

高端装备制造与新材料研究中心

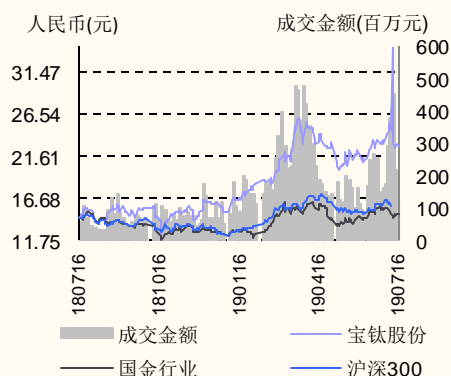
宝钛股份 (600456.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.94 元
 目标价格 (人民币): 35.00-35.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	430.27
总市值 (百万元)	9,870.30
年内股价最高最低 (元)	34.54/12.60
沪深 300 指数	3802.79
上证指数	2933.36



相关报告

- 《业绩大幅增长，高端钛材有望打开未来空间》，2019.3.28
- 《业绩实现大幅增长，印证钛加工行业反转》，2019.1.20
- 《高端发力、民用反转，公司业绩拐点确立》，2018.10.28
- 《大幅扭亏向上，步入业绩上升通道-宝钛股份半年报点评》，2018.8.16

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

赵玥炜 联系人
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

业绩超预期，高端产品占比提升打开盈利空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.05	0.33	0.61	0.87	1.01
每股净资产 (元)	7.96	8.24	8.80	9.61	10.57
每股经营性现金流 (元)	0.50	0.87	1.04	1.51	1.82
市盈率 (倍)	473	46	38	27	23
净利润增长率 (%)	-42%	557%	85%	43%	17%
净资产收益率 (%)	0.6%	4.0%	6.9%	9.0%	9.6%
总股本 (百万股)	430	430	430	430	430

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 宝钛股份发布业绩预告，预计 2019 年上半年实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 224%；扣非归母净利润约为 1 亿元，同比增长 296%。公司产品订货、销售额同比显著提升，业绩实现超预期增长。

经营分析

- 订货增长叠加结构优化，业绩实现大幅增长，上半年预计同比增加 224%

- 公司正随国内钛加工行业步入兑现期而迈入上升期，上半年预计归母净利润 1.1 亿元，同比增长 224%，超出市场预期；
- 业绩大幅增长主要是因为销量增长及产品结构优化。受益航空市场需求增长与民用领域逐步复苏，公司钛材订货量与销售量稳步增长；同时，公司加大产品结构调整力度，我们预计高端钛材占比持续提升，盈利能力加强。

- 确定性受益航空工业发展，拓展船舶、核电、医疗等高端领域打开盈利空间

- 公司是中航工业资深钛材供应商、波音与空客等国际公司战略伙伴，引领我国最新机型及国产发的钛材配套，确定性受益航空工业的景气发展。
- 高端钛材应用领域不断拓宽，将进一步打开应用面与盈利空间。公司正积极开拓船舶、海洋、核电、环保、医疗等高附加值领域，扩大高端产品应用面与市场份额。

- 具“铸-锻-钛材加工”完整产业链，龙头地位凸显，显著受益供需格局改善

- 中低端钛材供需格局显著改善：供给端，环保督察“两断三清”与上游海绵钛价格上涨至 7.6 万元/吨，使陕西省宝鸡市不合规及小钛材厂关停；需求端，下游产业转型升级拉动钛材需求，石化炼化用钛材将随大炼化基地项目投资而迎来需求高峰。
- 我们判断，钛材需求旺盛、成本抬升预期下具提价条件，景气正在向公司利润端传导。2018 年公司钛产品毛利率为 24.7%，同比提升 2pct。

盈利调整与投资建议

- 我们维持公司盈利预测不变，预计 2019-2021 年归母净利润 2.6/3.7/4.4 亿元，对应 PE 为 38/27/23 倍，考虑到市场估值中枢较前两年有所下移，我们给予公司 2020 年 PE40 倍，6-12 个月目标价 35 元。

风险提示

- 军品放量进程不达预期；海绵钛降价导致公司钛材提价进程不达预期；大炼化项目投资进程不达预期；环保督察关停企业后期可能复产。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,510	2,876	3,410	3,857	4,276	4,575
增长率		14.6%	18.6%	13.1%	10.9%	7.0%
主营业务成本	-2,000	-2,335	-2,734	-3,047	-3,295	-3,508
%销售收入	79.7%	81.2%	80.2%	79.0%	77.1%	76.7%
毛利	510	541	677	810	981	1,067
%销售收入	20.3%	18.8%	19.8%	21.0%	22.9%	23.3%
营业税金及附加	-30	-38	-36	-41	-46	-49
%销售收入	1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-34	-34	-39	-44	-45	-48
%销售收入	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-251	-271	-283	-311	-338	-355
%销售收入	10.0%	9.4%	8.3%	8.1%	7.9%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	195	198	318	415	552	615
%销售收入	7.8%	6.9%	9.3%	10.8%	12.9%	13.4%
财务费用	-107	-131	-96	-77	-87	-88
%销售收入	4.3%	4.6%	2.8%	2.0%	2.0%	1.9%
资产减值损失	-73	-44	-62	-50	-49	-41
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	-5	-2	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	10	45	200	329	460	533
营业利润率	0.4%	1.6%	5.9%	8.5%	10.8%	11.6%
营业外收支	33	10	-9	4	6	9
税前利润	43	55	192	333	466	542
利润率	1.7%	1.9%	5.6%	8.6%	10.9%	11.8%
所得税	-4	-20	-27	-47	-66	-76
所得税率	9.0%	36.4%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
净利润	39	35	165	286	400	465
少数股东损益	2	13	23	25	28	30
归属于母公司的净利润	37	21	141	261	372	435
净利率	1.5%	0.7%	4.1%	6.8%	8.7%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	39	35	165	286	400	465
少数股东损益	2	13	23	25	28	30
非现金支出	306	260	281	269	278	280
非经营收益	121	137	125	93	100	100
营运资金变动	-593	-216	-195	-199	-129	-60
经营活动现金净流	-127	216	376	448	649	785
资本开支	37	-37	-56	-135	-133	-139
投资	4	0	-7	0	0	0
其他	3	4	16	0	0	0
投资活动现金净流	45	-32	-47	-135	-133	-139
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	65	-10	220	-275	-300	-442
其他	-139	-167	-151	-119	-129	-132
筹资活动现金净流	-74	-177	69	-395	-429	-574
现金净流量	-157	7	398	-82	87	71

