

公司研究/深度研究

2018年12月13日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 16.25
合理价格区间(元): 17.15~18.62

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪婉 执业证书编号: S0570518080006
研究员 0755-82125064
sunxuewan@htsc.com

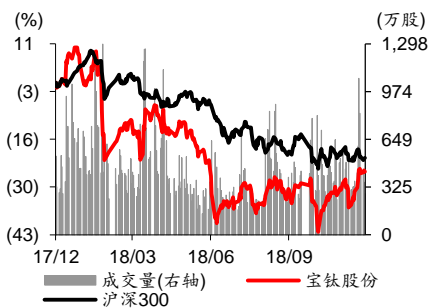
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1 《宝钛股份(600456,增持): 钛材量价齐升, Q3 业绩增厚》2018.10
- 2 《宝钛股份(600456,增持): 钛市场回暖, 二季度业绩环比改善》2018.08
- 3 《宝钛股份(600456,增持): 主营业务改善, 未来看高端钛增长》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股) | 430.27 |
| 流通 A 股 (百万股) | 430.27 |
| 52 周内股价区间 (元) | 12.56-23.97 |
| 总市值 (百万元) | 6,992 |
| 总资产 (百万元) | 7,329 |
| 每股净资产 (元) | 8.14 |

资料来源: 公司公告

钛业景气复苏, 龙头苦尽甘来

宝钛股份(600456)

三重需求共振, 钛材龙头重新崛起

在军品、民品、出口需求齐改善的情况下, 钛行业景气度复苏, 公司业绩有望持续改善。2018 年前三季度, 公司业绩已创十年来同期新高。未来, 军品方面新一代空军装备有望逐渐列装并放量; 民品方面化工设备需求持续回暖而供给端产能控制有序; 出口方面国际民航订单量增长, 均对公司利好。此外公司今年改革并优化管理, 管理和财务费用同比明显下降。预计公司 2018-20 年归母净利润为 1.53/2.11/2.77 亿元, 维持增持评级。

新一代空军装备放量, 拉动军品钛材需求

我们认为公司军品钛材需求有望增长。从历史规律看, 每个五年计划后期, 军工集团营收和净利润增速呈现上升趋势, 而材料企业作为产业链前端有望首先受益。叠加 2016 年以来, 大型运输机、新一代战斗机等新装备集中列装, 旧一代军机存在更新需求, 我国战略空军发展提速, 未来军品钛材市场需求广阔。考虑到公司军品钛材附加值高, 是其加工业务毛利的重要来源, 军品钛材需求增长有望显著增厚公司业绩。

民品供需格局改善, 产业链利润大幅提升并有望维持

公司民品业务利润可拆分为钛材加工和海绵钛环节。对钛材加工环节, 一方面年内化工领域消费旺盛, 纯碱和氯碱企业由于环保压力, 设备换新需求增加, 上半年两碱企业在建工程同比增加近 80%, 拉动钛材消费。此外宝鸡钛材中小加工企业生产仍受限, 供需格局改善使钛材价格 Q3 中期以来涨幅超过原料海绵钛。海绵钛环节, 原料四氯化钛受环保影响而供给受限, 价格维持高位, 并对海绵钛价格形成支撑。而公司采用全流程工艺, 可以更多受益于海绵钛与钛矿价差的拉大。我们预计在需求稳健, 供给各环节受环保影响保持收缩的环境下, 公司民品钛材利润有望维持高位。

国际民航业订单增加, 公司海外订单前景广阔

出口钛材方面, 公司高附加值产品航空钛材需求有望增长。据波音公司公告, 当前公司民航客机订单增长幅度较大, 截至 18Q3 末, 波音客机订单数量为 622 架, 同比增加 48.80%, 并且其中大型宽体客机增长明显。我们推算今年前三季度波音客机订单带来的钛材需求同比增加约 179%, 增加 2016 吨, 2019 年全球航空钛材企业的供货量有望因此增加, 公司亦有望受益。此外, 国际海绵钛价格同比与国际客机钛材需求同比呈现正相关性, 航空业需求向好也有望对钛产品价格提供支撑。

2019 年公司业绩有望进一步增长, 维持增持评级

我们判断公司军品和出口钛材订单每年有约 300 吨增长, 海绵钛价格稳中略升, 预计公司 2018-20 年归母净利润为 1.53/2.11/2.77 亿元。参考可比公司 19 年平均 29.96 倍的 Wind 一致预期 PE, 考虑到公司国际领先钛材企业的地位, 以及具备军工概念, 我们给予公司一定估值溢价, 给予其 19 年 35-38 倍 PE, 对应目标价 17.15-18.62 元, 维持增持评级。

风险提示: 公司产量不及预期、钛材或海绵钛价格下跌、成本提升等。

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 2,510 | 2,876 | 3,868 | 4,144 | 4,430 |
| +/-% | 17.20 | 14.58 | 34.47 | 7.13 | 6.91 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 36.86 | 21.48 | 152.99 | 211.08 | 277.13 |
| +/-% | 119.74 | (41.72) | 612.10 | 37.97 | 31.29 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.09 | 0.05 | 0.36 | 0.49 | 0.64 |
| PE (倍) | 191.78 | 329.05 | 46.21 | 33.49 | 25.51 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 钛业龙头复苏，前三季度同期业绩创上市后新高..... | 4 |
| 国内高端钛材龙头企业..... | 4 |
| 前三季度业绩大幅扭亏并创新高，管理和财务费用显著降低..... | 5 |
| 军品、民品、出口产品需求齐发力..... | 8 |
| 军工装备进入放量期，带动高端钛材需求..... | 8 |
| 从历史规律判断军工装备将加速放量，材料企业有望率先受益..... | 8 |
| 我国战略空军发展提速，新型号批产上量带动高端钛材需求..... | 9 |
| 受益于涨价，钛民品产业链盈利水平回暖..... | 10 |
| 化工需求好转叠加低端供给收缩，钛材加工环节利润增厚..... | 10 |
| 海绵钛与钛矿价差扩大，冶炼环节利润亦增长..... | 11 |
| 海外航空需求增长，外贸订单前景向好..... | 13 |
| 盈利预测和估值..... | 15 |
| PE/PB - Bands..... | 16 |
| 风险提示..... | 17 |

图表目录

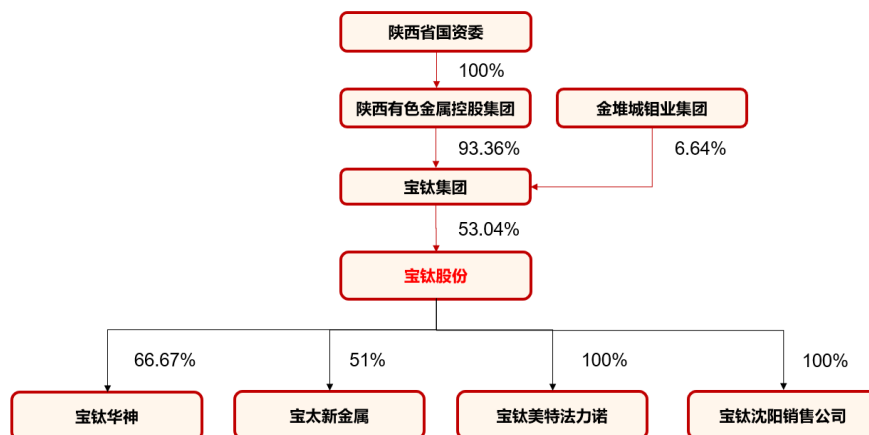
| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司股权结构 (截至 2018H1 末) | 4 |
| 图表 2: 公司上市以来募集资金情况 | 4 |
| 图表 3: 公司营业收入和营业总成本 | 5 |
| 图表 4: 公司 2018 年前三季度归母净利润显著改善 | 5 |
| 图表 5: 公司 2018H1 钛材销量同比大幅增加 | 5 |
| 图表 6: 公司 2018 年各季度管理费用和财务费用渐次下降 | 5 |
| 图表 7: 公司 2018H1 约有 570 万元汇兑收益 | 6 |
| 图表 8: 2018Q2 以来人民币相对美元整体贬值 | 6 |
| 图表 9: 公司各季度末应收账款及该季度经营性现金流净额 | 6 |
| 图表 10: 公司应收账款计提比例及坏账准备 (万元) | 6 |
| 图表 11: 公司应收账款按欠款方分布 (截至 18H1 末) | 7 |
| 图表 12: 七大军工集团总收入: 五年计划后期增长多数情况下加速 | 8 |
| 图表 13: 七大军工集团净利润: 五年计划后期增长多数情况下加速 | 8 |
| 图表 14: 军工材料类企业营收增速领先下游装备企业 9-12 个月 | 8 |
| 图表 15: 我国各类军机数量与美国对比, 除战斗机外均差距较大 | 9 |
| 图表 16: 2017 年化工领域钛材消费量已止跌回升 | 10 |
| 图表 17: 各领域钛材消费量: 2017 年化工行业需求增长明显 | 10 |
| 图表 18: 化工各分项领域固定资产投资累计同比增速出现回升 | 10 |
| 图表 19: 2017Q3 后化工两碱企业在建工程维持高位, 拉动钛材需求 | 11 |
| 图表 20: 化工钛材消费量同比与两碱企业在建工程同比变化趋势相同 | 11 |
| 图表 21: 2017 年初至今钛板、钛管和海绵钛价格走势 | 11 |
| 图表 22: 2018Q3 至今钛板价格涨幅超过海绵钛 | 11 |
| 图表 23: 我国四氯化钛产量增速转负, 将制约下游海绵钛生产 | 12 |
| 图表 24: 我国海绵钛产量增速转负, 对价格形成支撑 | 12 |
| 图表 25: 2018 年初至 11 月下旬, 海绵钛价格涨幅超过钛矿价格涨幅, 利好全流程工艺企业 | 12 |
| 图表 26: 公司合并报表毛利润与国内海绵钛价格正相关性高, 说明海绵钛涨价对公司多数时候利好 | 12 |
| 图表 27: 2018 年前三季度波音飞机订单量同比明显上升 | 13 |
| 图表 28: 2018 年前三个季度波音飞机订单量同比均为近几年较高值 | 13 |
| 图表 29: 波音各机型订单情况, 2018 年前三季度 B777 和 B787 同比增加明显 | 13 |
| 图表 30: 2018 年前三季度波音订单量同比增长使钛材需求量增加 179% | 14 |
| 图表 31: 2014 年后, 国际海绵钛价格变化与航空钛材需求量变化正相关 | 14 |
| 图表 32: 公司盈利预测核心假设及相关结果 | 16 |
| 图表 33: 可比公司 Wind 一致预期估值 | 16 |
| 图表 34: 宝钛股份历史 PE-Bands | 16 |
| 图表 35: 宝钛股份历史 PB-Bands | 16 |

