

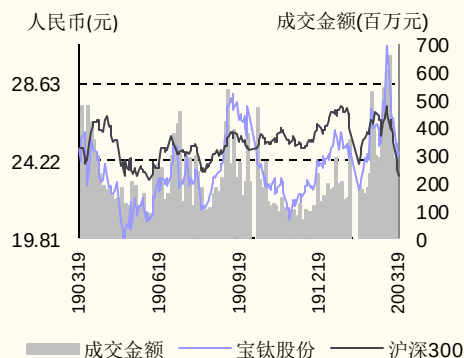
宝钛股份 (600456.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.75 元
目标价格 (人民币): 35.00-35.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 4.30
已上市流通 A 股(亿股) 4.30
总市值(亿元) 106.49
年内股价最高最低(元) 30.84/24.34
沪深 300 指数 3589
上证指数 2702

**相关报告**

- 1.《业绩预增 75%符合预期, 高端钛打开空间-宝钛股份年报预增点评》, 2020.1.12
- 2.《盈利能力持续增强, 拟募 21 亿元投高端钛-宝钛股份三季报及募资...》, 2019.10.17
- 3.《中报业绩超预期, 高端钛材成长空间广阔-宝钛股份 2019 年中报...》, 2019.8.21
- 4.《业绩超预期, 高端产品占比提升打开盈利空间-宝钛股份半年报业绩...》, 2019.7.17
- 5.《业绩大幅增长, 高端钛材有望打开未来空间-《2019-03-2...》, 2019.3.28

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

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

业绩符合预期, 高端化、全球化驱动成长**公司基本情况 (人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,410	4,188	4,676	5,461	5,823
营业收入增长率	18.56%	22.80%	11.66%	16.80%	6.63%
归母净利润(百万元)	141	240	372	437	504
归母净利润增长率	556.74%	70.11%	55.20%	17.23%	15.53%
摊薄每股收益(元)	0.328	0.558	0.866	1.015	1.172
每股经营性现金流净额	0.87	0.12	1.04	0.89	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.98%	6.43%	9.41%	10.35%	11.16%
P/E	46.02	43.54	28.59	24.39	21.11
P/B	1.83	2.80	2.69	2.52	2.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年公司实现营业收入 41.88 亿元, 同比增长 22.8%; 归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 70.11%。公司分红预案为每 10 股派发 2 元 (含税)。

经营分析

- **业绩增长 70%符合预期, 销量增长叠加产品结构优化驱动高增长**

1) 业绩增长主因钛产品销量增长与产品结构优化。2019 年, 公司紧抓钛行业市场增长和机遇, 实现钛产品销量 1.93 万吨, 同比增长 32%; 中高端产品比例明显提高, 综合毛利率提升 0.76pct, 持续改善;

2) 改革激发活力, 公司经营效率提升显著, 管理费用率同比下降 0.68pct, 销售费用率同比下降 0.02pct, 净利率同比提升 1.88pct。

- **中高端钛材迎来发展, 拓展全球市场与打开下游应用将打开公司成长空间**

1) 钛及钛合金具密度小、比强度高特性, 广泛应用于航空航天、舰船、兵器、生物医药等高端领域, 成长空间广阔。以航空领域为例, 我们测算, 未来十年, 仅国内已知航空新型号将拉动高端钛材共约 228 亿元增量空间;

2) 公司是国内钛材龙头, 积极拓展全球市场、打开下游市场, 并取得显著成效。2019 年, 公司正式进入空客供应商采购体系, 部分规格产品通过 UTAS、霍尼韦尔、波音公司认证, 为全球化布局奠定基础; 拟定增 21 亿元用于高端钛材生产线及科研等项目。

- **供给格局持续优化, 龙头厂商有望深度受益; 公司阶段性经营目标清晰**

1) 供给格局持续向好。2019 年, 国家持续深入推进供给侧改革和环保政策, 叠加上游海绵钛价格持续上升, 低端落后产能、排放不达标的钛加工企业相继出清推出市场, 具有全产业链、产品高端化的龙头公司将深度受益;

