



Research and  
Development Center

# 钛加工材龙头企业，充分受益高端钛材需求增长

—— 宝钛股份（600456.SH）深度报告

2019年10月25日

范海波 行业分析师  
吴 漪 行业分析师  
丁士涛 行业分析师  
王 伟 行业分析师  
王佐玉 行业分析师

## 证券研究报告

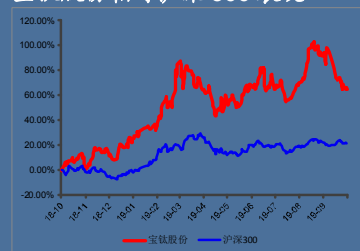
### 公司研究——深度报告

#### 宝钛股份 (600456.SH)



首次评级

#### 宝钛股份相对沪深 300 表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2019.10.24)

收盘价(元)	22.54
52周内股价波动区间(元)	29.20-13.24
最近一月涨跌幅(%)	-14.15
总股本(亿股)	4.30
流通 A 股比例(%)	46.98
总市值(亿元)	96.98

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编: 100031

范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号: S1500512110003

联系电话: +86 10 83326720

邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001

联系电话: +86 10 83326718

邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师

执业编号: S1500515070001

联系电话: +86 10 83326719

邮箱: wangwei2@cindasc.com

王佐玉 行业分析师

执业编号: S1500519090003

联系电话: +86 10 83326723

邮箱: wangzuoyu@cindasc.com

## 钛加工材龙头企业，充分受益高端钛材需求增长

2019年10月25日

### 本期内容提要:

- ◆ **消费结构改善提升产业集中度。**钛加工属于典型的下游产业升级驱动市场需求的行业，当前我国钛加工材消费量逐年上升，钛加工材消费中，航空航天、海洋工程等高端用钛材占比显著增加，高端钛加工材供不应求情况显著。由于钛熔炼技术复杂、加工难度大，原材料价格波动对企业生产经营有明显影响，未来行业寡头现象将愈加明显。
- ◆ **国内钛加工材龙头企业。**宝钛股份为我国钛加工龙头企业，产业链齐全，生产体系完善，原材料来源稳定，产能国内领先，研发实力雄厚，与美国波音、法国斯奈克玛等知名航空公司均建立了良好的合作关系，且具有军工资质。公司在航空航天、海洋工程等高端钛材应用领域具有深厚的积累，未来将显著受益于产业规模的增长以及结构的改善。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年的营业收入将分别达到 43.19、53.89、66.76 亿元。按照公司现有股本 4.30 亿，对应的摊薄 EPS 分别为 0.55、0.79、1.00 元。2019 年 10 月 24 日，公司的收盘价为 22.54 元，对应的 TTM、2019 及 2020 年的 PE 分别为 45、41、29 倍，低于 A 股可比上市公司的平均 PE。考虑到宝钛股份为我国钛材生产龙头企业，下游客户稳定，且具有一定的技术和成本优势，给予宝钛股份“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**钛材产品价格大幅上涨；下游需求超预期。
- ◆ **风险因素：**行业竞争加剧；下游行业发展不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,876.39	3,410.19	4,319.47	5,388.50	6,676.37
增长率 YoY %	14.58%	18.56%	26.66%	24.75%	23.90%
归属母公司净利润(百万元)	21.48	141.09	235.13	339.32	430.68
增长率 YoY%	-41.72%	556.74%	66.65%	44.31%	26.92%
毛利率%	18.82%	19.84%	21.63%	21.96%	22.09%
净资产收益率 ROE%	0.63%	4.05%	6.46%	8.69%	10.04%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.33	0.55	0.79	1.00
市盈率 P/E(倍)	451	69	41	29	23
市净率 P/B(倍)	2.83	2.74	2.60	2.38	2.15

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

## 目 录

投资聚焦	1
钛材加工龙头企业，钛产品毛利率节节攀升	2
国内钛产品生产重要基地	2
产品线丰富，成本端有显著优势	2
拥有军工资质，产品转型升级	3
需求有所好转，毛利率节节攀升	4
我国航空航天、海洋工程等领域用钛量有望显著增长	5
全球原材料供应为少数企业垄断	5
加工难度大，板材为主要产品	8
高附加值产品需求逐年上涨，我国钛工业产能结构性过剩	9
盈利预测、估值与投资评级	12
盈利预测及假设	12
估值与投资评级	13
风险因素	13

## 表 目 录

表 1: 公司钛产品产销情况 (单位: 吨; 万元/吨)	3
表 2: 全球钛资源分布情况 (单位: 千公吨)	5
表 3: 全球主要钛矿原材料供应商情况 (2017 年)	6
表 4: 钛产品主要应用领域	9
表 5: 宝钛股份分板块营业收入及毛利率预测	12
表 6: 部分 A 股可比上市公司估值情况	13

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构	2
图 2: 2014-2018 年公司产品收入 (万元)	4
图 3: 2019 年上半年公司产品收入分布	4
图 4: 2014-2018 年公司产品毛利率	4
图 5: 2019 年上半年公司产品毛利润分布	4
图 6: 我国海绵钛消费量 (吨)	7
图 7: 我国海绵钛进出口量 (千克)	7
图 8: 全球及我国海绵钛产能 (公吨)	7
图 9: 近年来海绵钛 (≥99.6%: 国产) 价格走势 (单位: 元/千克)	7
图 10: 钛工业产业链	8
图 11: 我国钛加工材产量 (吨)	8
图 12: 我国钛加工材产量细分占比	8
图 13: 全球及我国钛消费结构	9
图 14: 我国钛加工材消费量 (吨)	10
图 15: 我国钛加工材消费量细分占比	10
图 16: 我国钛材进出口量 (吨)	10
图 17: 我国钛材进出口金额 (万美元)	10
图 18: 进出口钛材价格对比 (单位: 美元/吨)	11

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑。

钛材加工属于典型的下游产业升级驱动市场需求的行业，公司业绩增长的主要驱动力为规模、技术以及同下游客户的良好合作。未来几年，航空航天、海洋工程等领域钛材需求量有望显著增长，受规模、技术等因素限制，行业寡头情况将越加明显。宝钛股份为国内钛行业龙头企业，产业链齐全，产品线丰富，技术领先，与全球知名航空公司均建立了良好的合作关系，在军工、海洋工程领域也打下了一定的基础，未来将最先并最多受益于高端钛加工材市场空间的增长。

