

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

公司业绩改善, 高端钛材需求向好

——宝钛股份(600456)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2019-05-14)

发布日期: 2019年05月15日

收盘价(元)	20.53
一年内最高/最低(元)	26.62/12.22
沪深300指数	3645.15
市净率(倍)	2.49
流通市值(亿元)	88.33

事件: 公司近期发布年报和2019年一季度报。

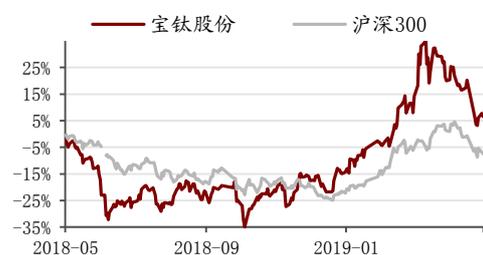
基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	8.31
每股经营现金流(元)	-0.23
毛利率(%)	14.17
净资产收益率-摊薄(%)	0.82
资产负债率(%)	49.89
总股本/流通股(万股)	43026.57/43026.57
B股/H股(万股)	0/0

投资要点:

- **公司业绩持续改善, 呈现高速增长。**2018年, 公司实现营业收入34.10亿元, 同比增长18.56%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.41亿元, 同比增长556.74%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润1.11亿元, 同比增长1261.41%。从分产品来看, 2018年钛产品实现营业收入22.63亿元, 同比增长6.24%; 其他金属产品实现营业收入10.22亿元, 同比增长63.93%。从分地区来看, 国内实现营业收入28.24亿元, 同比增长14.70%; 国外实现营业收入4.62亿元, 同比增长58.11%。2019年一季度业绩继续保持高速增长, 实现营业收入11.50亿元, 同比增长65.50%; 实现归属于上市公司股东的净利润0.29亿元, 同比增长445.18%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润0.28亿元, 同比增长392.07%。

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

- **公司是国内最大的钛及钛合金生产和科研基地。**公司拥有国际先进、完善的钛材生产体系, 主要产品为各种规格的钛及钛合金板、带、箔、管、棒、线、锻件、铸件等加工材和各种金属复合材料。公司的产品中钛材主要应用于四大领域: 1、**航空、航天、船舶领域**, 主要用作宇宙飞船的船舱骨架, 火箭发动机壳件, 航天方面的液体燃料发动机燃烧舱、对接件、发动机吊臂, 飞机上的发动机叶片、防护板、肋、翼、起落架等, 舰船上的水翼、行进器等; 2、**石油、化工领域**, 主要用作炼油生产中的冷凝器、空气冷却换热器, 氯碱行业中的冷却管、钛阳极等, 电解槽工业和电镀行业, 是电解槽设备的主要结构件; 3、**冶金工业领域**, 主要用于湿法冶金制取贵金属的管道、泵、阀和加热盘等; 4、**其他领域**, 如海水淡化工业中的管道、蒸发器, 医疗领域中的医疗器械、外科矫形材料(如心脏内瓣、心脏内瓣隔膜、骨关节等), 高尔夫球头、球杆等。

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

- **公司发展战略清晰, 力争未来成为世界级钛业强企。**2018年公司钛加工材设计产能20,000吨/年, 实际产能14,950吨。根据长期战略规划, 公司未来发展分两步走: 第一阶段, 在3-5年内实现主导钛产品产量3万吨, 把公司建设成为具有较强盈利能力的国内一流企业; 第二阶段, 在8-10年内实现主导钛产品产量4万吨, 实现利润的稳定增长, 使公司成为世界航空工业和国内大客户的主要供应商, 实现建成世界钛业强企的宏伟目标。2019年公司的经营目标是: 实现营业收入40亿元, 成本费用计划38.5亿元, 钛产品产量1.8万吨, 固定资产投资预算1.79亿元。

