

宝钛股份（600456）军品订单加速释放，钛企龙头腾飞崛起

报告要点

中国处于军工装备的加速现代化阶段带动钛材行业迎来未来 5-8 年高景气周期。我们认为，在“十四五”期间国产武器装备加速更新换代，军队实战演练全面推进，疫情成功防控全国开工率持续回暖的大背景下，中国钛产业将迎来新一轮发展机遇，钛材供给侧正处于由“量增”向“质升”转变的关键阶段：一方面新式国产武器装备加速批量列装，军品钛材作为主流军工新材料，需求持续旺盛；另一方面因新冠疫情停工停产的化工项目于 2021 年集中投产，民品钛材需求将出现补偿性增长。我们预计，中国军工装备加速现代化将引领钛产业未来 5-8 年迎来高速增长期，同时供需结构持续优化，行业供给集中度将显著提升，高端产能逐步释放。

宝钛股份大力推进机制改革，经营业绩稳步增长，新增募投项目将为公司未来高速发展奠定坚实基础。过去几年，宝钛股份按照“做精军品、做活民品、做大外贸”的发展思路，坚持大力推进机制改革：发展质量和效率持续提高，期间费用率稳步下降，高端市场份额不断扩大。2021 年在中国化工行业复苏、军工装备加速更新换代的情况下，公司钛产品销售延续 2020 年旺盛态势，上半年产量和销量分别为 12280 吨、11712 吨，同比分别增长 37%和 31%，其中钛材产品销量达 9094 吨。受益于军品订单加速释放，高端产品结构优化，公司经营指标稳步增长，上半年总营业收入达 28.4 亿元，同比增长 39.4%，归母净利润为 2.78 亿元，同比增长 95.6%。2021 年公司定向增发募资不超过 20.05 亿元，其中约 15 亿元用于投建高品质钛锭和钛材扩能项目建设。项目达产后有望解决公司高端产能不足的发展瓶颈，进一步打开未来成长空间。

放眼未来军工装备加速更新换代释放钛材活力，公司业绩值得期待。2021 年起中国国防军队现代化建设进入关键阶段，大国博弈加剧更令关键装备、关键材料的自主可控迫在眉睫，军品钛材未来将持续迎来量价齐升的黄金战略机遇期。我们认为，2020 年—2025 年间军品钛材将成为中国钛材消费市场的“核心发动机”，预计未来五年航空航天用钛将以 CAGR26% 加速增长。2025 年中国航空航天用钛预计将达到 5.4 万吨，其中国产新型四代战机的量产将释放 2.9 万吨的航空钛材需求。公司作为国内具备完整军工资质的龙头钛材供应商（宝钛股份、西部超导和西部材料），拥有强大研发实力和先进生产设备，自成立以来出色完成了多项国家重大科技专项，军工积淀深厚。在军品钛材订单加速释放大背景下，公司有望充分受益于高景气周期，未来业绩值得期待。

首次覆盖，给予公司“买入”评级。我们认为在军工加速现代化的背景下，公司军品订单将加速释放。此外，中国化工设备集中投产使得民品业务有望获得盈利改善，加之，外贸业务至暗时刻已过，未来有望加速恢复。我们预计，2021 年—2023 年公司总营业收入分别为 59.2 亿元、70.5 亿元、83.6 亿元，营收增速分别为 36%、19%、19%，EPS 分别为 1.18 元/股、1.48 元/股、1.76 元/股，对应 PE 为 44，35，30。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示： 1、公司航空航天级高端钛材产能爬坡缓慢；
2、军工订单增长不及预期。

有色金属

评级： 买入 首次覆盖

日期： 2021.09.23

分析师 葛军

登记编码：S0950519050002

☎：021-61097705

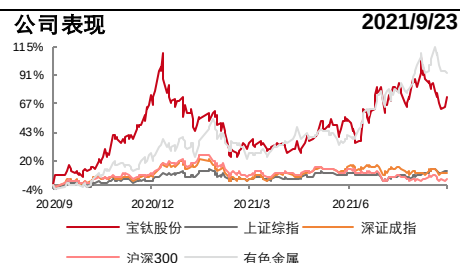
✉：gejun@wkzq.com.cn

联系人 张书玮

☎：021-61097716

✉：zhangshuwe@wkzq.com.cn

公司基本数据	2021/9/23
总股本（万股）	47,777.75
流通 A 股/B 股（万股）	47,777.75
资产负债率（%）	47.17
每股净资产（元）	12.05
市盈率（当前）	84.84
市净率（当前）	4.10



资料来源：Wind，聚源

相关研究



内容目录

宝钛股份：军品订单加速释放，钛企龙头腾飞崛起	4
背靠宝钛集团，技术力量雄厚	4
先进生产系统助力公司突破产业壁垒	6
以史为鉴：量增到质升，军工现代化引领产业结构优化	10
新一轮洗牌期来临，军工加速现代化引领产业优化	10
经营业绩与传统行业脱钩，逐步接轨军工行业	13
脚踏实地：大力推进机制改革，经营业绩稳步增长	14
大力推进机制改革，产品结构持续优化	14
资本结构优化，财务杠杆回归稳健	15
业务特性决定应收账款高企，盈利改善经营性现金流回升	16
放眼未来：军备更新换代释放钛材活力，公司业绩前景光明	17
军品钛材：军工订单加速释放，公司有望充分受益	18
民品钛材：PTA项目投产回暖，化工钛材迎来补偿性增长	22
外贸钛材：波音短期难以走出阴霾，外贸业务未来有望恢复	23
投资逻辑及盈利预测	24
风险提示	27

图表目录

图表 1：公司控股股东是宝钛集团有限公司，实控人为陕西省国资委	4
图表 2：公司重要子公司 2021H1 年营业情况（单位：万元）	5
图表 3：多次融资收购，自上而下构建纵深一体化生产销售体系	5
图表 4：公司主营业务为高端钛材生产加工，属于产业链中核心环节	6
图表 5：军品钛材加工工艺流程长且难度大	7
图表 6：十大生产系统造就公司钛企龙头地位	7
图表 7：公司 2400KW 电子束冷床炉	7
图表 8：公司十大生产系统概述	8
图表 9：海绵钛原料成本占钛材总生产成本比例约 36%（2018 年）	9
图表 10：公司生产所需 40%海绵钛由宝钛华神内部供应	9
图表 11：近年海绵钛外部采购与内部供应情况（单位：吨）	9
图表 12：公司近年海绵钛采购情况（单位：吨）	9
图表 13：2021 年 1-6 月中国海绵钛总产量为 68137 吨，同比增长 44%	9
图表 14：公司钛材产品中板材销量最高，精铸件售价最高，通常为 30 万元/吨以上	10
图表 15：公司钛材产品种类多样涵盖民用、军品、外贸三大市场	10
图表 16：中国钛产业将迎来新一轮发展机遇，目前正处于由“量增”向“质升”转变的关键阶段	11
图表 17：全球 45%的钛材消费集中于航空航天领域（2018）	12
图表 18：中国 51%钛材消费集中于化工领域（2020）	12
图表 19：2020 年中国钛材总消费量约为 9.4 万吨，其中航空航天用钛为 1.7 万吨，占比为 18%	12
图表 20：2019 年至今中国重点海绵钛生产企业复产扩产情况统计	12
图表 21：2020 年中国海绵钛总产能达 17.7 万吨（单位：万吨）	12
图表 22：公司业绩与钛产业景气程度密切相关，海绵钛的价格趋势一定程度决定了公司业绩走向	13
图表 23：2019 年后随着中国国防军工装备进入加速现代化阶段，公司业绩与传统化工行业有所脱钩，逐步接轨军工行业	13
图表 24：大力推进体制机制改革下，公司期间费用率稳步下降（单位：百万元）	14
图表 25：2021 年 H1 公司实现营业收入 28.4 亿元，同比增长 39.4%	14
图表 26：2021 年 H1 公司归母净利润达 2.78 亿元，同比增长 95.6%	14
图表 27：2021 年 H1 公司钛产品销量同比增长 31%至 11712 吨	15
图表 28：2021 年公司军品订单加速释放，高端产品结构优化	15
图表 29：2021 年 H1 钛产品营业收入 22.2 亿元，总营收占比 78%	15
图表 30：2021 年 H1 钛产品业务毛利率为 25.3%	15
图表 31：公司近年资产负债率基本维持在 50%	16
图表 32：2021 年 H1 公司流动负债相对稳定（单位：亿元）	16
图表 33：2021 年 2 月公司非公开发行募集资金用途（单位：亿元）	16
图表 34：公司重大在建工程进度	16
图表 35：2021 年 H1 经营活动现金流净额降至 -1.15 亿元（单位：亿元）	17
图表 36：2021 年 H1 应收款项同比增长 25%至 30.8 亿元（单位：亿元）	17
图表 37：公司应收账款欠款方多以大型央企为主，坏账风险较小	17

图表 38: 2021 年 H1 公司预付款项为 2.5 亿元 (单位: 亿元)	17
图表 39: 2025 年中国钛材总消费量预计将达到 19 万吨, 其中航空航天用钛将达 5.4 万吨.....	18
图表 40: 2020 年中国军费支出不足美国 1/3 (单位: 百万美元)	18
图表 41: 中国军费占 GDP 比重近年维持在 1.7%, 与美国相比差距较大.....	18
图表 42: 中国国产第四代战机歼-20 研发历程.....	19
图表 43: 中国国产航空发动机推重比统计.....	19
图表 44: 中国国产大型运输机运-20.....	19
图表 45: 中国国产直-20 战术通用直升机.....	19
图表 46: 中国重点战略性导弹型号统计.....	20
图表 47: 中国的战斗机数量以及技术型号与美国俄罗斯差距显著, 第三、四代战机比例不足 50%.....	20
图表 48: 与美、俄相比, 中国军用战机结构失衡, 运输机、武装直升机等特殊机型严重缺失 (单位: 架)	21
图表 49: 未来五年中国军用战机的更新换代预计能够释放 29000 吨的钛材需求 (单位: 吨)	21
图表 50: 公司完成了多项国家重大科技专项, 涵盖航空航天、海洋工程、核能发电等高端领域	22
图表 51: 公司积极开拓民用钛材高端应用, 在生物医疗、楼宇建筑等高端领域进展显著	22
图表 52: 2021 年中国石化项目加速投产, 固定资产投资完成额同比显著提升.....	23
图表 53: 化工行业中应用广泛的钛板、管价格年初至今逐步反弹	23
图表 54: 疫情过后全球航空业三种可能的发展趋势.....	23
图表 55: 缓慢恢复情况下全球客机需求量预测.....	23
图表 56: 波音公司预计 2039 年全球客机总数将达到 48400 架.....	24
图表 57: 盈利预测关键假设.....	25
图表 58: 主营业务分拆预测.....	25
图表 59: 宝钛股份可比公司估值.....	27