钛业龙头复苏，前三季度同期业绩创上市后新高

国内高端钛材龙头企业

公司是国内最大的钛及钛合金研发和生产基地，成立于 1999 年，并在 2002 年于上交所上市。公司具备 2 万吨钛加工材生产能力，是国际四大钛合金专业加工企业之一，整体装备水平达到国际先进水平。截至 2018Q3，公司第一大股东是宝钛集团，持股 53.04%，公司实际控制人为陕西省国资委。截至 2018H1，公司主要控股四家子公司，持有宝钛华神 66.67% 股权，持有宝太新金属 51% 股权，持有宝钛美特法力诺 100% 股权，持有宝钛沈阳销售公司 100% 股权，上述子公司分别从事海绵钛生产、钛材研发、钛材加工和钛产品销售业务。

图表1： 公司股权结构（截至 2018H1 末）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

融资方面，公司 2002 年 IPO 募集 3.11 亿元，主要用于钛合金棒及锻轧件工程、钛熔铸系统技术改造、引进冷炉床熔炼炉技术等。2006 年，公司定增募集 8.00 亿元，进行收购宝钛集团快锻和精密铸造生产线，增加 5000 吨熔铸能力等项目。2008 年，公司公开增发募集 14.85 亿元，投入钛带生产线建设、宝钛工业园及配套设施建设、钛及钛合金扩能、增资控股锦州华神钛业等项目。2014 年公司发行中期票据募集 10.00 亿元资金。

图表2： 公司上市以来募集资金情况

| 募集资金方式 | 项目 | 相关信息 |
|-------------|--------|---------------------------------|
| IPO (2002) | 发行股本 | 6000 万股 |
| | 募集资金净额 | 3.11 亿元 |
| | 募集资金用途 | 高性能优质钛合金棒及锻轧件工程，钛熔铸系统技术改造项目等 |
| 定向增发 (2006) | 发行股本 | 2582 万股 |
| | 募集资金净额 | 8.00 亿元 |
| | 募集资金用途 | 收购宝钛集团快锻和精密铸造生产线，增加 5000 吨熔铸能力等 |
| 公开增发 (2008) | 发行股本 | 2365 万股 |
| | 募集资金净额 | 14.85 亿元 |
| | 募集资金用途 | 钛带生产线建设、宝钛工业园及配套设施等多个项目 |
| 中期票据 (2014) | 募集资金净额 | 10.00 亿元 |

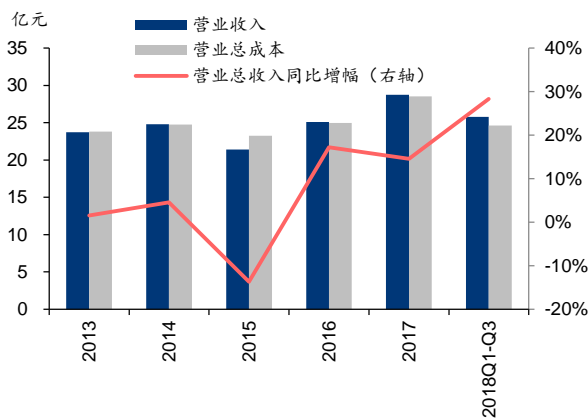
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

前三季度业绩大幅扭亏并创新高，管理和财务费用显著降低

公司今年业绩明显改善，前三季度同期归母净利润创上市后新高。前三季度公司营收 25.77 亿元，同比增加 28.33%；归母净利润 0.97 亿元，同比扭亏，增加 1.24 亿元。其中第三季度营收 9.98 亿元，同比增加 15.07%，环比增加 12.77%；归母净利润 0.63 亿元，同比增加 146.98%，环比增加 48.54%。公司业绩改善一方面源于市场需求好转、订单数量增长。2018 年上半年，公司钛材销量达到 5797 吨，同比增加 45.04%，而公司上半年钛产品毛利率为 22.12%，较 2017 年的 22.75% 接近，可见上半年利润改善主要源于量增。

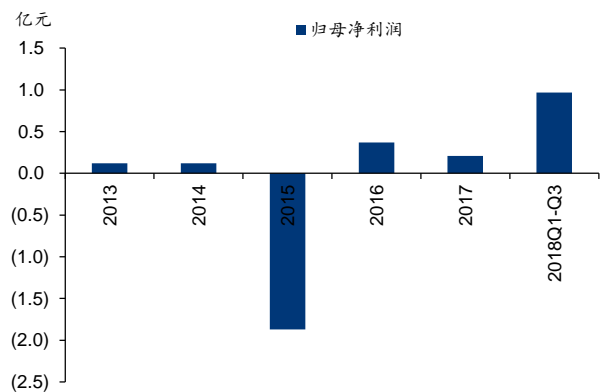
另一方面，公司今年各项费用较低，公司管理费用连续三个季度环比下降，管理费用从 17Q4 的 0.91 亿元下降至 18Q3 的 0.41 亿元，管理费用率从 10.48% 下降至 4.11%。公司财务费用从 17Q4 的 0.40 亿元下降至 18Q3 的 0.14 亿元，财务费用率从 4.61% 下降至 1.40%。根据公司 18 年中报，公司上半年的 0.55 亿元财务费用中含 -0.06 亿元的汇兑损益，而去年同期财务费用和汇兑损益分别为 0.53 亿元和 0.02 亿元，且 Q3 财务费用 0.14 亿元，环比 Q2 继续下降 0.09 亿元，我们推测是由于公司有出口钛材产品，人民币今年整体贬值趋势下公司收获了一定汇兑收益。四季度人民币相对美元又略有贬值，公司汇兑收益可能继续增加。

图表3：公司营业收入和营业总成本



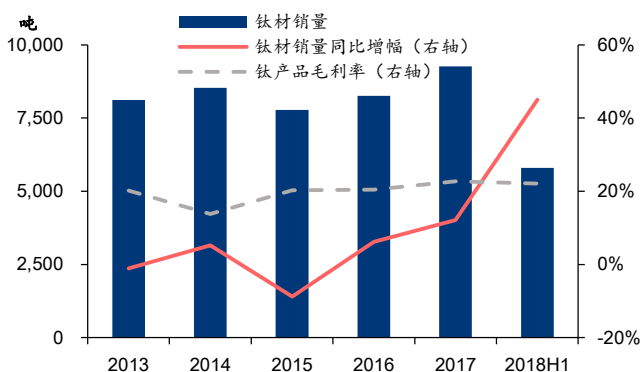
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司 2018 年前三季度归母净利润显著改善