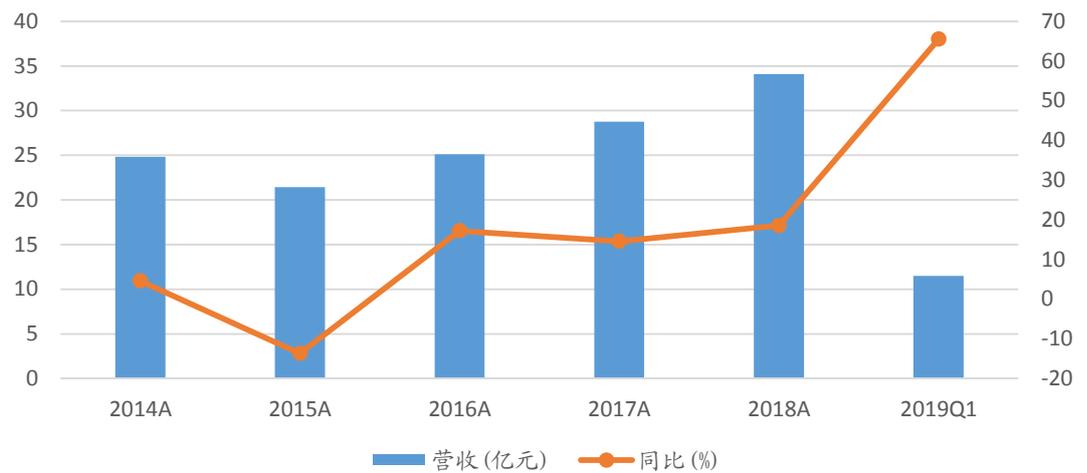
- **公司管理效率提升，费用明显下降。**公司坚定不移深化改革，提高资源配置效率，围绕精干、高效的原则，积极推进扁平化管理，精简机构人员设置，整合调整部门职能，建立与公司改革相适应的管理模式。2018年公司在营业收入大幅增长的情况下，费用不增反减。三项费用总额为3.18亿元，较上一年同期下降27.3%，其中销售费用、管理费用和财务费用分别为3,929.37万元、18,194.04万元和9,631.58万元，分别下降4.1%、15.75%和32.95%。2019年一季度三项费用总额为9,338.92万元，同比下降7.08%，其中主要是管理费用下降22.5%所致。
- **钛行业呈现复苏态势，高端钛材前景广阔。**钛行业的产业链可以分为两条，一是有色金属领域产业链：钛矿→海绵钛→钛锭→钛材；二是化工领域产业链：钛矿→钛白粉。这两条产业链在上游彼此紧密联系，但在中游和下游彼此相互独立。从有色领域整个产业链来看，国内海绵钛总体处于供过于求的状态，钛材则处于“中低端钛材竞争激烈、高端钛材制造能力严重不足”的结构性过剩之中。因此，整个产业链的核心壁垒不在于上游原料的供应，而是在于钛材的加工能力，尤其是高端钛材的研发能力和制造工艺。公司在高端钛材加工领域处于国内领先水平。在国家持续推进供给侧结构改革和环保政策等多方面因素的影响下，部分落后产能、排放不达标钛加工企业相继退出市场，行业供给格局优化，钛行业运行呈现出稳中向好的发展态势。国内海绵钛的产量也从2014年的11万吨下降至2018年的7万吨。随着国民经济结构战略性调整以及产业转型升级，未来钛行业在航空、航天、船舶、核电、信息技术、高端装备制造、新能源、新材料、体育休闲、海水淡化、海洋工程装备、生物医药及高性能医疗器械等产业上仍有较大的市场发展机遇。特别是随着国产大飞机C919的量产、军用飞机的升级换代，航空航天高端钛材的需求有望放量。公司的重心也放在高端市场，积极抢市场和技术的制高点。
- **投资建议和盈利预测：**预计公司2019-2021年全面摊薄后的EPS分别为0.50元、0.62元和0.77元，按5月14日收盘价20.53元计算，对应的PE分别是41.4倍、32.9倍和26.6倍，考虑公司是国内高端钛材的核心供应商，高端钛材需求有望保持高增长，估值处于行业合理水平，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）国内宏观经济下行压力加大，钛材需求不及预期；（2）公司高端钛材产能扩张步伐不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2876.4	3410.2	4092.2	4910.7	5892.8
增长比率	14.6%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	21.5	141.1	213.2	268.5	332.6
增长比率	-41.7%	556.7%	51.1%	25.9%	23.9%
每股收益(元)	0.05	0.33	0.50	0.62	0.77
市盈率(倍)	411.2	62.6	41.4	32.9	26.6

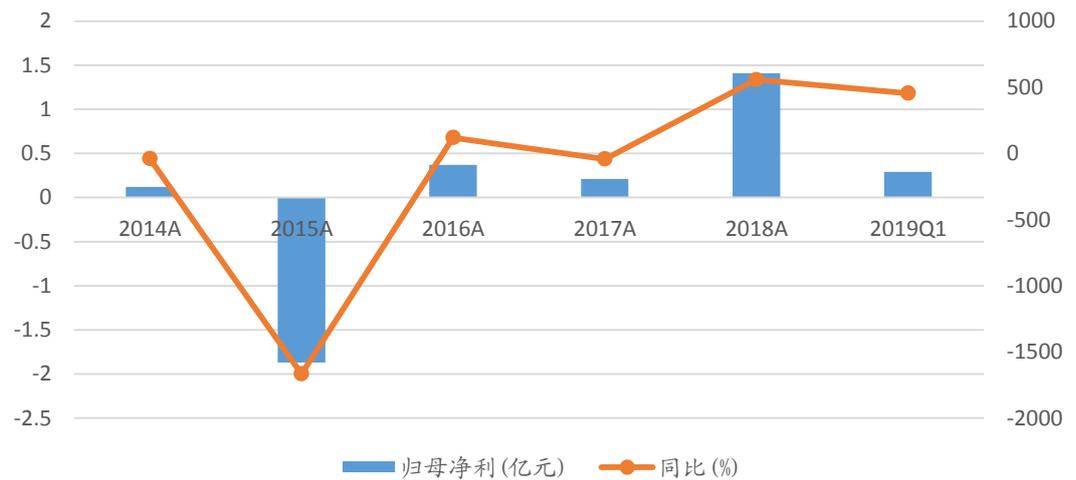
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营收和同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司归属母公司股东净利润及同比增速



