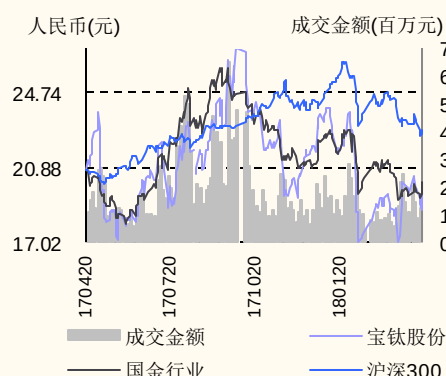


宝钛股份 (600456.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 20.13 元
目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 430.27
总市值 (百万元) 8,661.25
年内股价最高最低 (元) 27.03/17.02
沪深 300 指数 3811.84
上证指数 3117.38

**相关报告**

1.《高端景气步入兑现期，边际改善初露端倪-宝钛股份公司深度研究》，2017.12.20

司景喆 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001
(8621)60870938
sijz@gjzq.com.cn

时代 联系人
(8621)60893123
shidai@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

行业景气有迹可循，业绩步入向上轨道**公司基本情况 (人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.086	0.050	0.641	1.041	1.278
每股净资产 (元)	7.96	7.96	8.55	9.54	10.77
每股经营性现金流 (元)	-0.30	0.50	0.23	1.18	1.58
市盈率 (倍)	192.94	472.85	31.41	19.34	15.76
行业优化市盈率 (倍)	22.95	22.95	22.95	22.95	22.95
净利润增长率 (%)	-119.74%	-41.72%	1183.68%	62.38%	22.75%
净资产收益率 (%)	1.08%	0.63%	7.50%	10.91%	11.86%
总股本 (百万股)	430.27	430.27	430.27	430.27	430.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 宝钛股份披露 2017 年报及 2018 一季报，公司 2017 全年实现营收 28.76 亿元，同比+14.58%；归母净利润 0.21 亿元，同比-41.72%，扣非后净利润同比+71.08%；每 10 股分红 0.5 元。公司 2018Q1 实现营收 6.95 亿元，同比+24.35%；归母净利润-829 万元，同比+77.16%。公司业绩符合行业趋势。

经营分析

■ 扣非后净利反映行业景气，单季度财务指标不断修复：公司 2017 全年归母净利润同比-42%，但扣非后同比+71%，我们分析主因盈利结构发生较大改变：海绵钛利润贡献增加、非经常性损益大幅减少。公司持股 66.67% 的海绵钛子公司宝钛华神 2017 年净利润 4799 万元，仅次于 2011 年的历史高峰，导致所得税和少数股东损益明显增长；同时 2017 年非经常性损益 0.31 亿元，同比下降 0.39 亿元，也导致公司归母净利润同比降低；但我们认为扣非后净利润水平可反映钛行业底部反转、同比改善的事实。公司 2017Q4 回款现金大幅转好，2018Q1 收入利润明显改善，印证业绩步入向上通道。

■ 钛加工行业底部反转趋势确立，公司龙头优势凸显：我国钛加工行业正迎来新机型加速放量、大炼化项目陆续上马催生的新一轮景气周期。我们测算军用钛材需求将实现三年翻倍的确定性增长，公司作为中航工业最资深的供应商，将确定性受益行业高速发展；此外，国内大炼化基地项目投资如火如荼，石化炼化用钛材掀起新一轮需求高峰，公司拥有国内最大的钛加工产能和最完善的钛加工产业链，对行业回暖的受益程度不言而喻。

■ 钛材量增、海绵钛价涨，期待二三季度景气向利润端传导：公司 2017 年钛产品销量同比-1.6%、销售额同比+8.5%，主因海绵钛全年均价同比+28%。公司 2017 年钛材销量同比+12%，钛产品库存-35%，说明钛材需求持续旺盛、且成本抬升预期下已具备提价条件。我们判断这种有量无价状态有望自今年 2-3 季度终结，公司利润将伴随产品的大概率提价实现扭亏向上。

盈利调整与投资建议

■ 我们基本维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年有望实现营收 33.47/37.66/40.76 亿元，归母净利润 2.76/4.48/5.50 亿元，同比增长 1183.68%/62.38%/22.75%。我们维持对公司的买入评级及 40 元目标价。

