

宝钛股份 (600456.SH)

先进材料龙头受益产业升级

核心观点:

● 上半年归母净利同增 225%

公司发布 2019 年半年报,上半年实现营业收入 19.65 亿元,同增 24%;归母净利 1.1 亿元,同增 225%;扣非净利为 1.01 亿元,同增 300%;EPS 为 0.26 元/股,同增 225%。

● 量价齐升助上半年业绩超预期

公司 Q1 实现归母净利 0.29 亿元, Q2 为 0.81 亿元,环比大幅提升,实现近三年来单季度最高净利。公司上半年业绩大超市场预期,主要因为: 1) 钛行业继续景气提升,钛材需求旺盛,产品订货和销售额同比显著提升(上半年公司钛材销量 6627 吨,同增 14.32%;钛产品销量 1.02 万吨,同增 75%); 2) 上半年公司加大产品结构调整力度,提高运行质量和效率; 3) 年初以来海绵钛涨价 16% (百川),子公司宝钛华神因具有 1 万吨/年海绵钛产能而受益明显(上半年实现净利 3536 万元,同增 38%)。公司上半年经营性净现金流为-1.76 亿元,主要因为公司军工企业客户较多导致应收账款及应收票据较高(20.9 亿元),且存货较多(21.5 亿元,其中原材料占 19%、在产品占 53%、产成品占 23%)。

● 先进材料龙头受益产业升级

钛材为应用于航空航天、信息技术、生物医药等领域的先进材料,公司作为国内钛材龙头企业,不断提升高端钛材占比,提升钛产品产量(计划 8-10 年内实现钛产品产量 4 万吨的目标(债券发行预案)),将受益国民经济结构战略性调整及产业升级。

● 盈利预测及投资建议

不考虑债券发行,结合公司业务及行业情况,预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.65、0.85、1.01 元/股,对应当前股价的 PE 分别为 36、27、23 倍。维持公司合理价值 31 元/股的判断不变,维持“买入”评级。

风险提示: 海绵钛大涨导致成本上升;钛材订单增长不及预期。

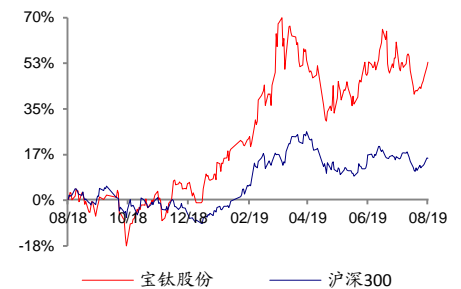
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,876	3,410	4,352	4,999	5,484
增长率(%)	14.6	18.6	27.6	14.9	9.7
EBITDA(百万元)	414	537	720	836	923
净利润(百万元)	21	141	278	365	436
增长率(%)	-41.7	556.7	97.3	31.0	19.5
EPS(元/股)	0.05	0.33	0.65	0.85	1.01
市盈率(P/E)	472.85	46.02	35.95	27.45	22.96
市净率(P/B)	2.97	1.83	2.62	2.39	2.16
EV/EBITDA	28.97	15.18	16.14	13.52	11.64

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	23.26 元
合理价值	31 元
前次评级	买入
报告日期	2019-08-21

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

赵鑫



SAC 执证号: S0260515090002



021-60759794



gzzhaoxin@gf.com.cn

请注意,赵鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

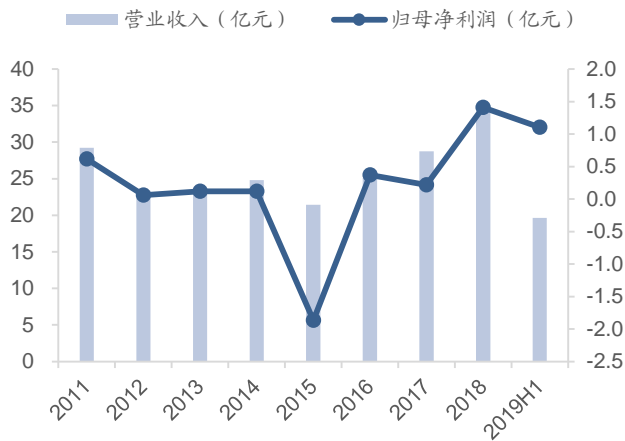
- 宝钛股份(600456.SH):发行 2019-08-04
债券,助力扩张
- 宝钛股份(600456.SH):上半 2019-07-16
年业绩大超预期
- 宝钛股份(600456.SH):Q1 2019-04-24
业绩同比扭亏