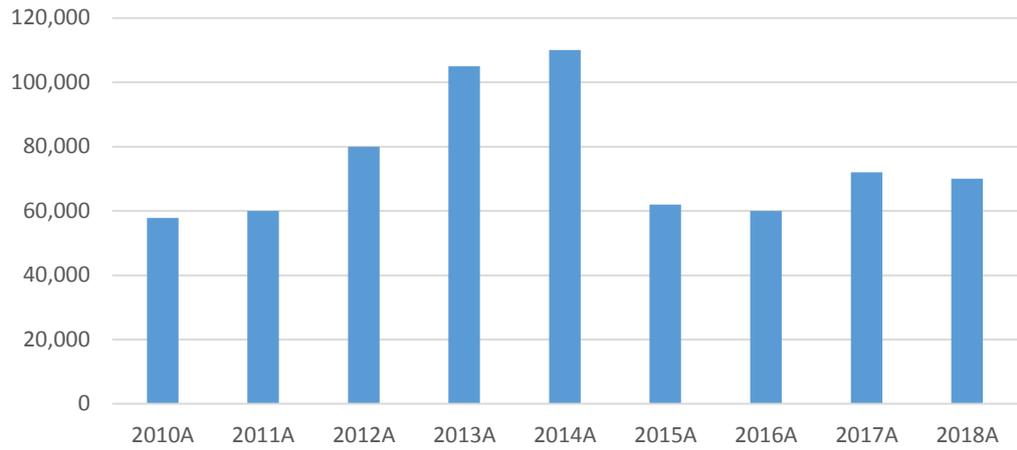
资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 2018 年公司主要产品产销量

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年 增减 (%)	销售量比上年 增减 (%)	库存量比上年 增减 (%)
钛产品	14,516.16	14,676.18	2,086.28	18.67	9.04	-7.13
其他金属产品	1,087.02	953.28	145.28	221.09	-71.56	1,158.93