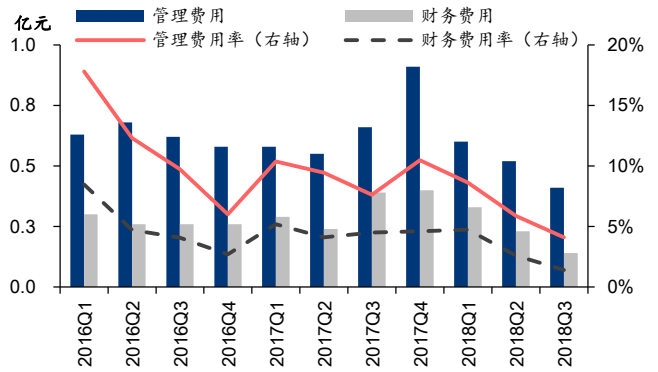
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：公司 2018H1 钛材销量同比大幅增加



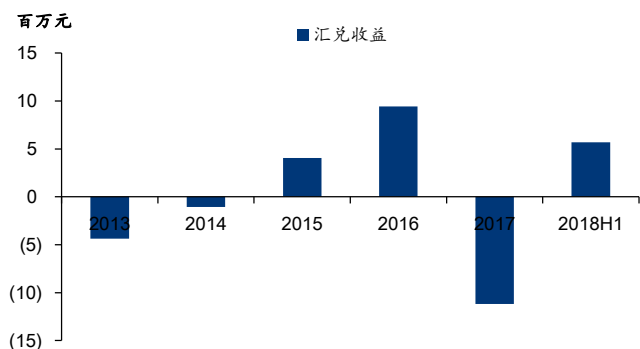
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：公司 2018 年各季度管理费用和财务费用渐次下降



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 公司 2018H1 约有 570 万元汇兑收益



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

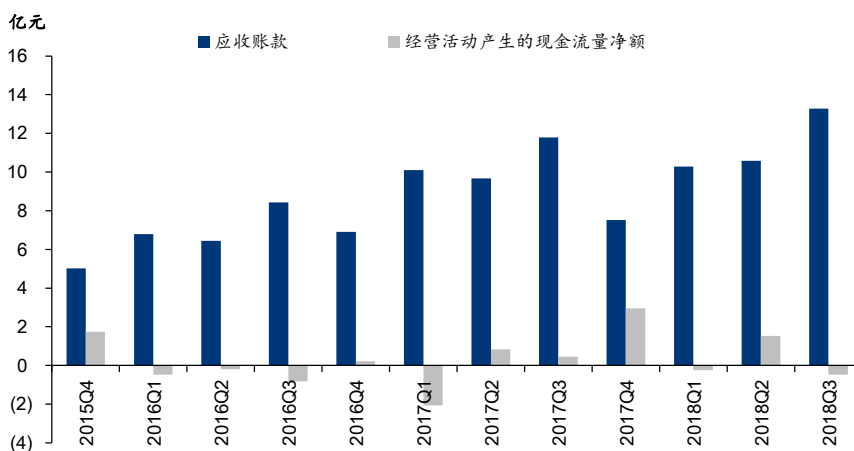
图表8: 2018Q2 以来人民币相对美元整体贬值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

资产负债表端, 市场普遍关注公司的应收账款。根据公司中报, 公司上半年由于客户欠款增加, 2018H1 末应收账款达到 10.58 亿元, 较 17 年末增加 3.05 亿元。公司应收账款坏账计提随之上升, 坏账金额由 17 年末的 5576 万元上升至 7749 万元, 使公司上半年计提坏账资产减值 2146 万元, 同比增加 68.67%。从公司季报来看, 2018Q3 末公司应收账款为 13.29 亿元, 较上半年末继续增加 2.71 亿元, 受此影响公司 Q3 经营性现金流净额为 -0.47 亿元, 资金压力增加。公司承接较多军品订单, 应收账款压力一般偏大, 但四季度多为集中回款期, 自 2009 年至今每年四季度经营性现金流都为正, 我们预计今年四季度公司现金流情况亦有望出现一定改善。

图表9: 公司各季度末应收账款及该季度经营性现金流净额



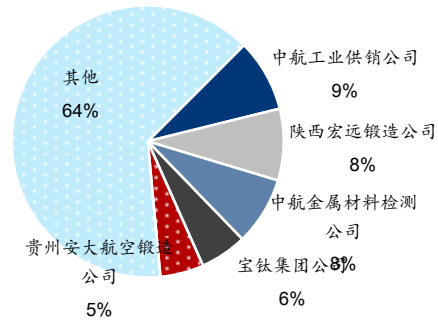
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 公司应收账款计提比例及坏账准备 (万元)

| 应收账款账龄 | 应收账款计提比例 | 2015 坏账准备 | 2016 坏账准备 | 2017 坏账准备 | 2018H1 坏账准备 |
|-----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 年以内 | 5% | 2085 | 3365 | 3590 | 5247 |
| 1-2 年 | 10% | 518 | 267 | 625 | 622 |
| 2-3 年 | 15% | 382 | 197 | 99 | 15 |
| 3-4 年 | 30% | 610 | 513 | 114 | 180 |
| 4-5 年 | 50% | 184 | 494 | 545 | 117 |
| 5 年以上 | 100% | 730 | 874 | 603 | 1566 |
| 合计 | | 4509 | 5710 | 5576 | 7747 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11： 公司应收账款按欠款方分布（截至 18H1 末）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

军品、民品、出口产品需求齐发力

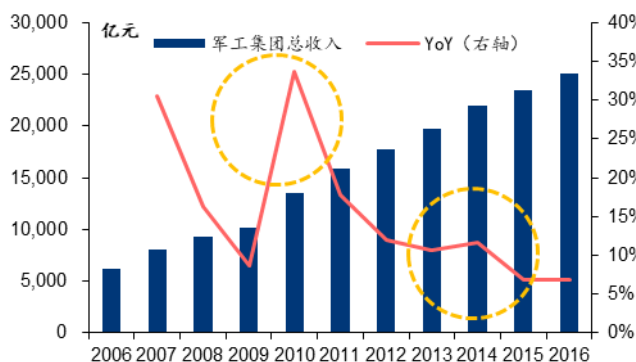
公司主营的钛材产品主要用于三大方向：国内军用、国内民用、海外（航空）出口。我们认为，上述三领域对钛材的需求均呈现增长，由此我们看好公司作为钛行业龙头企业，有望充分享受到行业需求和盈利水平的改善，公司业绩或继续增厚。

军工装备进入放量期，带动高端钛材需求

从历史规律判断军工装备将加速放量，材料企业有望率先受益

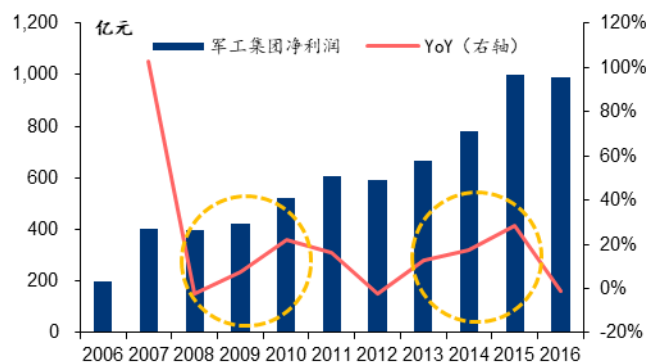
我们维持 2018 年 2 月外发报告《否极“钛”来，军工材料元年开启》的观点，在当前时点看好军工相关的装备制造放量，主要因为（1）从历史上看，每个五年计划期间军工集团的业绩呈现前低后高的规律；（2）2016 年至今我国诸如四代战机、大型运输机、万吨级驱逐舰等多种新一代重要武器装备集中亮相，后续相关装备有望批量生产及列装；（3）军改落地后装备或迎来补偿式增长；（4）军民融合持续推进，民营企业涉足军工领域起到了较好的鲶鱼效应，加快了产品研发并促使成本下降。

图表12： 七大军工集团总收入：五年计划后期增长多数情况下加速



资料来源：各集团官网，中国债券信息网，华泰证券研究所

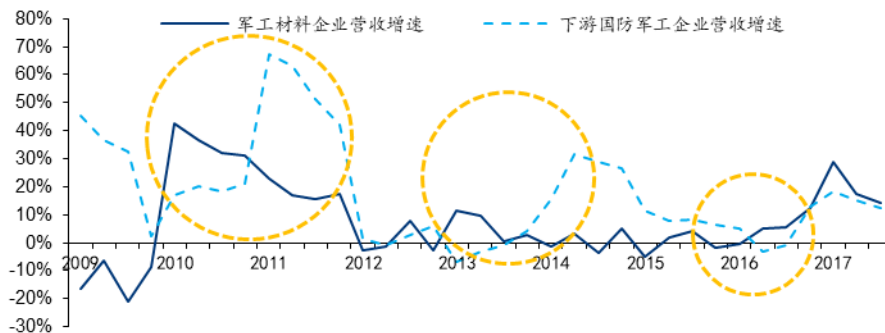
图表13： 七大军工集团净利润：五年计划后期增长多数情况下加速



资料来源：各集团官网，中国债券信息网，华泰证券研究所

并且，在军工产业链中，考虑到材料类企业营收和利润相对于下游的领先性（材料企业的营收同比增速一般领先于下游军工企业 9-12 个月），以及材料类企业相对较高的利润水平（据 Wind 相关企业公告，2017 年材料类企业平均营业利润为 15% 左右，高于下游企业 6% 的平均水平）和高技术壁垒，我们认为相关公司已具备投资价值。我们认为宝钛股份业绩的改善、订单数量增长与军工装备自 2018 年以来的需求反弹有较大关系。