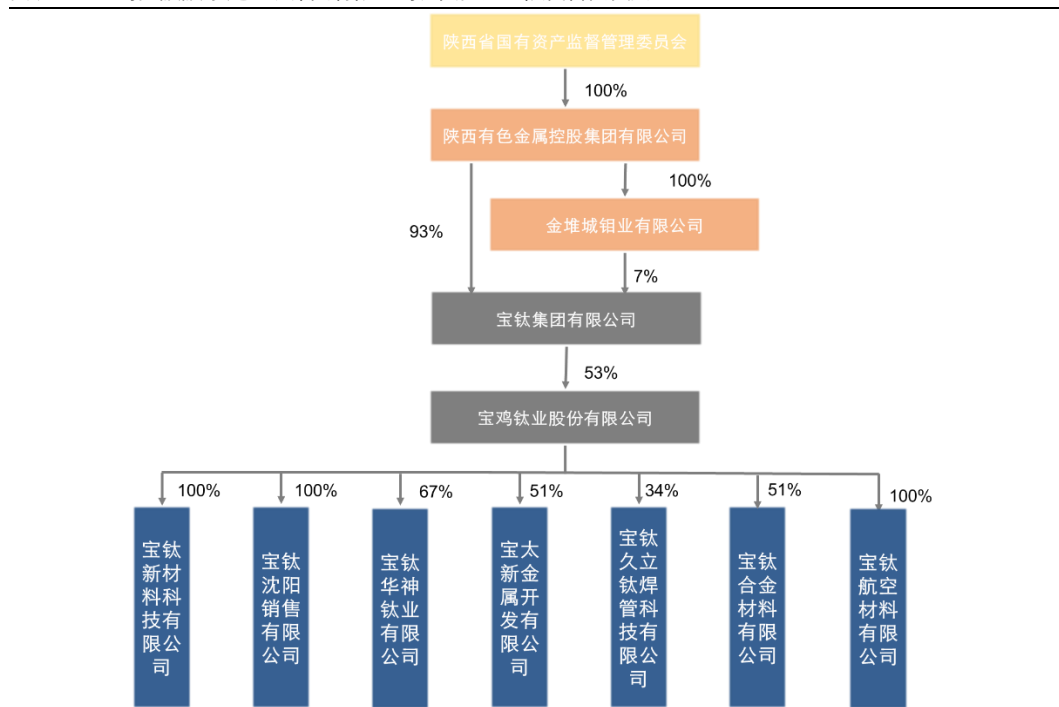
宝钛股份：军品订单加速释放，钛企龙头腾飞崛起

宝钛股份是中国钛材产能最大、产业链最完整的钛材加工领域绝对龙头企业，主要从事钛合金生产、加工和销售等业务，现拥有 30000 吨钛铸锭、20000 吨钛加工材以及 10000 吨海绵钛产能。公司产品种类多样包括板、带、箔、管、棒、线、锻件、铸件等，广泛应用于航空、航天、军工等高精尖领域和氯碱化工、电力、医药等国民经济重要领域，产量占全国总产量 40% 以上。

背靠宝钛集团，技术力量雄厚

技术力量雄厚，产品已获波音空客认证。公司控股股东是宝钛集团，实控人为陕西省国资委。宝钛集团前身为宝鸡有色金属加工厂，现已搭建了从钛矿开采冶炼到深加工再到设备制造的完整钛产业链，拥有钛材、锆材、装备制造、特种金属四大产业板块。背靠宝钛集团，公司依托雄厚研发积淀完成多项国家重大军工科技专项，国产大飞机 C919 以及中国新一代运输机均应用了公司钛材产品。国际市场方面，公司成功通过多家知名航空公司如波音、空客、罗罗的质量体系和产品认证，囊括了世界航空航天高端应用领域所有通行证，龙头地位显著。

图表 1：公司控股股东是宝钛集团有限公司，实控人为陕西省国资委



资料来源：《宝钛股份 2021 年半年度报告》，五矿证券研究所

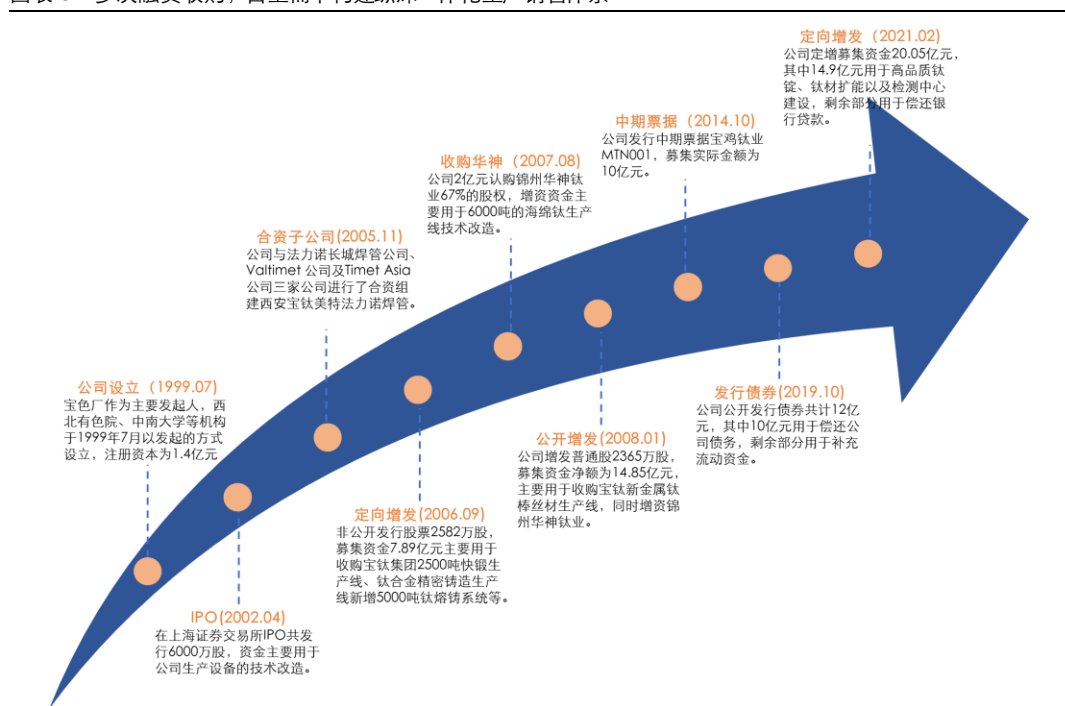
图表 2：公司重要子公司 2021H1 年营业情况（单位：万元）

重要控股公司联营企业	注册资本	持股比例	总资产	主营业务收入	净利润
宝钛华神钛业有限公司	20802	67%	81334	27643	6549
宝钛（沈阳）销售有限公司	200	100%	1353	2380	47
宝钛新金属开发有限公司	20000	51%	39153	52495	670
宝钛新材料科技有限公司	6732	100%	6295	5927	-33
宝钛久立钛焊管科技有限公司	4500	34%	7835	4829	-297
宝鸡宝钛合金材料有限公司	3000	51%	4269	4518	177
西安宝钛航空材料有限公司	199	100%	2873	1889	12

资料来源：《宝钛股份 2021 年半年度报告》，五矿证券研究所

多次融资收购，自上而下构建纵深一体化生产销售体系。成立以来，公司通过多次募资成立、收购了多家钛领域企业：资源端，宝钛华神是中国为数不多具备军工小颗粒海绵钛生产能力的优质海绵钛供应商。中下游端，公司拥有山西宝钛新金属开发、西安宝钛新材料、湖州宝钛久立钛焊管、宝钛合金材料、宝钛（沈阳）销售、宝钛航空材料等重要子公司，主营业务分别为钛材技术开发、钛材国际销售、钛焊管加工、钛铁合金生产，钛合金销售、钛材制造。纵深一体化生产销售体系保障了公司稳定经营。

图表 3：多次融资收购，自上而下构建纵深一体化生产销售体系



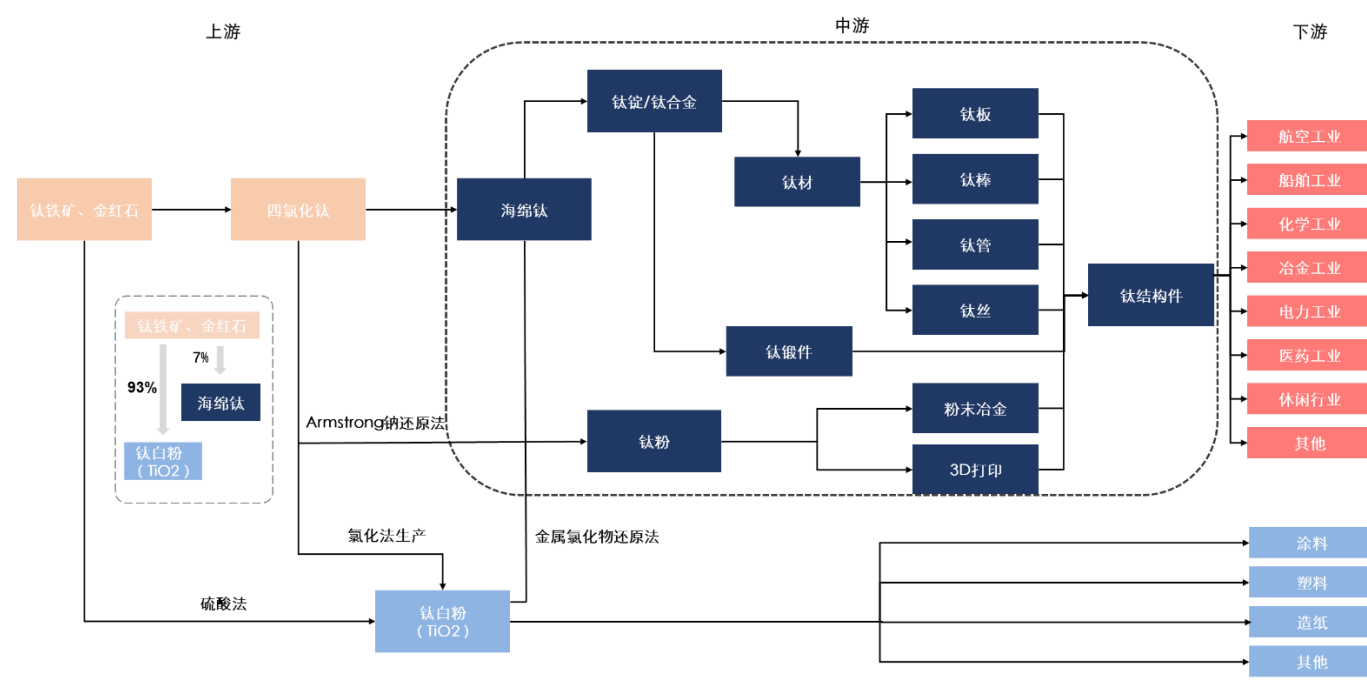
资料来源：宝钛股份公司公告，五矿证券研究所

先进生产系统助力公司突破产业壁垒

三大壁垒构筑产业护城河。公司主营业务是钛材生产加工，属于产业链中游端。虽然高熔点、高比强度以及良好的抗腐蚀能力使钛广泛应用于航空航天、石油化工、医疗生物等高端领域，但也使其生产加工工艺难度大大提高，尤其是应用于军工装备以及航空飞机的高端钛材需要反复塑性加工和精密铸造，如何确保产品质量的均一稳定在中国乃至全球都是一项难以攻克的技术挑战。目前全球仅有美国、俄罗斯、日本、中国、前独联体（乌克兰和哈萨克斯坦）等少数几个国家掌握了完整的钛材加工制造工艺。对于钛有色金属产业链来说，核心壁垒主要集中于高端钛材的研发能力和制造工艺，具体包括三大壁垒：

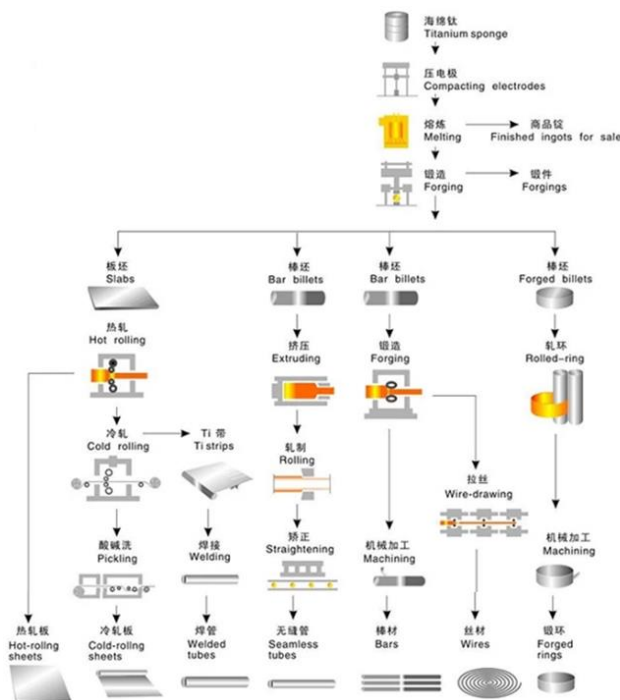
- **资金设备壁垒：**用于熔铸、铸造的真空自耗电弧炉（VAR）、电子束冷床炉（EB）、精锻机等一系列先进生产设备价格昂贵，且军品业务特性决定了公司收入回款周期较长，军工产品从最初设计定型到最终批量生产通常需要 5—10 年的时间，对公司流动资金要求较高。
- **研发技术壁垒：**军品加工企业通常采用“以销定产”的生产模式，在订单量大、加工时间短的客观条件下，需要保质保量完成订单。对于钛材制造来说，从生产原料海绵钛到高端钛材产品，工艺流程长且要求严格。无论是第一步的合金铸锭，还是后续反复的塑性加工、精密铸造，每一步都需要严格控制。除公司外，中国仅有西部超导、西部材料、金天钛业少数几家钛企具备军品钛材制造能力。
- **资质壁垒：**从事军品的企业需要取得相关军工资质方能开展业务，军工企业对供应商的选择极为严格，需要实施严格的供应商认证程序，从产品质量、成本、供货量保障能力、交货期、批次稳定性等多个方面对其进行评价审核，只有通过认证的供应商才能进入合格供应商名录，认证周期较长，难度较大。