资料来源: 公司 2018 年报, 中原证券

图 3: 中国海绵钛产能 (吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 国内海绵钛价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2876.4	3410.2	4092.2	4910.7	5892.8	成长性					
减: 营业成本	2,335.0	2,733.6	3,232.9	3,879.4	4,655.3	营业收入增长率	14.6%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
营业税费	37.9	36.4	40.9	49.1	58.9	营业利润增长率	367.3%	348.4%	70.1%	36.9%	17.1%
销售费用	33.9	39.3	40.9	49.1	58.9	净利润增长率	-41.7%	556.7%	51.1%	25.9%	23.9%
管理费用	271.3	181.9	204.6	245.5	294.6	EBITDA 增长率	4.9%	56.8%	27.8%	16.2%	15.6%
财务费用	131.4	96.3	172.1	165.3	219.3	EBIT 增长率	29.7%	135.2%	43.8%	23.2%	21.2%
资产减值损失	44.2	62.0	59.8	55.3	59.0	NOPLAT 增长率	5.2%	127.8%	50.9%	23.2%	21.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	0.4%	-0.6%	31.9%	-13.1%	38.9%
投资和汇兑收益	-2.3	-0.2	-	-	-	净资产增长率	-0.1%	3.4%	3.3%	4.5%	5.6%
营业利润	44.7	200.5	341.0	466.9	546.7	利润率					
加: 营业外净收支	10.2	-8.9	11.5	4.3	2.3	毛利率	18.8%	19.8%	21.0%	21.0%	21.0%
利润总额	55.0	191.5	352.5	471.2	549.0	营业利润率	1.6%	5.9%	8.3%	9.5%	9.3%
减: 所得税	20.0	27.0	88.1	117.8	137.2	净利润率	0.7%	4.1%	5.2%	5.5%	5.6%
净利润	21.5	141.1	213.2	268.5	332.6	EBITDA/营业收入	12.8%	16.9%	18.0%	17.4%	16.8%
						EBIT/营业收入	5.3%	10.5%	12.5%	12.9%	13.0%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	673.7	1,062.7	327.4	392.9	471.4	固定资产周转天数	299	240	187	140	103
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动营业资本周转天数	361	316	350	335	338
应收帐款	756.1	1,009.3	1,038.0	1,454.4	1,542.2	流动资产周转天数	514	463	477	428	421
应收票据	853.1	609.3	1,252.8	1,014.7	1,628.4	应收帐款周转天数	91	93	90	91	92
预付帐款	22.2	41.4	31.3	52.0	52.3	存货周转天数	244	196	240	224	219
存货	1,846.7	1,875.0	3,582.6	2,519.6	4,653.6	总资产周转天数	866	748	702	599	551
其他流动资产	6.4	8.0	5.7	6.7	6.8	投资资本周转天数	668	563	542	480	444
可供出售金融资产	0.1	-	0.5	0.2	0.2	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	0.6%	4.0%	5.9%	7.2%	8.6%
长期股权投资	-	15.1	15.1	15.1	15.1	ROA	0.5%	2.3%	3.0%	4.6%	4.0%
投资性房地产	187.7	181.5	181.5	181.5	181.5	ROIC	2.1%	4.8%	7.2%	6.8%	9.4%
固定资产	2,318.9	2,236.8	2,017.5	1,798.1	1,578.7	费用率					
在建工程	87.3	82.7	82.7	82.7	82.7	销售费用率	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	125.6	135.4	131.8	128.1	124.5	管理费用率	9.4%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	21.8	18.3	20.1	20.1	19.5	财务费用率	4.6%	2.8%	4.2%	3.4%	3.7%
资产总额	6,899.6	7,275.6	8,687.1	7,666.1	10,357.1	三费/营业收入	15.2%	9.3%	10.2%	9.4%	9.7%
短期债务	1,055.0	1,525.0	2,076.6	1,301.0	1,705.6	偿债能力					
应付帐款	249.6	363.8	457.8	447.0	657.5	资产负债率	45.9%	47.0%	54.1%	45.7%	57.5%
应付票据	119.0	-	375.9	180.2	212.0	负权益比	84.9%	88.6%	118.0%	84.1%	135.5%
其他流动负债	399.8	1,350.4	708.7	859.8	997.9	流动比率	2.28	1.42	1.72	1.95	2.34
长期借款	200.0	-	263.7	-	1,814.9	速动比率	1.27	0.84	0.73	1.05	1.04
其他非流动负债	1,144.6	178.9	818.9	714.1	570.6	利息保障倍数	1.15	3.70	2.98	3.83	3.49
负债总额	3,168.1	3,418.1	4,701.6	3,502.2	5,958.5	分红指标					
少数股东权益	306.6	313.0	361.6	445.1	522.5	DPS(元)	0.05	0.10	0.31	0.40	0.41
股本	430.3	430.3	430.3	430.3	430.3	分红比率	100.1%	30.5%	63.0%	64.5%	52.7%
留存收益	2,994.6	3,114.2	3,193.6	3,288.5	3,445.9	股息收益率	0.2%	0.5%	1.5%	2.0%	2.0%
股东权益	3,731.6	3,857.5	3,985.5	4,163.9	4,398.6	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.05	0.33	0.50	0.62	0.77
净利润	34.9	164.5	213.2	268.5	332.6	BVPS(元)	7.96	8.24	8.42	8.64	9.01
加: 折旧和摊销	215.5	219.0	223.0	223.0	223.0	PE(X)	411.2	62.6	41.4	32.9	26.6
资产减值准备	44.2	62.0	-	-	-	PB(X)	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3
公允价值变动损失	-	-	-0.0	0.0	0.0	P/FCF	-1,292.6	22.4	-13.6	56.9	50.2
财务费用	132.6	114.8	172.1	165.3	219.3	P/S	3.1	2.6	2.2	1.8	1.5
投资收益	2.3	0.2	-	-	-	EV/EBITDA	29.3	18.4	16.6	13.1	13.6
少数股东损益	13.4	23.4	51.2	84.9	79.1	CAGR(%)	116.3%	35.8%	89.3%	116.3%	35.8%
营运资金的变动	-210.7	-167.0	-1,921.7	700.8	-2,590.3	PEG	3.5	1.8	0.5	0.3	0.7
经营活动产生现金流量	215.8	375.8	-1,262.2	1,442.5	-1,736.3	ROIC/WACC	0.2	0.5	0.8	0.7	1.0
投资活动产生现金流量	-32.4	-47.0	-0.5	0.3	-0.0	REP	9.1	4.0	2.3	2.6	1.6
融资活动产生现金流量	-170.3	55.0	527.4	-1,377.3	1,814.9						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。