联系人:

黄礼恒 0755-88286912

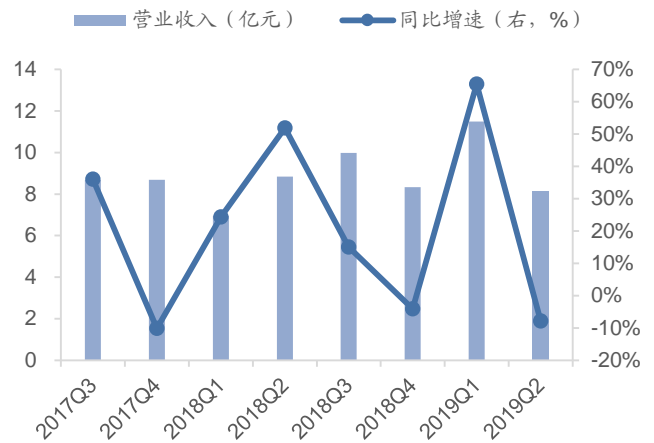
huangliheng@gf.com.cn

图 1: 公司年度营收 (左) 及净利 (右)



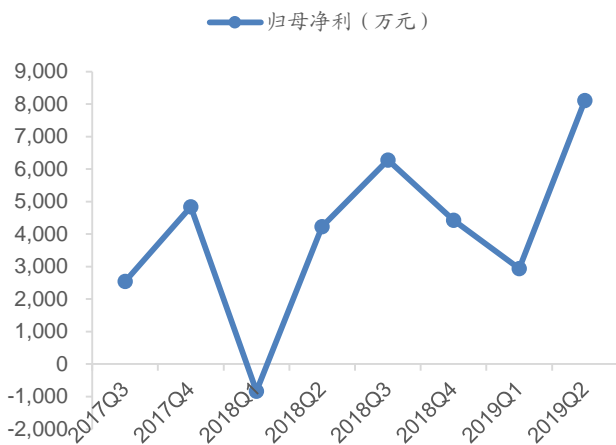
数据来源: 公司年报及 2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 2: 公司季度营收及增速



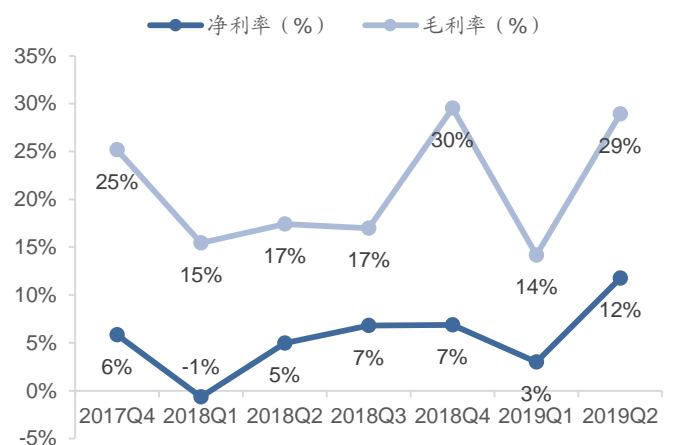
数据来源: 公司年报及 2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 3: 公司季度归母净利



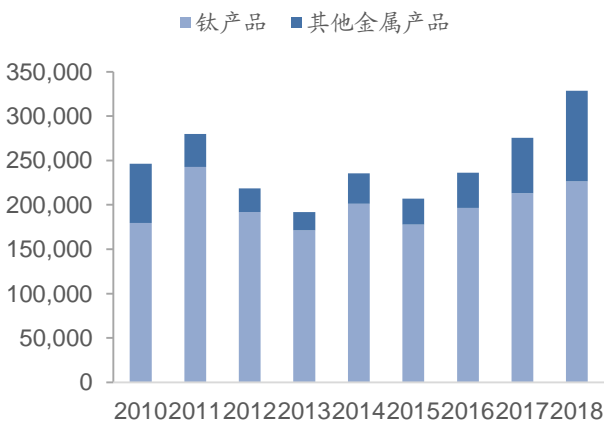
数据来源: 公司年报及 2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 4: 公司销售毛利率及净利率