### 与市场不同之处。

上游原材料价格的波动是影响公司盈利能力的重要因素，公司产业链完善，产品线丰富，订单较充足，一定程度对冲原材料成本的变化。

### 股价催化剂。

钛材产品价格大幅上涨；下游需求超预期。

### 盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年的营业收入将分别达到 43.19、53.89、66.76 亿元。按照公司现有股本 4.30 亿，对应的摊薄 EPS 分别为 0.55、0.79、1.00 元。2019 年 10 月 24 日，公司的收盘价为 22.54 元，对应的 TTM、2019 及 2020 年的 PE 分别为 45、41、29 倍。而根据 Wind 统计数据的一致预期，可比 A 股上市公司的平均 PE 分别为 79、60、49 倍。考虑到宝钛股份为我国钛材生产龙头企业，下游客户稳定，且具有一定的技术和成本优势，给予宝钛股份“增持”评级。

### 风险因素

行业竞争加剧，下游行业发展不及预期。

## 钛材加工龙头企业，钛产品毛利率节节攀升

### 国内钛产品生产重要基地

宝鸡钛业股份有限公司（简称“宝钛股份”）成立于 1999 年，于 2002 年在上海证券交易所上市。公司主要从事钛及钛合金的生产、加工和销售，是中国的钛及钛合金生产、科研基地，所在地宝鸡被誉为“中国钛城”、中国“钛谷”。公司的控股股东为宝钛集团股份有限公司，宝钛集团为陕西有色金属控股集团有限责任公司全资控股公司，经营范围为钛、镍、锆、钨、钽、钢等金属及深加工，以及各种金属复合材料、相关设备的研发、设计、制造和销售等。公司主要子公司包括宝钛（沈阳）销售有限公司、西安宝钛新材料科技有限公司、宝钛华神钛业有限公司、山西宝太新金属开发有限公司以及湖州宝钛久立钛焊管科技有限公司。

图 1：公司股权结构



资料来源：宝钛股份 2019 年半年度报告，信达证券研发中心

### 产品线丰富，成本端有显著优势

宝钛股份现已形成从冶炼、加工及深加工，以及设备制造的完整钛产业链。其生产体系完善，涵盖“熔铸、锻造、板、带材、无缝管、焊管、棒丝材、精密制造、残废料处理、海绵钛”十大生产系统，主体装备包括 2400W 电子束冷床炉、15t 真空自耗电弧炉，2500t 快锻机、万吨自由锻以及钛带生产线 MB22-TI 型二十辊冷轧机等，从美、日、德、奥等国引进，处于国际领先水平。

公司产能国内领先。截至 2018 年末，公司海绵钛、钛锭和钛材的产能分别为 1 万吨、3 万吨和 2 万吨。公司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产品。2018 年，公司实现钛材销量 10000 吨，钛材收入 22.63 亿元。

**表 1: 公司钛产品产销情况 (单位: 吨; 万元/吨)**

产品名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年		
	产量	销量	价格	产量	销量	价格	产量	销量	价格	产量	销量	价格
锻件 (棒、饼、环)	3,412.17	3,324.02	22.77	2,997.34	2,923.20	23.67	2,715.45	3,080.41	23.45	-	-	-
板材	6,005.40	5,771.05	13.00	5,861.85	5,886.77	13.96	6,317.12	6,715.38	13.83	-	-	-
管材	620.29	690.57	11.92	695.04	863.22	12.15	640.08	749.22	13.34	-	-	-
精铸件	163.07	149.41	39.76	169.65	165.38	31.70	168.08	165.49	30.02	-	-	-
其他	2,539.14	2,361.50	3.32	3,834.91	3,840.00	7.64	2,391.79	2,749.27	3.49	-	-	-
合计	12,740.07	12,296.55	-	13,558.79	13,678.57	-	12,232.52	13,459.77	-	-	10,000.07	-

资料来源:《宝钛集团有限公司公司债券跟踪评级报告》, 公司公告, 信达证券研发中心

公司生产的主要原材料为海绵钛, 其占钛材生产成本的 80%以上。公司原材料采购包括内部采购和外部采购, 内部采购主要来自于公司控股子公司宝钛华神。目前, 宝钛华神拥有年产 1 万吨海绵钛的能力。公司的外部采购主要来自于遵义钛业、洛阳双瑞、朝阳金达等企业。公司销售以直销方式为主, 并且以销定产。

公司为生产加工类企业, 上游原材料-海绵钛的价格波动是影响公司盈利能力的重要因素。目前, 我国大部分钛加工仍为技术门槛低、供给过剩的粗加工, 不同于高端行业用钛, 粗加工钛材下游为石油化工等工业, 客户对价格较为敏感, 原材料涨价成本难以有效传导, 企业需要通过加大订单量来摊薄开工成本。公司产业链完善、产品线丰富, 应对成本端的变化优势明显。

### 拥有军工资质, 产品转型升级

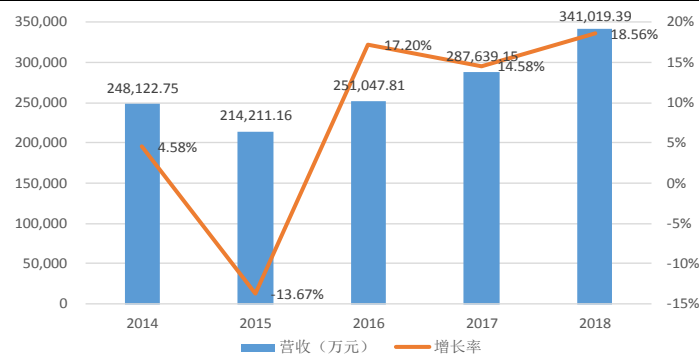
公司研发实力雄厚, 拥有国内一流的钛及钛合金加工的专家队伍和高素质员工队伍, 产品广泛应用于航空、航天、船舶、石油化工、冶金、医疗器械等众多方面。公司现已顺利实施完成多项国家重大科技专项、863 计划项目、国家重点研发计划、国家发改委海洋工程研发及产业化项目, 4500 米潜水器 TC4ELI 钛合金载人球壳制造技术荣获 2018 年度中国有色金属工业科学技术奖一等奖。