图表14： 军工材料类企业营收增速领先下游装备企业 9-12 个月



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我国战略空军发展提速，新型号批产上量带动高端钛材需求

根据华泰军工组观点，我国战略空军已获官方确认，空军建设有望持续提速，这是新形势下积极防御军事战略发展的重要内容。2016 年珠海航展期间运 20、歼 20 等多款新型号进行了动态展示，标志着我国战机研制走向成熟。从型谱来看，中国的军用飞机主流型号已基本与美国一致，但在数量、结构以及个别机型型谱方面差距明显。

从数量和结构来看，根据《World Air Force 2018》统计，截至 2017 年底，中美两国在战斗机数量方面差距最小，但以歼 7、歼 8 为代表的中国二代战斗机数量仍然较多，而美国则是以三、四代战斗机为主。我国特种飞机仅约美国的九分之一，在电子侦察、海洋巡逻反潜等领域差距较大。我国运输机数量不到美国 2 成，且以中型运输机为主。大型加油机美国接近 600 架，国内大型加油机还需要等待运 20 的后续加油型改装。我国武装直升机数量约为美国的七分之一，教练机仅是美国的八分之一。综合来看，中美在军用飞机数量方面差距大，每种机型都有较大的发展空间。

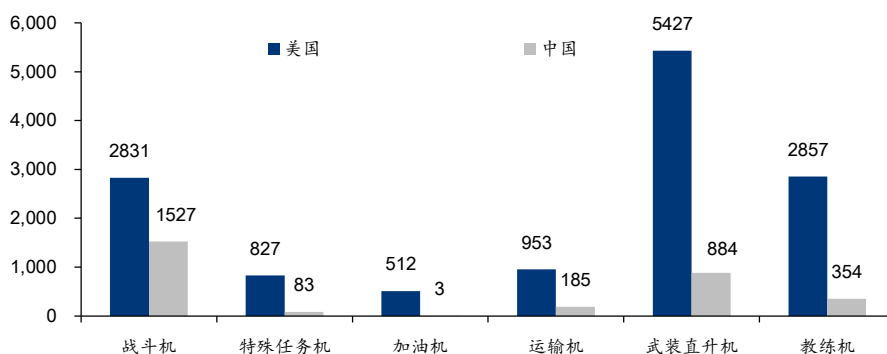
根据华泰军工组观点，军机产业链正从技术拐点走向财务拐点，新型号将逐渐爬坡上量。战斗机方面，J-20 目前技术初步成熟，开始小批量生产列装；随着我国加快建设航母编队体系，第一艘国产航母正式下水，J-15 舰载机作为配备在航空母舰上的主要武器，也将得到快速发展。运输机方面，根据《World Air Force 2018》统计，我国军事航空运输的主力机型是运-8 中型中程运输机和少量伊尔-76 大型运输机，大型运输机占比仅 11%，而运-20 作为中国独立研发的大型运输机，有效载荷达 60 吨以上，性能与 C-17 接近，未来有望弥补我国战略空运力量不足的问题。

武装直升机方面，中国目前缺乏大型军用直升机，但 Z-10 等型号近期发展较快。教练机方面，我军高级训练任务仍主要由歼教-7（二代机）承担，无法为三代机及四代机培训飞行员。随着战斗机的更新换代，国内高级教练机市场有望迎来蓬勃发展期，L-15 是中国最新研制的高教机，其性能优于俄罗斯雅克-130，与美国 T-50 接相当，且价格低廉。

近两年我国航空军事业迅速发展，不但四代战斗机和大型运输机逐步列装，矢量发动机等关键装备也取得了突破性进展，基本上追平与美国最先进的装备的代际差距。在 2018 年第十二届珠海国际航展上，歼 10-B 矢量验证机表演了“眼镜蛇机动”、“J-Turn 机动”、“落叶飘”等经典过失速动作，展示了优异的发动机技术和气动控制；3 架歼 20 展示了“滚转+空中小半径转弯+垂直拉升”的经典战术机动动作，展示了优越的机动性能；4 架歼 20 飞临现场做飞行表演，并打开弹仓展示自身武器配备，展示了可靠的作战能力。

我们认为，伴随航空军装备在近两年的发展进步，我军对新式装备的列装需求有望加强。而诸如高端钛材、高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求有望出现较快速增长，或对宝钛股份等材料端公司的订单和业绩构成实质性利好。

图表15：我国各类军机数量与美国对比，除战斗机外均差距较大



资料来源：《World Air Force 2018》，华泰证券研究所

受益于涨价，钛民品产业链盈利水平回暖

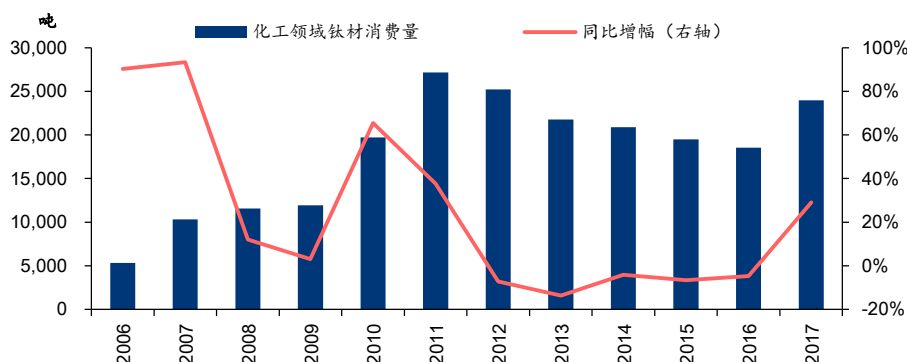
民品方面，受益于2017年以来下游行业的复苏，钛产业链产品普遍涨价，且叠加供给收缩等因素，下游产品涨幅普遍高于上游产品，加工类企业利润增厚。从公司合并报表的角度，其业绩可视为主要由两部分业务构成：钛材加工和控股子公司宝钛华神的海绵钛，这两部分都表现出产品与原材料价差扩大，盈利能力增强的特点。

化工需求好转叠加低端供给收缩，钛材加工环节利润增厚

民用钛材需求维持较好。根据中国有色金属工业协会钛锆钪分会发布的2017年《中国钛工业发展报告》，2017年我国钛加工材在化工领域的消费量达到23948吨，同比增长29.08%，结束了自2012年以来的下滑。根据国家统计局的数据，今年年初至10月末，化工行业四个分项（化学原料及化学制品、化学纤维、石油加工和炼焦、医药制造）固定资产投资累计同比均由负转正并逐渐提升，说明化工行业整体呈现复苏状态，或在未来继续拉动对新设备以及设备所需材料的需求。

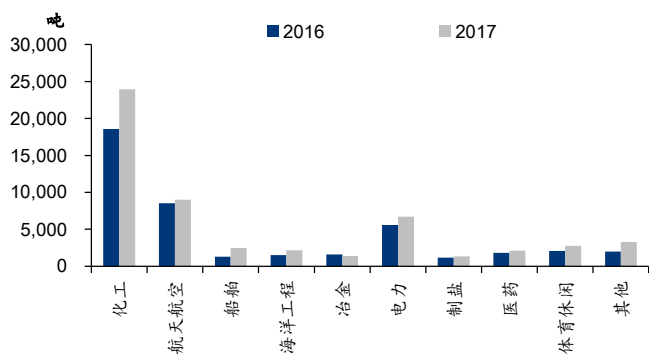
具体来看，瑞道金属网报道，由于环保政策加强，2018年化工行业部分制盐、制碱设备更新换代需求增加，由于化工制盐制碱业是钛材最大的下游消费领域，该领域恢复增长对钛材需求的拉动效果较为显著。若观察制盐制碱企业（SW纯碱和氯碱板块）的在建工程数据，今年上半年末板块在建工程204亿元，同比增长近80%；三季度末在建工程187亿元，同比基本持平，2017Q3至今基本是2008年以来板块在建工程量最高的时期。从数据也可以印证，两碱企业在建工程同比与化工领域钛材消费量同比变化趋势基本相同。所以我们认为当前化工两碱工业需求维持在较高水平，并将支撑民品钛材价格。