2) 公司阶段性经营目标清晰, 着力点在提升盈利能力与拓宽市场。2020 年公司目标是实现营业收入 45 亿元, 钛产品产量 2 万吨; 3-5 年, 把公司建设成为具有较强盈利能力的国内一流企业; 8-10 年, 利润稳定增长, 成为世界航空工业和国内大客户的主要供应商。

盈利调整与投资建议

- 我们维持公司盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润 3.7/4.4/5.0 亿元, EPS 为 0.87/1.02/1.17 (未考虑摊薄), 维持目标价 35 元, 买入评级。

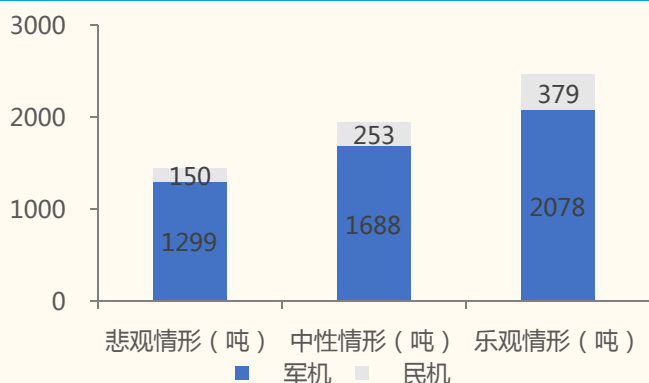
风险提示

- 航空重点型号放量不及预期; 环保督察关停钛加工企业复产; 疫情超预期。

附录 1：航空钛材需求测算——未来十年国内航空新型号拉动高端钛材 228 亿元的增量空间

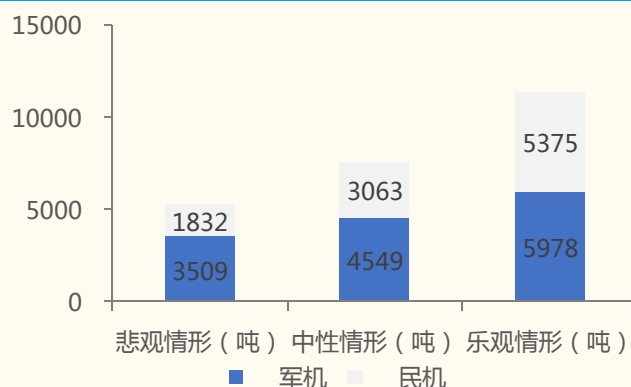
- 中性假设下，预计未来 3 年、未来 10 年新机型拉动航用钛材 17.4 亿元、228 亿元市场增量空间。成长性方面，预计未来 10-20 年年均新增钛材需求是未来 3 年年均新增钛材需求的约 4 倍，成长空间较大。
- 未来 3 年新增 17.4 亿元航用钛材需求，主要由军机拉动，年均钛材新增用量约 1900 吨，对应 3 年总新增量约 5800 吨，其中军机约 5000 吨，占比超八成；
- 未来 10 年，新增 228 亿市场增量空间，年均钛材新增需求约为 7600 吨，对应 10 年总新增量为约 7.6 万吨，军约 4.6 万吨，民约 3.0 万吨。（具体测算参看 2019 年 8 月 1 日发布的【西部超导深度报告】）