公司为国内钛行业龙头企业, 与美国波音、法国斯奈克玛、加拿大庞巴迪等公司均建立了战略合作关系, 囊括了进入世界航空航天等高端应用领域的所有通行证。此外, 公司为国内少数具有军工资质的钛材生产企业。军用航空材料的开发都是通过参与军工配套项目的形式进行的, 只有预先进行大量的研发工作, 才有可能通过军工配套项目的招标进入项目正式研制阶段, 之后还要通过工艺评审、地面功能测试等步骤之后, 才能成为相关型号用材料的合格供应商。公司现有资质为公司之后获得稳定军工产品订单打下了良好基础。随着国民经济的战略性调整, 公司不断部署产品转型升级, 着力提升公司钛材在航空、航天、舰船、兵器、信息技术、海洋、生物医药等领域的应用比例, 加大研发力度, 以抢断高端市场、迅速占领行业制高点。

## 需求有所好转，毛利率节节攀升

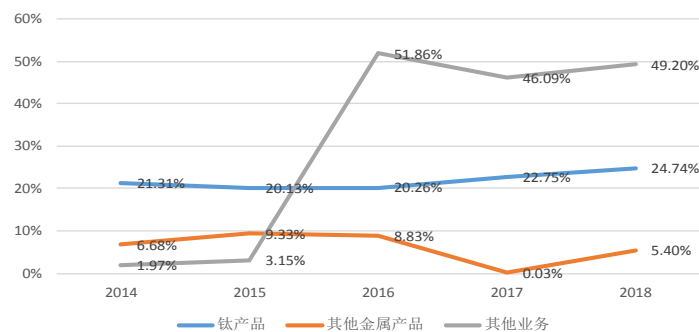
近年，由于我国钛材初级产品产能过剩，产品价格持续低迷。2015年，由于化工、冶金、制盐等民用领域钛材产品需求明显下滑，公司产品产销量大幅下降，由2014年的1.89万吨、2.06万吨下降至1.27万吨、1.23万吨，营收同比下滑13.67%。其中，钛产品营收下降11.74%，毛利率下降了1.18个百分点至10.13%。2016年，钛材产品需求出现好转，公司钛材产销量有所增长，其中航空航天钛材产品增长较快，公司营收及钛产品毛利率均有所好转。2017年、2018年，随着公司铸锭、钛丝等产品的去库存化，以及大力推进体制机制改革，努力做精军品、做活民品等措施的推进，公司的营业收入节节攀升。由于钛材产品结构的改善，钛产品毛利率水平更是逐年增长。2018年，公司营业收入达到了34.10亿元，钛产品毛利率攀升至24.74%。目前，钛产品为公司营收及利润的主要来源。2019年上半年，钛产品占公司总营收79.30%，占公司毛利润91.74%。

图 2：2014-2018 年公司产品收入（万元）



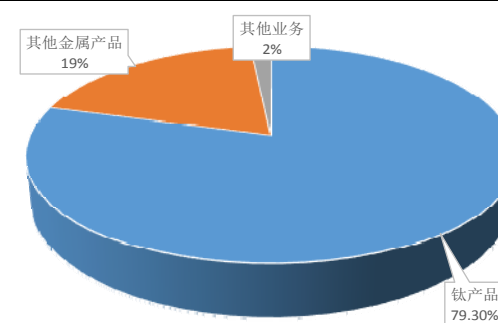
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2014-2018 年公司产品毛利率



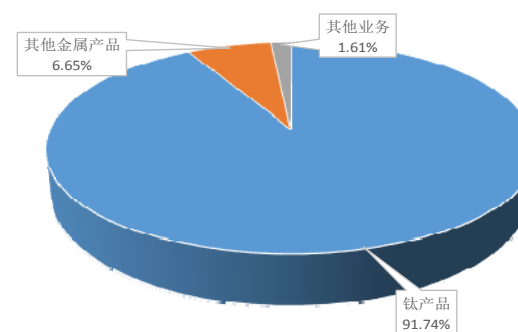
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2019 年上半年公司产品收入分布



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2019 年上半年公司产品毛利润分布



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 我国航空航天、海洋工程等领域用钛量有望显著增长

### 全球原材料供应为少数企业垄断

钛在地壳中主要存在形态为钛铁矿（FeTiO<sub>3</sub>）及金红石（TiO<sub>2</sub>）。USGS 公布资料显示，截至 2018 年底，包括锐钛矿、钛铁矿和金红石在内的全球钛资源量超过 20 亿吨，全球钛储量约为 9.34 亿吨，其中钛铁矿资源消费量约占 89%。目前，钛资源主要分布在澳大利亚、中国、印度、南非和肯尼亚等国。

表 2：全球钛资源分布情况（单位：千公吨）

国家	钛铁矿产量		钛铁矿储量	金红石产量		金红石储量
	2017	2018		2017	2018	
美国	100	100	2,000	-	-	-
澳大利亚	730	700	250,000	290	250	29,000
巴西	50	50	43,000	-	-	-
加拿大	880	850	31,000	-	-	-
中国	840	850	230,000	-	-	-
印度	300	300	85,000	10	10	7,400
肯尼亚	280	280	54,000	87	90	13,000
马达加斯加	110	100	40,000	-	-	-
莫桑比克	600	600	14,000	9	8	880
挪威	220	200	37,000	-	-	-
塞内加尔	300	250	NA	10	8	NA
南非	550	500	63,000	95	100	8,300
乌克兰	230	230	5,900	95	100	2,500
越南	200	200	1,600	-	-	-
塞拉利昂	-	-	-	160	170	490
其他	150	150	26,000	13	10	400
全球	5,540	5,400	880,000	770	750	62,000

资料来源：USGS，信达证券研发中心



全球钛矿原材料供应较为集中。2017 年全球钛矿原材料产量为 708 万 t（以 TiO<sub>2</sub> 当量计），前五大供应商产量占比为 63%，前十大供应商产量占比为 79.3%。