图表16：2017年化工领域钛材消费量已止跌回升



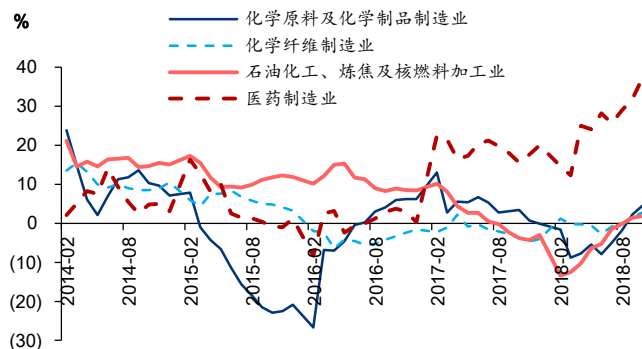
资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会，华泰证券研究所

图表17：各领域钛材消费量：2017年化工行业需求增长明显



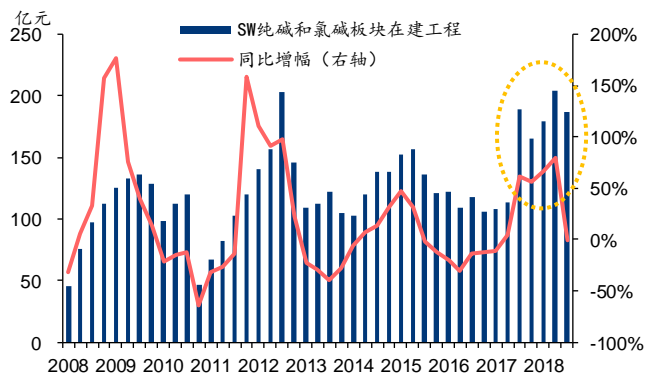
资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会，华泰证券研究所

图表18：化工各分项领域固定资产投资累计同比增速出现回升



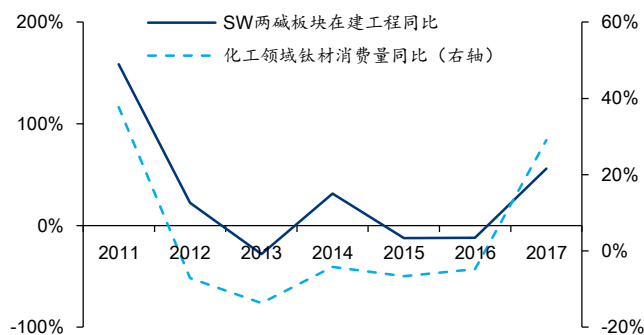
资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表19: 2017Q3后化工两碱企业在建工程维持高位, 拉动钛材需求



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

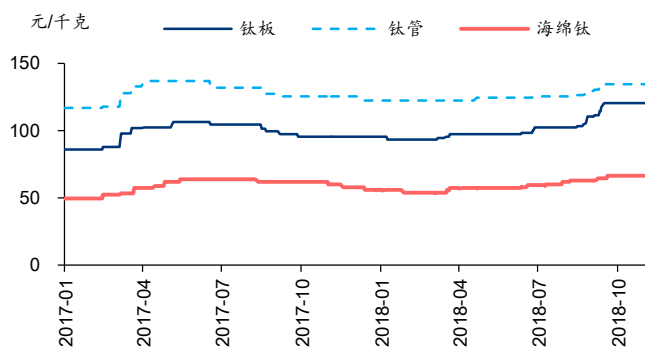
图表20: 化工钛材消费量同比与两碱企业在建工程同比变化趋势相同



资料来源: Wind, 公司公告, 中国有色金属工业协会钛锆铅分会, 华泰证券研究所

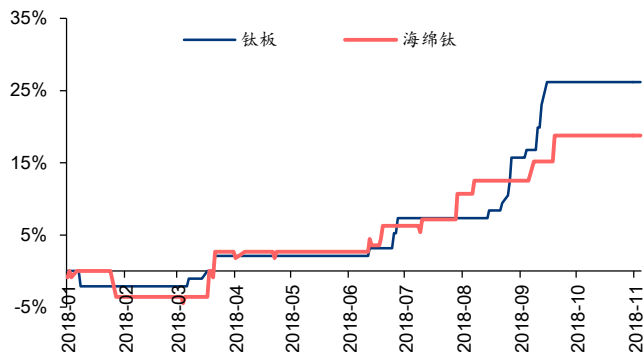
民用钛材供给方面, 据瑞道金属网, 2018年9月, 宝鸡大量低端中小型钛材加工企业由于粉尘、废水等环节不符合环保规定, 以及土地手续不规范而停产, 其中部分企业未来可能面临较长时间关停。据瑞道金属网估计, 宝鸡钛材产能占全国产能大约50%, 此次宝鸡中小企业关停量占当地产能的50%左右, 即全国约25%的产能受到波及。受此影响, 钛材价格出现较明显上涨。2018年四季度初至11月末, 钛材均价较三季度均价继续上升12%, 且由于被限制的供给是钛材加工环节, 三季度以来钛材价格涨幅超过了海绵钛。在钛材和海绵钛价差扩大的现状下, 我们预计四季度钛材加工环节的利润水平将有较明显增加。

图表21: 2017年初至今钛板、钛管和海绵钛价格走势



资料来源: 亚洲金属网, 华泰证券研究所

图表22: 2018Q3至今钛板价格涨幅超过海绵钛



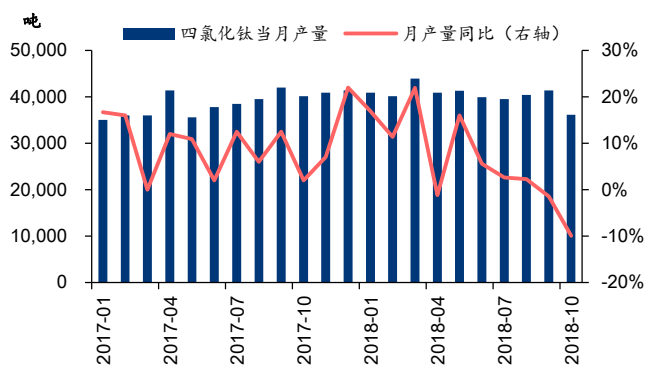
资料来源: 亚洲金属网, 华泰证券研究所

海绵钛与钛矿价差扩大, 冶炼环节利润亦增长

而对于海绵钛业务, 今年年初至今, 海绵钛价格的上涨与下游需求拉动也有一定关系, 但更多原因是成本上涨和原料短缺导致的产量下降。据瑞道金属网, 目前我国大多数海绵钛产能为半流程产能, 即用四氯化钛生产海绵钛, 从数据可以读出年内海绵钛与四氯化钛价格涨幅基本保持同步, 而四氯化钛的涨价主要是其生产受到环保要求的限制, 供给出现收缩, 并且四氯化钛原料的减少直接影响了海绵钛产量。我们预计受环保影响, 四氯化钛价格可能将继续保持高位, 预计将持续对海绵钛价格形成支撑。而公司海绵钛生产使用全流程工艺, 即以钛矿为原料, 今年国内及进口钛矿价格相对维持平稳, 所以我们判断公司海绵钛业务的利润在海绵钛和钛矿价差扩大的情况下, 将维持在较高水平。

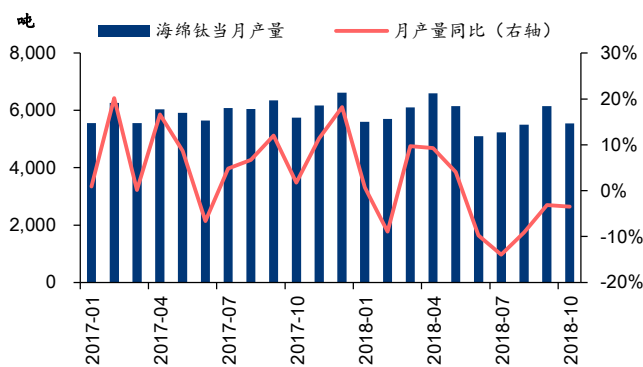
此外值得一提的是, 海绵钛既是子公司宝钛华神的产品, 又是母公司宝钛股份产品的原材料, 公司子公司宝钛华神年产量在8000吨以内, 而公司钛材产量在8000吨以上, 海绵钛到钛材的转化比例在2:1或略低的水平, 理论上公司海绵钛不能完全自给, 需要作为原材料大量外购。但通过读取历史数据我们发现, 公司毛利润与海绵钛均价呈现较强的正相关性, 一方面因为海绵钛价格一般可以较快传递给钛材, 另一方面是公司海绵钛采购成本控制较好, 可以通过多从国外进口等方式一定程度上规避海绵钛价格变动的原材料风险。所以我们预计若海绵钛价格整体继续处于上涨周期, 公司合并报表体现出的利润将增加。

