

中航证券研究所
 首席分析师：张超
 证券执业证书号：S0640515070001
 分析师：刘琛
 证券执业证书号：S0640520050001
 电话：010-59562534
 邮箱：liuchen@avicsec.com
 分析师：宋博
 证券执业证书号：S0640520090001

宝钛股份（600456）2020 年报点评： 产品结构持续优化，定增落地助力打开产能瓶颈

行业分类：国防军工

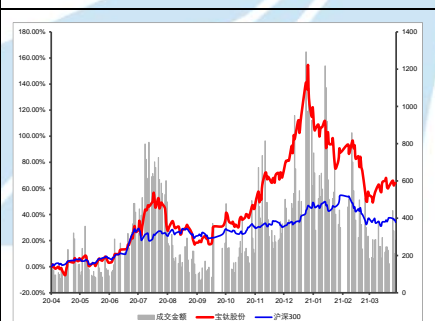
2021 年 4 月 13 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.12)	37.95
目标价格	53.05

基础数据（2021.4.12）

上证指数	3412.95
总股本（亿股）	4.78
流通 A 股（亿股）	4.30
资产负债率	50.10%
ROE	9.40%
PE（TTM）	50.00
PB（LF）	3.03

近一年来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司 4 月 9 日公告，2020 年营收 43.38 亿元（+3.58%），归母净利润 3.63 亿元（+51.10%），扣非后归母净利润 3.19 亿元（+54.82%）；毛利率 24.26%（+3.66pcts）。

公司 4 月 3 日发布一季度业绩预增公告，2021 年一季度归母净利润约为 9200 万元（+122.59%），扣非归母净利润约为 8800 万元（+125.04%），伴随着公司产品结构的持续优化，经营效率进一步提升，创出自 2009 年以来的一季度历史最高业绩。

➤ **投资要点：**

● **产品结构持续优化，助力归母净利润维持高增速：**2020 年公司实现营业收入 43.38 亿元，同比增长 3.58%，实现归母净利润 3.63 亿元，同比增长 51.1%，归母净利润增速远超营收增速，主要系报告期内公司持续加大产品结构优化力度，以航空领域钛材为首的中高端产品比例有所提升，从而进一步提高公司运行质量和经营效率。

分业务板块来看，2020 年公司钛产品、其他金属产品与其他业务分别实现营收 37.13 亿元/5.21 亿元/1.04 亿元，在营收中占比分别为 85.59%/12.01%/2.40%，其中钛产品营收同比增长 8.38%，其他金属产品同比下降 21.42%。毛利率方面，钛产品、其他金属产品与其他业务分别为 25.9%（+4.56pcts）、11.9%（-2.80pcts）与 27.72%（-6.65pcts）。

费用方面，报告期内公司销售费用为 0.34 亿元，同比下降 28.9%，主要系公司执行新收入准则，运费计入主营业务成本；财务费用为 1.27 亿元，同比增加 12.15%，主要系汇率波动及外汇政策的变动所致，报告期内公司汇兑损失约 2784.91 万元，上年同期实现汇兑收益 1396.06 万元；研发费用为 1.61 亿元，同比大幅增长 73.7%（+81.62pcts），为上市以来的最高值，研发投入占比 3.72%（+1.50pcts），研发人员数量 160 人（+15.11%）。

● **高端业务厚积薄发，助推公司业绩稳步提升：**公司钛材产品下游领域主要分为军品、外贸及民品三部分。总体来看，目前军品与外贸产品是公司高端钛材布局的主要下游领域，整体毛利率水平较高，

股市有风险 入市须谨慎

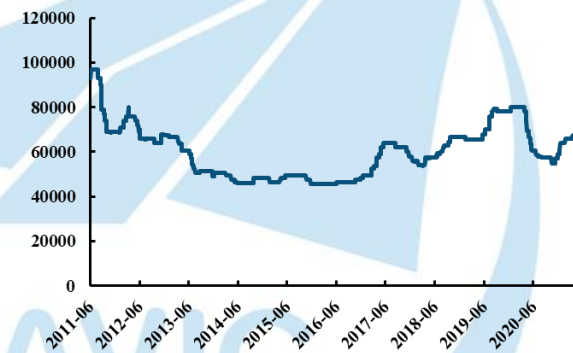
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传 真：010-59562637