风险提示

■ 军品放量进程不达预期；海绵钛降价导致公司钛材提价进程不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,142	2,510	2,876	3,347	3,766	4,076
增长率		17.2%	14.6%	16.4%	12.5%	8.2%
主营业务成本	-1,755	-2,000	-2,335	-2,575	-2,779	-2,968
%销售收入	81.9%	79.7%	81.2%	76.9%	73.8%	72.8%
毛利	387	510	541	772	987	1,108
%销售收入	18.1%	20.3%	18.8%	23.1%	26.2%	27.2%
营业税金及附加	-9	-30	-38	-44	-50	-54
%销售收入	0.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-33	-34	-34	-37	-41	-45
%销售收入	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-281	-251	-271	-284	-301	-318
%销售收入	13.1%	10.0%	9.4%	8.5%	8.0%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	64	195	198	406	595	692
%销售收入	3.0%	7.8%	6.9%	12.1%	15.8%	17.0%
财务费用	-121	-107	-131	-87	-93	-77
%销售收入	5.6%	4.3%	4.6%	2.6%	2.5%	1.9%
资产减值损失	-130	-73	-44	-8	-1	-1
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	0
投资收益	-6	-5	-2	-1	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	-193	10	45	310	500	614
营业利润率	n.a	0.4%	1.6%	9.3%	13.3%	15.1%
营业外收支	15	33	10	12	14	15
税前利润	-178	43	55	322	514	629
利润率	n.a	1.7%	1.9%	9.6%	13.7%	15.4%
所得税	-2	-4	-20	-32	-51	-63
所得税率	n.a	9.0%	36.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	-180	39	35	290	463	566
少数股东损益	7	2	13	14	15	16
归属于母公司的净利润	-187	37	21	276	448	550
净利率	n.a	1.5%	0.7%	8.2%	11.9%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	-180	39	35	290	463	566
少数股东损益	7	2	13	14	15	16
非现金支出	342	306	260	221	222	231
非经营收益	139	121	137	102	107	90
营运资金变动	-270	-593	-216	-515	-283	-206
经营活动现金净流	31	-127	216	97	509	682
资本开支	-12	37	-37	-104	-102	-101
投资	-21	4	0	-1	0	0
其他	19	3	4	-1	0	0
投资活动现金净流	-14	45	-32	-106	-102	-101
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	148	65	-10	171	-253	-443
其他	-151	-139	-167	-137	-144	-128
筹资活动现金净流	-2	-74	-177	35	-397	-571
现金净流量	15	-157	7	26	10	10

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	836	704	674	700	710	720
应收款项	1,008	1,285	1,609	1,835	2,064	2,234
存货	2,017	2,051	1,847	2,116	2,284	2,439
其他流动资产	38	24	29	92	27	29
流动资产	3,899	4,063	4,158	4,743	5,085	5,422
%总资产	55.9%	58.6%	60.3%	64.2%	66.7%	69.1%
长期投资	137	216	188	188	188	188
固定资产	2,792	2,516	2,406	2,300	2,186	2,062
%总资产	40.0%	36.3%	34.9%	31.1%	28.7%	26.3%
无形资产	124	121	126	134	142	151
非流动资产	3,074	2,873	2,741	2,645	2,541	2,427
%总资产	44.1%	41.4%	39.7%	35.8%	33.3%	30.9%
资产总计	6,973	6,936	6,900	7,388	7,626	7,850
短期借款	1,240	1,345	1,305	1,623	1,369	926
应付款项	617	461	433	489	531	568
其他流动负债	53	93	85	81	89	173
流动负债	1,910	1,899	1,823	2,192	1,989	1,667
长期贷款	210	170	200	200	200	201
其他长期负债	1,126	1,133	1,145	996	996	996
负债	3,246	3,202	3,168	3,388	3,185	2,864
普通股股东权益	3,410	3,426	3,425	3,679	4,105	4,634
少数股东权益	316	308	307	321	336	352
负债股东权益合计	6,973	6,936	6,900	7,388	7,626	7,850

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	-0.434	0.086	0.050	0.641	1.041	1.278
每股净资产	7.926	7.961	7.960	8.551	9.542	10.769
每股经营现金净流	0.072	-0.296	0.502	0.226	1.183	1.585
每股股利	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	-5.48%	1.08%	0.63%	7.50%	10.91%	11.86%
总资产收益率	-2.68%	0.53%	0.31%	3.73%	5.87%	7.00%
投入资本收益率	1.06%	2.84%	2.02%	5.36%	7.64%	8.76%
增长率						
主营业务收入增长率	-13.67%	17.20%	14.58%	16.36%	12.52%	8.23%
EBIT增长率	-63.48%	202.73%	1.68%	104.98%	46.35%	16.31%
净利润增长率	1665.72%	-119.74%	-41.72%	1183.68%	62.38%	22.75%
总资产增长率	0.53%	-0.53%	-0.52%	7.08%	3.22%	2.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.6	86.8	91.6	91.0	91.0	91.0
存货周转天数	394.5	371.2	304.6	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	67.8	55.9	39.0	39.0	39.0	39.0
固定资产周转天数	470.8	357.6	294.3	240.8	202.4	175.5
偿债能力						
净负债/股东权益	43.10%	48.35%	48.98%	52.98%	41.78%	28.14%
EBIT利息保障倍数	0.5	1.8	1.5	4.7	6.4	9.0
资产负债率	46.55%	46.17%	45.92%	45.86%	41.77%	36.49%

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	1	1	4
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-12-20	买入	21.67	40.00~40.00

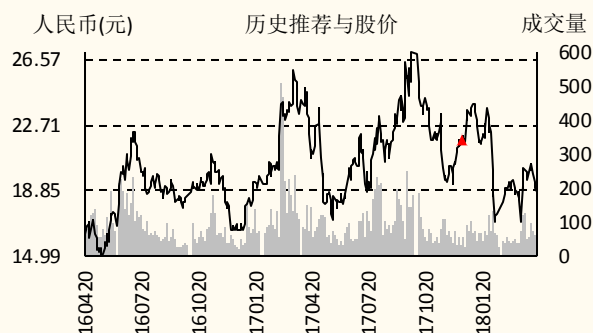
来源：国金证券研究所

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


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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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