图表23: 我国四氯化钛产量增速转负, 将制约下游海绵钛生产



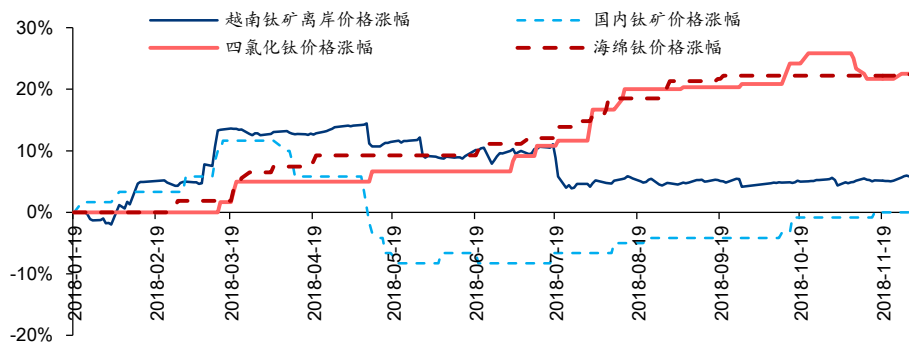
资料来源: 亚洲金属网, 华泰证券研究所

图表24: 我国海绵钛产量增速转负, 对价格形成支撑



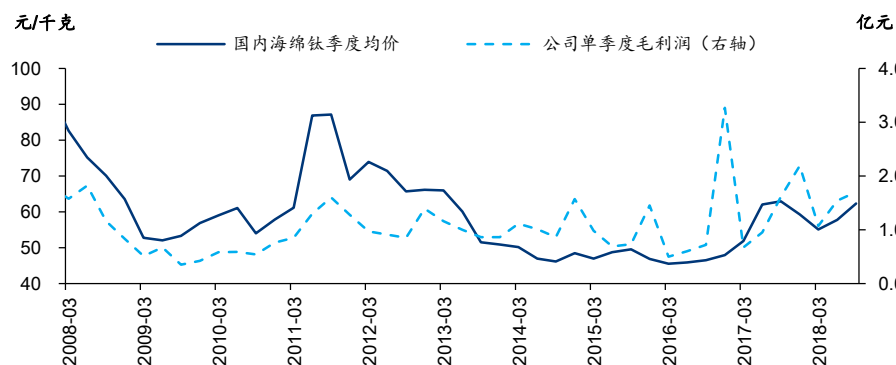
资料来源: 亚洲金属网, 华泰证券研究所

图表25: 2018年初至11月下旬, 海绵钛价格涨幅超过钛矿价格涨幅, 利好全流程工艺企业



资料来源: 亚洲金属网, 华泰证券研究所

图表26: 公司合并报表毛利润与国内海绵钛价格正相关性强, 说明海绵钛涨价对公司多数时候利好



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

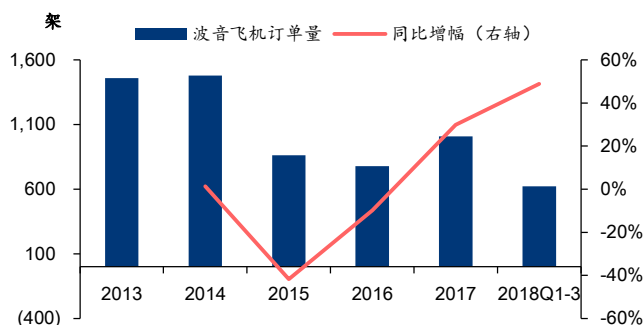
综上, 当前钛产业链产品价格全线上涨, 但我们预计利润改善程度从上游至下游渐次增加。目前化工下游需求维持稳定、上游原材料供给保持收缩局面, 我们预计钛产业链产品价格水平仍将继续保持在较高水平, 特别是四氯化钛价格因环保因素可能维持较高, 支撑下游产品价格。考虑到公司具有较强成本控制能力(原材料部分从海外进口, 价格相对稳定; 并且以钛矿为原料), 公司盈利水平有望持续享受利好。

海外航空需求增长，外贸订单前景向好

对于国内高端钛材生产企业来讲，海外航空需求亦是重要的下游消费和利润来源。我们根据海外波音公司2018年三季报，发现当前国际民航客机订单出现较大幅度增长：18年前三季度，波音客机订单数量为622架，同比增加48.80%；第三季度客机订单数量为189架，同比增长48.82%。其中宽体客机增长明显，前三季度B777订单量为27架，同比增长440%。我们根据每种机型的单重和钛重量分数进行大致推算，估计今年前三季度波音公司客机订单带来的钛材需求约3143吨，同比增加约179%，增加2016吨。

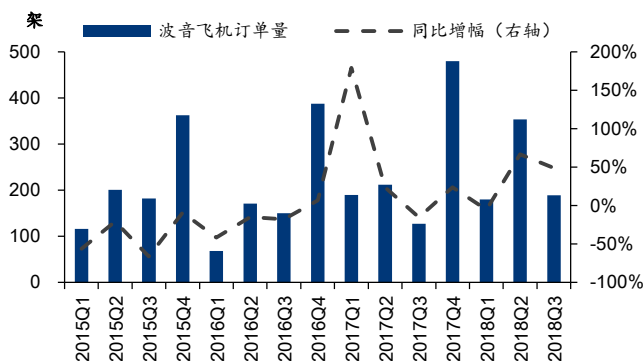
飞机制造公司接到客机订单到原材料企业进行供货存在一定时间间隔，所以我们认为2019年全球航空钛材企业的供货量有望增加。由于宝钛股份是波音等企业的钛材供应商之一，且考虑到国际民航钛材是公司毛利水平较高的产品，公司业绩有望进一步增长。此外，我们发现国际海绵钛价格同比与国际客机钛材需求同比关系紧密：当钛材需求总量上升/下降时，国际海绵钛价格上涨/下跌。所以我们判断，随着航空业需求向好，国际海绵钛价格或在未来出现上涨，对国内钛产业链产品价格亦有望形成支撑。

图表27：2018年前三季度波音飞机订单量同比明显上升



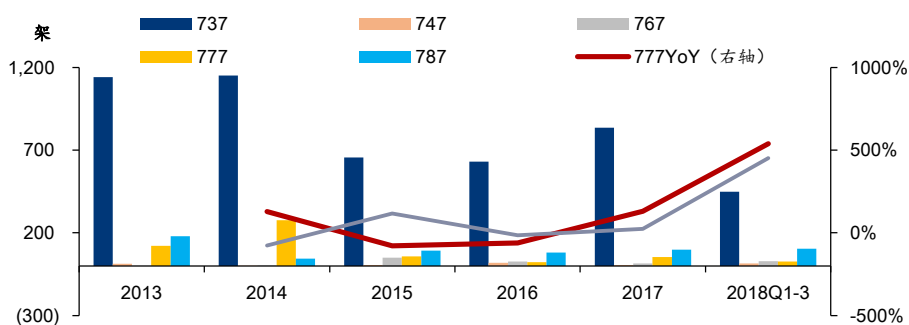
资料来源：Boeing，华泰证券研究所

图表28：2018年前三个季度波音飞机订单量同比均为近几年较高值



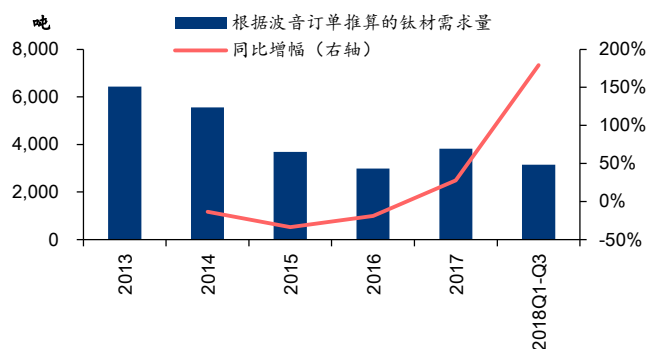
资料来源：Boeing，华泰证券研究所

图表29：波音各机型订单情况，2018年前三季度B777和B787同比增加明显



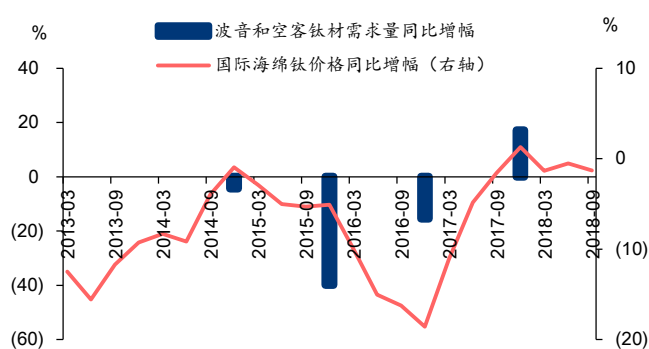
资料来源：Boeing，华泰证券研究所

图表30: 2018年前三季度波音订单量同比增长使钛材需求量增加179%



资料来源: Boeing, 民航资源网, 华泰证券研究所

图表31: 2014年后, 国际海绵钛价格变化与航空钛材需求量变化正相关



资料来源: Boeing, Airbus, 民航资源网, Wind, 华泰证券研究所

盈利预测和估值

据公司中报，公司上半年钛材销量 5797 吨，我们保守预计全年大约销售 11000 吨。根据我们的调研，公司 18H1 军品、民品、出口产品产量占比大约分别为 30%、50%、20%。按上文分析，我们预计公司军品和出口订单 2018-2020 年都将有一定增长：军品方面，公司军品订单增速预计在 10%左右，因此我们预计每年军品产量增量估计在 300 吨左右。

