华泰证券 HUATAI SECURITIES

稳步前行的钛材龙头企业

华泰研究 年报点评

2023 年 4 月 26 日 | 中国内地 其他金属非金属新材料及加工

投资评级(维持):	买入
目标价(人民币):	38.44

研究员 李斌
SAC No. S0570517050001 libin@htsc.com
SFC No. BPN269 +(86) 10 6321 1166

研究员 马晓晨
SAC No. S0570522030001 maxiaochen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人 王鑫延
SAC No. S0570122070092 wangxinyan020418@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

22 年归母净利 5.57 亿元，维持"买入"评级

公司 22 年实现营收 66.35 亿元（yoy+26.47%），归母净利 5.57 亿元（yoy-0.56%）；23Q1 实现营收 18.75 亿元（yoy+13.39%，qoq+22.08%），归母净利 1.37 亿元（yoy+29.31%，qoq+186.48%）。考虑到公司钛产品毛利率及销量低于我们此前预期，我们下调盈利预期，最终预计公司 23-25 年 EPS 为 1.41/1.80/2.13 元（前值 1.80/1.99/-元），可比公司 PE（2023E）均值为 27.2X，给予公司 23 年 27.2X PE，对应目标价 38.44 元（前值 72.84 元），维持"买入"评级。

22 年成本涨幅大于售价涨幅，公司盈利能力有所承压

公司 22 年盈利能力有所承压：销售毛利率 21.64%（yoy-1.58pct），系主要产品单吨成本涨幅大于售价涨幅所致。我们测算 22 年钛产品单吨售价上涨 7.27%至 19.10 万元，但单吨成本亦上升 9.48%至 14.94 万元，因此毛利率下降 1.63pct 至 21.64%；其他金属产品单吨售价上涨 14.36%至 54.61 万元，但单吨成本亦上升 16.12%至 44.70 万元，因此毛利率下降 1.23pct 至 18.14%。公司费用控制有效，期间费用率下降 0.49pct 至 8.99%；但资产减值损失、所得税率等有所增加，公司销售净利率下降 1.78pct 至 10.13%。

22 年钛产业需求保持小幅增长，期间海绵钛价格上涨并持稳

22 年上半年，镁锭等原料价格上涨，海绵钛价格也随之上涨，海绵钛产量在部分半流程海绵钛企业完成全流程改造后，从一季度相对低位逐步回升至正常水平；下半年受原料价格回落、新增及扩产海绵钛项目投产等因素影响，海绵钛供应增加，海绵钛市场价格持稳。22 年，全球钛产业整体保持小幅增长势头，国内虽然受到经济增速下降、国际形势剧变等诸多不利因素的影响，但由于航空航天以及盐碱、醋酸等传统化工用钛领域需求稳中有升，钛产品市场整体仍保持平稳增长态势。

22 年公司钛产品销量稳增，23 年钛产品产量目标 3.5 万吨

公司 22 年完成钛产品产销分别为 3.25 万吨（yoy+17.01%）和 3.16 万吨（yoy+18.67%）。23 年公司的经营目标为：实现营业收入 68 亿元，计划成本费用 60 亿元，钛产品产量 3.5 万吨，固定资产投资计划 1.55 亿元。十四五"发展目标为：按照"创新发展、做强钛业"的发展思路，改革创新，充分发挥品牌、标准、工艺、检验、市场"五大优势"，形成 5 万吨钛产品及一定量的锆、镍等金属产品生产能力，巩固和提升行业龙头引领作用，建成国际钛业强企。

风险提示：行业竞争加剧风险；市场需求低于预期导致价格下跌；汇率风险；原材料价格波动风险。

经营预测指标与估值

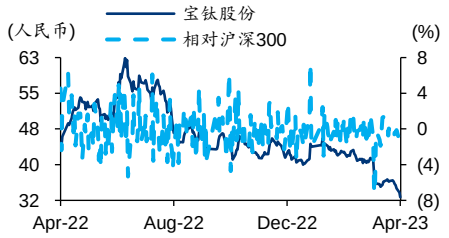
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	5,246	6,635	6,887	8,279	9,494
+/-%	20.94	26.47	3.80	20.22	14.67
归属母公司净利润 (人民币百万)	560.28	557.16	674.29	858.93	1,019
+/-%	54.49	(0.56)	21.02	27.38	18.59
EPS (人民币，最新摊薄)	1.17	1.17	1.41	1.80	2.13
ROE (%)	9.64	9.94	10.58	12.19	12.93
PE (倍)	27.87	28.02	23.16	18.18	15.33
PB (倍)	2.59	2.52	2.35	2.14	1.93
EV EBITDA (倍)	16.47	15.49	13.15	12.21	9.49