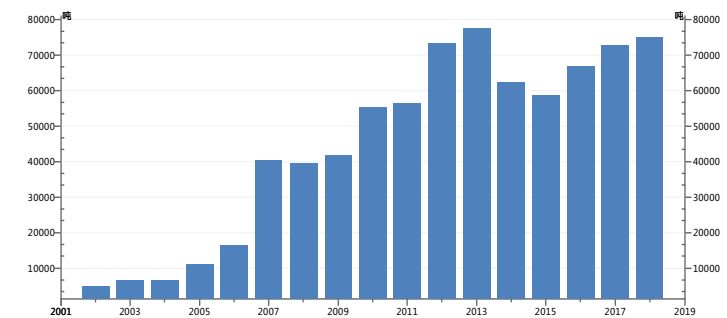
**表 3：全球主要钛矿原材料供应商情况（2017 年）**

供应商	公司总部	主要矿山项目	矿产品	产量/万 t	市场份额%
力拓（RIO Tinto）	英国	加拿大 Lae Allard 项目、南非 Richards Bay 项目（持股 74%）、 马达加斯加 Mandena 项目（持股 80%）	金红石	170	25.0
伊鲁卡（Iluka）	澳大利亚	澳大利亚 Murray 项目和 Perth 项目	钛精矿、金红石	110	16.2
特诺（Tronox）	美国	南非 KZN 项目和 Namakawas（分别持股 74%）、澳大利亚 Tiwest 项目	钛精矿、金红石、钛渣	75	11.0
克罗诺斯（Kronos）	挪威	挪威西南部 Telnes 项目	钛精矿	40	5.9
肯梅尔（Kenmare）	爱尔兰	莫桑比克 Morma 项目	钛精矿、金红石	33	4.9
科斯特矿业 （Cristal Mining）	澳大利亚	澳大利亚 Bumbury 项目和 Broken Hill 项目	钛精矿、金红石	27	4.0
印度稀土公司（IREL）	印度	印度 Chavara 项目、MK 项目和 Orissa 项目	钛精矿、金红石	25.5	3.8
V.V.Mineral	印度	印度 Tamil Nadu 项目、Andra Pradesh 项目	钛精矿、金红石	22	3.2
Irshansky GOK	乌克兰	乌克兰 Irshansk 项目、Valki 项目和 Mexhyrichensky 项目	钛精矿	19	2.8
联合金红石公司（CRL）	澳大利亚	澳大利亚 North Stradbroke Island 项目和 Brisbane 项目	钛精矿、金红石	17	2.5

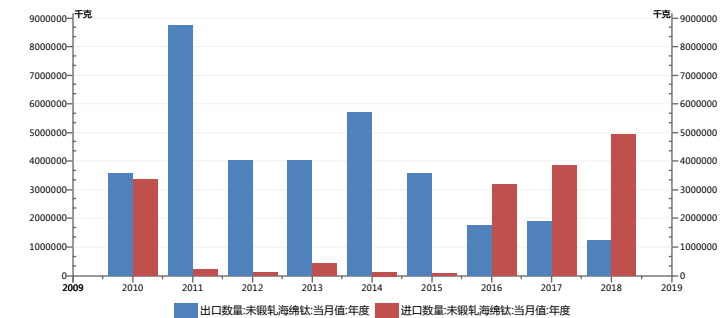
资料来源：《中国矿业杂志》，信达证券研发中心

我国钛铁矿储量全球领先，但贫矿多、富矿少，无单一钛矿，采选冶炼难度大，整体品质不高。《中国矿产资源报告 2018》显示，2017 年我国查明钛资源储量 8.19 亿吨（TiO<sub>2</sub>），优质钛矿资源金红石资源仅占查明资源储量的 2%，其中低品位的原生矿占比较高，为 86%。我国中小型钛矿原材料生产企业众多，但尚无全球领先企业，产量和质量上都不能满足下游企业对钛原材料的需求，每年仍需进口大量的高品质钛原材料。

把钛矿通过冶金反应生成四氯化钛，与金属镁反应，就得到了海绵状多孔海绵钛。海绵钛是生产钛材的重要原材料。2016 年以来，由于整体钛材需求量增加，生产成本较高，环保要求逐年提升等因素，我国海绵钛进口总量大幅增长。

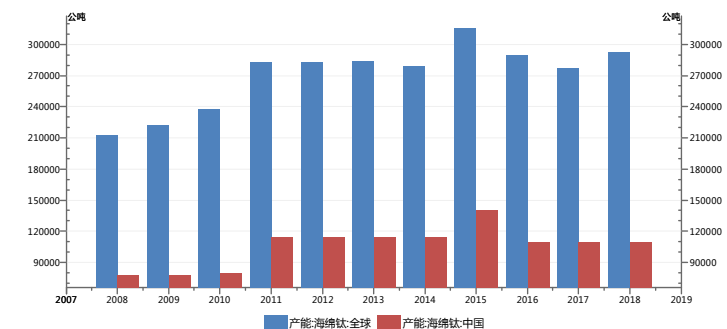
**图 6：我国海绵钛消费量（吨）**


资料来源：中国金属通报，信达证券研发中心

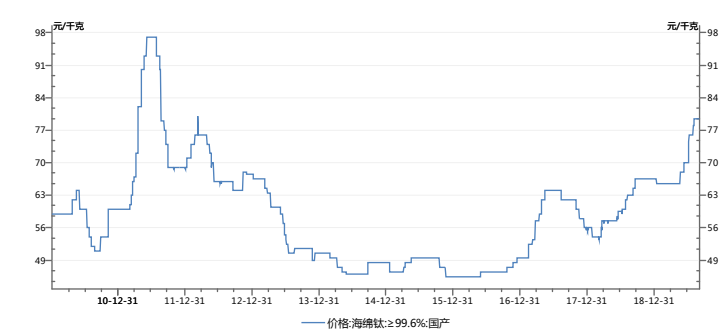
**图 7：我国海绵钛进出口量（千克）**


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

由于产能大增、库存积压以及结构性过剩，2011年以来，海绵钛价格持续下滑。2015年，我国海绵钛产能达到最高峰，价格下滑至45.5元/千克。2016年下半年之后，受环保因素等影响，众多小型生产企业停产，海绵钛产能进入去化阶段，叠加需求增加等因素，国内海绵钛价格开始回调。2017年全年海绵钛均价达到59.11元/千克，较2016年均价上涨27.25%，2018年延续上涨趋势，均价达到60.47元/千克。