图表 4：公司主营业务为高端钛材生产加工，属于产业链中核心环节



资料来源：宝钛股份公司公告，五矿证券研究所

图表 5：军品钛材加工工艺流程长且难度大



资料来源：《2008年宝钛增发意见书》，五矿证券研究所

十大生产系统助力公司突破层层壁垒。公司自上市以来不断围绕主导产品钛及钛合金加工材完善升级生产线，相继从美国、日本、德国等十五个国家引进了 2400KW 电子束冷床炉、15 吨/10 吨真空自耗电弧炉、万吨自由锻压机、2500 吨快锻机、高速棒丝生产线、钛带生产线（MB22-TI型二十辊冷轧机）、3.3米宽厚板生产线等先进装备，先后建立了“海绵钛、熔铸、锻造、板材、带材、无缝管、焊管、棒丝材、铸造、原料处理”十大生产系统，目前已成为中国钛材加工领域绝对龙头，并助力中国成为世界上继美国、日本、俄罗斯第四个拥有从钛矿开采冶炼到设备制造完整钛产业链的国家。

图表 6：十大生产系统造就公司钛企龙头地位



资料来源：宝钛股份公司官网，五矿证券研究所

图表 7：公司 2400KW 电子束冷床炉



资料来源：宝钛集团公司官网，五矿证券研究所

图表 8：公司十大生产系统概述

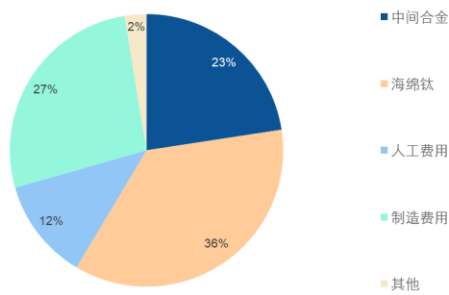
生产系统	生产装备及产能情况
海绵钛系统	海绵钛年产能达 10000 吨，海绵锆 500 吨，公司通过了多项相关体系认证，掌握了低氧低氮海绵钛生产技术，产品质量稳定、可靠，海绵钛一级品率达到 90%以上。
熔铸系统	拥有从德国引进的 8000 吨、7000 吨、3000 吨油压机及大型混布料系统，以 15 吨、10 吨真空自耗电弧炉、2400KW 电子束冷床炉设备为主体，可生产多种牌号圆锭、扁锭。
锻造系统	配备由德国引进的 1 万吨和 2500 吨快锻机、国产 3150 吨水压机、CNC 轧环机、奥地利 SXP-13 精锻机。成功开发了 TC4DT、TB6 等大规格高标准钛合金棒材。
板材系统	主体装备为德国引进的 3.3 米宽板轧机、日本引进的 1200mm 型四辊可逆式热、冷轧机，及自动平面磨床、砂光机、水切割机辅助设备等。板材年产能达到 5000 吨。
带材系统	总投资 7.33 亿元建立的带材生产系统，主体设备引进森德威 MB22-II 型二十辊冷轧机、安德里兹连续式带材酸洗线、美国 SOLAR 真空退火炉等设备，年产能 10000 吨。
无缝管系统	主体装备包括从德国进口的 3150 吨高速挤压机、1000 吨穿孔机、LDH75 型高速轧管机、日本进口大型真空退火炉 200 多台。年产能管材 2500 吨，复合棒 1000 吨。
焊管系统	全自动钛焊管生产线采用法国非熔化极钨极氩弧焊管技术，单枪焊接速度可达 8m/min。焊接管外径 10~40mm，壁厚 0.3~2.1mm。
棒丝材系统	拥有德国引进的 S100、S60 剥皮机、磨光抛光机、高精度磨床、精密型材冷轧机、国产倒立式和直线式拉丝机等设备。钛棒丝材年产能 2000 吨、钢材 30 万吨。
铸造系统	拥有 25Kg、150Kg、500Kg 真空凝壳炉、大型石墨除气炉、CNC 加工中心、射蜡机等设备。铸件年生产能力 250 吨以上。
原料处理系统	拥有钛及钛合金返回料处理和铸锭、坯料专业加工系统，刨、铣、锯切等国内外设备。已形成钛合金返回料年处理能力 5000 吨、铸锭机加 25000 吨和板坯刨铣 7000 吨，

资料来源：宝钛股份公司官网，五矿证券研究所

全产业链布局确保海绵钛质量稳定一致。对于军品钛企，海绵钛质量的稳定尤为重要。只有确保海绵钛中各元素在指定范围内稳定波动，下游钛材加工企业才能在钛锭生产端进行合理工艺把控。作为钛材生产重要原料，海绵钛占总生产成本比例约为 36%，其价格波动与公司毛利率紧密相关。

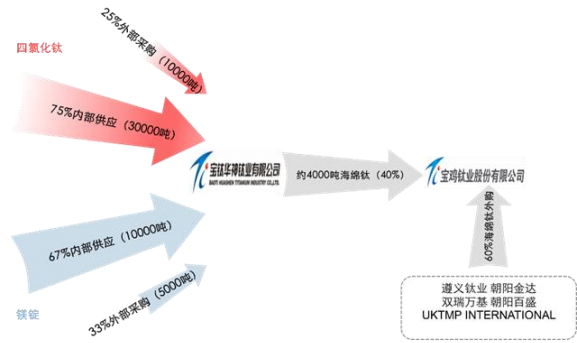
公司控股子公司宝钛华神是国内技术先进的海绵钛冶炼企业，也是国内为数不多能够实现军工小颗粒（2mm—12.7mm）海绵钛稳定供应的生产商，现具备 10000 吨/年的海绵钛产能。2020 年 4 月宝钛华神 12000 吨海绵钛生产线正式开工建设，项目达产后，可形成 22000 吨/年的海绵钛总产能，从而进一步保证公司原料的供应。目前宝钛股份近 40%的海绵钛由宝钛华神内部供应，其余海绵钛主要从遵义钛业、双瑞万基、朝阳金达、朝阳百盛等国内海绵钛生产企业以及哈萨克斯坦的 UKTMP INTERNATIONAL 外部采购。

图表 9：海绵钛原料成本占钛材总生产成本比例约 36%（2018 年）



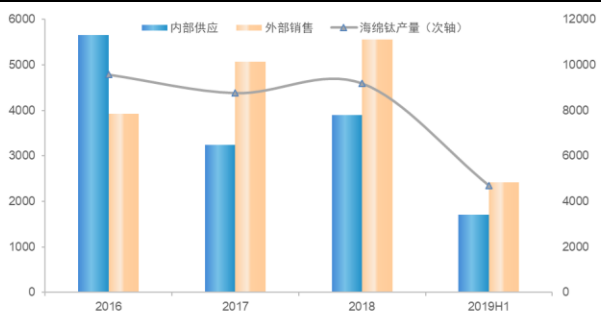
资料来源：西部超导科创板招股说明书，五矿证券研究所

图表 10：公司生产所需 40%海绵钛由宝钛华神内部供应



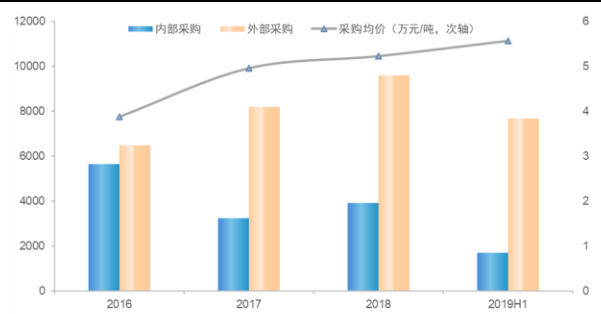
资料来源：《宝钛 2019 年公开发行公司债券募集说明书》，五矿证券研究所

图表 11：近年海绵钛外部采购与内部供应情况（单位：吨）



资料来源：《宝钛 2019 年公开发行公司债券募集说明书》，五矿证券研究所

图表 12：公司近年海绵钛采购情况（单位：吨）



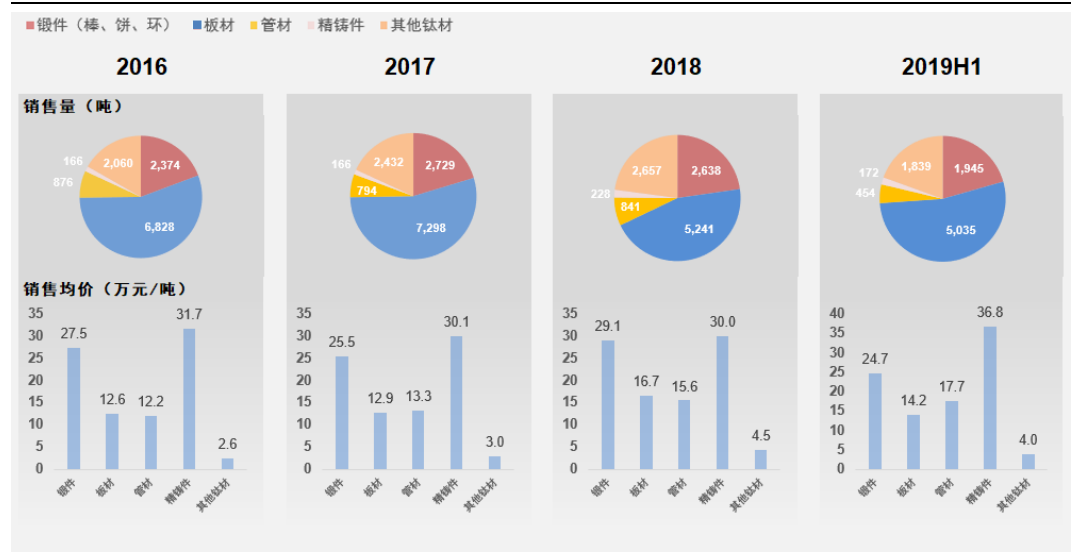
资料来源：《宝钛 2019 年公开发行公司债券募集说明书》，五矿证券研究所

图表 13：2021 年 1-6 月中国海绵钛总产量为 68137 吨，同比增长 44%

公司名称	2020 年产能（已投产）	2021 年 1-6 月产量
遵义钛业	18000	6000+
双瑞万基	30000	6000+
朝阳金达	10000	6000+
朝阳百盛	23000	5000+
宝钛华神	10000	-
中信集团	5000	-
鞍山海量	8000	-
攀钢钛业	25000	12000+
云南新立	10000	-
盛丰钛业	3000	-
新疆湘晟	15000	5000+
合计	157000	68137

资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 14：公司钛材产品中板材销量最高，精铸件售价最高，通常为 30 万元/吨以上



资料来源：《宝钛 2019 年公开发行公司债券募集说明书》，五矿证券研究所

图表 15：公司钛材产品种类多样涵盖民用、军品、外贸三大市场

三大市场	应用领域	公司产品
军品市场	航空航天	飞船船舱骨架、燃料舱、飞机发动机叶片、起落架、防护板等
	海洋舰船	水翼、行进器、潜水器、深海空间站、贮氢容器等
	石油化工	炼油生产的冷凝器、换热管、氯碱制造的钛阳极、电解槽等
民品市场	冶金制造	湿法冶金中的管道、泵、阀和加热盘等
	建筑行业	建筑物的屋顶、外壁、装饰物、标牌、栏杆、管道等
	医疗生物	人工关节、人工植牙、心脏起搏器、心血管支架、手术机械等
	生活休闲	汽车配件、体育器械、眼镜架、手表、厨具、高尔夫球杆等
	波音/空客	飞机零部件、钛薄板
外贸市场		

