39.3%	39.7%	40.0%
净资产收益率(%)	13.8%	18.0%	18.5%	19.4%	20.4%

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。

公司主要产品钛合金市场空间广阔，同时，超导材料与高温合金市场得到进一步拓展，高技术壁垒奠定公司高利润率，募投项目进展顺利，产能释放可期，分业务预测如下：

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

2) 钛合金：我们预计 2023-2025 年钛合金业务收入增速 22.00%/ 30.00%/ 30.00%，毛利率 43.50%/ 43.80%/ 44.00%。

3) 高性能高温合金材料：我们预计 2023-2025 年高性能高温合金材料业务收入增速 30.00%/ 35.00%/ 40.00%，毛利率 10.00%/ 15.00%/ 20.00%。

4) 其他业务：我们预计 2023-2025 年其他业务收入增速 25.00%/ 25.00%/ 25.00%，毛利率 30.00%/ 30.00%/ 30.00%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
超导线材				
营业收入 (百万元)	623.37	779.21	1012.97	1316.87
YoY (%)	160.85%	25.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	433.59	545.45	709.08	921.81
毛利率 (%)	30.44%	30.00%	30.00%	30.00%
钛合金				
营业收入 (百万元)	3209.48	3915.56	5090.23	6617.30
YoY (%)	30.56%	22.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	1820.01	2212.29	2860.71	3705.69
毛利率 (%)	43.29%	43.50%	43.80%	44.00%
高性能高温合金材料				
营业收入 (百万元)	181.20	235.56	318.00	445.20
YoY (%)	78.38%	30.00%	35.00%	40.00%
营业成本 (百万元)	175.23	212.00	270.30	356.16
毛利率 (%)	3.29%	10.00%	15.00%	20.00%
其他业务				
营业收入 (百万元)	213.13	266.42	333.02	416.28
YoY (%)	65.88%	25.00%	25.00%	25.00%
营业成本 (百万元)	130.64	186.49	233.12	291.39
毛利率 (%)	38.70%	30.00%	30.00%	30.00%
总营业收入 (百万元)	4227.18	5196.75	6754.23	8795.65
YoY (%)	44.41%	22.94%	29.97%	30.22%
总营业成本 (百万元)	2559.47	3156.23	4073.21	5275.05
综合毛利率 (%)	39.45%	39.27%	39.69%	40.03%

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
600456.SH	宝钛股份	172.33	1.18	1.40	2.01	61.21	25.81	17.98	2.25	2.29
002149.SZ	西部材料	84.41	0.27	0.38	0.69	67.96	45.66	25.14	2.28	2.83
600399.SH	抚顺特钢	237.44	0.40	0.20	0.50	62.36	58.99	24.08	2.53	3.28
300034.SZ	钢研高纳	184.07	0.65	0.74	1.09	91.89	50.93	34.62	5.08	5.11
300855.SZ	图南股份	135.24	0.91	0.82	1.11	77.75	54.74	40.17	11.59	7.66
688231.SH	隆达股份	76.03	0.38	0.45	1.81	0.00	68.44	16.98	3.48	2.23
	均值		0.63	0.67	1.20	60.19	50.76	26.50	4.53	3.90

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2023 年 4 月 7 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	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4227	5197	6754	8796
每股收益	2.33	2.94	3.82	5.05	营业成本	2559	3156	4073	5275
每股净资产	12.92	15.86	19.68	24.73	毛利率%	39.5%	39.3%	39.7%	40.0%
每股经营现金流	0.64	0.39	2.46	-0.73	营业税金及附加	29	36	47	62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	44	68	88	114
P/E	35.56	28.18	21.65	16.40	营业费用率%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	6.40	5.22	4.21	3.35	管理费用	165	208	270	352
P/S	9.09	7.39	5.69	4.37	管理费用率%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	32.33	23.31	17.62	13.77	EBIT	1245	1562	2039	2667
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	32	-20	-20	-51
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	-0.4%	-0.3%	-0.6%
毛利率	39.5%	39.3%	39.7%	40.0%	资产减值损失	-15	0	0	0
净利润率	25.5%	26.2%	26.3%	26.6%	投资收益	-4	0	0	0
净资产收益率	18.0%	18.5%	19.4%	20.4%	营业利润	1238	1582	2059	2718
资产回报率	9.6%	10.7%	11.2%	12.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	12.5%	13.4%	14.9%	16.3%	利润总额	1238	1582	2059	2718
盈利增长 (%)					EBITDA	1369	1662	2140	2769
营业收入增长率	44.4%	22.9%	30.0%	30.2%	所得税	142	206	268	353
EBIT 增长率	45.6%	25.5%	30.5%	30.8%	有效所得税率%	11.5%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	45.7%	26.2%	30.1%	32.0%	少数股东损益	15	14	18	24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1080	1363	1773	2341
资产负债率	43.7%	39.2%	39.8%	35.4%					
流动比率	2.69	3.06	2.87	3.28	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.98	2.29	2.06	2.36	货币资金	2112	2075	3081	2637
现金比率	0.62	0.60	0.65	0.53	应收账款及应收票据	3441	4630	5533	7916
经营效率指标					存货	2380	2568	3791	4461
应收账款周转天数	105.52	109.03	107.27	108.15	其它流动资产	1233	1261	1259	1300
存货周转天数	279.81	282.17	280.99	281.58	流动资产合计	9166	10533	13664	16314
总资产周转率	0.42	0.43	0.47	0.51	长期股权投资	154	154	154	154
固定资产周转率	3.86	4.40	5.60	7.42	固定资产	1154	1209	1205	1165
					在建工程	221	217	189	168
					无形资产	179	179	179	179
					非流动资产合计	2140	2190	2159	2097
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	11306	12724	15823	18411
净利润	1080	1363	1773	2341	短期借款	982	956	934	909
少数股东损益	15	14	18	24	应付票据及应付账款	1737	1547	2798	2760
非现金支出	159	100	101	102	预收账款	1	1	2	2
非经营收益	32	44	43	41	其它流动负债	686	942	1023	1306
营运资金变动	-989	-1338	-793	-2848	流动负债合计	3406	3447	4755	4978
经营活动现金流	298	182	1142	-339	长期借款	1160	1160	1160	1160
资产	-661	-150	-70	-40	其它长期负债	378	378	378	378
投资	-1080	0	0	0	非流动负债合计	1539	1539	1539	1539
其他	30	0	0	0	负债总计	4945	4986	6294	6517
投资活动现金流	-1710	-150	-70	-40	实收资本	464	464	464	464
债权募资	1028	-26	-23	-24	归属于母公司所有者权益	5997	7359	9133	11474
股权募资	241	0	0	0	少数股东权益	365	379	396	420
其他	-526	-44	-43	-41	负债和所有者权益合计	11306	12724	15823	18411
融资活动现金流	743	-69	-65	-66					
现金净流量	-663	-37	1007	-445					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 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

张恒晖 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,中航光电,天奥电子,高德红外,中航电测,中航西飞,洪都航空,广联航空,久之洋,雷科防务,中航重机,航亚科技,国博电子,中直股份,爱乐达,航宇科技,邦彦技术,盛路通信,湘电股份,振华科技,中航高科,睿创微纳,亚星锚链

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;	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。