**图 8：全球及我国海绵钛产能（公吨）**


资料来源：USGS，信达证券研发中心

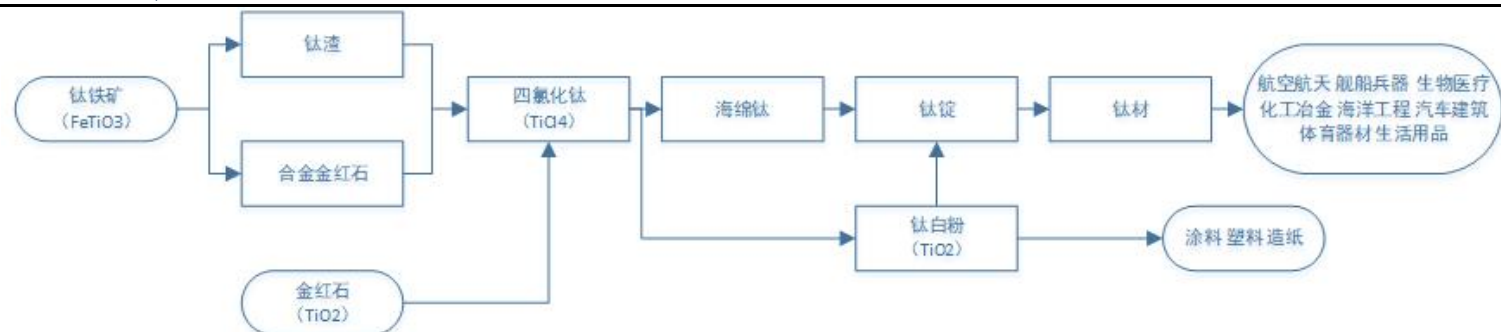
**图 9：近年来海绵钛（≥99.6%：国产）价格走势（单位：元/千克）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 加工难度大，板材为主要产品

钛熔炼技术复杂、加工难度大，世界上目前仅有美国、俄罗斯、日本、中国四个国家完全掌握完整的钛工业生产技术。

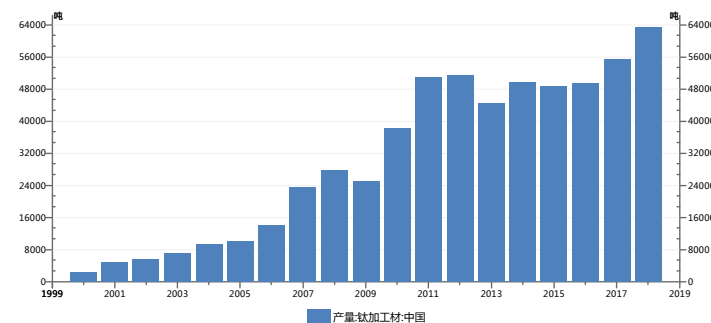
图 10: 钛工业产业链



资料来源：西部超导招股说明书，信达证券研发中心

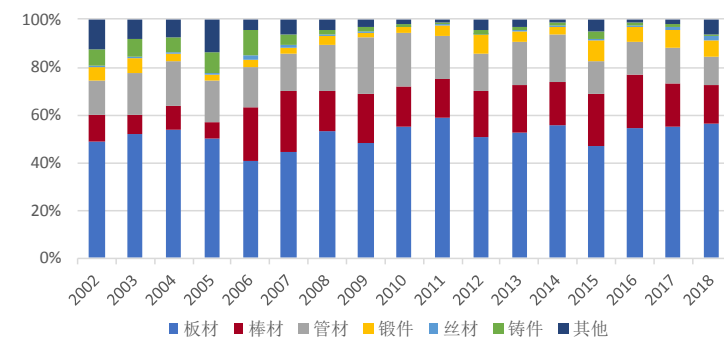
钛加工材是指海绵钛（或者海绵钛加合金元素）经熔炼形成钛铸锭，再经锻造、轧制、挤压等塑性加工方法将铸锭加工成材。从产品形态来看，我国钛加工材产品可分为板材、棒材、管材、锻件、丝材和铸件等。2018年，我国钛加工材产量达到6.34万吨，同比增长14.42%。其中，板材产量为3.57万吨，占比56.35%，同比增长17.01%；棒材产量为1.03万吨，占比16.28%，同比增长4.92%；管材产量为7483吨，占比11.80%，同比下降13.03%；锻件产量为4477吨，占比7.06%，同比增长9.65%，丝材产量为863吨，占比1.36%，同比增长18.86%；铸件产量为708吨，占比1.12%，同比增长69.78%。

图 11: 我国钛加工材产量 (吨)



资料来源：中国有色金属工业协会，信达证券研发中心

图 12: 我国钛加工材产量细分占比



资料来源：中国有色金属工业协会，信达证券研发中心

## 高附加值产品需求逐年上涨，我国钛工业产能结构性过剩

钛属于稀有轻金属，纯钛呈银白色，硬度大，熔点 1668 摄氏度。由于比强度高和耐腐蚀性强，钛在空中、陆地、海洋和外层空间都有广泛的用途，具体包括航空航天、常规兵器、海洋工程、核力及火力发电、石油化工及生活用品等。目前，高端钛及钛合金产品主要应用于航空航天、船舶、海洋工程等领域。