资料来源：宝钛股份公司官网，五矿证券研究所

以史为鉴：量增到质升，军工现代化引领产业结构优化

新一轮洗牌期来临，军工加速现代化引领产业优化

中国钛产业面临新一轮洗牌期，产业高端化趋势明晰。中国钛产业从 2000 年初产能不足、量价双低，到 2004 年产能扩张、低端产能过剩，再到 2016 年过剩产能出清，至今经历了起伏风雨二十年。我们认为，在“十四五”期间国产武器装备加速更新换代，军队实战演练全面推进，疫情成功防控全国开工率持续回暖大背景下，中国钛产业将迎来新一轮发展机遇，钛材供给侧正处于由“量增”向“质升”转变的关键阶段：一方面新式国产武器装备加速批量列装，军品钛材作为主流军工新材料，需求持续旺盛；另一方面因新冠疫情停工停产的化工项目于 2021 年集中投产，民品钛材需求将出现补偿性增长。我们预计，中国军工装备加速现代化将引领钛产业未来 5-8 年迎来高速需求增长期，同时供需结构持续优化，行业供给集中度将显著提升，高端产能逐步释放。

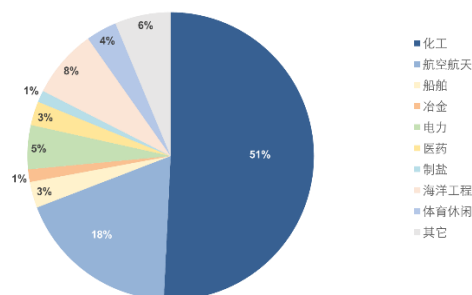
- **量价双低期（2000年-2003年）**：21世纪初期，中国经济快速发展，优异的性能令钛受到航空航天、石油化工领域的青睐，但由于技术和生产设备的限制，中国海绵钛产能相对较低。2003年中国的海绵钛产能仅为4000吨，价格区间维持在每吨5万元/吨-6万元/吨。
- **急剧扩张期（2004年-2006年）**：全球经济强劲复苏，中国经济消费结构升级换代，大量基础设施建设带动了石化工业的快速发展，导致中国海绵钛供需缺口逐渐加大。海绵钛价格应声上涨，最高上涨至30万元/吨。这也导致了大批海绵钛生产厂商扩产扩能，2006年底海绵钛总产能已达3万吨。
- **严冬期（2007年-2015年）**：前期过热投资导致需求增速远不及产能，市场供过于求，海绵钛价格大幅跳水，2009年8月探底4.5万元/吨。此后在四万亿政策刺激下，价格虽短暂回暖至12万元/吨，但因有效需求不足，最终再次回落至低位。此间八年是中国钛产业的“严冬期”——高产能、低需求、微利润。
- **产能出清期（2016年-2019年）**：2016年起，在供给侧改革指引下，落后产能逐步关停淘汰，产业集中度持续提高。2019年起，中国军工装备现代化建设正式进入加速期，航空航天、军工装备等高端领域用钛大幅提升，产业结构从过去的中低端逐步向高端转移。同时受到环保风暴的影响，原料成本的上升助力海绵钛价格反弹，2019年底价格回升至8.1万元/吨。
- **新一轮洗牌期（2020年-）**：2019年价格高涨幅吸引了国内大批钛企扩产扩能，2020年中国海绵钛总产能已达17.7万吨，产量达12.3万吨。2020年受疫情冲击，化工民品钛材需求下滑严重，海绵钛价格跳水至5.2万元/吨，几乎贴近于成本线。我们认为，短期来看，海绵钛过剩产能处于缓慢消化阶段，其价格将受到一定压制；中长期来看，化工钛材需求逐步恢复，军品钛材放量趋势明晰，需求结构进一步优化，军品小颗粒海绵钛供给偏紧有望助力价格触底反弹，预计未来2-3年，海绵钛的价格中枢将有望突破7.5万元/吨。

图表 16：中国钛产业将迎来新一轮发展机遇，目前正处于由“量增”向“质升”转变的关键阶段



资料来源：中国有色金属工业协会钛钨分会，五矿证券研究所

图表 18: 中国 51%钛材消费集中于化工领域 (2020)



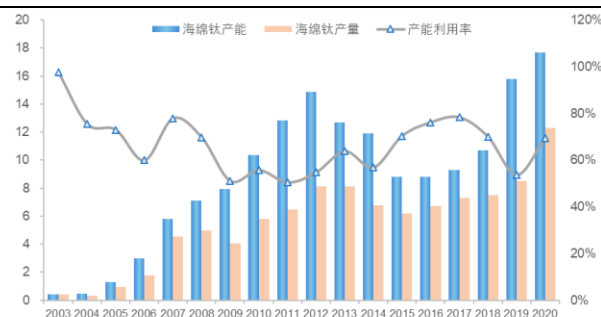
资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钨分会，五矿证券研究所

2003-2020年中国钛材消费结构变化 (吨)

Legend:

- 其它
- 体育休闲
- 海洋工程
- 制盐
- 医药
- 电力
- 冶金
- 船舶
- 航空航天
- 化工

图表 21: 2020 年中国海绵钛总产能达 17.7 万吨 (单位: 万吨)

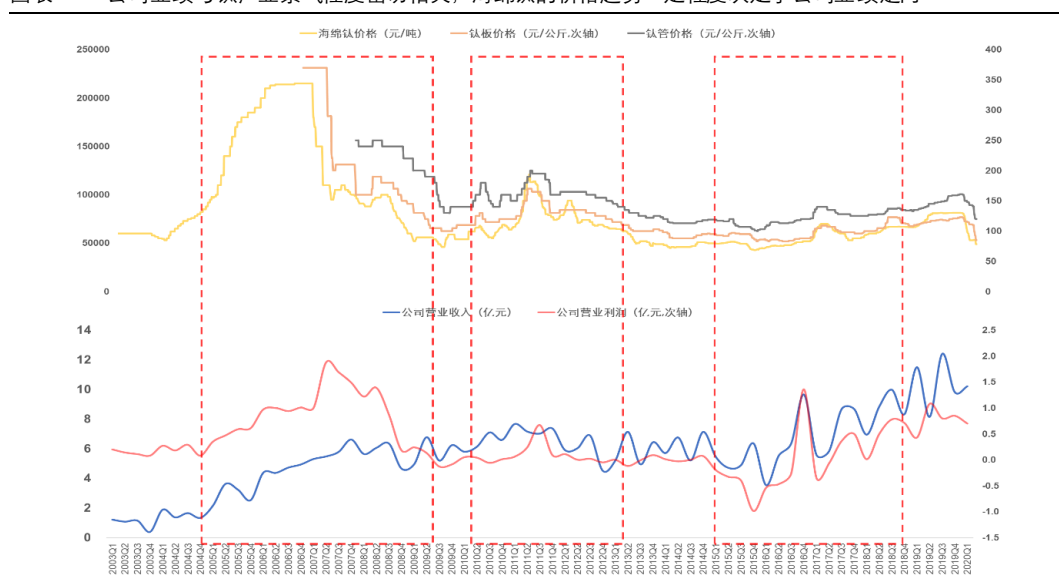


资料来源：中国有色金属工业协会钛锆铅分会，五矿证券研究所

经营业绩与传统行业脱钩，逐步接轨军工行业

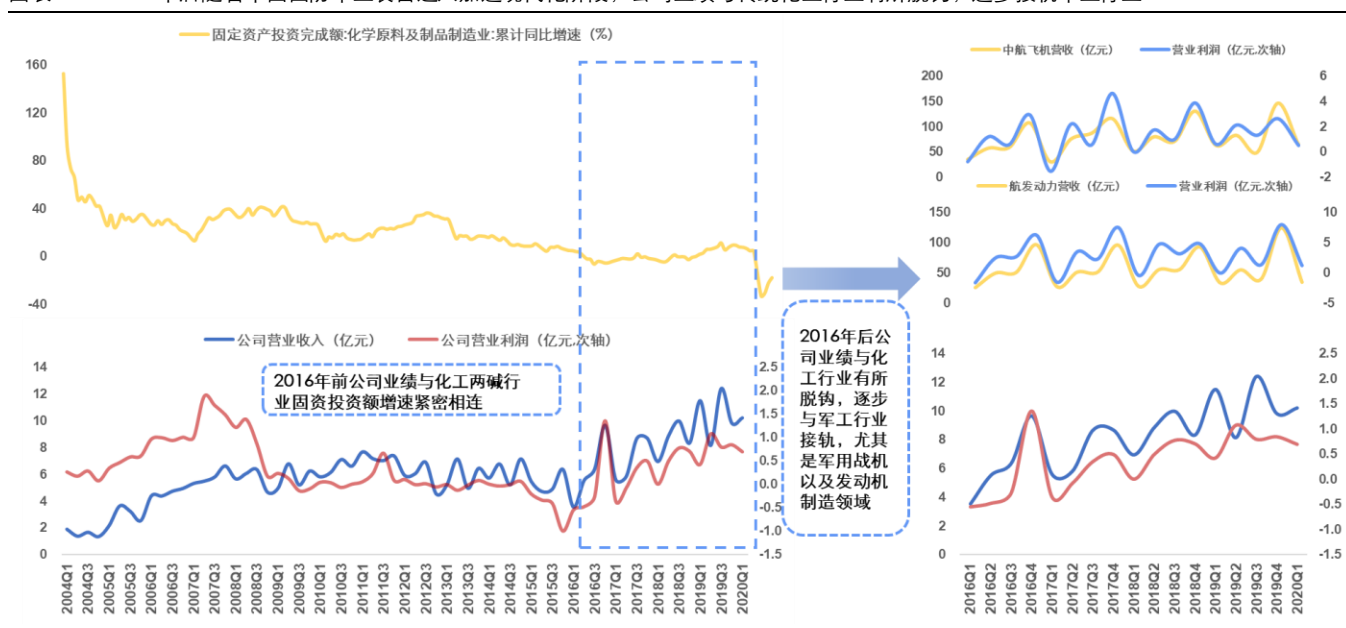
公司业绩与传统行业脱钩，逐步接轨军工行业。作为中国高端钛材制造龙头企业，公司发展与中国钛产业景气程度密切相关。2019年起随着国家“技术层面和经济层面”双重夯实，中国迈入军工现代化加速阶段。国产新型四代战机进入逐步量产阶段，带动上游军品钛材需求大幅增长。受益于行业高景气周期以及产品结构优化，2021年上半年公司实现营业收入28.4亿元，同比增长39.4%。归母净利润为2.8亿元，同比大幅增加95.6%。我们认为，2016年前中国钛材需求主要集中于中低端石油化工领域，公司业绩与化工两碱固定资产投资完成额的同比增速正向相关。2019年后随着中国国防军工装备进入加速现代化阶段，航空航天、船舶制造等高端领域用钛量不断提升。公司业绩与传统化工行业有所脱钩，逐步接轨军工行业，重点聚焦于航空、航天、航发三大领域。

图表 22：公司业绩与钛产业景气程度密切相关，海绵钛的价格趋势一定程度决定了公司业绩走向



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会，亚洲金属网，Wind，五矿证券研究所

图表 23：2019年后随着中国国防军工装备进入加速现代化阶段，公司业绩与传统化工行业有所脱钩，逐步接轨军工行业



资料来源：Wind，公司公告，五矿证券研究所

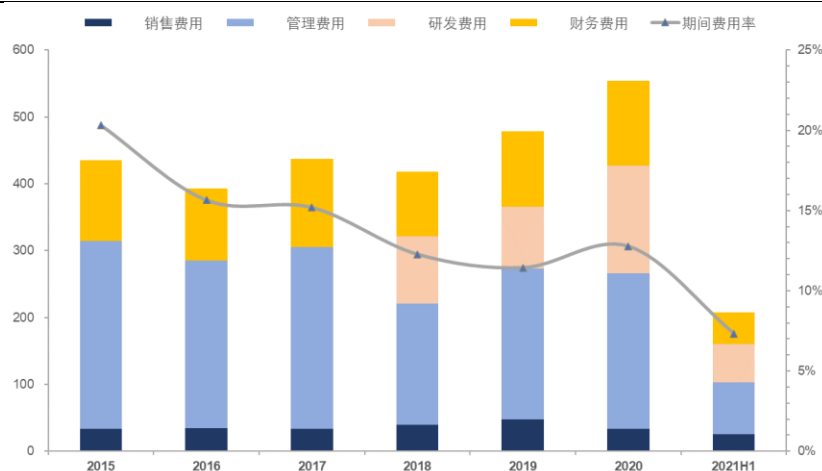
脚踏实地：大力推进机制改革，经营业绩稳步增长

大力推进机制改革，产品结构持续优化

大力推进体制机制改革，深耕行业技术研发。过去几年公司按照“做精军品、做活民品、做大外贸”的发展思路，公司大力推进体制机制改革，提高发展质量和效率。2021年H1公司期间费用率显著下降，2021年上半年公司管理效率进一步提升，销售、财务、管理、研发四大费用率均同比下降0.23pct、2.04pct、0.68pct、0.74pct，整体期间费用率由10.99%下降至7.31%，经营管理效益明显改善。