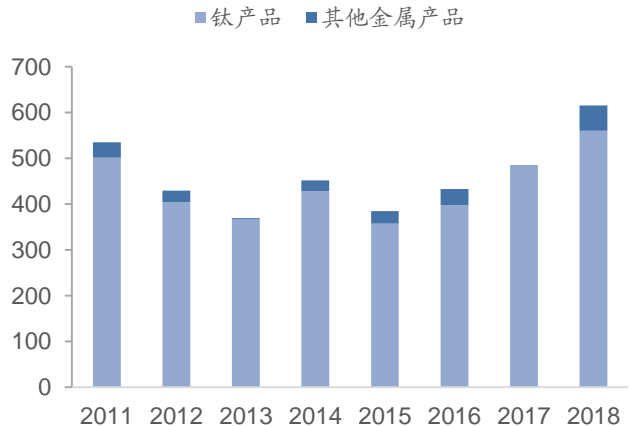
数据来源: 公司年报及 2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 5: 公司主营产品营收结构 (万元)



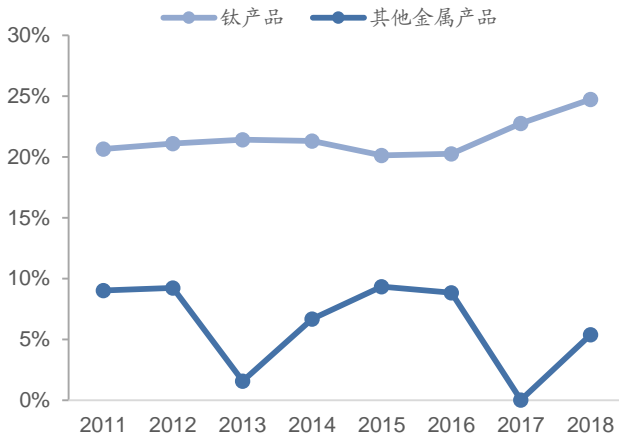
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 6: 公司主营产品毛利结构 (万元)



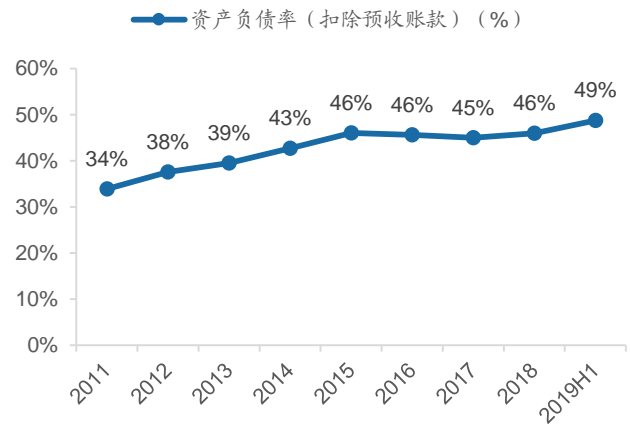
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 7: 公司主营产品毛利率 (%)



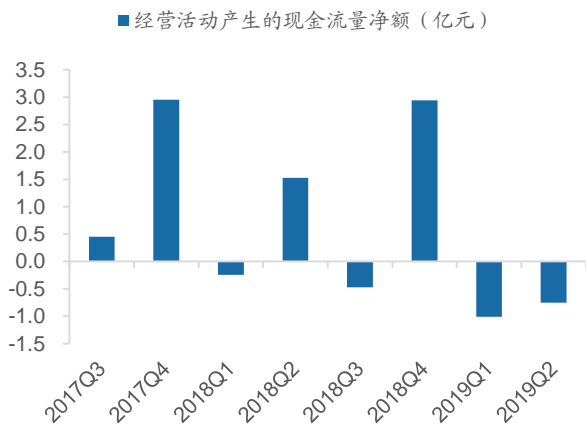
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 8: 公司资产负债率 (%)



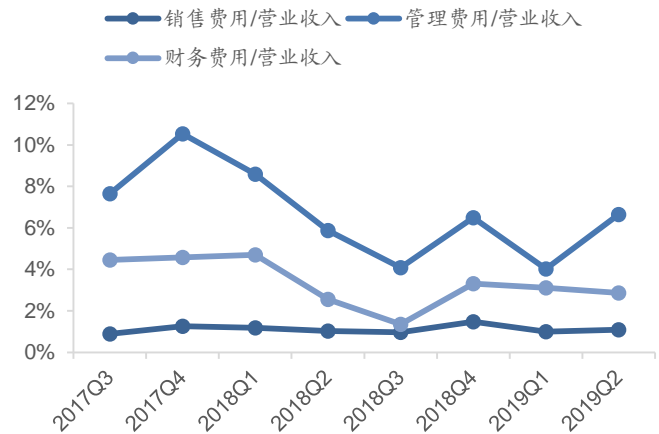
数据来源: 公司年报及 2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 9: 公司季度现金流情况