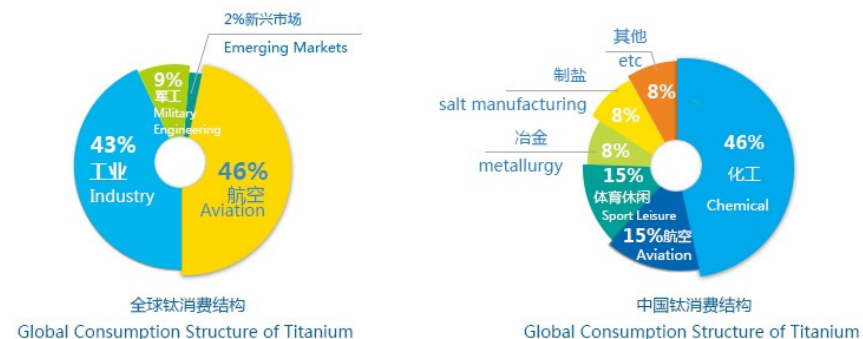
**表 4：钛产品主要应用领域**

领域	应用
航空	飞机框架、起落架、紧固件等；发动机的风扇、压气机盘件和叶片等转动件
航天	火箭发动机和人造卫星壳体，载人宇宙飞船船舱，液体燃料发动机燃烧舱、对接件、发动机吊臂
船舰	舰船上的水翼、行进器等，潜艇耐压壳体、螺旋桨、喷水推进器、海水换热系统等
海洋工程	海水淡化用管道、海洋石油钻探用泵、阀、管件等
石油、化工	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
冶金工业	主要用于湿法冶金制取贵金属的管道、泵、阀和加热盘等
生物医疗	人工关节、人工植牙和正牙、心脏起搏器、心血管支架、手术器械等
生活用品	眼镜架、手表、拐杖、钓鱼竿、厨具、数码产品壳体、工艺品、装饰品等
建筑	建筑物的屋顶、外壁、装饰物、标牌、栏杆、管道等
汽车	汽车的排气和消音系统、承重弹簧、连杆和螺栓等

资料来源：宝钛集团债券跟踪评级报告，西部超导招股说明书，信达证券研发中心

在消费结构方面，从全球来看，航空占比为 46%，军工占比为 9%，美国的航空航天用钛量占比更是达到了 80%以上，而我国的航空航天、船舶以及海洋工程的合计消费量占比才略微超过 20%。

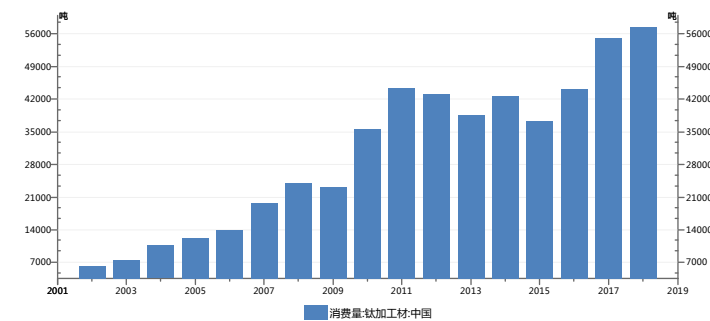
**图 13：全球及我国钛消费结构**



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

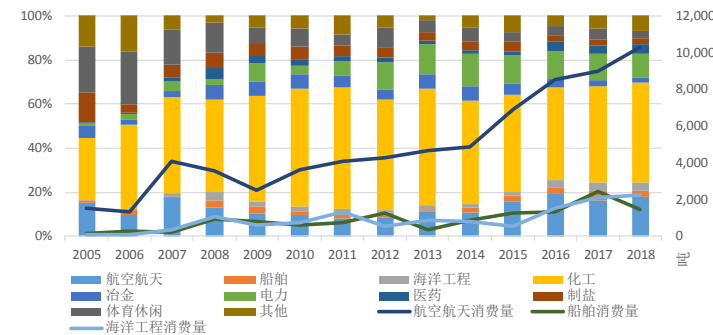
2000 年以来，我国钛材的需求总体呈上升趋势，2011 年钛材市场达到阶段性高点，其后国内钛材需求开始下滑。2013 年以来，随着我国船舶、海洋工程尤其是航空航天领域钛材用量的不断提升，我国钛材消费结构有所改善。2017 年和 2018 年，在高端化工、航空航天、船舶和电力行业等需求带动下，我国钛加工材消费量更是不断创下历史新高。2018 年，我国钛加工材消费量达到了 5.74 万吨。

图 14: 我国钛加工材消费量 (吨)



资料来源: 中国有色金属工业协会, 信达证券研发中心

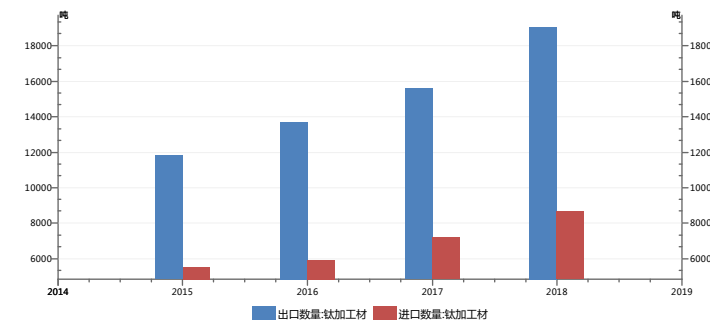
图 15: 我国钛加工材消费量细分占比



资料来源: 中国有色金属工业协会, 信达证券研发中心

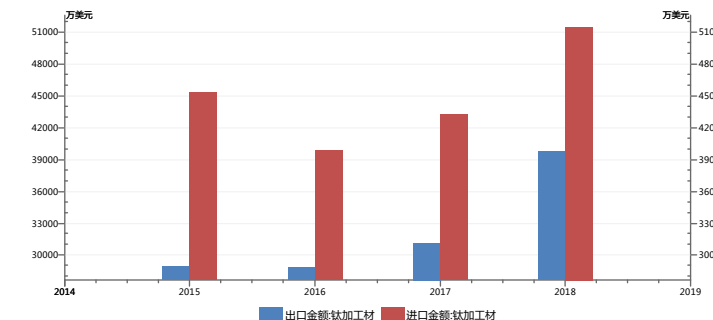
与世界强国相比，我国钛工业的发展仍存在很多问题。我国大型专业的钛加工材企业少，航空航天、船舶、以及医用等高端钛材产品对于材料的要求非常严格，现有企业很难满足这些领域对于钛材的生产和供给。尽管产能充足，钛材出口量远远大于进口量，但出口以低附加值产品为主，进口以高附加值产品居多，致使钛材进口金额远大于出口金额。近十年来，我国钛材进口价格远远大于出口价格，钛材供给结构性过剩问题显著，高端钛材供不应求。