产品结构持续优化，高端钛材为利润贡献核心。随着十四五规划对国防建设明确指出“全面加强练兵备战；促进国防实力和经济实力同步提升”的要求，高端武器装备加速列装，军品订单持续放量。顺军工发展高景气周期，2021年在化工行业复苏、军工装备加速更新换代的情况下，公司钛产品销售延续2020年的旺盛态势，上半年产量和销量分别为12280吨、11712吨，同比分别增长37%和31%，其中钛材产品销量达9094吨。受益于军品订单加速释放，高端产品结构优化，经营指标稳步增长。上半年公司总营业收入达28.4亿元，同比增长39.4%，归母净利润为2.78亿元，同比增长95.6%，实现扣非净利润2.54亿元，同比增长93.6%。其中钛产品业务营收22.2亿元，总营收占比为78%，单业务毛利率为25.3%，同比上升0.76pct。

图表 24：大力推进体制机制改革下，公司期间费用率稳步下降（单位：百万元）



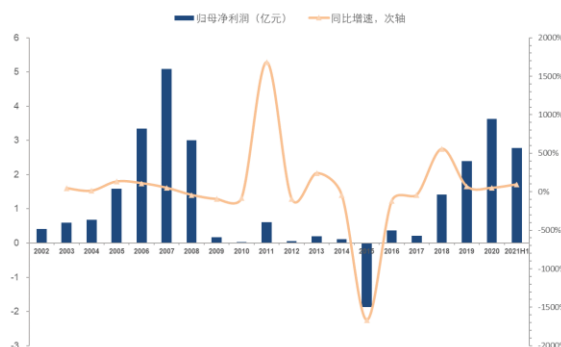
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 25：2021 年 H1 公司实现营业收入 28.4 亿元，同比增长 39.4%



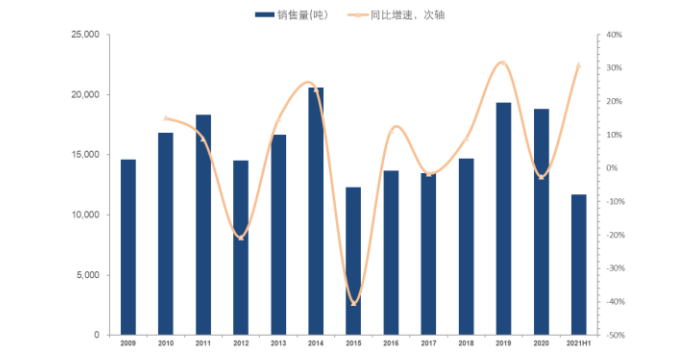
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 26：2021 年 H1 公司归母净利润达 2.78 亿元，同比增长 95.6%



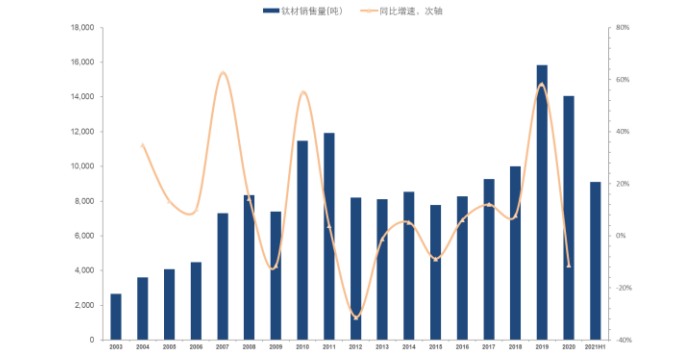
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 27：2021 年 H1 公司钛产品销量同比增长 31%至 11712 吨



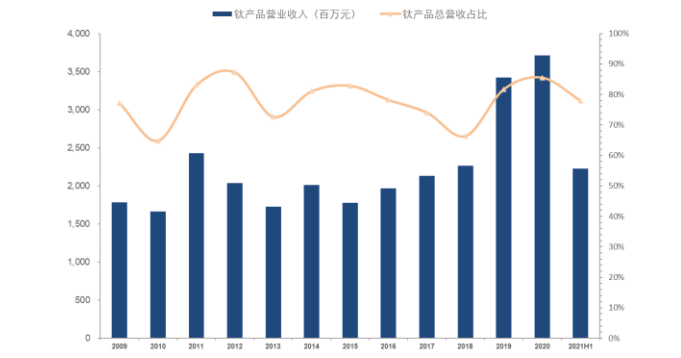
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 28：2021 年公司军品订单加速释放，高端产品结构优化



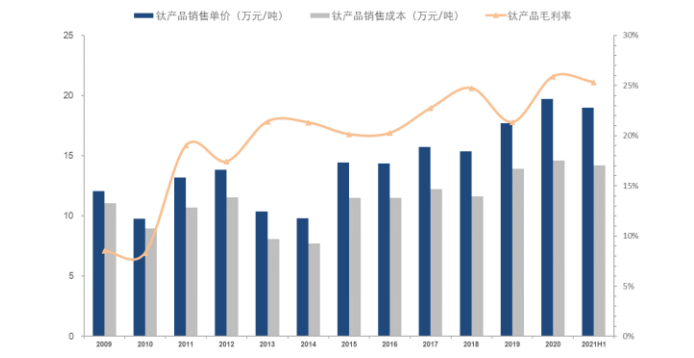
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 29：2021 年 H1 钛产品营业收入 22.2 亿元，总营收占比 78%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 30：2021 年 H1 钛产品业务毛利率为 25.3%

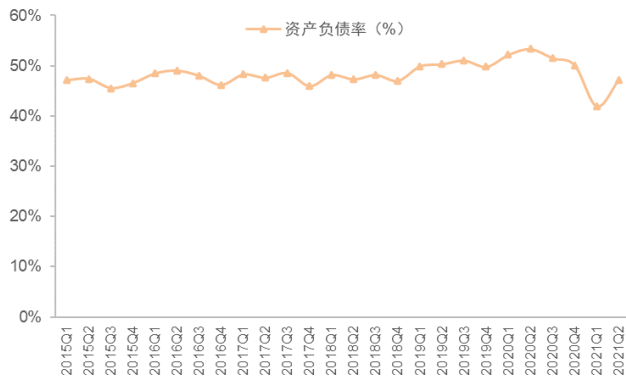


资料来源：Wind，五矿证券研究所

资本结构优化，财务杠杆回归稳健

募资助力资本结构逐步优化，新增产能为未来高速发展奠定坚实基础。2021 年 2 月公司以 42.20 元/股的发行价格，向新华资产、阳光资产、中国华融资产、富国基金等 13 家机构发行 A 股，募集资金不超过 20.05 亿元，其中约 15 亿元用于投建高品质钛锭和管材生产线、宇航级板材等项目建设，5.05 亿元用于补充流动资金和偿还银行借款。项目达产后，公司将新增钛及钛合金锭总产能 10000 吨/年、钛合金管材 290 吨/年、型材 100 吨/年、板材产能 1500 吨/年、带材 5000 吨/年、箔材产能 500 吨/年。我们认为，募投项目有望通过对现有设备填平补齐，解决公司高端产能不足的发展瓶颈，助力推动高端产品转型升级，进一步打开未来成长空间。同时，偿还银行借款、补充流动资金有助于公司降低负债规模，优化资本结构，抗风险能力稳步提升。

图表 31：公司近年资产负债率基本维持在 50%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 32：2021 年 H1 公司流动负债相对稳定（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 33：2021 年 2 月公司非公开发行募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目名称	项目总投资	拟使用募集资金
1	高品质钛锭管材、型材生产线建设项目	5.12	5.1
2	宇航级宽幅钛合金板材、带箔材项目	7.79	7.7
3	检测、检验中心及科研中试项目	2.14	2.1
4	补充流动资金	5.15	5.15
合计		20.21	20.05

资料来源：《2020 年宝钛股份非公开发行 A 股股票预案》，五矿证券研究所

图表 34：公司重大在建工程进度

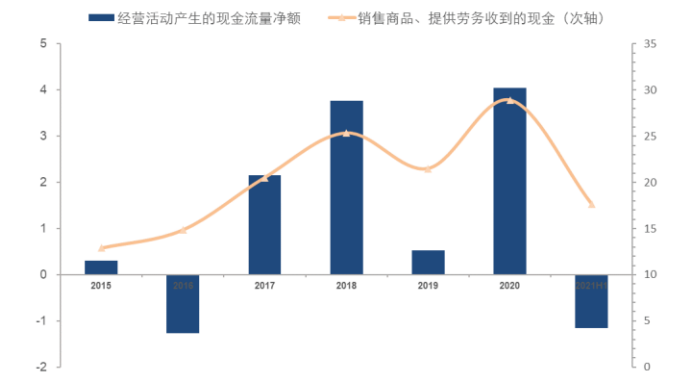
项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度 (%)
钛及钛合金熔铸扩能项目	2.1	91	100
工业园动力配套项目	2.6	101	99
高性能钛及钛合金板材升级改造项目	0.8	44	100
1200kg真空自耗凝壳炉项目	0.3	78	81
年产12000吨海绵钛及3000吨四氯化钛生产线	2.4	60	60
钛及钛合金酸洗生产线改造项目	0.3	51	88
宇航级宽幅钛合金板材带箔材建设项目	7.7	21	30
高品质钛锭、管材、型材生产线建设项目	5.1	30	40
检测、检验中心及科研中试平台建设项目	2.1	8	20

资料来源：《宝钛股份 2021 年半年度报告》，五矿证券研究所

业务特性决定应收账款高企，盈利改善经营性现金流回升

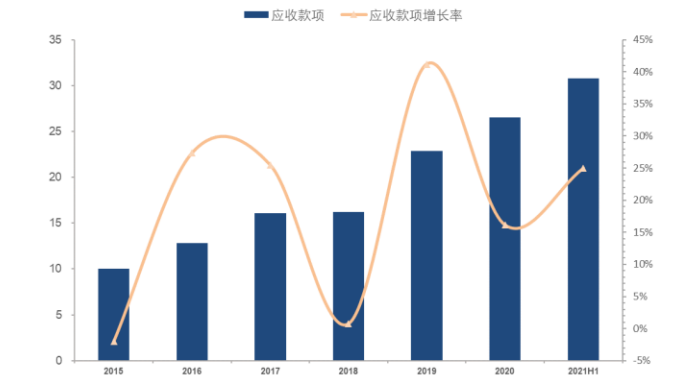
业务特性决定应收账款高企，盈利改善经营性现金流回升。公司高端钛合金产品订单主要来自于军用航空领域，军品材料研发认证周期长，导致销售收入回款慢且通常集中在每年 12 月份。应收账款高企，一定程度反映出军品钛材销售投产情况良好。2021 年受益于十四五国防政策催化，公司军品订单放量。上半年应收款项（包含应收票据及账款）为 30.8 亿元，同比增长 25%。预付账款为 2.5 亿元，同比增长 70%。经营性现金流净额虽然有所降低，但考虑到军品回款时点集中于 12 月，预计年底公司现金流将明显回升。我们认为，未来 5 年顺应军工产业高景气之势，军品订单将持续放量。且公司下游客户多以大型央企为主，坏账风险较小，预付账款高企侧面反映出在手订单较为充足，未来业绩潜力十足。