其中军品部分毛利率基本维持在 35%-45%这一范围内，而民品则主要由于市场竞争激烈，收入成本存在倒挂现象，虽然公司在民品业务部分采用更为灵活的销售策略，但整体毛利率水平仍相对较低。具体来看，在军品部分，公司主要聚焦于航空航天、深海等细分领域，由公司与西部超导共同主导该部分市场供应，公司市占率较高，具有较强竞争优势；外贸产品方面，公司作为中国钛材行业发源地，目前已通过了美国波音、法国空客、法国斯奈克玛、美国古德里奇、加拿大庞巴迪、英国罗尔斯-罗伊斯等公司的质量体系和产品认证，且外贸业务营收从 2012 年的 2.68 亿元提升至 2020 年的 5.80 亿元，年复合增长率达 10.13%，呈稳步增长态势。

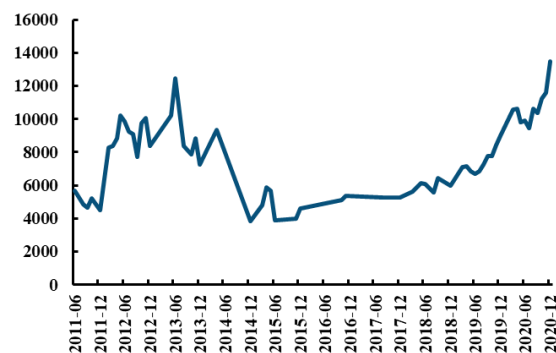
- **海绵钛价格波动对公司利润影响有限。**海绵钛作为公司钛产品的核心原料，其在钛材生产成本中占比超 80%，是影响公司利润的重要因素，海绵钛目前对于公司利润影响程度主要取决于海绵钛价格波动程度以及公司采购海绵钛渠道情况。其中，海绵钛价格波动主要受制于供求关系影响，2014-2016 年由于我国海绵钛产业受库存积压、中低端钛材产能过剩及需求下降等多种因素影响，其价格一直处于低位，后伴随下游需求的逐步修复，海绵钛价格开始逐步回暖，由 2016 年 6 月末 4.65 万元/吨涨至 2019 年 8 月的 8 万元/吨左右。2021 年初至今，其价格稳定在 6.4-6.75 万元/吨这一区间。长期来看，海绵钛将由高端需求的持续提升与下游产能的不断扩张两种因素共同主导价格走势，在需求与供给共同提升的情况下，海绵钛价格也将逐步趋稳；采购渠道方面，公司主要依赖于子公司宝钛华神直接供货与外部采购两种渠道，其中宝钛华神海绵钛年产能目前可达 10000 吨，但伴随其“产 12000 吨海绵钛生产线”的投产，公司海绵钛年产能有望进一步提升，进一步缩小公司海绵钛供给缺口。综上，海绵钛对公司业绩影响有限。

图 1：海绵钛近些年价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，中航证券研究所

图 2：国内海绵钛月产能情况（单位：吨）



资料来源：wind，中航证券研究所

- **非公开定增项目落地，助力公司打开产能瓶颈：**2020 年公司钛产品设计产能与实际产能分别为 20000/22714 吨，距离公司“十四五”发展目标中 50000 吨纯钛产品的产能目标规划仍存在一定差距，同时伴随着航空航天、舰船、海洋、核电、化工等下游应用领域的不断拓宽，公司现有高端钛材产品产能利用率接近饱和，并且配套检测、检验、研发能力已不能适应当前的需求，基于上述因素，公司非公开定向增发项目于 2021 年 2 月正式实施，实际募集资金 19.68 亿元，主要投向高品质钛材生产线，宇航级钛合金产品产线与检测检验中心及科研中试平台建设项目，上述三个项目建设期约为 2 年左右，项目投产后，预计 2023 年公司钛产品产能有望超 30000 吨。同时此次非公开定增，公司进一步引入了包括陕西省成长性企业引导基金、陕西金资基金、朱雀基金在内的多名战略合作者，上述战