出口方面，前文测算波音订单前三季度对钛材需求增量在 2000 吨左右，而波音第一大钛材供应商 Vsmo-Avisma 的份额在 40%左右，调研中公司表示其份额不足 20%，我们估计公司供应份额在 15%左右，则 19 年出口产品的需求增量也在 300 吨左右。对 2020 年，我们假设全球宽体客机需求延续 17 年以来的高增长（见图表 29 的 B-777 和 B-787 订单增速），判断公司需求增量维持。考虑到公司总体产能有限，随着高附加值产品产量上升，利润较低的民品产量可能略有下降。伴随海绵钛价格升高，我们认为公司海绵钛产能利用率和产量或有所提升（产能 1 万吨），2019、2020 年每年较前一年增加 200 吨产量。

价格和海绵钛成本假设方面，据亚洲金属网，2018 年初至 12 月初国内民品钛板均价约 10.5 万元/吨，而四季度初至 12 月初的均价已至约 12.0 万元/吨，海绵钛价格走势也呈上涨趋势。前文提到我们预计在需求稳健和成本支撑的作用下，未来民品钛材和海绵钛价格稳中略涨，则预计 2019/20 年民品钛材均价为 12.0/14.0 万元/吨。对出口和军品产品，其定价方式偏向于长单锁价，我们预计其价格上升幅度偏低。根据公司半年报中子公司宝钛华神的净利润，我们大致可推算公司海绵钛生产成本约 4.7 万元/吨，由于宝钛华神使用全流程的海绵钛生产工艺，使用钛矿而非四氯化钛作为原料，由于钛矿价格波动较小（从图表 25 可读出，且钛矿供应较为充足、价格弹性偏低），判断海绵钛生产成本有望保持稳定。

毛利率假设方面，据瑞道金属网，当前民品钛材盈利能力虽有改善，但仍处于毛利保本或微亏的水平，我们假设民品毛利率为-4%。据调研，公司今年以来出口毛利率与去年基本持平，我们预计 2018 年毛利率为 18%。由于公司出口产品中，超过半数（按重量计算）为较普通产品（类似国内民品产品），毛利率可能较低，我们判断高端航空产品毛利率约 40%左右。同为航空系列产品，国内军品钛材的毛利率与国际民航钛材产品相仿，我们预计该水平在 40%左右。对于 2019-20 年，由于公司具备一定成本控制力，我们判断民品毛利率或伴随钛材价格上涨而提高；对出口和军品产品，前文提到其定价方式偏向于长单锁价（军品锁价或更严格），我们预计出口产品毛利率上升幅度偏低，军品毛利率不变。

其他业务方面，根据公司 2018 年中报，公司 18H1 其他业务收入和毛利润分别为 5.39 和 0.31 亿元。我们预测今年下半年收入和毛利润与上半年水平相同，即全年收入和毛利润分别 10.8 和 0.6 亿元，并假设 2019 和 2020 年维持这一水平。

期间费用率方面，今年公司优化管理，费用率同比下降明显，前三季度期间费用率为 10.35%，较去年下降 4.32 个百分点。其中销售费用率为 1.05%，管理费用率为 6.64%，财务费用率为 2.67%。与去年同期相比，销售费用率基本持平，下降 0.09 个百分点；管理费用率因优化管理而下降 2.32 个百分点；财务费用率因汇兑收益增加、偿还全部 4.50 亿元长期借款而下降 1.90 个百分点。根据这一情况，我们假设公司 2018-20 年销售费用率稳定在 1.0%，管理费用率稳定在 6.5%，财务费用率未来或因汇兑收益减少而上升，取 3.5%；则 2018-20 年每年期间费用率假设为 11%。

综上，我们判断公司 2018-20 年业绩或进一步改善，预测公司营收为 38.68/41.44/44.30 亿元（+34.5%/+7.1%/+6.9%），其中民品钛材收入 5.78/6.00/6.30 亿元（19、20 年增速分别为 3.8%和 5.0%），军品钛材收入 14.00/15.39/16.81 亿元（19、20 年增速分别为 9.9%和 9.2%），出口钛材收入 4.00/4.83/5.72 亿元（19、20 年增速分别为 20.8%和 18.4%），海绵钛收入 4.10/4.42/4.67 亿元（19、20 年增速分别为+7.8%/+5.7%）；归母净利润分别为 1.53/2.11/2.77 亿元（+612.2/+37.9%/+31.3%）。参考军工材料行业可比公司 2019 年平均 29.96 倍的 Wind 一致预期 PE，考虑到公司国内龙头和国际领先钛材企业的行业地位，以及公司是国内多款新式军机的材料供应商，具备军工概念，我们给予公司一定估值溢价，给予其 2019 年 35-38 倍 PE，对应目标价 17.15-18.62 元，维持增持评级。

图表32: 公司盈利预测核心假设及相关结果

| 大项 | 细分项目 | 2018E | 2019E | 2020E | |
|------------|---------------|---------|-------|-------|-------|
| 产品产量 | 民用钛材: 吨 | 5500 | 5000 | 4500 | |
| | 军用钛材: 吨 | 3500 | 3800 | 4100 | |
| | 出口钛材: 吨 | 2000 | 2300 | 2600 | |
| | 海绵钛: 吨 | 8000 | 8200 | 8400 | |
| 产品售价 | 民用钛材: 万元/吨 | 10.5 | 12.0 | 14.0 | |
| | 军用钛材: 万元/吨 | 40.0 | 40.5 | 41.0 | |
| | 出口钛材: 万元/吨 | 20.0 | 21.0 | 22.0 | |
| | 海绵钛: 万元/吨 | 6.0 | 6.3 | 6.5 | |
| 产品毛利率和成本 | 民用钛材毛利率 | -4% | 5% | 10% | |
| | 军用钛材毛利率 | 40% | 40% | 40% | |
| | 出口钛材毛利率 | 18% | 19% | 20% | |
| | 海绵钛生产成本: 万元/吨 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | |
| 其他业务和费用 | 其他业务收入: 亿元 | 10.8 | 10.8 | 10.8 | |
| | 其他业务毛利润: 亿元 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | |
| | 公司期间费用率 | 11% | 11% | 11% | |
| 各项业务收入及增速 | 民用钛材: 亿元 | 5.78 | 6.00 | 6.30 | |
| | 民用钛材: yoy | - | 3.8% | 5.0% | |
| | 军用钛材: 亿元 | 14.00 | 15.39 | 16.81 | |
| | 军用钛材: yoy | - | 9.9% | 9.2% | |
| | 出口钛材: 亿元 | 4.00 | 4.83 | 5.72 | |
| | 出口钛材: yoy | - | 20.8% | 18.4% | |
| | 海绵钛: 亿元 | 4.10 | 4.42 | 4.67 | |
| | 海绵钛: yoy | - | 7.8% | 5.7% | |
| | 营收、利润及其增速 | 营收: 亿元 | 38.68 | 41.44 | 44.30 |
| | | 营收: yoy | 34.5% | 7.1% | 6.9% |
| 归母净利润: 亿元 | | 1.53 | 2.11 | 2.77 | |
| 归母净利润: yoy | | 612.2% | 37.9% | 31.3% | |

资料来源: 华泰证券研究所

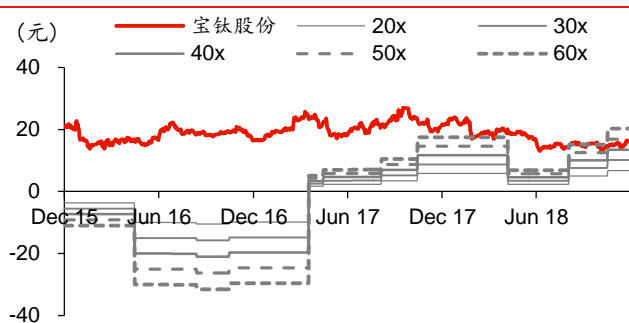
图表33: 可比公司 Wind 一致预期估值

| 股票代码 | 公司名称 | 收盘价(元) | EPS(元, 2019E) | BVPS(元, 2019E) | PE(2019E) | PB(2019E) |
|--------|------|--------|---------------|----------------|-----------|-----------|
| 002149 | 西部材料 | 5.86 | 0.27 | 4.77 | 21.70 | 1.23 |
| 300034 | 钢研高纳 | 10.24 | 0.27 | 2.81 | 37.93 | 3.64 |
| 300699 | 光威复材 | 37.83 | 1.25 | 8.95 | 30.26 | 4.23 |
| 600862 | 中航高科 | 5.88 | - | - | - | - |
| 平均值 | | | | | 29.96 | 3.03 |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 选取 2018 年 12 月 10 日收盘价)