图表 35：2021 年 H1 经营活动现金流净额降至-1.15 亿元（单位：亿元）



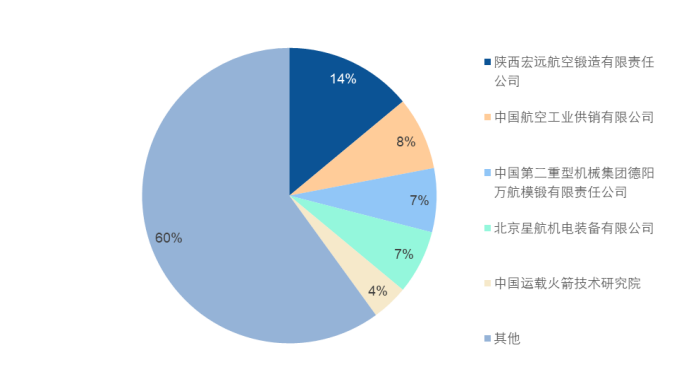
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 36：2021 年 H1 应收款项同比增长 25%至 30.8 亿元（单位：亿元）



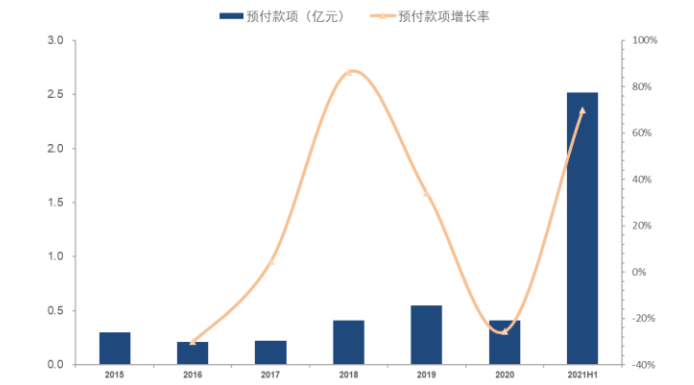
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 37：公司应收账款欠款方多以大型央企为主，坏账风险较小



资料来源：《宝钛股份 2021 年半年度报告》，五矿证券研究所

图表 38：2021 年 H1 公司预付款项为 2.5 亿元（单位：亿元）

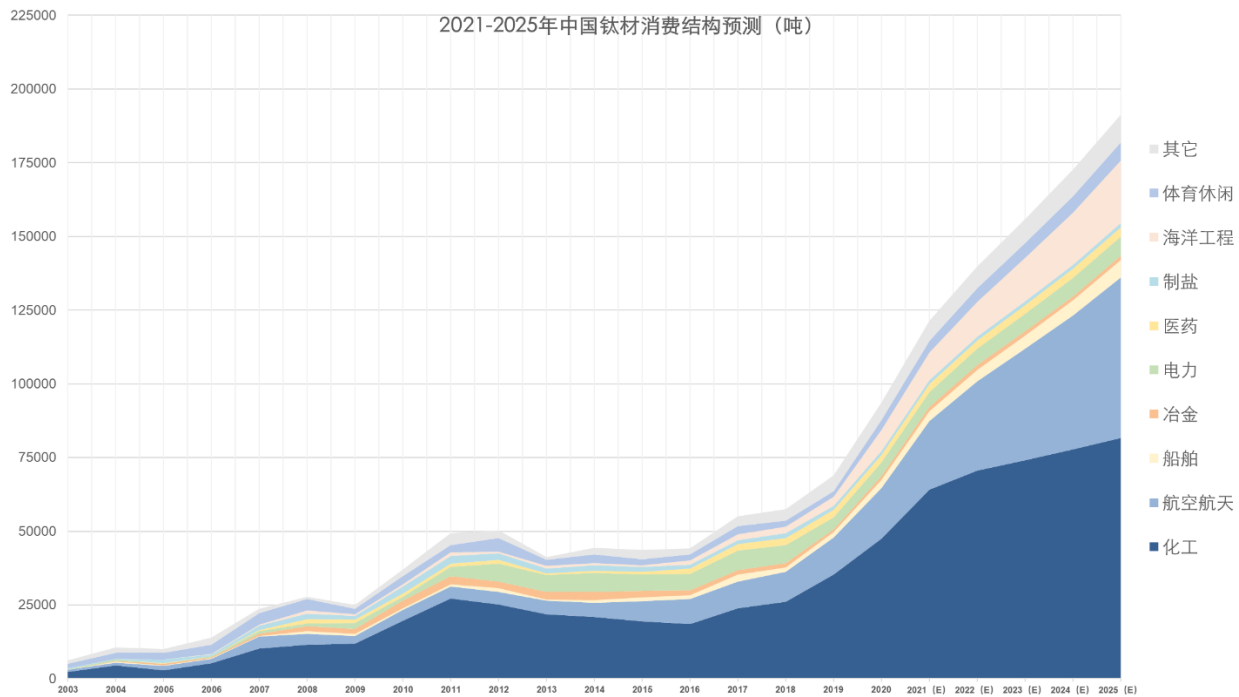


资料来源：Wind，五矿证券研究所

放眼未来：军备更新换代释放钛材活力，公司业绩前景光明

我们认为，2020 年—2025 年间军品钛材（主要包括航空航天和船舶制造）将成为中国钛材消费市场的“核心发动机”，预计未来五年航空航天用钛将以 CAGR26% 加速增长，2025 年中国航空航天用钛将达到 5.4 万吨。公司作为国内具备完整生产军工钛材资质的龙头钛材供应商（宝钛股份、西部超导、西部材料等），有望充分受益于军工高景气周期，未来业绩值得期待。

图表 39：2025 年中国钛材总消费量预计将达到 19 万吨，其中航空航天用钛将达 5.4 万吨



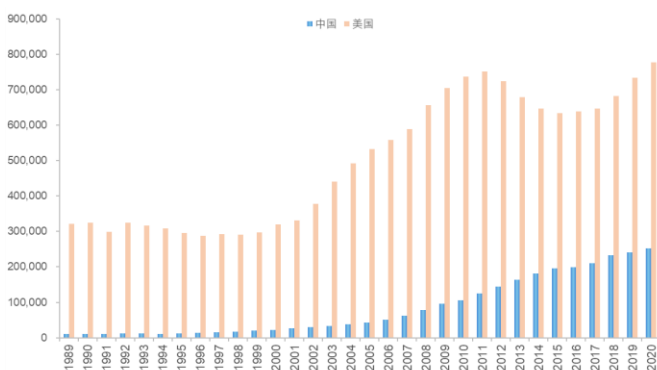
资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会，五矿证券研究所预测

军品钛材：军工订单加速释放，公司有望充分受益

2021 年是中国十四五规划的初始之年，国产军工装备正处于加速现代化关键阶段，大国博弈的加剧更令关键装备、关键材料的自主可控迫在眉睫。我们认为，全球疫情的爆发不会显著拖累中国军工订单加速释放，军品钛材未来将持续迎来量价齐升的黄金战略机遇期。主要基于以下三点逻辑：

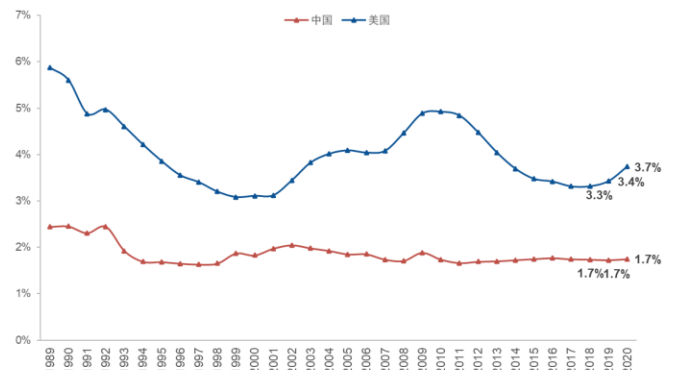
- **国家经济实力雄厚，国防支出稳步增长。**自 1999 年“995”工程立项以来，经过 20 年的发展，中国已经发展蜕变为世界第二经济体，国家经济实力雄厚。2020 年全年国内生产总值达到 102 万亿元。国防支出随之稳步增长至 1.27 万亿元，近二十年的 CAGR 达 12.8%。我们预计，中美关系日益紧张势必会加大周边局势的不确定性，未来五年中国国防预算支出或迎来补偿性增长。

图表 40：2020 年中国军费支出不足美国 1/3（单位：百万美元）



资料来源：SIPRI 斯德哥尔摩国际和平研究所，五矿证券研究所

图表 41：中国军费占 GDP 比重近年维持在 1.7%，与美国相比差距较大



资料来源：SIPRI 斯德哥尔摩国际和平研究所，五矿证券研究所

- **多年技术积淀迎来重大突破，新型武器装备加速列装。**经历多年技术积淀，中国高端武器生产技术迎来重大突破。以航空发动机为例，中国第四代战斗机歼-20自2017年入役迟迟未量产的主要原因是战机严重依赖于俄罗斯进口的AL-31第三代大推力发动机，缺少与之匹配的国产航空发动机。大型运输机运-20最初的发动机也是从乌克兰进口的D30型涡扇发动机。如今中国已经成功研发出可以完美适配歼-20的WS-10C（太行）发动机以及运-20的WS-18发动机，消除军用战机量产的最大障碍。我们预计，国产新型四代战机数量未来五年有望迎来加速放量。除此之外，新型直升机直-20，055型万吨级驱逐舰、导弹等其他新式装备也会加速列装。

图表 42：中国国产第四代战机歼-20 研发历程



资料来源：中国航空新闻网，五矿证券研究所

图表 43：中国国产航空发动机推重比统计



资料来源：航空制造网，五矿证券研究所

图表 44：中国国产大型运输机运-20



资料来源：中国航空新闻网，五矿证券研究所

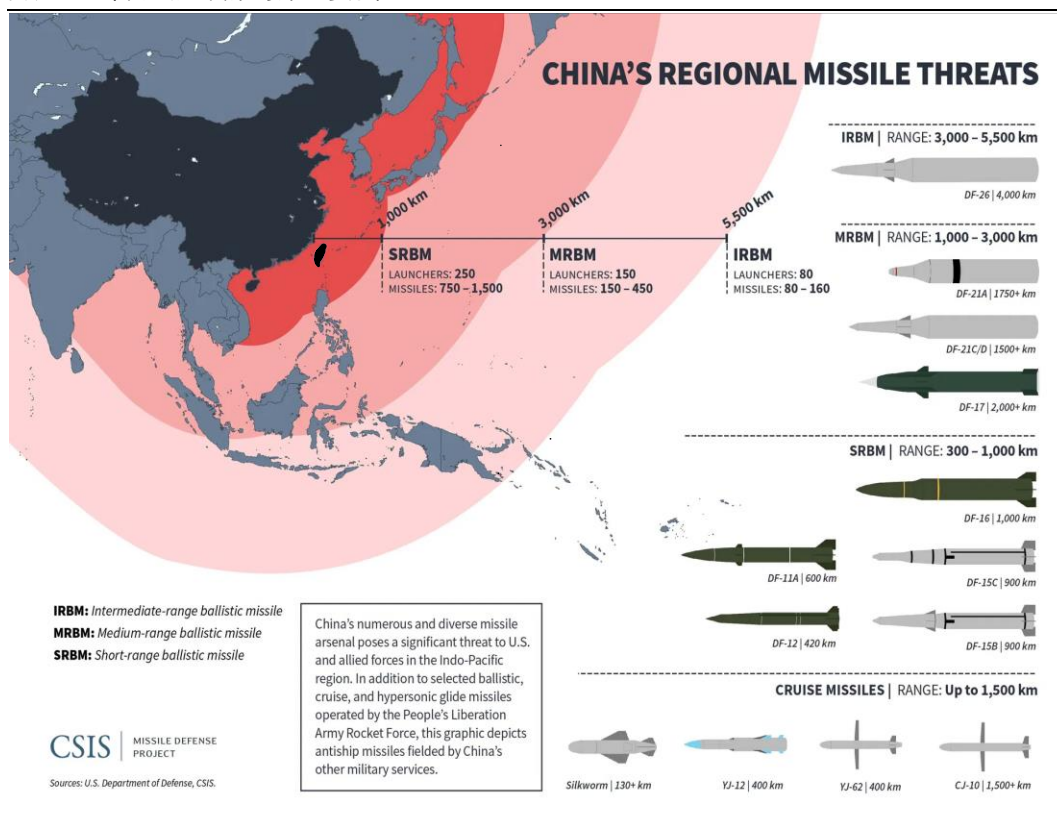
图表 45：中国国产直-20 战术通用直升机



资料来源：中国航空新闻网，五矿证券研究所

- **实战化练兵频次提升，导弹发动机消耗提速。**中国十四五规划明确指出国防政策方针从“强军目标稳步推进”转变为“全面练兵备战”。2020 年之前，由于中国重点型号装备大多处于研制定型阶段，多数先进装备为小批量试生产。2020 年起随着国际形势恶化，大国博弈加剧，国家逐步重视备战能力建设，不断提升实战化练兵频次。导弹，发动机作为高端战术性装备，未来五年消耗速度将显著加快。