略投资者将依托其股东背景及行业地位进一步为公司提供市场渠道开拓、融资多元化、资产优化等多方面支持。

图 3: 公司定增项目具体情况:

项目名称	项目建设期	产能规划
高品质钛锭、管材、型材生产线建设项目	24 个月	钛及钛合金锭总产能 10,000 吨/年
		钛合金管材产能 290 吨/年
		钛合金型材产能 100 吨/年
宇航级宽幅钛合金板材、带箔材建设项目	25 个月	板材产能 1,500 吨/年
		带材产能 5,000 吨/年
		箔材产能 500 吨/年
检测、检验中心及科研中试平台建设项目	24 个月	--

资料来源: 公司公告, wind, 中航证券研究所

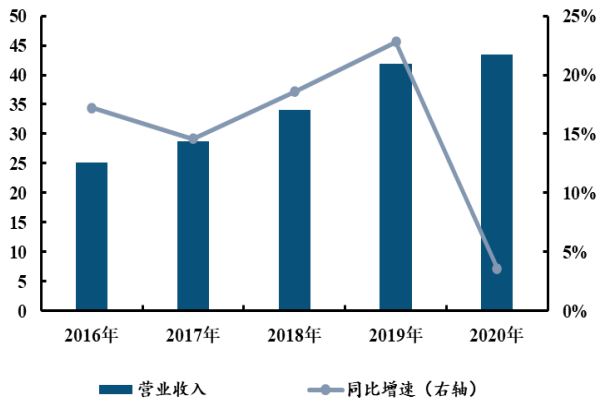
- **投资建议:** 基于以上观点, 我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 53.42 亿元、64.59 亿元和 76.91 亿元, 归母净利润分别为 5.07 亿元、6.53 亿元、8.10 亿元, EPS 分别为 1.061 元、1.366 元、1.695 元, 参考同行业上市公司, 给予“买入”评级, 目标价格 53.05 元, 分别对应 2021-2023 年预测收益的 50 倍、39 倍及 31 倍 PE。
- **风险提示:** 产品项目研发进展不及预期, 宏观环境低迷。
- **盈利预测:**

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4337.70	5342.31	6458.85	7690.56
增长率 (%)	3.58%	23.16%	20.90%	19.07%
归属母公司股东净利润	362.66	506.98	652.62	809.74
增长率 (%)	51.10%	39.80%	28.73%	24.08%
每股收益 (EPS)	0.843	1.061	1.366	1.695

数据来源: wind, 中航证券研究所

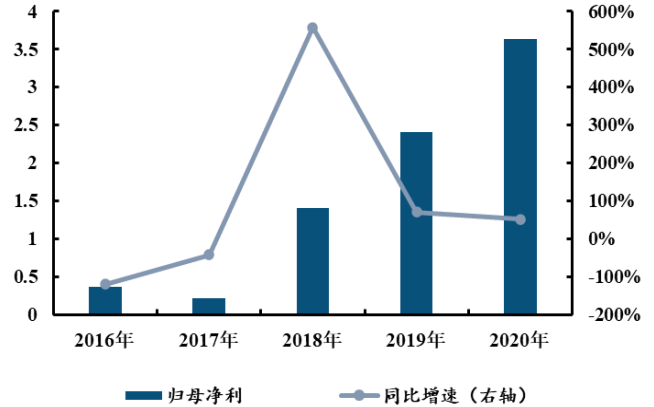
◆ 公司主要财务数据

图 4: 公司近五年营业收入及增速情况 (亿元; %)