PE/PB - Bands

图表34: 宝钛股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表35: 宝钛股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、公司订单及产销量不及预期：若市场变化较快，军品、民品或海外需求出现较大变化，公司订单数量及产销量可能不及预期，从而影响业绩；
- 2、钛材价格下跌：若宝鸡中小企业快速复产，或产能扩张超出预期，或下游需求萎缩，可能导致钛材价格出现较大程度下跌；
- 3、海绵钛价格下跌：未来有可能投放的新增海绵钛产能包括新疆湘晟、洛阳双瑞万基、青海地缘新材料三家企业，共涉及约 6 万吨产能，而 2017 年全国海绵钛产量仅 7.3 万吨。目前来看上述各家企业尚因成本和原料供应问题，难以快速投产。但若 2019 年海绵钛产能超预期集中投放，或环保督查放松导致原料端四氯化钛供应增加而价格下跌，可能使海绵钛价格出现较大程度下跌；
- 4、公司生产成本超预期增加：除原料成本以外，若其他诸如制造、人工等费用大幅增加，可能使得公司业绩下滑；
- 5、公司管理层决策失误等其他风险。

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 4,063 | 4,158 | 5,685 | 5,866 | 6,142 |
| 现金 | 703.69 | 673.74 | 710.74 | 697.23 | 697.82 |
| 应收账款 | 691.41 | 752.50 | 1,012 | 1,094 | 1,164 |
| 其他应收账款 | 4.12 | 3.64 | 5.54 | 5.84 | 6.17 |
| 预付账款 | 21.37 | 22.16 | 34.61 | 33.98 | 35.76 |
| 存货 | 2,051 | 1,847 | 2,890 | 2,908 | 3,022 |
| 其他流动资产 | 591.89 | 859.44 | 1,033 | 1,127 | 1,216 |
| 非流动资产 | 2,873 | 2,741 | 2,610 | 2,478 | 2,337 |
| 长期投资 | 25.50 | 0.00 | 13.64 | 11.07 | 10.08 |
| 固定投资 | 2,460 | 2,319 | 2,223 | 2,106 | 1,976 |
| 无形资产 | 120.66 | 125.56 | 123.06 | 121.38 | 120.01 |
| 其他非流动资产 | 266.75 | 296.92 | 249.78 | 239.83 | 230.23 |
| 资产总计 | 6,936 | 6,900 | 8,295 | 8,345 | 8,479 |
| 流动负债 | 1,899 | 1,823 | 3,079 | 2,986 | 2,958 |
| 短期借款 | 1,135 | 1,055 | 2,055 | 1,973 | 1,909 |
| 应付账款 | 257.95 | 240.63 | 398.72 | 387.92 | 406.49 |
| 其他流动负债 | 505.99 | 527.87 | 625.78 | 625.08 | 642.06 |
| 非流动负债 | 1,303 | 1,345 | 1,331 | 1,334 | 1,339 |
| 长期借款 | 170.00 | 200.00 | 195.00 | 195.83 | 199.58 |
| 其他非流动负债 | 1,133 | 1,145 | 1,136 | 1,138 | 1,139 |
| 负债合计 | 3,202 | 3,168 | 4,410 | 4,320 | 4,296 |
| 少数股东权益 | 308.38 | 306.65 | 328.81 | 360.86 | 403.59 |
| 股本 | 430.27 | 430.27 | 430.27 | 430.27 | 430.27 |
| 资本公积 | 2,371 | 2,371 | 2,371 | 2,371 | 2,371 |
| 留存公积 | 623.95 | 623.92 | 755.41 | 863.07 | 977.86 |
| 归属母公司股东权益 | 3,426 | 3,425 | 3,556 | 3,664 | 3,779 |
| 负债和股东权益 | 6,936 | 6,900 | 8,295 | 8,345 | 8,479 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | (127.33) | 215.81 | (759.93) | 372.35 | 411.84 |
| 净利润 | 38.95 | 34.92 | 175.15 | 243.13 | 319.85 |
| 折旧摊销 | 233.07 | 215.53 | 172.71 | 177.31 | 181.11 |
| 财务费用 | 107.37 | 131.43 | 122.54 | 156.17 | 151.18 |
| 投资损失 | 5.24 | 2.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (593.37) | (215.54) | (1,289) | (210.29) | (249.53) |
| 其他经营现金 | 81.40 | 47.17 | 58.38 | 6.02 | 9.23 |
| 投资活动现金 | 44.92 | (32.36) | (41.69) | (45.66) | (39.59) |
| 资本支出 | 4.82 | 37.92 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 长期投资 | (4.38) | 0.00 | 0.85 | 4.20 | (2.24) |
| 其他投资现金 | 45.35 | 5.56 | (0.85) | (1.46) | (1.83) |
| 筹资活动现金 | (79.62) | (170.29) | 838.63 | (340.19) | (371.66) |
| 短期借款 | 145.00 | (80.00) | 999.55 | (81.73) | (63.72) |
| 长期借款 | (40.00) | 30.00 | (5.00) | 0.83 | 3.75 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (184.62) | (120.29) | (155.92) | (259.30) | (311.69) |
| 现金净增加额 | (156.51) | 6.90 | 37.00 | (13.51) | 0.59 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2,510 | 2,876 | 3,868 | 4,144 | 4,430 |
| 营业成本 | 2,000 | 2,335 | 3,110 | 3,234 | 3,391 |
| 营业税金及附加 | 30.21 | 37.92 | 50.99 | 54.62 | 58.39 |
| 营业费用 | 34.01 | 33.95 | 42.55 | 45.58 | 48.73 |
| 管理费用 | 251.23 | 271.35 | 270.74 | 290.05 | 310.08 |
| 财务费用 | 107.37 | 131.43 | 122.54 | 156.17 | 151.18 |
| 资产减值损失 | 73.31 | 44.16 | 68.11 | 60.99 | 60.56 |
| 公允价值变动收益 | 0.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (5.24) | (2.30) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 9.38 | 44.71 | 202.87 | 302.10 | 410.09 |
| 营业外收入 | 37.59 | 11.69 | 21.36 | 20.84 | 19.49 |
| 营业外支出 | 4.18 | 1.45 | 2.54 | 2.45 | 2.31 |
| 利润总额 | 42.78 | 54.95 | 221.69 | 320.49 | 427.27 |
| 所得税 | 3.83 | 20.03 | 46.54 | 77.36 | 107.42 |
| 净利润 | 38.95 | 34.92 | 175.15 | 243.13 | 319.85 |
| 少数股东损益 | 2.09 | 13.44 | 22.17 | 32.05 | 42.73 |
| 归属母公司净利润 | 36.86 | 21.48 | 152.99 | 211.08 | 277.13 |
| EBITDA | 349.82 | 391.67 | 498.11 | 635.58 | 742.39 |
| EPS (元, 基本) | 0.09 | 0.05 | 0.36 | 0.49 | 0.64 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 17.20 | 14.58 | 34.47 | 7.13 | 6.91 |
| 营业利润 | 104.86 | 376.80 | 353.77 | 48.91 | 35.75 |
| 归属母公司净利润 | 119.74 | (41.72) | 612.10 | 37.97 | 31.29 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 20.33 | 18.82 | 19.59 | 21.95 | 23.46 |
| 净利率 | 1.47 | 0.75 | 3.96 | 5.09 | 6.26 |
| ROE | 1.08 | 0.63 | 4.30 | 5.76 | 7.33 |
| ROIC | 1.95 | 2.03 | 3.90 | 5.21 | 6.20 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 46.17 | 45.92 | 53.16 | 51.77 | 50.67 |
| 净负债比率 (%) | 47.31 | 47.51 | 56.38 | 55.69 | 54.64 |
| 流动比率 | 2.14 | 2.28 | 1.85 | 1.96 | 2.08 |
| 速动比率 | 1.02 | 1.24 | 0.88 | 0.96 | 1.03 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.36 | 0.42 | 0.51 | 0.50 | 0.53 |
| 应收账款周转率 | 3.85 | 3.69 | 4.06 | 3.64 | 3.63 |
| 应付账款周转率 | 6.53 | 9.37 | 9.73 | 8.22 | 8.54 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.09 | 0.05 | 0.36 | 0.49 | 0.64 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | (0.30) | 0.50 | (1.77) | 0.87 | 0.96 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.96 | 7.96 | 8.27 | 8.52 | 8.78 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 191.78 | 329.05 | 46.21 | 33.49 | 25.51 |
| PB (倍) | 2.06 | 2.06 | 1.99 | 1.93 | 1.87 |
| EV_EBITDA (倍) | 25.75 | 23.00 | 18.08 | 14.17 | 12.13 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com