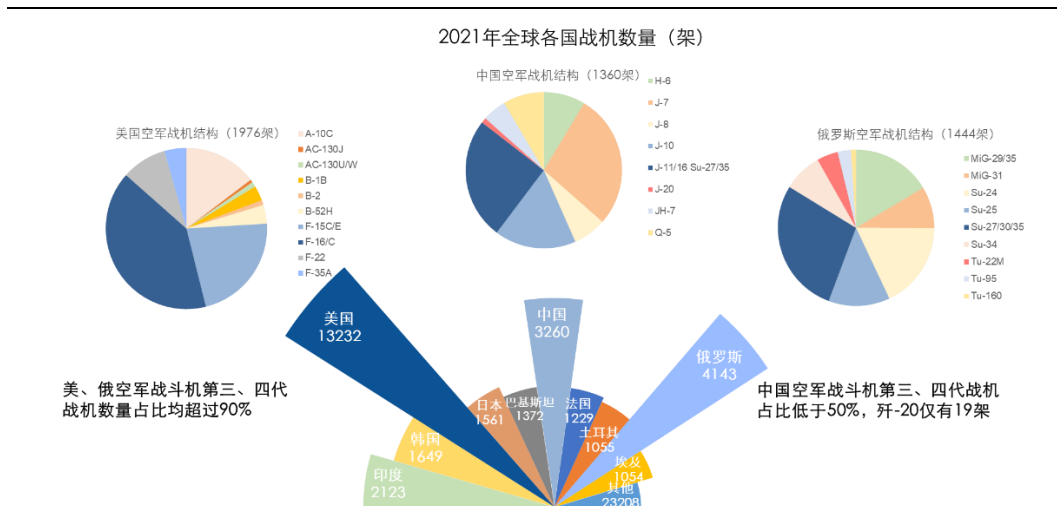
图表 46：中国重点战略性导弹型号统计



资料来源：Missilethreat，五矿证券研究所

我们认为，国产军工装备的加速现代化势必带来军用战机的更新换代。目前中国空军力量与美国、俄罗斯都相距甚远。根据《World air force 2021》数据，2021 年全球活跃军用飞机数为 53563 架，较 2019 年 53890 架小幅下降。美国、俄罗斯、中国位列前三，分别拥有 13232 架、4143 架、3260 架。从空军战斗机组成来看，美国、俄罗斯空军战斗机第三、四代战机数量占比均超过了 90%，而中国占比不足 50%，第四代战机歼-20 仅有 19 架，战力差距悬殊。同时军用战机结构不均衡也是中国亟待解决的问题，中国运输机仅有 264 架，特殊机型严重缺失，不利于未来海陆空多兵种的联合作战。我们预计未来五年中国军用战机更新换代将释放 2.9 万吨的军品钛材需求。

图表 47：中国的战斗机数量以及技术型号与美国俄罗斯差距显著，第三、四代战机比例不足 50%



资料来源：《Flight Global》，五矿证券研究所

图表 48：与美、俄相比，中国军用战机结构失衡，运输机、武装直升机等特殊机型严重缺失（单位：架）

机型	中国	美国	俄罗斯
战斗机	1571	2717	1531
运输机	264	941	429
武装直升机	902	5434	1540
特殊任务机	115	749	130
加油机	3	625	19
教练机	405	2766	494
合计	3260	13232	4143

资料来源：《Flight Global》，五矿证券研究所

图表 49：未来五年中国军用战机的更新换代预计能够释放 29000 吨的钛材需求（单位：吨）

战机型号	数量	机体钛材用量	发动机钛材用量	单机钛合金用量	成材率	损耗率	钛坯材总需求量
歼-20	*	1.8	0.9	2.7	30%	70%	*
歼-11	*	0.5	0.9	1.4			*
歼-16	*	1.2	0.9	2.1			*
运-20	*	4.7	2.0	6.7			*
直-20	*	0.2	0.1	0.3			*
其他飞机	*	0.5	0.5	1.0			*
合计				29000			

资料来源：《航空钛合金的发展概况》、《钛在航空工业中的应用》，五矿证券研究所测算

军品钛材供应壁垒较高，作为拥有强大研发实力和先进生产设备核心优势钛企龙头，公司有望充分受益于军备更新换代。军用钛材与民用不同，企业在成为合格供应商之前，必须取得国际航空体系、国军标体系认证以及保密资质、武器科研生产许可证、装备承制资质完整的军工三证，整个过程花费时间长且难度较大。而且特定型号钛材的研究发明和生产制造属于国家机密信息，军品订单通常以研发项目形式发放给生产企业，企业需要依靠自身科研实力按照客户要求完成研发任务后，才能获取后续生产订单。

目前国内仅有宝钛股份、西部超导、西部材料等少数几家钛企具备军工钛材供货资质。鉴于宝钛股份前身是为发展国防军工和尖端科技投资兴建的宝鸡有色金属加工厂，军工背景深厚。且自成立以来，公司参与了中国几乎所有新型钛合金的科研工作及工业化转化工作，并出色完成了多项国家重大科技专项，涵盖航空航天、海洋工程、核能发电等高端领域。我们认为，在军备更新换代的大背景下，公司作为行业龙头将充分受益于军品订单加速释放。

图表 50：公司完成了多项国家重大科技专项，涵盖航空航天、海洋工程、核能发电等高端领域



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

民品钛材：PTA 项目投产回暖，化工钛材迎来补偿性增长

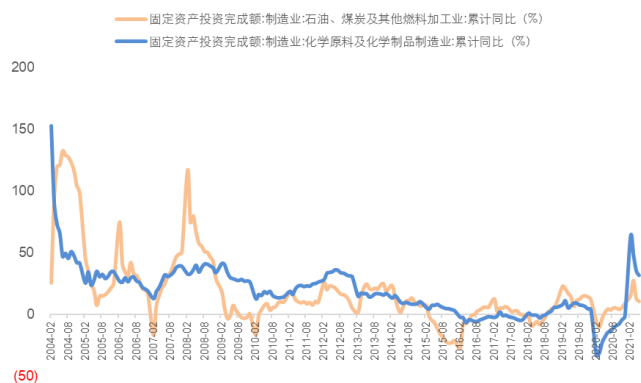
2020 年中国受新冠疫情冲击，国内化工行业一度半停产。随着国内防疫工作的稳步推进，化工行业 PPI 同比增速从 2020 年 5 月开始逐步回升，化工品需求显著恢复。同时 2020 年推迟投产的 PTA 项目在进入 2021 年后开始投产。我们认为，2021 年中国化工行业 PTA 项目集中大量投产有望带动国内化工钛材需求呈现补偿性增长。作为中国最大钛材生产企业，相较一般民营钛企，公司化工钛材产品种类齐全，且拥有良好质量控制和保障体系，有望在化工设备集中投建带来的结构性需求机遇中获得盈利改善。

图表 51：公司积极开拓民用钛材高端应用，在生物医疗、楼宇建筑等高端领域进展显著



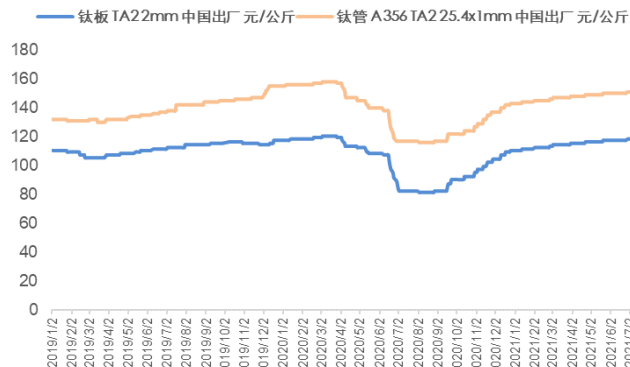
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 52：2021 年中国石化项目加速投产，固定资产投资完成额同比显著提升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 53：化工行业中应用广泛的钛板、管价格年初至今逐步反弹



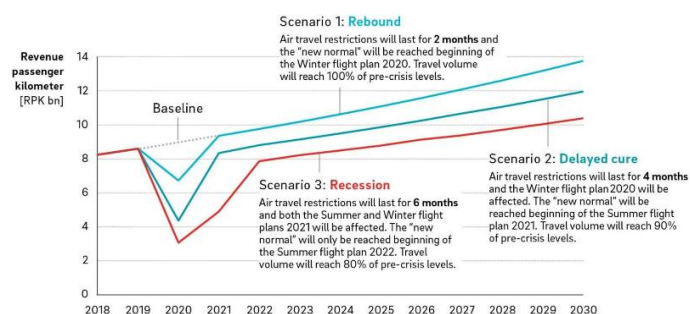
资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

外贸钛材：波音短期难以走出阴霾，外贸业务未来有望恢复

2020 年全球大国博弈加剧，逆全球化趋势愈演愈烈。中美贸易摩擦以及波音空难事故导致的停飞对公司外贸业务造成较大损失。艰难的外贸环境并未阻止公司大力开拓海外市场的脚步：自 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、波音公司认证后。2020 年公司先通过了日本三井海洋开发公司对管道、法兰及管件等产品认证成为其合格供应商，随后锻件产品也取得了 NORSOK（挪威国家石油标准）认证。

我们认为，疫情反复爆发的风险将导致全球航空业进入低客运量的“新常态”，航空客运量的下降将导致现有客机更新换代推迟以及换新需求下降。据 Roland Berger 预测，未来十年新飞机需求将下降 27% 至 15840 架，再加上 14730 架现有飞机，2030 年全球客机总数将达到 30570 架。除飞机数量下滑，客机类型同样发生转变。未来偏低的客流量会导致航空公司更倾向于经济性的单通道喷气客机如空客 A320、波音 737MAX、商飞 C919，而非高运营成本的宽体客机。展望未来，虽然外贸业务短期受阻，但至暗时刻已过，随着海外疫苗接种率提升以及国产 C919 客机放量，公司外贸业务有望加速恢复。