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

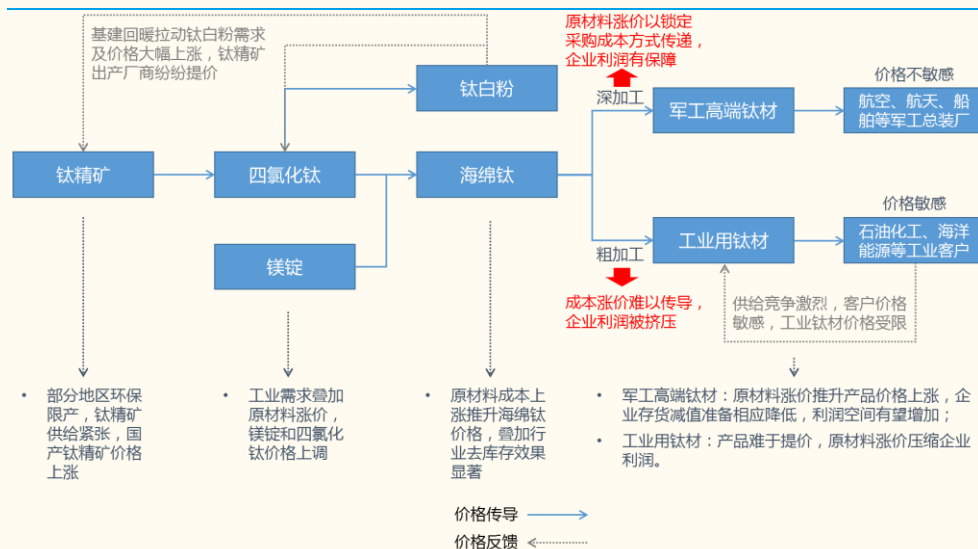
图表 2：未来 10-20 年年均新增钛材需求约 7600 吨



来源：国金证券研究所测算

附录 2：钛产业链价格传导逻辑

图表 3：钛产业链价格传导逻辑



来源：国金证券研究所总结、绘制

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,876	3,410	4,188	4,676	5,461	5,823
增长率		18.6%	22.8%	11.7%	16.8%	6.6%
主营业务成本	-2,335	-2,734	-3,325	-3,602	-4,199	-4,451
%销售收入	81.2%	80.2%	79.4%	77.0%	76.9%	76.4%
毛利	541	677	863	1,073	1,262	1,372
%销售收入	18.8%	19.8%	20.6%	23.0%	23.1%	23.6%
营业税金及附加	-38	-36	-42	-47	-55	-58
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-34	-39	-47	-52	-60	-58
%销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
管理费用	-271	-182	-226	-252	-292	-291
%销售收入	9.4%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.0%
研发费用	0	-101	-93	-98	-115	-111
%销售收入	0.0%	3.0%	2.2%	2.1%	2.1%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	198	318	455	624	741	854
%销售收入	6.9%	9.3%	10.9%	13.3%	13.6%	14.7%
财务费用	-131	-96	-113	-142	-171	-198
%销售收入	4.6%	2.8%	2.7%	3.0%	3.1%	3.4%
资产减值损失	-44	-62	-41	-37	-45	-49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	200	316	475	554	636
营业利润率	1.6%	5.9%	7.6%	10.2%	10.1%	10.9%
营业外收支	10	-9	9	9	10	12
税前利润	55	192	325	484	564	648
利润率	1.9%	5.6%	7.8%	10.3%	10.3%	11.1%
所得税	-20	-27	-45	-66	-77	-89
所得税率	36.4%	14.1%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
净利润	35	165	281	417	487	559
少数股东损益	13	23	41	45	50	55
归属于母公司的净利润	21	141	240	372	437	504
净利率	0.7%	4.1%	5.7%	8.0%	8.0%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	35	165	281	417	487	559
少数股东损益	13	23	41	45	50	55
非现金支出	260	281	263	262	295	334
非经营收益	137	125	114	146	183	211
营运资金变动	-216	-195	-605	-376	-583	-287
经营活动现金净流	216	376	53	449	383	817
资本开支	-37	-56	-48	-391	-490	-588
投资	0	-7	0	0	0	0
其他	4	16	-2	0	0	0
投资活动现金净流	-32	-47	-50	-391	-490	-588
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-10	220	-77	337	639	252
其他	-167	-151	-202	-310	-368	-424
筹资活动现金净流	-177	69	-279	27	271	-172
现金净流量	7	398	-276	85	164	56