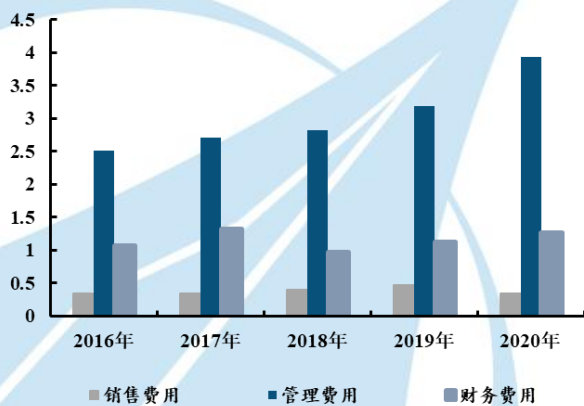
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿元; %)



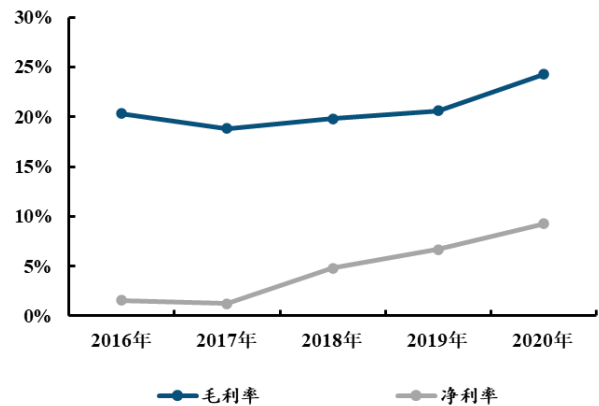
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司年报三费情况 (亿元)



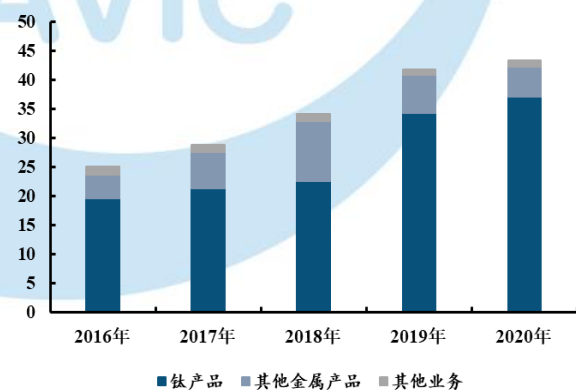
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 7: 公司近五年毛利率及净利率情况



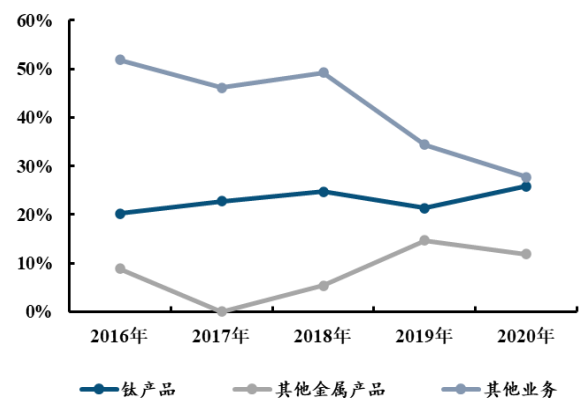
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 8: 公司产品收入结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 9: 公司产品毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所



