

市场价格 (人民币): 32.68 元

市场数据 (人民币)

沪深 300 指数

3891

高端钛材需求旺盛，收入保持较快增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.358	0.340	0.353	0.430	0.498
每股净资产(元)	4.80	4.85	6.02	6.35	6.70
每股经营性现金流(元)	0.04	0.61	0.28	0.49	0.60
市盈率(倍)	46.42	30.36	92.56	76.05	65.59
净利润增长率(%)	-10.59%	-4.95%	15.45%	21.71%	15.95%
净资产收益率(%)	7.45%	7.00%	5.86%	6.76%	7.43%
总股本(百万股)	397.07	397.07	441.27	441.27	441.27

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司前三季度实现营业收入 9.83 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 12%。第三季度实现营业收入 3.14 亿元，同比增长 41%；实现归母净利润 2613 万元，基本与上期持平。公司收入实现超预期增长，业绩略低于预期，主要原因是原材料价格上行及部分费用上升所致。

经营分析

- 收入高增长印证高端钛材需求旺盛，业绩略低于预期主因原材料价格上行

1) 前三季度收入维持高增速，同比增长 31%，印证公司产品，尤其是高端钛材需求旺盛。同时，公司预收款项（销售合同预收）同比增长 86%；预付账款（材料采购）同比增长 85%，预示公司在手订单饱满。

2) 前三季度归母净利润同比增长 12%、第三季度归母净利润同比基本持平，低于市场预期，主要是因为原材料价格上涨。根据上游海绵钛价格，我们测算，第三季度海绵钛均价同比上升约 23%，对公司业绩产生一定影响。

- 高端钛材是主力产品，受益下游重点航空型号放量，毛利率有望逐步恢复

1) 公司已率先取得国内新一代战机、运输机的钛材供应商资质，多种新型钛材实现批量应用。我们预测，中性假设下，未来 3 年主要由新一代战机、运输机拉动航用钛材应用，预计年均新增航用钛材约 1900 吨，3 年总新增量约 5800 吨，对应 17.4 亿元新增需求市场；未来十年，预计总新增量为 7.6 万吨，对应 228 亿元市场增量空间，需求广阔。

2) 相比低端钛材，高端钛材具有更高的附加值与溢价能力，能够形成有效的成本转嫁机制，预计公司毛利率有望逐步恢复（详见后文分析）。

- 前瞻布局高温合金、超导材料，公司中长期成长有向上动力

公司是国内唯一低温超导线材商业化企业，且于 2014 年切入高温合金领域，未来有望受益 MRI 设备与航空发动机的国产化替代。

盈利调整与投资建议

- 由于原材料价格上涨较多，我们略下调公司盈利预测，预计 19-21 年归母净利润为 1.6 亿元（下调 9.6%）/1.9 亿元（下调 5.9%）/2.2 亿元，同比增长 15%/22%/16%。

风险提示

- 航空新型号上量不及预期；原材料涨价的风险；铝锂合金、复合材料等材料对钛合金的替代风险；应收周转较差的风险；存货较大的风险。

相关报告

- 《高端航材核心供应商，受益航空新型号放量——“科创板-新材...”，2019.8.2

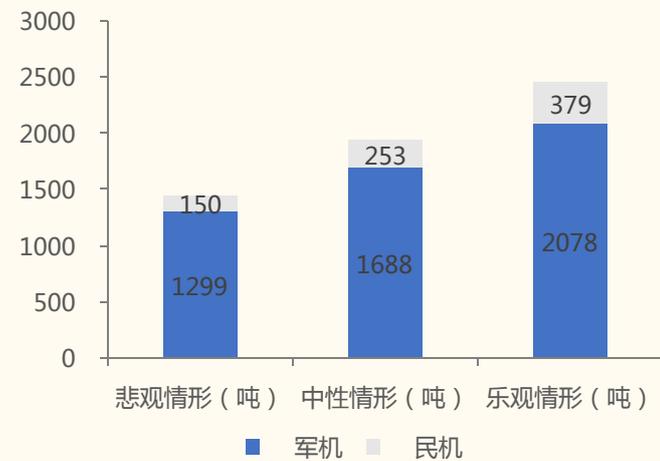
赵玥炜 分析师 SAC 执业编号：S1130519070001
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