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	674	1,063	888	973	1,137	1,193
应收款项	1,609	1,623	2,431	2,423	2,716	2,853
存货	1,847	1,875	2,110	2,270	2,646	2,805
其他流动资产	29	45	68	71	85	93
流动资产	4,158	4,606	5,498	5,738	6,584	6,944
%总资产	60.3%	63.3%	67.9%	67.4%	68.5%	67.5%
长期投资	188	197	155	155	155	155
固定资产	2,406	2,320	2,288	2,465	2,717	3,034
%总资产	34.9%	31.9%	28.2%	28.9%	28.3%	29.5%
无形资产	126	135	131	129	127	126
非流动资产	2,741	2,670	2,603	2,778	3,028	3,344
%总资产	39.7%	36.7%	32.1%	32.6%	31.5%	32.5%
资产总计	6,900	7,276	8,101	8,516	9,612	10,288
短期借款	1,305	2,723	1,047	1,384	2,023	2,275
应付款项	445	461	985	795	927	983
其他流动负债	73	55	244	249	262	272
流动负债	1,823	3,239	2,276	2,428	3,212	3,530
长期贷款	200	0	400	400	400	400
其他长期负债	1,145	179	1,357	1,351	1,351	1,351
负债	3,168	3,418	4,033	4,178	4,963	5,281
普通股股东权益	3,425	3,545	3,734	3,958	4,220	4,522
其中：股本	430	430	430	430	430	430
未分配利润	446	564	733	956	1,218	1,521
少数股东权益	307	313	335	380	430	485
负债股东权益合计	6,900	7,276	8,101	8,516	9,612	10,288

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.050	0.328	0.558	0.866	1.015	1.172
每股净资产	7.960	8.238	8.679	9.198	9.807	10.511
每股经营现金净流	0.502	0.873	0.122	1.044	0.889	1.898
每股股利	0.050	0.100	0.300	0.346	0.406	0.469
回报率						
净资产收益率	0.63%	3.98%	6.43%	9.41%	10.35%	11.16%
总资产收益率	0.31%	1.94%	2.96%	4.37%	4.54%	4.90%
投入资本收益率	2.02%	4.15%	5.85%	7.36%	7.74%	8.31%
增长率						
主营业务收入增长率	14.58%	18.56%	22.80%	11.66%	16.80%	6.63%
EBIT增长率	1.68%	60.60%	42.97%	37.02%	18.81%	15.28%
净利润增长率	-41.72%	556.74%	70.11%	55.20%	17.23%	15.53%
总资产增长率	-0.52%	5.45%	11.35%	5.11%	12.87%	7.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	91.6	94.3	96.1	115.0	110.0	110.0
存货周转天数	304.6	248.5	218.8	230.0	230.0	230.0
应付账款周转天数	39.0	40.4	60.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	294.3	239.4	187.7	166.3	145.9	144.2
偿债能力						
净负债/股东权益	48.98%	43.05%	43.00%	46.15%	53.28%	53.39%
EBIT利息保障倍数	1.5	3.3	4.0	4.4	4.3	4.3
资产负债率	45.92%	46.98%	49.78%	49.07%	51.63%	51.33%

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	4	15
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.22

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	2018-08-16	买入	14.18	40.00~40.00
2	2018-10-28	买入	14.16	N/A
3	2019-01-20	买入	17.48	N/A
4	2019-03-28	买入	24.77	40.00~40.00
5	2019-07-17	买入	22.94	35.00~35.00
6	2019-08-21	买入	23.26	35.00~35.00
7	2019-10-17	买入	23.58	35.00~35.00
8	2020-01-12	买入	24.81	35.00~35.00

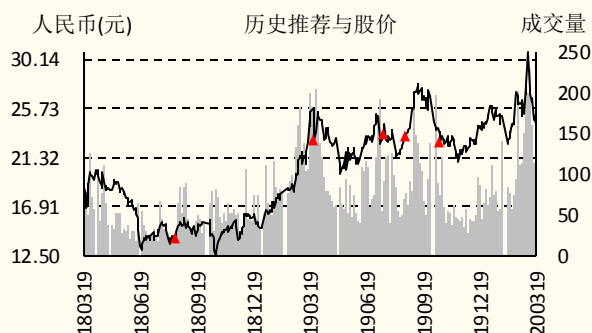
来源：国金证券研究所

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，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，不作为或被视为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