财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3410.19	4187.62	4337.70	5342.31	6458.85	7690.56
增长率(%)	18.56%	22.80%	3.58%	23.16%	20.90%	19.07%
归属母公司股东净利润	141.09	240.01	362.66	506.98	652.62	809.74
增长率(%)	556.74%	70.11%	51.10%	39.80%	28.73%	24.08%
每股收益 (EPS)	0.328	0.558	0.843	1.061	1.366	1.695
每股股利 (DPS)	0.045	0.090	0.180	0.193	0.211	0.230
每股经营现金流	0.787	0.110	0.846	0.958	1.130	1.325
销售毛利率	19.84%	20.60%	24.26%	24.10%	24.10%	24.10%
销售净利率	4.82%	6.70%	9.30%	10.45%	10.98%	11.33%
净资产收益率 (ROE)	3.98%	6.43%	9.04%	11.46%	13.11%	14.26%
投入资本回报率 (ROIC)	4.81%	8.09%	9.16%	13.34%	15.15%	16.46%
市盈率 (P/E)	133.79	78.65	52.05	37.23	28.93	23.31
市净率 (P/B)	5.33	5.06	4.71	4.27	3.79	3.33
股息率 (分红/股价)	0.001	0.002	0.005	0.005	0.005	0.006
报表预测						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3410.19	4187.62	4337.70	5342.31	6458.85	7690.56
减: 营业成本	2733.61	3324.94	3285.50	4054.81	4902.27	5837.13
营业税金及附加	36.36	41.78	36.87	53.22	56.19	60.30
营业费用	39.29	47.24	33.59	42.39	44.51	47.29
管理费用	181.94	225.62	232.03	276.94	341.66	417.27
研发费用	100.69	92.97	161.49	228.80	256.53	284.97
财务费用	96.32	112.93	126.65	139.01	152.39	166.25
资产减值损失	61.97	-58.74	-39.82	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.17	0.01	-2.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	39.56	32.97	48.71	-42.05	-45.09	-49.02
营业利润	300.09	526.82	708.86	547.13	705.29	877.35
加: 其他非经营损益	-7.88	8.82	4.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	292.21	535.64	713.28	505.08	660.20	828.33
减: 所得税	26.98	44.58	71.60	85.61	103.48	123.19
净利润	265.23	491.06	641.68	-505.08	-660.20	-828.33
减: 少数股东损益	23.45	40.61	38.71	51.49	56.50	61.65
归属母公司股东净	141.09	240.01	362.66	506.98	652.62	809.74
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1062.68	888.38	929.12	929.03	914.89	965.58
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	1663.98	2347.48	2699.57	3334.60	4017.79	4825.97
其他应收款 (合计)	364.44	400.65	391.18	364.44	400.65	391.18
存货	1874.97	2110.45	2223.89	2585.33	2992.09	3485.47
其他流动资产	4.03	152.00	187.97	16.00	16.01	16.02
长期股权投资	15.13	15.14	12.41	12.41	12.41	12.41
金融资产投资	9.25	0.00	0.00	9.25	0.00	0.00
投资性房地产	181.45	140.32	136.32	117.69	99.06	80.43
固定资产和在建工程	2319.57	2287.59	2386.54	2208.44	2099.01	1971.04
无形资产和开发支出	135.41	131.27	125.43	107.27	89.12	70.97
其他非流动资产	24.21	43.90	60.29	-507.48	-1097.24	-1745.90
资产总计	7275.55	8101.40	8749.12	9335.68	10264.71	11452.22
短期借款	1525.00	1046.74	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	515.72	1061.50	1131.72	1255.27	1346.70	1511.91
长期借款	0.00	1591.29	1192.98	1202.98	1222.98	1242.98
其他负债	2902.35	1379.78	2058.92	-808.23	-90.89	703.89
负债合计	3418.07	4032.57	4383.62	3958.26	4079.69	4274.89
股本	430.27	430.27	430.27	430.27	430.27	430.27
资本公积	2370.72	2370.72	2370.72	2370.72	2370.72	2370.72
留存收益	743.55	933.27	1209.86	1624.87	2176.57	2876.20
归属母公司股东权益	3544.53	3734.25	4010.84	4425.85	4977.55	5677.18
少数股东权益	312.95	334.58	354.67	406.16	462.65	524.30
股东权益合计	3857.48	4068.83	4365.50	4832.01	5440.21	6201.48
负债和股东权益合计	7275.55	8101.40	8749.12	8790.26	9519.89	10476.37
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	375.83	52.66	404.03	457.89	539.93	633.24
投资性现金净流量	-46.96	-49.98	-133.86	-274.80	-370.93	-389.47
筹资性现金净流量	55.00	-283.68	-265.92	-183.17	-183.13	-193.08
现金流量净额	397.60	-276.23	-6.44	-0.09	-14.14	50.69

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

宋博, SAC 执业证书号: S0640520090001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学管理学学士, 金融硕士。2018 年 7 月加入中航证券研究所, 从事军工电子, 通信方向的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。