附录一：高端钛材航用市场预测

- 我们测算，仅我国五种可预见新型军民机型能够带来可观的钛材市场增量。
- 中性假设下，预计未来 3 年、未来 10 年新机型拉动航用钛材 17.4 亿元、228 亿元市场增量空间。
 - 未来 3 年新增 17.4 亿元航用钛材需求，主要由军机拉动，年均钛材新增用量约 1900 吨，对应 3 年总新增量约 5800 吨，其中军机约 5000 吨，占比超八成；
 - 未来 10 年，新增 228 亿市场增量空间，年均钛材新增需求约为 7600 吨，对应 10 年总新增量为约 7.6 万吨，军军用约 4.6 万吨，民民用约 3.0 万吨。
- 成长性方面，预计未来 10-20 年年均新增钛材需求是未来 3 年年均新增钛材需求的约 4 倍，成长空间较大。

图表 1：未来 3 年年均新增钛材需求约 1900 吨



来源：国金证券研究所测算

图表 2：未来 10-20 年年均新增钛材需求约 7600 吨

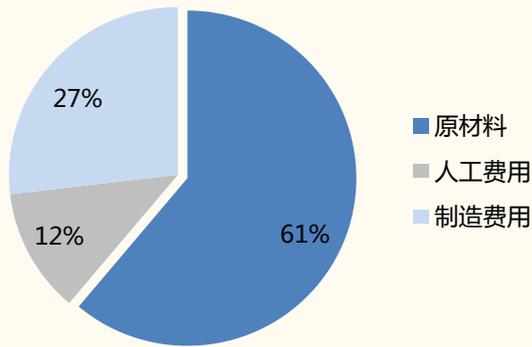


来源：国金证券研究所测算

附录二：海绵钛涨价下，高端钛材抗压能力较强

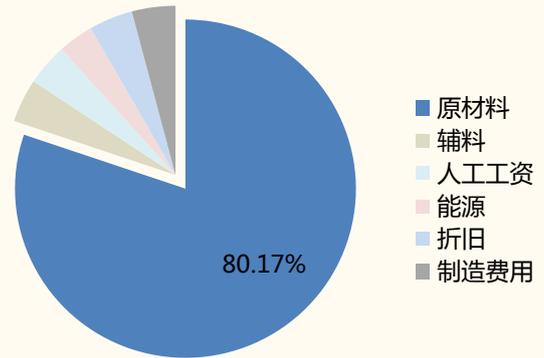
- 我们认为，高端钛材原材料成本占比较小，能够形成较强的成本转嫁机制，对上游原材料涨价具有较强的抗压能力。
 - 高端钛材下游主要应用于航空航天军工领域，对产品结构整体化、结构组织均匀性及批次性能稳定性都提出了严苛的要求，这不仅需要高规格的锻造及加工设备，更需要先进的计算模拟技术、成熟的冶炼加工技术与强大的人员研发实力做支撑，高端钛合金产品的高附加值也主要来源于此。
 - 相比中低端钛材，高端钛材人工等成本占比较高，原材料成本占较小，以西部超导与宝钛股份（业务包括民品钛材）进行粗略对比，西部超导主要用于军工领域的钛材原材料占比约 61%，低于宝钛股份的 80%。