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	704	674	1,063	981	1,068	1,139
应收款项	1,285	1,609	1,623	1,756	1,876	1,943
存货	2,051	1,847	1,875	2,004	2,077	2,115
其他流动资产	24	29	45	40	42	44
流动资产	4,063	4,158	4,606	4,781	5,063	5,241
%总资产	58.6%	60.3%	63.3%	64.9%	66.9%	68.5%
长期投资	216	188	197	197	197	197
固定资产	2,516	2,406	2,320	2,232	2,136	2,029
%总资产	36.3%	34.9%	31.9%	30.3%	28.2%	26.5%
无形资产	121	126	135	144	152	170
非流动资产	2,873	2,741	2,670	2,591	2,502	2,414
%总资产	41.4%	39.7%	36.7%	35.1%	33.1%	31.5%
资产总计	6,936	6,900	7,276	7,372	7,565	7,655
短期借款	1,345	1,305	2,723	2,448	2,148	1,706
应付款项	461	433	448	522	616	692
其他流动负债	93	85	67	100	121	134
流动负债	1,899	1,823	3,239	3,070	2,885	2,531
长期贷款	170	200	0	0	0	0
其他长期负债	1,133	1,145	179	179	179	179
负债	3,202	3,168	3,418	3,249	3,064	2,710
普通股股东权益	3,426	3,425	3,545	3,784	4,135	4,549
少数股东权益	308	307	313	338	366	396
负债股东权益合计	6,936	6,900	7,276	7,372	7,565	7,655

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.086	0.050	0.328	0.607	0.865	1.012
每股净资产	7.961	7.960	8.238	8.795	9.610	10.572
每股经营现金净流	-0.296	0.502	0.873	1.042	1.508	1.824
每股股利	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	1.08%	0.63%	3.98%	6.90%	9.00%	9.57%
总资产收益率	0.53%	0.31%	1.94%	3.54%	4.92%	5.69%
投入资本收益率	2.84%	2.02%	4.15%	5.42%	7.13%	7.94%
增长率						
主营业务收入增长率	17.20%	14.58%	18.56%	13.12%	10.86%	6.98%
EBIT增长率	202.73%	1.68%	60.60%	30.37%	33.13%	11.33%
净利润增长率	-119.74%	-41.72%	556.74%	85.18%	42.51%	16.89%
总资产增长率	-0.53%	-0.52%	5.45%	1.32%	2.63%	1.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.8	91.6	94.3	94.0	93.5	93.0
存货周转天数	371.2	304.6	248.5	240.0	230.0	220.0
应付账款周转天数	55.9	39.0	40.4	42.0	45.0	47.0
固定资产周转天数	357.6	294.3	239.4	200.6	170.1	148.1
偿债能力						
净负债/股东权益	48.35%	48.98%	43.05%	35.58%	23.99%	11.45%
EBIT利息保障倍数	1.8	1.5	3.3	5.4	6.4	7.0
资产负债率	46.17%	45.92%	46.98%	44.08%	40.50%	35.41%

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	1	2	4	8	19
增持	0	0	2	2	6
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	1
评分	2.00	1.67	1.57	1.36	1.46

来源：朝阳永续

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。

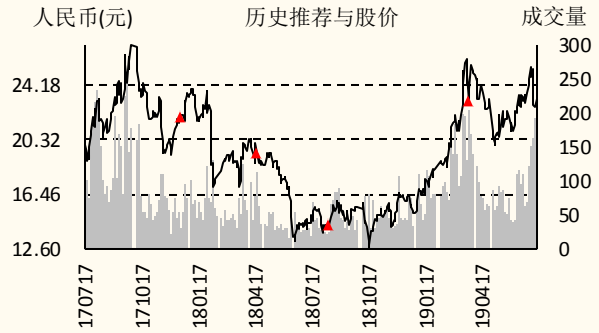
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-12-20	买入	21.67	40.00~40.00
2	2018-04-20	买入	20.13	40.00~40.00
3	2018-08-16	买入	14.18	40.00~40.00
4	2018-10-28	买入	14.16	N/A
5	2019-01-20	买入	17.48	N/A
6	2019-03-28	买入	24.77	40.00~40.00

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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