图 16: 我国钛材进出口量 (吨)

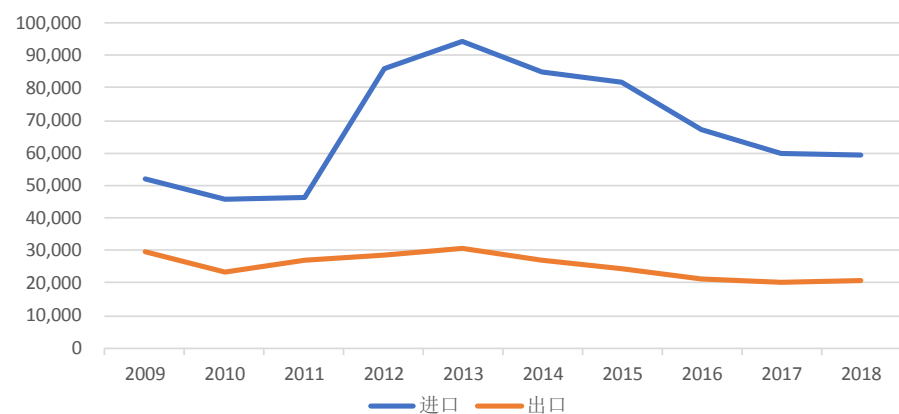


资料来源: 中国有色金属工业协会, 信达证券研发中心

图 17: 我国钛材进出口金额 (万美元)



资料来源: 中国有色金属工业协会, 信达证券研发中心

**图 18: 进出口钛材价格对比 (单位: 美元/吨)**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

目前来看, 我国高端钛材需求仍呈现出继续增长的态势。在航空航天领域, 现有军用飞机运力不足, 对运 20 等大飞机需求较大。民用方面, 中国商飞 9 月发布的最新民用市场预测年报显示, 未来 20 年全球将有 45459 架飞机交付, 用以替代和支持机队的发展。其中, 我国客机机队全球占比将从 16% 增长到 21%, 50 座以上的客机我国将接收 9205 架。单架飞机的用钛量在几吨到几十吨之间不等。我国军用飞机需求量的提升以及民用飞机市场的增长将产生巨大的钛材需求。由于高端军用钛材的研制技术属于军事机密, 进出口限制严格, 当前我国军机上采用的钛材几乎完全来自于宝钛股份和西部超导。民用飞机市场发展, 宝钛股份和西部超导也将最先受益。作为供应商之一, 未来宝钛股份在航空航天领域具有巨大的成长空间。

在海洋工程领域, 国内产品受制于技术、成本以及材料水平, 钛材大部分用在船内配管和发动机周边产品, 待开发领域仍有很多。《“十三五”国家科技创新规划》明确提出启动深海空间站项目, 其建设也将带来大量的钛合金需求。海洋工程领域高端钛材供不应求的趋势愈加明显。2015 年, 宝钛股份就已完成“4500 载人潜水器电子束焊接载人球壳”项目, 顺利实现了海洋工程领域关键设备的国产化。鉴于该领域应用审批周期长, 要求严格, 短期内将很难有其他竞争者参与, 因此公司在深海探索方面仍有长足的发展空间。

在化工领域, 受益于下游精细化工行业结构调整和产业升级加快, 先进技术、节能和环保设备的投资进一步增加, 化工 PTA 等行业对钛及钛合金等材料的需求十分旺盛, 行业内各公司营收均实现了较好的增长, 未来也有一定的增长空间。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

宝钛股份为国内钛材加工龙头企业，与下游客户建立了稳定的合作关系。鉴于下游航空航天、海洋工程等行业需求未来几年有望实现不断增长，我们预计未来三年，公司产量逐年提升，营收结构显著改善，同时随着行业产能的去化，产品价格有望继续回暖，公司营业收入也将不断增长。2019年、2020年、2021年公司的营业收入将分别达到43.19、53.89、66.76亿元；毛利率分别为21.63%、21.96%、22.09%。

表 5: 宝钛股份分板块营业收入及毛利率预测

输出	2017	2018	2019E	2020E	2021E
钛产品营收 (万元)	213,050.33	226,343.64	281,252.64	339,612.56	402,950.30
增长率	8.45%	6.24%	24.26%	20.75%	18.65%
毛利率	22.75%	24.74%	28.88%	30.24%	31.57%
其他金属产品营收 (万元)	62,340.73	102,197.83	137,967.07	186,255.55	251,444.99
增长率	57.01%	63.93%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	0.03%	5.40%	7.00%	7.00%	7.00%
其他业务 (万元)	12,248.09	12,477.92	12,727.48	12,982.03	13,241.67
增长率	-17.77%	1.88%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	46.09%	49.20%	20.00%	20.00%	20.00%
合计营收 (万元)	287,639.15	341,019.39	431,947.19	538,850.13	667,636.96
增长率	14.58%	18.56%	26.66%	24.75%	23.90%
毛利率	18.82%	19.84%	21.63%	21.96%	22.09%

资料来源: 信达证券研发中心

## 估值与投资评级

按照公司现有股本（430,265,700 股），当前公司 EPS（TTM）为 0.50 元，我们预计公司 2019 年、2020 年的 EPS 分别为 0.55、0.79 元，对应 2019 年 10 月 24 日的收盘价（22.54 元）的 PE 分别为 45、41、29 倍。而根据 Wind 统计数据的一致预期，可比 A 股上市公司 TTM、2019 年和 2020 年的平均 PE 分别为 79、60、49 倍，高于我们对宝钛股份的预测 PE。考虑到宝钛股份为我国钛材生产龙头企业，下游客户稳定，且具有一定的技术和成本优势，给予宝钛股份“增持”评级。

表 6: 部分 A 股可比上市公司估值情况

代码	简称	股价（元）	市值（亿元）	PE		
				TTM	2019E	2020E
002149.SZ	西部材料	7.66	32.59	51.84	27.36	22.53
688122.SH	西部超导	35.53	156.78	106.92	91.74	74.52
	平均		94.69	79.38	59.55	48.52
600456.SH	宝钛股份	22.54	96.98	45.24	41.00	29.00