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

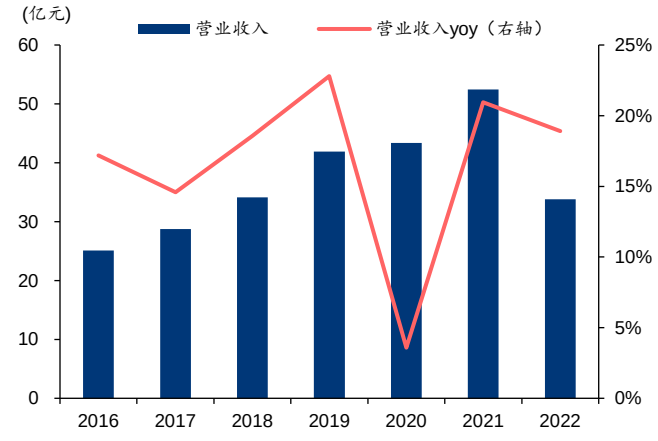
目标价 (人民币)	38.44
收盘价 (人民币 截至 4 月 25 日)	32.68
市值 (人民币百万)	15,614
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	231.65
52 周价格范围 (人民币)	32.68-62.88
BVPS (人民币)	13.25

股价走势图



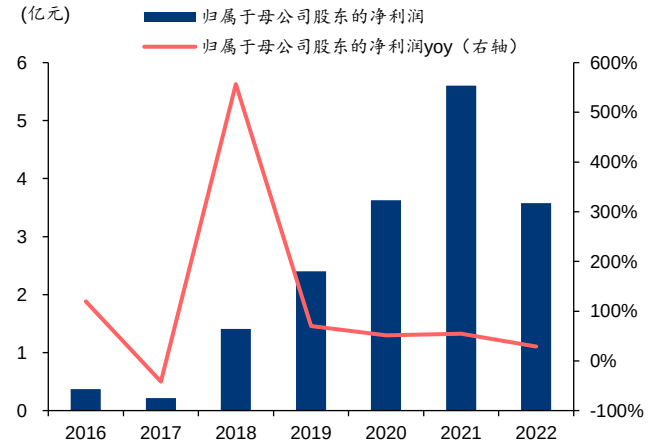
资料来源：Wind

图表1：公司营业总收入和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



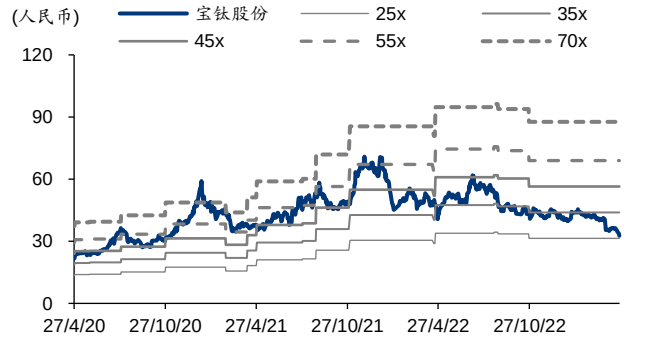
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：可比公司估值（2023.4.25）

彭博代码	证券简称	PE（2023E）
688122 CH	西部超导	25.8
300034 CH	钢研高纳	33.3
300699 CH	光威复材	22.6
	可比公司均值	**27.2**

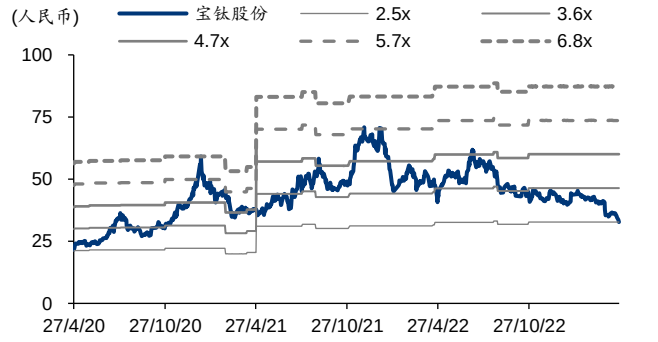
资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