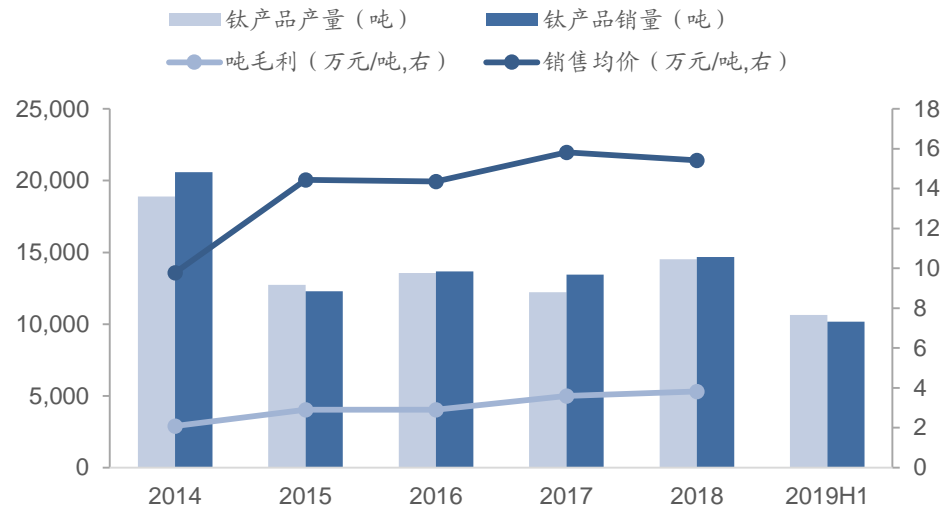
数据来源: 公司年报及 2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 10: 公司季度三费情况 (%)



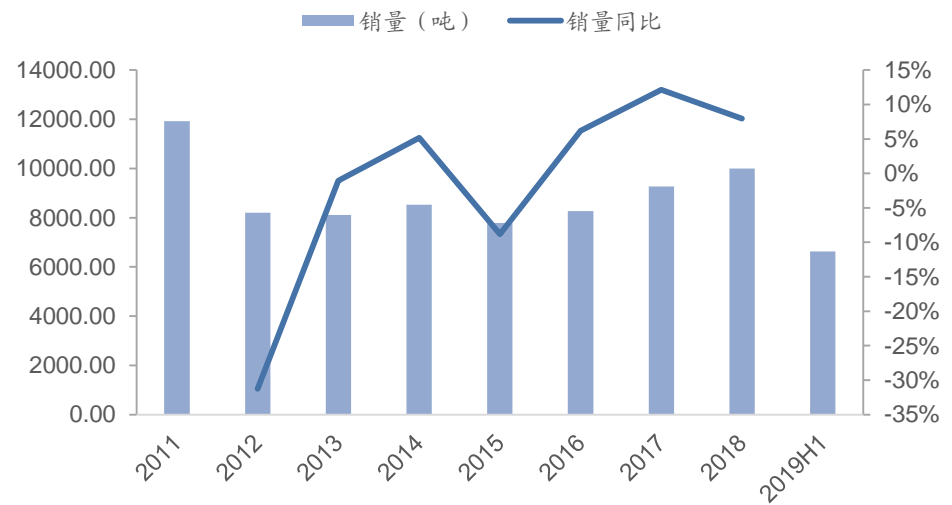
数据来源: 公司年报及 2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 11: 公司钛产品情况