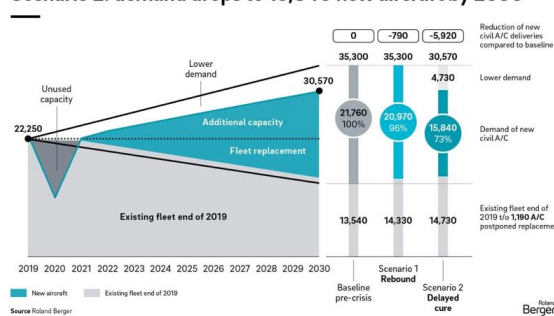
图表 54：疫情过后全球航空业三种可能的发展趋势



资料来源：Roland Berger，五矿证券研究所

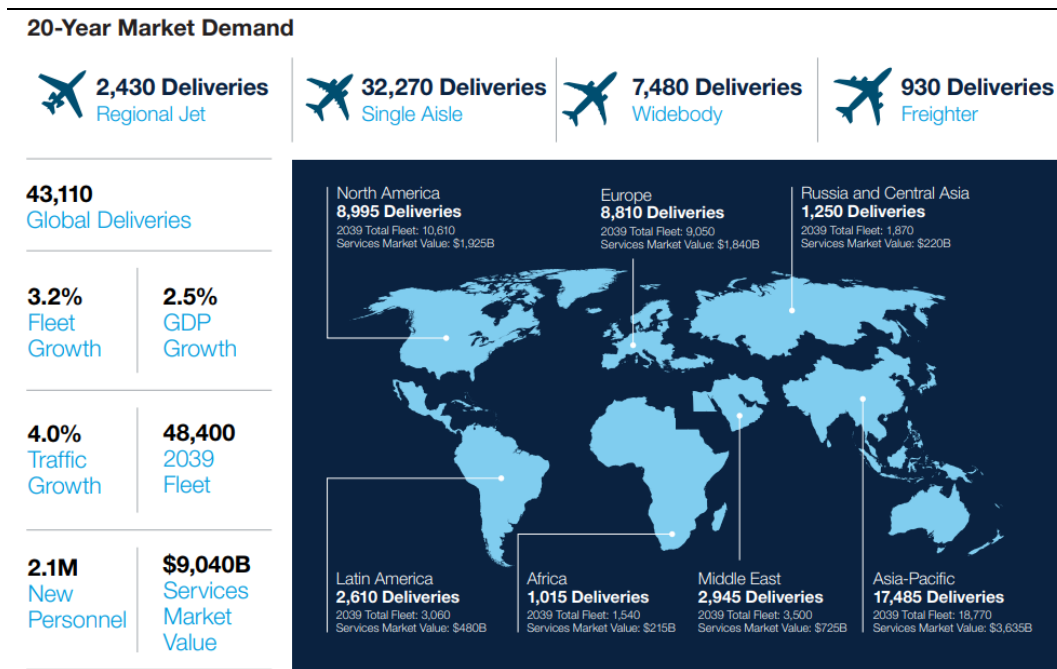
图表 55：缓慢恢复情况下全球客机需求量预测

Scenario 2: demand drops to 15,840 new aircraft by 2030



资料来源：Roland Berger，五矿证券研究所

图表 56：波音公司预计 2039 年全球客机总数将达到 48400 架



资料来源：Boeing 《Commercial Market2020-2039》，五矿证券研究所

投资逻辑及盈利预测

整体而言，我们认为公司核心投资逻辑有三个方面：（1）2021 年是中国十四五规划初始之年，国产军工装备正处于加速现代化关键阶段，大国博弈加剧以及逆全球化趋势更令关键装备、关键材料自主可控迫在眉睫，军品钛材未来将持续迎来量价齐升的黄金战略机遇期。公司作为拥有强大研发实力和先进生产设备核心优势的钛企龙头，在军品钛材订单加速释放大背景下，现具备 20000 吨/年钛材加工产能，随着新增产能顺利爬坡，有望充分受益于军工高景气周期。（2）2021 年中国化工行业 PTA 项目的集中大量投产将带动化工钛材需求呈现补偿性增长。相比民企，公司化工钛材产品种类齐全且拥有良好的质量控制和保障体系。公司民品业务有望在化工设备集中投建带来的结构性需求机遇中获得盈利改善。（3）公司外贸业务短期受阻，但至暗时刻已过，随着海外疫苗接种率提升以及国产 C919 客机放量，公司外贸业务有望加速恢复。

公司核心业务是钛产品业务，核心产品为钛材产品。结合前文分析，假设 2021 年—2023 年公司三大市场各营业收入及毛利率假设如下：

- 军品市场：2021 年中国“十四五”规划以及国防军队现代化进入关键阶段，军品订单加速放量。预计 2021 年—2023 年公司军品钛材业务营收增速为 30%、20%、20%；毛利率维持 35%；单产品营业收入为 24.2 亿元、29.0 亿元、34.8 亿元；毛利润为 8.5 亿元、10.2 亿元、12.2 亿元。
- 民品市场：公司作为国内钛企龙头，规模优势明显。考虑到公司目前已披露的相关民品数据，我们预计 2021 年—2023 年公司民品钛材业务营收增速为 40%、15%、10%；毛利率为 10%；单产品营业收入为 8.5 亿元、9.8 亿元、10.8 亿元；毛利润为 0.9 亿元、1.0 亿元、1.1 亿元。
- 外贸市场：考虑到目前复杂的外贸环境，我们下调了 2021 年—2023 年公司外贸钛材

业务营收增速至：10%、20%、30%；毛利率为 20%；单产品营业收入为 5 亿元、5.9 亿元、7.7 亿元；毛利润为 1 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元。

我们预计，2021 年—2023 年公司总营业收入分别为 59.2 亿元、70.5 亿元、83.6 亿元，营收增速为 36%、19%、19%，EPS 分别为 1.18 元/股、1.48 元/股、1.76 元/股，对应 PE 为 44，35，30。综合考虑，我们认为，公司作为中国钛材加工龙头企业，核心优势明显。随着中国进入军工加速现代化的关键阶段，未来 5 年军品钛材订单将加速释放，公司有望充分受益。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 57：盈利预测关键假设

关键指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
钛材产能（吨/年）	20000	20000	23000	26500	26500
钛材销量（吨）	15825	14049	17500	19000	21000
钛材平均价格（万元/吨）	18.6	20.8	21.5	23.6	25.4
钛材平均成本（万元/吨）	14.6	15.2	15.7	17.1	18.3
钛材毛利率（%）	25%	27%	27%	28%	28%
钛材收入（亿元）	29.4	29.2	37.7	44.8	53.3
钛材成本（亿元）	23.2	21.4	27.4	32.5	38.5
钛材毛利（亿元）	6.2	7.8	10.3	12.3	14.8

资料来源：公司年报，五矿证券研究所预测

图表 58：主营业务分拆预测

主营业务	关键指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总业务	公司总营收（亿元）	41.9	43.4	59.2	70.5	83.6
	总营收增速	22.8%	3.6%	36%	19%	19%
	公司总毛利（亿元）	8.6	10.5	13.7	16.4	19.6
	总毛利增速	26%	22%	31%	20%	19%
钛产品	钛业务营收（亿元）	34.3	37.1	47.7	56.8	67.1
	营收占比	82%	85%	81%	81%	80%
	营收增速	52%	8%	28%	19%	18%
	钛业务毛利（亿元）	7.3	9.6	12.3	14.7	17.6
	毛利率	21%	26%	26%	26%	26%
	1.钛材					
	营业收入（亿元）	29.4	29.2	37.7	44.8	53.3
	营收占比	70%	67%	64%	63%	64%
	营收增速	50%	0%	29%	19%	19%
	毛利润（亿元）	6.2	7.8	10.3	12.3	14.8
	毛利率	25%	27%	27%	28%	28%

钛材	其中：					
	(1) 军品钛材：					
	营业收入（亿元）	13.8	18.6	24.2	29.0	34.8
	营收占比	33%	43%	41%	41%	42%
	营收增速	30%	35%	30%	20%	20%
	毛利润（亿元）	4.5	6.5	8.5	10.2	12.2
	毛利率	32%	35%	35%	35%	35%
	(2) 民品钛材：					
	营业收入（亿元）	8.8	6.1	8.5	9.8	10.8
	营收占比	21%	14%	14%	14%	13%
	营收增速	55%	-30%	40%	15%	10%
	毛利润（亿元）	0.44	0.31	0.9	1.0	1.1
	毛利率	5%	5%	10%	10%	10%
	(3) 外贸钛材：					
	营业收入（亿元）	6.4	4.5	5.0	5.9	7.7
	营收占比	15%	10%	8%	8%	9%
	营收增速	129%	-30%	10%	20%	30%
	毛利润（亿元）	1.2	1	1.0	1.2	1.5
	毛利率	20%	20%	20%	20%	20%
	2. 海绵钛、钛锭					
	营业收入（亿元）	5	8	10	12	13.8
	营收占比	12%	18%	17%	17%	17%
营收增速	67%	60%	25%	20%	15%	
毛利润（亿元）	1.1	1.8	2.0	2.4	2.8	
毛利率	22%	22%	20%	20%	20%	
其他金属产品	营业收入（亿元）	6.6	5.2	10.4	12.5	15.0
	营收占比	16%	12%	18%	18%	18%
	营收增速	-35%	-22%	100%	20%	20%
	毛利润（亿元）	1	0.62	1.04	1.25	1.50
	毛利率	15%	12%	10%	10%	10%
其他业务	营业收入（亿元）	1	1	1.1	1.3	1.5
	营收占比	2%	2%	2%	2%	2%
	营收增速	-23%	0%	10%	15%	15%
	毛利润（亿元）	0.3	0.3	0.40	0.46	0.52
	毛利率	34%	27%	36%	36%	36%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所预测

图表 59：宝钛股份可比公司估值

公司名称	股票代码	市值（亿元）	股价	PE（2021E）	EPS
西部超导	688122.SH	341	77	58	0.71
西部材料	002149.SZ	100	20	61	0.15
应流股份	603308.SH	147	22	53	0.15
钢研高纳	300034.SZ	203	42	67	0.38
光威复材	300699.SZ	363	70	44	0.84
宝钛股份	600456.SH	236	49	41	0.60

资料来源：Wind 一致预期，五矿证券研究所

风险提示

- 1、公司航空航天级高端钛材产能爬坡缓慢；
- 2、军工订单增长不及预期。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,338	5,917	7,052	8,358
增长率(%)	3.6%	36.4%	19.2%	18.5%
归属母公司所有者净利润（百万元）	363	566	705	839
增长率(%)	51.1%	56.0%	24.6%	19.1%
每股收益(元)	0.759	1.184	1.475	1.756
净资产收益率（%）	9.0%	8.6%	9.7%	10.3%

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,338	5,917	7,052	8,358
营业成本	3,285	4,543	5,409	6,398
毛利	1,052	1,374	1,643	1,959
%营业收入	24.3%	23.2%	23.3%	23.4%
营业税金及附加	37	53	62	74
%营业收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	34	56	61	76
%营业收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%
管理费用	232	318	378	448
%营业收入	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%
财务费用	127	78	55	74
%营业收入	2.9%	1.3%	0.8%	0.9%
资产减值损失	-27	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-3	-2	-3	-3
营业利润	474	751	927	1,109
%营业收入	10.9%	12.7%	13.1%	13.3%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	472	751	927	1,109
%营业收入	10.9%	12.7%	13.1%	13.3%
所得税费用	71	108	136	161
净利润	401	643	791	948
归属于母公司所有者的净利润	363	566	705	839
少数股东损益	39	78	86	109
EPS（元/股）	0.759	1.184	1.475	1.756

现金流量表（百万）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	404	561	437	-495
取得投资收益	0	-2	-3	-3
长期股权投资	3	1	0	0
无形资产投资	6	6	6	6
固定资产投资	6	-200	-250	-300
其他	-148	-261	-213	-218
投资活动现金流净额	-134	-456	-460	-515
债券融资	0	0	0	0
股权融资	15	48	0	0
银行贷款增加（减）	1,600	-700	0	0
筹资成本	-230	-125	-119	-119
其他	-1,651	1,957	0	0
筹资活动现金流净额	-266	1,180	-119	-119
现金净流量	-6	1,285	-143	-1,130

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	929	2,214	2,071	941
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,282	1,729	2,061	2,447
存货	2,224	2,550	2,800	4,262
预付账款	41	82	124	184
其他流动资产	1,564	1,816	2,209	2,592
流动资产合计	6,041	8,391	9,264	10,425
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	12	12	12	12
投资性房地产	136	143	152	167
固定资产合计	2,148	2,164	2,234	2,353
无形资产	125	117	109	101
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	264	514	714	914
资产总计	8,749	11,364	12,508	13,995
短期贷款	1,000	0	0	0
应付款项	850	950	1,050	1,200
预收账款	0	160	240	320
应付职工薪酬	63	76	94	110
应交税费	14	30	31	39
其他流动负债	1,102	1,480	1,634	1,919
流动负债合计	3,029	2,696	3,050	3,588
长期借款	0	300	300	300
应付债券	1,193	1,193	1,193	1,193
递延所得税负债	9	9	9	9
其他非流动负债	153	153	153	153
负债合计	4,384	4,351	4,705	5,243
归属于母公司	4,011	6,582	7,286	8,128
少数股东权益	355	432	518	627
股东权益	4,366	7,014	7,804	8,752
负债及股东权益	8,749	11,365	12,509	13,996

基本指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.759	1.184	1.475	1.756
BVPS	8.39	13.78	15.25	17.01
PE	68.63	43.91	35.25	29.60
PEG	1.34	0.78	1.43	1.55
PB	6.21	3.77	3.41	3.06
EV/EBITDA	29.90	25.45	22.48	20.02
ROE	9.0%	8.6%	9.7%	10.3%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译若与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即:以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.			Ratings	Definitions
	Company Ratings		BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
			ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
			HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
			SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
			NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings		POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
			NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
			CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037