图表4：宝钛股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：宝钛股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,411	8,824	9,270	11,521	11,407
现金	1,635	905.36	1,913	662.33	1,450
应收账款	1,488	1,684	1,608	2,350	2,189
其他应收账款	12.62	23.16	13.98	30.67	20.53
预付账款	302.42	167.22	320.26	265.78	406.26
存货	2,996	3,565	3,275	4,871	4,450
其他流动资产	1,977	2,480	2,140	3,342	2,892
非流动资产	3,346	3,635	3,463	3,462	3,405
长期投资	10.96	11.74	11.68	11.40	11.54
固定投资	2,364	2,527	2,470	2,542	2,545
无形资产	189.87	183.68	177.97	172.02	166.10
其他非流动资产	781.67	912.26	803.82	736.73	682.24
资产总计	11,757	12,459	12,733	14,983	14,812
流动负债	3,221	3,921	3,783	5,409	4,431
短期借款	400.38	250.22	250.22	1,368	250.22
应付账款	1,326	1,302	1,438	1,825	1,909
其他流动负债	1,494	2,368	2,095	2,215	2,272
非流动负债	2,053	1,774	1,625	1,477	1,328
长期借款	549.00	743.00	594.40	445.80	297.20
其他非流动负债	1,504	1,031	1,031	1,031	1,031
负债合计	5,274	5,694	5,409	6,886	5,759
少数股东权益	444.13	572.61	673.37	801.71	953.92
股本	477.78	477.78	477.78	477.78	477.78
资本公积	4,292	4,292	4,292	4,292	4,292
留存公积	1,268	1,419	1,962	2,653	3,473
归属母公司股东权益	6,038	6,192	6,651	7,295	8,099
负债和股东权益	11,757	12,459	12,733	14,983	14,812

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	205.89	(435.44)	1,927	(1,579)	2,672
净利润	624.80	672.35	775.04	987.28	1,171
折旧摊销	260.29	304.78	255.32	284.96	318.32
财务费用	85.37	65.09	120.30	141.20	139.55
投资损失	1.45	1.57	1.57	1.57	1.57
营运资金变动	(830.24)	(1,627)	795.15	(2,969)	1,070
其他经营现金	64.22	147.58	(20.61)	(24.76)	(28.41)
投资活动现金	(481.42)	(253.18)	(85.77)	(285.03)	(262.86)
资本支出	(383.12)	(354.01)	(63.37)	(257.23)	(227.06)
长期投资	0.00	0.00	0.07	0.28	(0.14)
其他投资现金	(98.30)	100.83	(22.46)	(28.08)	(35.66)
筹资活动现金	855.64	119.87	(833.48)	(504.80)	(503.15)
短期借款	(599.62)	(150.15)	0.00	1,118	(1,118)
长期借款	549.00	194.00	(148.60)	(148.60)	(148.60)
普通股增加	47.51	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,921	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,062)	76.02	(684.88)	(1,474)	763.43
现金净增加额	572.78	(555.56)	1,008	(2,369)	1,906

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,246	6,635	6,887	8,279	9,494
营业成本	4,025	5,199	5,420	6,455	7,386
营业税金及附加	37.41	40.99	38.57	45.53	51.27
营业费用	49.38	51.34	47.52	56.30	63.61
管理费用	199.38	235.09	206.60	240.09	265.83
财务费用	85.37	65.09	120.30	141.20	139.55
资产减值损失	(34.27)	(77.96)	(41.32)	(49.67)	(56.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.45)	(1.57)	(1.57)	(1.57)	(1.57)
营业利润	685.73	740.23	866.25	1,104	1,310
营业外收入	5.63	9.18	7.41	8.30	7.85
营业外支出	2.95	2.71	2.83	2.77	2.80
利润总额	688.41	746.71	870.83	1,109	1,315
所得税	63.61	74.36	95.79	122.02	144.70
净利润	624.80	672.35	775.04	987.28	1,171
少数股东损益	64.52	115.19	100.76	128.35	152.20
归属母公司净利润	560.28	557.16	674.29	858.93	1,019
EBITDA	1,021	1,143	1,240	1,527	1,764
EPS (人民币，基本)	1.18	1.17	1.41	1.80	2.13

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	20.94	26.47	3.80	20.22	14.67
营业利润	44.80	7.95	17.02	27.42	18.72
归属母公司净利润	54.49	(0.56)	21.02	27.38	18.59
获利能力 (%)					
毛利率	23.27	21.64	21.30	22.03	22.20
净利率	11.91	10.13	11.25	11.92	12.33
ROE	9.64	9.94	10.58	12.19	12.93
ROIC	10.35	9.90	13.32	11.71	15.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.86	45.70	42.48	45.96	38.88
净负债比率 (%)	11.60	22.45	0.18	27.58	1.97
流动比率	2.61	2.25	2.45	2.13	2.57
速动比率	1.56	1.28	1.48	1.16	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.55	0.55	0.60	0.64
应收账款周转率	3.79	4.18	4.18	4.18	4.18
应付账款周转率	3.70	3.96	3.96	3.96	3.96
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.17	1.41	1.80	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	(0.91)	4.03	(3.30)	5.59
每股净资产(最新摊薄)	12.64	12.96	13.92	15.27	16.95
估值比率					
PE (倍)	27.87	28.02	23.16	18.18	15.33
PB (倍)	2.59	2.52	2.35	2.14	1.93
EV EBITDA (倍)	16.47	15.49	13.15	12.21	9.49

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，李斌、马晓晨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限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

香港：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：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

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

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
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

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司