数据来源: 公司历年年报及 2019 半年报, 广发证券发展研究中心

图 12: 公司钛材销量情况



数据来源: 公司历年年报及 2019 半年报, 广发证券发展研究中心

风险提示

受宏观经济等因素影响, 钛材产品需求增长低预期, 导致公司钛材产品价格及销量下滑; 海绵钛价格上涨导致钛材成本上升; 公司民用钛材产品继续亏损、军用钛材产品订单不及预期风险; 公司出口产品受人民币汇率波动影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,158	4,606	4,813	5,324	5,629
货币资金	674	1,063	653	750	823
应收及预付	1,628	1,660	2,015	2,242	2,379
存货	1,847	1,875	2,137	2,323	2,417
其他流动资产	10	8	9	10	10
非流动资产	2,741	2,670	2,454	2,239	2,023
长期股权投资	0	15	15	15	15
固定资产	2,319	2,237	2,021	1,806	1,590
在建工程	87	83	83	83	83
无形资产	126	135	135	135	135
其他长期资产	210	200	200	200	200
资产总计	6,900	7,276	7,268	7,563	7,652
流动负债	1,823	3,239	2,907	2,776	2,358
短期借款	1,055	1,525	1,068	849	364
应付及预收	424	434	539	613	669
其他流动负债	345	1,280	1,300	1,314	1,325
非流动负债	1,345	179	179	179	179
长期借款	200	0	0	0	0
应付债券	996	0	0	0	0
其他非流动负债	148	179	179	179	179
负债合计	3,168	3,418	3,086	2,955	2,536
股本	430	430	430	430	430
资本公积	2,371	2,371	2,371	2,371	2,371
留存收益	624	744	1,022	1,387	1,822
归属母公司股东权益	3,425	3,545	3,823	4,188	4,623
少数股东权益	307	313	359	420	492
负债和股东权益	6,900	7,276	7,268	7,563	7,652

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,876	3,410	4,352	4,999	5,484
营业成本	2,335	2,734	3,391	3,853	4,200
营业税金及附加	38	36	46	53	58
销售费用	34	39	50	58	63
管理费用	179	182	232	267	293
研发费用	91.96	100.69	128.51	147.61	161.93
财务费用	131.43	96.32	97.18	95.08	84.57
资产减值损失	44.16	61.97	41.36	41.36	41.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.30	-0.17	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.71	200.46	390.85	509.24	606.96
营业外收支	10.24	-8.94	-8.94	-8.94	-8.94
利润总额	55	192	382	500	598
所得税	20	27	57	75	90
净利润	35	165	325	425	508
少数股东损益	13	23	46	61	72
归属母公司净利润	21	141	278	365	436
EBITDA	413.72	537.29	719.88	836.16	923.38
EPS (元)	0.05	0.33	0.65	0.85	1.01

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	225	376	147	392	609
净利润	35	165	325	425	508
折旧摊销	216	219	215	215	215
营运资金变动	-207	-195	-534	-366	-207
其它	181	187	141	117	93
投资活动现金流	-32	-47	-9	-9	-9
资本支出	-37	-56	-9	-9	-9
投资变动	0	-7	0	0	0
其他	4	16	0	0	0
筹资活动现金流	-179	55	-548	-286	-528
银行借款	-10	220	-457	-219	-485
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-169	-165	-91	-67	-42
现金净增加额	13	384	-410	97	73
期初现金余额	656	663	1,063	653	750
期末现金余额	663	1,060	653	750	823

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	14.6	18.6	27.6	14.9	9.7
营业利润增长	376.8	348.4	95.0	30.3	19.2
归母净利润增长	-41.7	556.7	97.3	31.0	19.5
获利能力					
毛利率	18.8	19.8	22.1	22.9	23.4
净利率	1.2	4.8	7.5	8.5	9.3
ROE	0.6	4.0	7.3	8.7	9.4
ROIC	2.3	5.0	7.4	8.9	10.3
偿债能力(%)					
资产负债率	45.9	47.0	42.5	39.1	33.1
净负债比率	36.3	37.4	31.2	27.1	20.4
流动比率	2.28	1.42	1.66	1.92	2.39
速动比率	1.26	0.83	0.90	1.06	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.48	0.60	0.67	0.72
应收账款周转率	1.99	2.12	2.21	2.28	2.35
存货周转率	1.20	1.47	1.59	1.66	1.74
每股指标 (元)					
每股收益	0.05	0.33	0.65	0.85	1.01
每股经营现金流	0.52	0.87	0.34	0.91	1.42
每股净资产	7.96	8.24	8.88	9.73	10.75
估值比率					
P/E	472.85	46.02	35.95	27.45	22.96
P/B	2.97	1.83	2.62	2.39	2.16
EV/EBITDA	28.97	15.18	16.14	13.52	11.64

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 赵鑫：联席首席分析师，CFA，上海交通大学材料学硕士，2年国际铜业公司工作经验，7年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 娄永刚：资深分析师，中南大学冶金学硕士，8年行业管理协调工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 黄礼恒：高级分析师，中国地质大学（北京）地质学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。