图表 3：西部超导钛材原材料占成本比例为 61%



来源：招股说明书，国金证券研究所

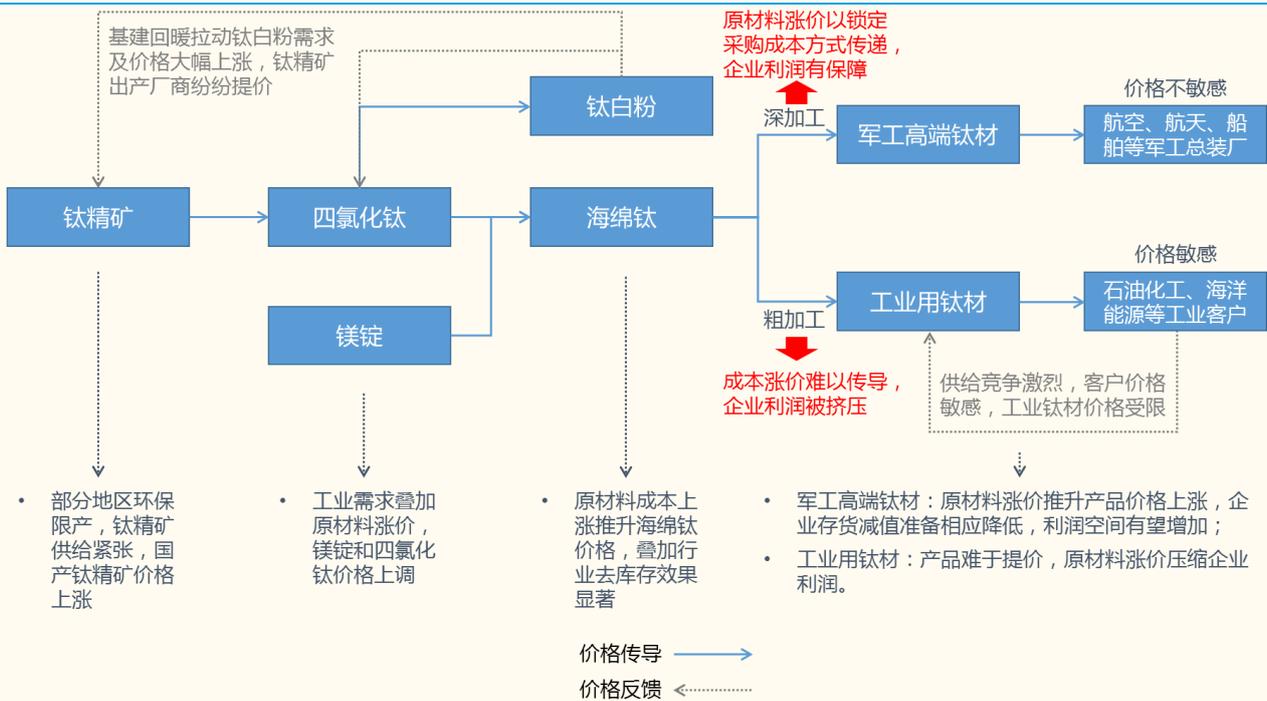
图表 4：宝钛股份钛材原材料占成本比例为 80%



来源：宝钛股份年报，国金证券研究所

- 由于成本结构的差异，高端钛材行业往往能够形成有效的成本转嫁机制，受原材料价格波动影响的风险也相对较小。高端钛材通常采取年度定价或项目制定价，客户对价格敏感度不高，钛材供应商基本在拿单时锁定原材料成本，拿单能力和研发实力为行业的核心竞争力。