资料来源：股价、市值以 2019 年 10 月 24 日收盘价为基准，宝钛股份 PE 为信达预测，其余为 Wind 一致预期。

## 风险因素

**宏观经济风险：**有色金属市场价格不仅受供求关系变化影响，而且还与全球经济状况、重大政治事件、市场投机等多种因素密切相关。未来如果金属市场价格出现大幅下跌，则将对公司的盈利能力及估值造成不利影响。

**原材料供给不足风险：**海绵钛是钛材加工企业必备的原材料。公司所需的海绵钛原材料外部采购占比较大，原料市场的供求关系会直接影响公司的生产经营。

**下游行业波动风险：**钛材虽然拥有特殊性能，潜在市场非常广阔。但由于生产工艺复杂，生产成本高昂，其主要应用范围受限于航空航天、化工、医疗以及高档消费品等少数几个领域。因此，钛材市场对相关行业的依赖性较强，航空航天及化工行业的市场容量直接制约着钛材的需求市场。

**行业竞争风险：**市场波动频繁、竞争日益激烈、行业对手不断增多，公司面临的市场竞争更加激烈。



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4,158.22	4,605.66	6,150.13	6,686.70	7,355.15
货币资金	673.74	1,062.68	1,718.88	1,173.09	531.60
应收票据	853.09	609.28	771.74	962.73	1,192.83
应收账款	752.50	1,009.31	1,278.42	1,594.82	1,975.99
预付账款	22.16	41.38	51.24	63.66	78.75
存货	1,846.74	1,874.97	2,321.81	2,884.34	3,567.94
其他	10.00	8.04	8.04	8.04	8.04
<b>非流动资产</b>	2,741.42	2,669.90	2,666.86	2,662.85	2,662.64
长期股权投资	0.00	15.13	15.13	15.13	15.13
固定资产(合计)	2,318.94	2,236.82	2,198.08	2,214.13	2,187.70
无形资产	125.56	135.41	141.65	147.68	153.51
其他	296.92	282.53	311.99	285.90	306.29
<b>资产总计</b>	6,899.64	7,275.55	8,816.99	9,349.54	10,017.79
<b>流动负债</b>	1,823.50	3,239.16	3,349.42	3,486.26	3,652.26
短期借款	1,055.00	1,525.00	1,525.00	1,525.00	1,525.00
应付票据	119.02	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	240.63	363.78	450.48	559.62	692.25
其他	408.85	1,350.38	1,373.94	1,401.64	1,435.01
<b>非流动负债</b>	1,344.58	178.91	1,378.91	1,378.91	1,378.91
长期借款	200.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,144.58	178.91	1,378.91	1,378.91	1,378.91
<b>负债合计</b>	3,168.07	3,418.07	4,728.33	4,865.17	5,031.17
少数股东权益	306.65	312.95	352.03	408.42	479.99
归属母公司股东权益	3,424.92	3,544.53	3,736.63	4,075.96	4,506.63
<b>负债和股东权益</b>	6,899.64	7,275.55	8,816.99	9,349.54	10,017.79

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,876.39	3,410.19	4,319.47	5,388.50	6,676.37
同比(%)	14.58%	18.56%	26.66%	24.75%	23.90%
归属母公司净利润	21.48	141.09	235.13	339.32	430.68
同比(%)	-41.72%	556.74%	66.65%	44.31%	26.92%
毛利率(%)	18.82%	19.84%	21.63%	21.96%	22.09%
ROE%	0.63%	4.05%	6.46%	8.69%	10.04%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.33	0.55	0.79	1.00
P/E	451	69	41	29	23
P/B	2.83	2.74	2.60	2.38	2.15
EV/EBITDA	30.26	23.64	19.48	15.99	13.74

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	2,876.39	3,410.19	4,319.47	5,388.50	6,676.37
营业成本	2,334.99	2,733.61	3,385.08	4,205.22	5,201.87
营业税金及附加	37.92	36.36	46.06	57.46	71.19
销售费用	33.95	39.29	44.49	55.50	68.77
管理费用	271.35	181.94	215.97	269.43	333.82
研发费用	0.00	100.69	127.54	159.10	197.13
财务费用	131.43	96.32	135.92	126.68	133.85
减值损失合计	44.16	61.97	72.13	83.75	111.14
投资净收益	-2.30	-0.17	-0.07	0.00	0.00
其他	24.41	40.62	31.92	35.74	33.83
<b>营业利润</b>	44.71	200.46	324.15	467.10	592.43
营业外收支	10.24	-8.94	-1.55	-1.55	-1.55
<b>利润总额</b>	54.95	191.52	322.60	465.55	590.88
所得税	20.03	26.98	48.39	69.83	88.63
<b>净利润</b>	34.92	164.54	274.21	395.72	502.25
少数股东损益	13.44	23.45	39.08	56.39	71.57
<b>归属母公司净利润</b>	21.48	141.09	235.13	339.32	430.68
EBITDA	403.12	525.34	699.24	851.69	991.37
EPS(当年)(元)	0.05	0.33	0.55	0.79	1.00

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	215.81	375.83	-137.32	-175.61	-257.28
净利润	34.92	164.54	274.21	395.72	502.25
折旧摊销	215.53	218.99	229.93	241.98	255.05
财务费用	132.64	114.83	146.72	144.16	145.44
投资损失	2.30	0.17	0.07	0.00	0.00
营运资金变动	-215.54	-195.10	-850.15	-1,029.26	-1,255.09
其它	45.96	72.40	61.91	71.79	95.07
<b>投资活动现金流</b>	-32.36	-46.96	-216.74	-226.01	-238.77
资本支出	-36.85	-56.34	-216.67	-226.01	-238.77
长期投资	0.00	0.00	-0.07	0.00	0.00
其他	4.49	9.38	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-170.29	55.00	1,010.25	-144.16	-145.44
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-10.00	220.00	1,200.00	0.00	0.00
支付利息或股息	169.26	164.97	189.75	144.16	145.44
<b>现金流净增加额</b>	6.90	397.60	656.20	-545.78	-641.49

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

**王佐玉**，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，2019 年开始从事有色金属行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。