图表 5：高端钛材行业能够形成有效的成本转嫁机制



来源：国金证券研究分析、绘制

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	978	967	1,088	1,288	1,422	1,546	货币资金	909	608	853	728	790	845
增长率		-1.1%	12.5%	18.3%	10.4%	8.7%	应收账款	777	996	1,127	1,203	1,298	1,392
主营业务成本	-574	-594	-688	-836	-911	-979	存货	672	728	758	898	976	1,025
%销售收入	58.7%	61.4%	63.2%	64.9%	64.1%	63.3%	其他流动资产	30	63	60	53	55	55
毛利	404	374	400	452	511	567	流动资产	2,388	2,395	2,798	2,882	3,118	3,317
%销售收入	41.3%	38.6%	36.8%	35.1%	35.9%	36.7%	%总资产	72.0%	68.4%	70.1%	68.3%	67.5%	68.8%
营业税金及附加	-12	-16	-11	-13	-15	-16	长期投资	15	25	29	29	29	29
%销售收入	1.2%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	550	790	896	1,023	1,184	1,179
销售费用	-10	-11	-16	-18	-19	-20	%总资产	16.6%	22.6%	22.4%	24.3%	25.6%	24.5%
%销售收入	1.1%	1.1%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	无形资产	230	214	205	205	205	206
管理费用	-96	-92	-114	-134	-146	-158	非流动资产	927	1,106	1,196	1,336	1,502	1,502
%销售收入	9.8%	9.5%	10.5%	10.4%	10.3%	10.2%	%总资产	28.0%	31.6%	29.9%	31.7%	32.5%	31.2%
研发费用	-63	-86	-89	-103	-114	-124	资产总计	3,315	3,500	3,994	4,219	4,620	4,819
%销售收入	6.4%	8.9%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	短期借款	739	811	914	370	549	543
息税前利润 (EBIT)	223	169	170	183	217	249	应付款项	261	366	501	543	616	662
%销售收入	22.8%	17.5%	15.6%	14.2%	15.2%	16.1%	其他流动负债	36	25	45	42	47	52
财务费用	-41	-41	-33	-16	-14	-13	流动负债	1,035	1,202	1,460	955	1,212	1,257
%销售收入	4.2%	4.2%	3.1%	1.3%	1.0%	0.9%	长期贷款	198	182	325	325	325	325
资产减值损失	-36	-19	-34	-40	-39	-39	其他长期负债	166	156	230	227	227	227
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,400	1,541	2,015	1,507	1,764	1,809
投资收益	1	7	3	3	4	4	普通股股东权益	1,881	1,906	1,927	2,659	2,804	2,958
%税前利润	0.3%	4.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	其中：股本	397	397	397	441	441	441
营业利润	181	158	147	172	209	242	未分配利润	241	249	251	381	526	680
营业利润率	18.5%	16.4%	13.5%	13.3%	14.7%	15.7%	少数股东权益	34	54	53	53	53	53
营业外收支	2	2	1	1	1	1	负债股东权益合计	3,315	3,500	3,994	4,219	4,620	4,819
税前利润	182	160	148	172	209	243							
利润率	18.6%	16.6%	13.6%	13.4%	14.7%	15.7%							
所得税	-23	-17	-14	-16	-20	-23							
所得税率	12.4%	10.9%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%							
净利润	159	143	134	156	190	220							
少数股东损益	1	1	-1	0	0	0							
归属于母公司的净利润	159	142	135	156	190	220							
净利率	16.2%	14.7%	12.4%	12.1%	13.3%	14.2%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	159	143	134	156	190	220
少数股东损益	1	1	-1	0	0	0
非现金支出	97	84	109	120	135	152
非经营收益	20	33	22	27	26	26
营运资金变动	-244	-242	-22	-178	-136	-132
经营活动现金净流	32	17	244	125	215	266
资本开支	-169	-214	-153	-218	-262	-112
投资	28	-26	8	-30	0	0
其他	1	7	3	3	4	4
投资活动现金净流	-140	-233	-143	-245	-259	-108
股权募资	850	19	1	607	0	0
债权募资	20	59	246	-548	179	-6
其他	-157	-191	-130	-64	-74	-96
筹资活动现金净流	713	-113	117	-4	105	-102
现金净流量	605	-328	218	-125	62	55

比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.400	0.358	0.340	0.353	0.430	0.498
每股净资产	4.737	4.800	4.852	6.025	6.354	6.703
每股经营现金净流	0.080	0.044	0.613	0.283	0.488	0.603
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.060	0.100	0.150
回报率						
净资产收益率	8.44%	7.45%	7.00%	5.86%	6.76%	7.43%
总资产收益率	4.79%	4.06%	3.38%	3.69%	4.10%	4.56%
投入资本收益率	6.80%	5.06%	4.76%	4.85%	5.23%	5.79%
增长率						
主营业务收入增长率	10.24%	-1.07%	12.51%	18.33%	10.40%	8.73%
EBIT 增长率	11.05%	-24.18%	0.81%	7.75%	18.16%	14.95%
净利润增长率	15.22%	-10.59%	-4.95%	15.45%	21.71%	15.95%
总资产增长率	37.70%	5.59%	14.11%	5.61%	9.53%	4.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	142.1	170.2	177.6	185.0	186.0	187.0
存货周转天数	411.5	430.3	394.1	395.0	400.0	400.0
应付账款周转天数	48.5	75.6	81.6	83.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	155.8	211.9	237.6	222.6	230.1	222.2
偿债能力						
净负债/股东权益	2.42%	20.61%	20.44%	-0.56%	3.58%	1.37%
EBIT 利息保障倍数	5.4	4.1	5.1	11.3	15.5	18.6
资产负债率	42.22%	44.02%	50.44%	35.73%	38.17%	37.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-02			

来源：国金证券研究所

人民币(元) 历史推荐与股价 成交量



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH