

宝钛股份(600456)

行业景气下行，航空军工大发展提升中长期价值

——宝钛股份投资价值报告

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

投资要点:

● 募投项目提升公司竞争优势

08 年初公司公开增发募集资金 15 亿元，用于扩展产业链（收购华神钛业）及扩张产能，从中长期来看，产业链的完善提高了公司抵御原材料价格波动风险的能力，而产能的扩张弥补了公司的业务短板、扩充了业务领域，公司的竞争优势得到进一步加强。

● 行业景气下行，09 年是公司的调整期；

受全球性经济危机拖累，航空制造业订单大幅萎缩，国内化工等主要用钛行业不景气，09 年将是公司的调整期，公司民品及出口需求都会出现 20% 左右的下降，但军品需求尚可保持 15% 的增长；

另外，下游需求下降的同时产能过剩问题凸显，09 年民品市场竞争将更加激烈，产品毛利率将进一步下滑；政府收储钛锭在一定程度上弥补了市场需求的萎缩，但毛利率水平低，对公司利润贡献不大。

● 大飞机项目启动，空军战略转变，航天军工大发展提升公司长期价值；

大飞机项目是我国科技中长期规划的重要专题，随着中国商用飞机公司和中航飞机公司相继成立，大型客机与大型运输机项目相继启动，我国航空制造业即将迎来大发展；

根据 2008 国防白皮书，“空军由国土防空型向攻防兼备型转变”，“海军要建造新型国产潜艇、驱逐舰、护卫舰和飞机。”第三代武器的批量列装和第四代武器装备研制生产都迫在眉睫；

公司作为国内航钛产品的主要供应商，在新品研发、生产制造方面都具有独特的优势，将会极大受益于航空及军工业的大发展。

● 投资评级：每股合理价值 18 元，给予中性评级

在行业处于低谷的情况下，我们认为用 PB 估值更为合理，公司作为国际钛加工行业领先企业、国内航钛产品垄断供应商，应给予较高的估值溢价，我们给予公司 2 倍 PB 的估值水平，公司合理价值在 18 元左右，目前股价基本反映了公司内在价值，给予中性评级。

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	1,842	2,320	2,227	1,721	1,911
(+/-)%	60%	26%	-4%	-23%	11%
经营利润 (EBIT)	372	629	418	286	361
(+/-)%	90%	69%	-33%	-32%	26%
净利润	335	509	321	242	305
(+/-)%	111%	52%	-37%	-25%	26%
每股净收益 (元)	0.82	1.25	0.75	0.56	0.71
每股股利 (元)	0.31	0.47	0.26	0.20	0.25
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	24.00%	31.80%	23.54%	21.44%	23.67%
ROE (%)	18.06%	21.73%	7.94%	5.80%	6.95%
ROIC (%)	15.02%	19.39%	8.57%	5.68%	6.81%
PE	22.07	14.52	24.36	32.30	25.61
PB	3.98	3.16	1.93	1.87	1.78
EV/EBITDA	17.75	10.95	12.18	14.72	11.74

评级:

中性

上次评级:

首次关注

目标价格:

¥ 18

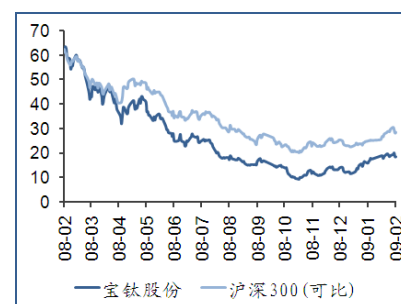
上次预测:

当前价格:

¥ 18.18

2009.2.19

52 周股价走势



公司简介

宝钛股份是国内最大的钛及钛合金生产、科研基地，目前已经形成从海绵钛生产到钛材（铸锭、棒材、板材、带材、丝材）的产业链，钛材国内市场占有率在 40% 以上，其中高档钛材和军工钛材市场占有率高达 80% 以上。

相关报告

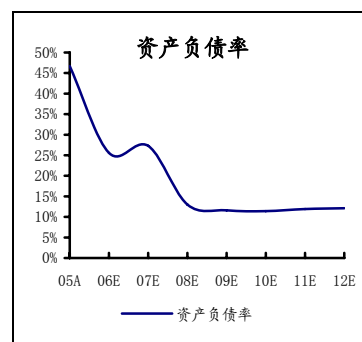
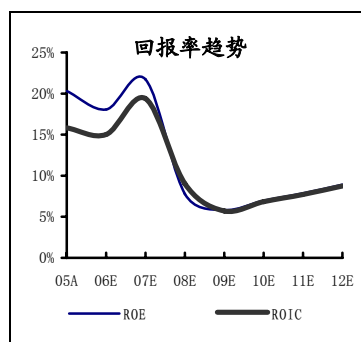
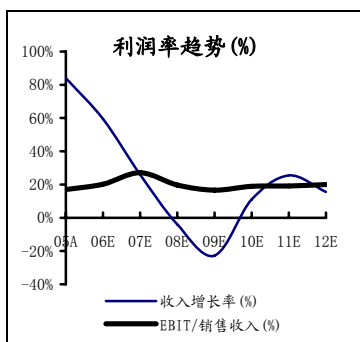
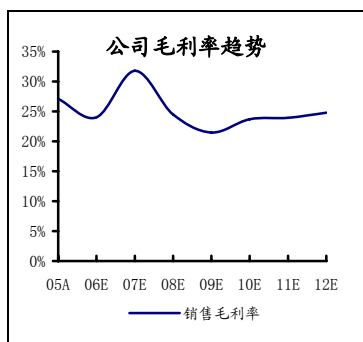
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	630	682	1621	1597	1535	营业收入	1842	2320	2227	1721	1911
应收票据	76	107	92	71	79	营业成本	1400	1582	1703	1352	1458
应收账款	96	343	214	165	183	营业税金及附加	5	8	6	6	6
预付款项	572	515	524	531	538	销售费用	14	22	22	17	19
其他应收款	3	14	14	11	12	管理费用	51	79	78	60	67
存货	754	858	921	740	799	财务费用	17	16	9	0	0
其他流动资产						资产减值损失					
产	0	0	0	0	0		-38	8	30	0	0
长期股权投资						公允价值变动收益					
资	19	21	21	21	21		0	0	0	0	0
固定资产	301	475	730	1012	1237	投资收益	0	2	0	0	0
在建工程	27	122	361	430	415	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	6	15	15	15	15	营业利润	393	606	379	286	360
无形资产	6	20	18	16	14	营业外收支净额	1	-1	0	0	0
长期待摊费用						税前利润					
用	0	0	0	0	0		394	606	379	286	360
资产总计	2494	3222	4575	4653	4892	减：所得税	59	93	57	43	54
短期借款	150	300	0	0	0	净利润	335	512	322	243	306
应付票据	208	201	213	171	185	归属于母公司的净利润	335	509	321	242	305
应付账款	39	60	69	56	60	少数股东损益	0	3	1	1	1
预收款项	115	98	98	98	98	基本每股收益	0.82	1.25	0.75	0.56	0.71
应付职工薪酬						稀释每股收益					
酬	8	7	7	7	7		0.82	1.25	0.75	0.56	0.71
应交税费	8	99	99	99	99	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	10	15	15	15	15	成长性					
其他流动负债											
债	0	0	0	0	0	营收增长率	59.5%	25.9%	-4.0%	-22.7%	11.1%
长期借款	100	100	100	100	100	EBIT 增长率	89.7%	69.2%	-30.1%	-34.8%	26.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	111.4%	51.9%	-38.3%	-22.7%	26.0%
负债合计	639	880	602	546	564	盈利性					
股东权益合计											
计	1855	2342	4038	4171	4393	销售毛利率	24.0%	31.8%	24.5%	21.5%	23.7%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	18.2%	21.9%	14.1%	14.1%	16.0%
净利润	335	512	315	243	307	ROE	18.1%	21.7%	7.8%	5.8%	7.0%
折旧与摊销											
销	24	31	108	151	192	ROIC	15.02%	19.39%	9.03%	5.70%	6.83%
经营活动现金流											
金流	-115	159	533	585	424	估值倍数					
投资活动现金流											
金流	-315	-159	-600	-500	-400	PE	22.1	14.5	24.9	32.2	25.6
融资活动现金流											
金流	765	117	1007	-110	-85	P/S	4.0	3.2	3.5	4.5	4.1
现金净变动	335	117	940	-25	-61	P/B	4.0	3.2	1.9	1.9	1.8
期初现金余额											
额	205	630	682	1621	1597	股息收益率	0.0%	0.8%	1.6%	1.4%	1.1%
期末现金余额											
额	540	747	1621	1597	1535	EV/EBITDA	17.7	10.9	11.7	14.7	11.7

DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	62852.2	43948.1	28637.6	36086.3	45843.3	55419.2	60933.1	67043.4	70416.9	73965.1	77687.7
所得税	9689.6	6592.2	4295.6	5412.9	9168.7	11083.8	12186.6	13408.7	14083.4	14793.0	13206.9
NOPLAT	31623.7	53162.7	37355.9	24342.0	30673.3	36674.6	44335.4	48746.4	53634.7	56333.6	59172.0
营运资金净变动	-72435.6	-24636.9	9569.1	19116.5	-7519.4	-21817.7	-14920.1	-11516.1	-12667.7	-6868.2	-7222.3
资本支出	-27724.0	-60000.0	-50000.0	-40000.0	-30000.0	-13862.4	-15248.6	-16773.5	-17623.9	-18517.9	-19458.0
自由现金流	3859.2	-2306.3	8532.0	2380.0	7659.2	40836.4	49268.3	53320.2	62769.6	66186.4	72068.4

WACC	8.8%	Ke	11.4%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	34174.6	t	15%
企业价值	781967.1	Rf	4%
非核心资产价值	164140.9	E(Rm)	0.1
债务价值	10000.00	Rm - Rf	6%
股权价值	771967.1	D/A	1.3%
股本	43026.57	E/A	98.7%
每股价值	17.941638	Beta	1.22

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	7.28%	20.41	21.32	22.37	23.61	25.08
	7.78%	19.03	19.79	20.67	21.68	22.87
	8.28%	17.83	18.48	19.21	20.04	21.02
	8.78%	16.78	17.33	17.94	18.64	19.45
	9.28%	15.85	16.31	16.84	17.43	18.10
	9.78%	15.01	15.42	15.87	16.37	16.94
	10.28%	14.27	14.62	15.01	15.44	15.92



目 录

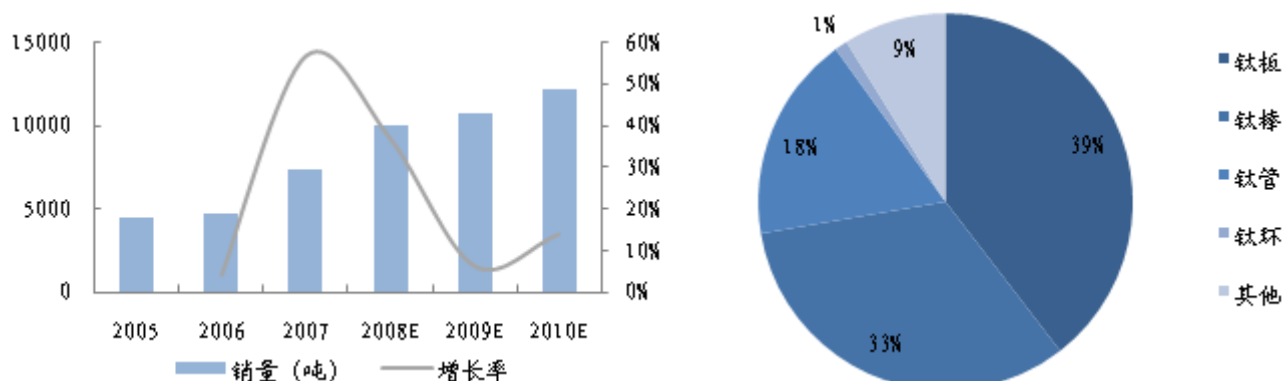
1. 公司情况简介	5
1.1 公司是国内钛加工行业龙头	5
1.2 军品、民品、出口三驾马车齐头并进	5
1.3 产业链扩展及产能扩张增强公司优势	6
2. 钛行业景气下行，09 年是调整期	6
2.1 航空制造和化工行业钛材需求占总需求的 70% 以上	6
2.2 航空制造业进入下行周期	7
2.3 经济不景气导致民品需求下降	8
2.4 行业产能过剩问题凸显，09 年竞争更趋激烈	9
4. 航天军工业大发展提升公司长期价值	9
4.1 钛广泛应用于航天军工制造业	9
4.2 我国航空及军工行业迎来大发展的新时期	10
4.3 公司在航空航天钛材方面优势突出	11
5. 盈利预测与估值	12
5.1 关键假设	12
5.2 DCF 估值：每股价值 17.94 元	12
5.3 投资建议：每股合理价值 18 元，给予中性评级	13

1. 公司情况简介

1.1 公司是国内钛加工行业龙头

宝钛股份是国内最大的钛及钛合金生产、科研基地，目前公司已经形成从海绵钛生产到钛材（铸锭、棒材、板材、带材、丝材）的产业链，具备海绵钛产能 10000 吨，熔铸能力 12000 吨，板带产能 2300 吨，管棒产能 1300 吨，公司是国内钛加工行业龙头，钛材国内市场占有率在 40% 以上，其中高档钛材和军工钛材市场占有率高达 80% 以上。

图 1：公司钛材销量与产品结构

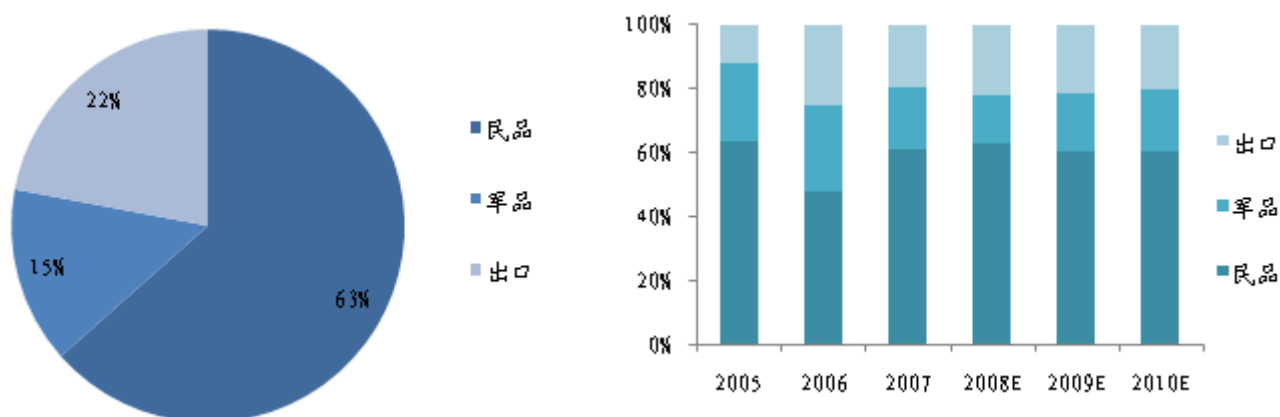


资料来源：渤海证券研究所。

1.2 军品、民品、出口三驾马车齐头并进

公司最近两年公司民品和出口业务呈快速发展态势，占总销量比例明显提高，但值得关注的是，公司是国内航钛产品的垄断供应商，目前市场份额在 80% 以上，相对与民品和出口，军品业务具有抗经济周期、稳定增长的优势。

图 2：公司 08 年下游需求（左）与近几年变化趋势（右）

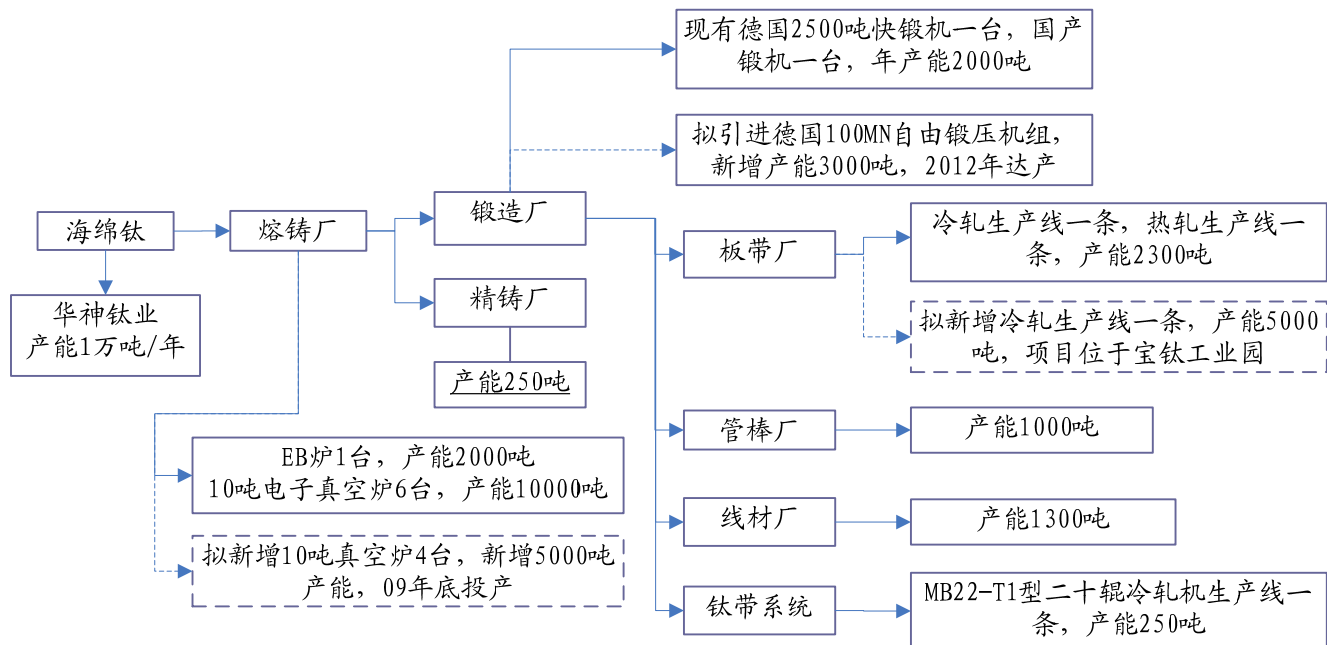


资料来源：渤海证券研究所。

1.3 产业链扩展及产能扩张增强公司优势

08年初公司公开增发募集资金15亿元，用于扩展产业链（收购华神钛业）及扩张产能，从中长期来看，产业链的完善加强了公司对原材料价格波动的敏感性，而产能的扩张弥补了公司的业务短板、扩充了业务领域，公司的竞争优势得到进一步提高。

图 3：公司盈利路线



资料来源：渤海证券研究所。

表 1：公司产能匹配情况

	钛材加工				废钛利用		钛型材产能
	海绵钛	钛锭	一次成型率	废料率	VAR 炉	EB 炉	
2008	12632	12000	9000	3000	300	1300	10600
2010	17895	17000	12750	4250	675	1300	14725
成材率		95%	75%	25%	30%	65%	88%

资料来源：公司资料，渤海证券研究所。

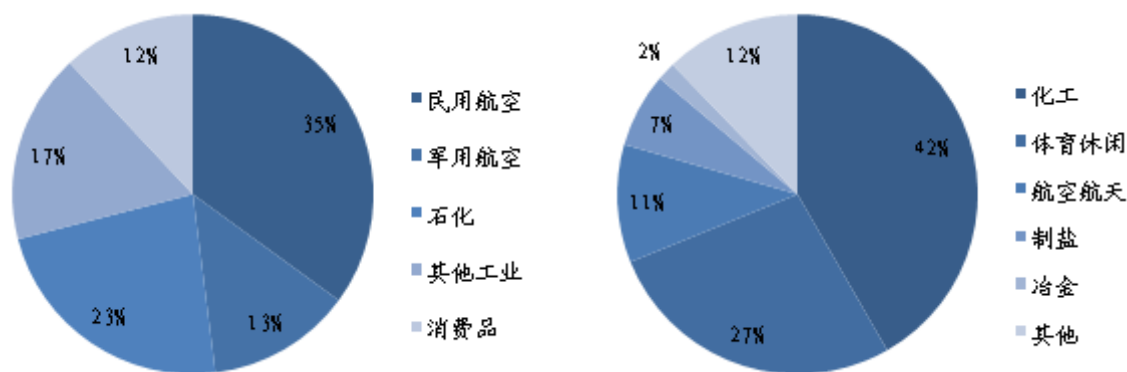
2. 钛行业景气下行，09 年是调整期

2.1 航空制造和化工行业钛材需求占总需求的 70% 以上

从全球来看，航空制造（民航和军用航空）业消费钛材接近全球消耗量的近一半，钛材广泛应用于航空、航天、军工行业，而且应用有不断拓展、日益增多的趋势。

我国钛材消费中化工业需求最大，由于一直以来国内民用航空制造业发展滞后以及我国奉行防御性国防战略，航空航天制造业需求占比目前还比较低。

图 4：全球钛材需求（左）与我国钛材需求（右）



资料来源：钛钴协会，渤海证券研究所。

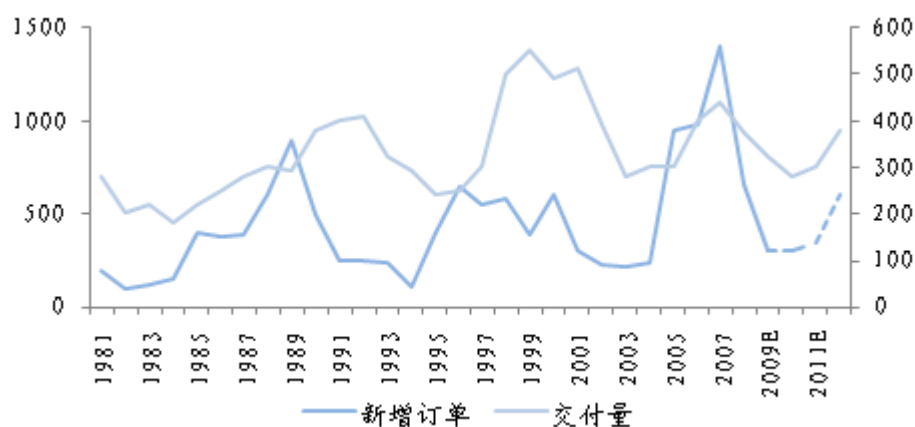
2.2 航空制造业进入下行周期

航空制造业是钛材最大的用户，民用航空制造业具有较强的周期性特征，而军用航空需求则相对稳定，从而钛材需求跟民用航空制造业的景气程度密切相关。

由于经济衰退导致出行需求下降、飞机融资收紧，波音和空中客车均预测，今年将成为第二个订单下滑的年份。预计 09 年订单取消和延期数量将超过新订单增加数量，飞机制造业将经历比“911”恐怖袭击后更长的下滑期。（2009 年向中国航空公司的交货量预计达 241 架，但是日前中国民航总局官员要求中国航空公司停止接收订货，这相当于全球交货量的 25%将被取消。）

预计世界最大的两家飞机制造商——空中客车和波音公司将被迫在今年第四季度开始调整生产，直至产出与需求达到均衡，预计 2010 年产出将下降 35% 左右。

图 5：波音公司 09、10 年新增订单量将大幅缩减，但 09 年交付量不会明显下降



资料来源：渤海证券研究所。

从历史情况看，飞机交付量的下降滞后订单下降 1-2 年，我们认为 09 年飞机交付量不会有明显下降，但 2010-2011 年交付量将有所下降。

空客、波音订单推迟，预计 09 年交付量很少

公司先后与空客、波音、古德里奇签订了大额出口订单，交付期为 2007-2009 年，但根据我们最新了解到的情况，随着空客 A380 和波音 787 推迟交付，这几个出口订单也都推迟交付，预计 09 年交付量很少。

2.3 经济不景气导致民品需求下降

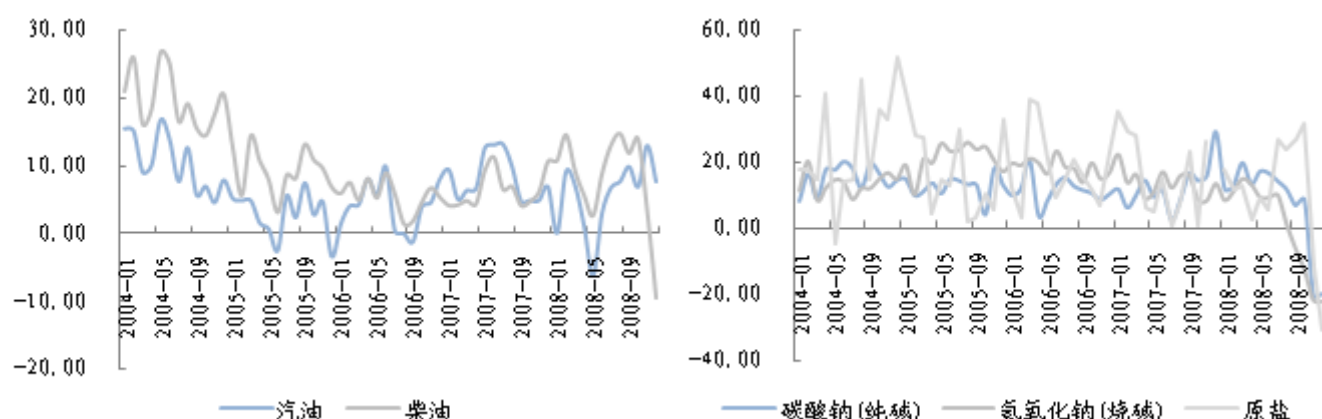
2.3.1 国内钛材最大的用户——化工行业固定资产投资下降趋势明显

最近几年我国钛材需求迅猛增长，其他国家不同，国内钛材以民用为主，化工行业需求占 40% 以上，体育休闲需求也接近 30%，国内经济下行也拖累这些行业对钛材的需求进入低迷期。下面我们以需求量最大的化工行业为例分析钛材民品需求面临的困难。

08 年 4 季度开始，我国经济加速下行，主要石化及化工产品需求低迷，产量明显下降，投资业出现下降趋势，我们预计 09 年行业需求将出现负增长，投资也就出现负增长。

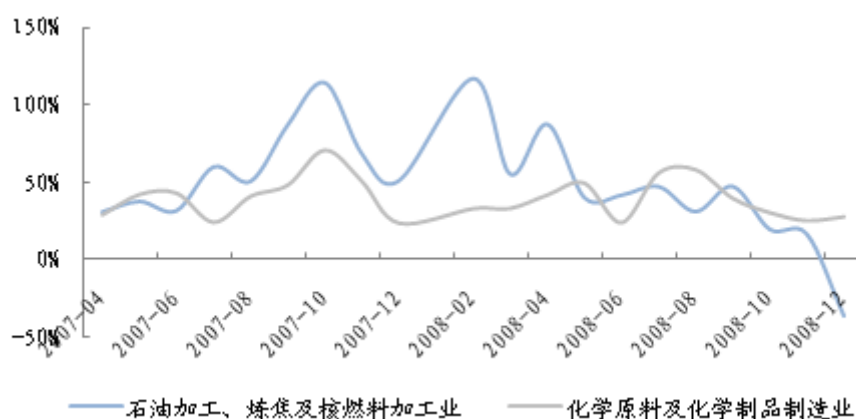
在投资下降的假设条件下，我们预计 09 年国内化工行业对钛材的需求将下降 10% 左右。

图 6：主要石化及化工产品产量持续下降



资料来源：钛钴协会，渤海证券研究所。

图 7：化工行业固定资产投资出现下降



资料来源：渤海证券研究所。

2.3.2 全球性经济危机导致钛材的消费性需求减少

根据我们了解到的最新情况，钛材的消费性需求——体育休闲行业的需求也可能会出现萎缩。

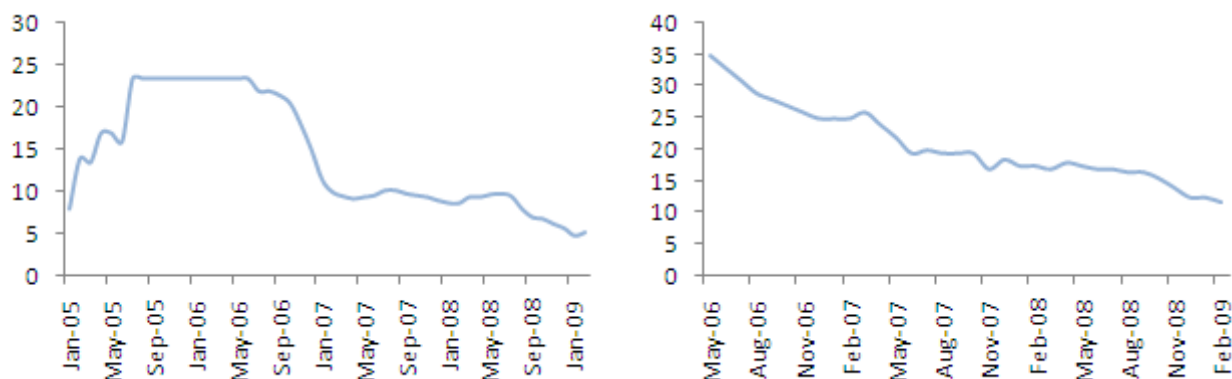
公司 2008 年出口钛材主要是民品，出口日本和台湾较多，大部分用于体育休闲产品制造，迄今为止，09 年订单量远远少于 08 年，我们认为，全球性的经济危机导致各国失业率上升、居民收入预期变差，体育休闲行业也将受到明显负面影响，从目前的情况看，09 年体育休闲需求出现下降的可能性也非常大。

2.4 行业产能过剩问题凸显，09 年竞争更趋激烈

05-07 年，全球钛行业经历了十年一遇的景气期，需求大幅增长，导致价格大幅上涨，行业投资回报率处于高位，吸引大批资金投入海绵钛和钛材加工行业，在目前钛材需求景气下行的情况下，产能出现严重过剩，从而导致海绵钛和钛材价格都出现大幅下跌。

由于 09 年需求难以回暖，我们认为行业内竞争将更趋激烈，海绵钛及钛材价格都将处于低位。

图 8：产能过剩导致价格大幅下降：海绵钛价格（左，万元/吨），纯钛板价格（右，万元/吨）



资料来源：宝鸡钛业协会，渤海证券研究所。

为帮助企业度过危机，国家储备局今年将收储钛锭，据我们了解到的情况，公司的收储量大概在 3000 吨左右，价格略高于市场价，但毛利率水平依然比较低。

4. 航天军工工业大发展提升公司长期价值

4.1 钛广泛应用于航天军工制造业

钛材广泛应用于航空、航天、军工行业，而且应用有不断拓展、日益增多的趋势。

表 2：钛广泛应用于航空、航天、军工行业

应用行业	品种	应用领域
航空发动机业	钛 5A12.5Sn 高强钛合金	齿轮套、发动机外壳、叶片罩
	钛 8A11Mo1V 高温钛合金	发动机叶片、陀螺仪导向罩、内蒙皮
	钛 6A14V 热处理强化钛合金	核心机叶片及叶轮
航空业	钛 4A1Mo1V 钛合金	飞机骨架
	钛 Sn5Zr1Mo 钛合金	起落架、飞机承重架、紧固件
航天业	钛合金 1M1315	火箭机盘、导弹基座构件
	钛合金 1M1550	弹动力叶片套
	钛合金 T-A6V	飞船主用材料
舰船制造	LT41 钛合金	舰船大面积蒙皮

资料来源：渤海证券研究所。

4.2 我国航空及军工行业迎来大发展的新时期

4.2.1 大飞机项目启动，我国航空制造业迎来大发展

研制和发展大型飞机，是《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020年)》确定的重大科技专项，是建设创新型国家，提高我国自主创新能力和增强国家核心竞争力的重大战略举措。温家宝总理在讲话中指出，要“让中国的大飞机飞上蓝天，既是国家的意志，也是全国人民的意志。我们一定要把这件事情做成功，实现几代人的梦想。”

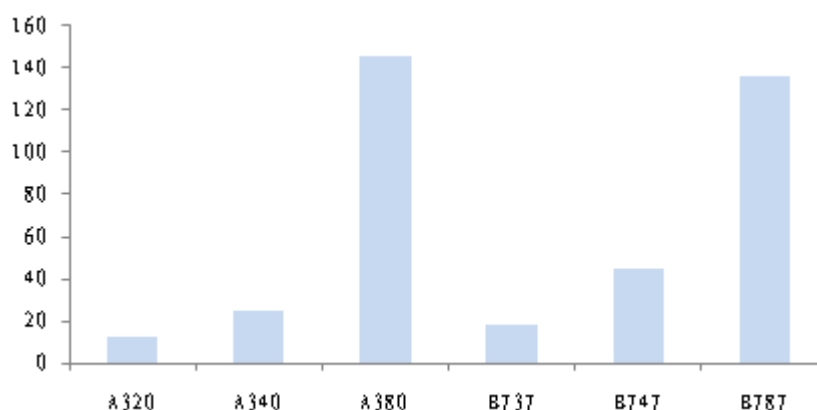
在中央政府的大力推动下，大飞机项目已经进入紧锣密鼓的实施阶段：

- ✚ 2008年5月11日，中国商用飞机有限公司在上海挂牌，公司负责大型客机的研发及制造；大型客机项目现正进入预发展阶段，已初步完成总体技术方案论证，梳理出第一批关键技术攻关项目。今年，将完成大型客机项目可行性论证，深化大型客机初步总体技术方案，开展大型客机关键技术攻关和相关试验等事宜。
- ✚ 2008年11月6日，由中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司重组整合后的中国航空工业集团公司于正式成立，航空工业的整合为大型客机和大型运输机研制创造了更好的条件。
- ✚ 2009年2月18日，中航飞机有限责任公司在西安挂牌成立，中航飞机承担着中国大中型飞机研制的使命，拥有国内大中型飞机、全系列起落架及刹车系统的核心技术资源，是集预研、研制、生产、销售和服务为一体的专业化公司。公司的成立是中航工业重组整合飞机产业、着力推进大中型军民机研制的战略性举措，标志着大型运输机项目及大型客机零部件项目责任主体已经正式确立；
- ✚ 09年，中国商飞的ARJ21新型支线客机进入批量生产阶段。

我们认为，大飞机项目将在人力、财力、物力等各方面得到政府及相关各方的大力支持，大飞机项目将极大提升我国航空制造业的研发和生产能力，并推动我国航空制造业进入大发展时期。

在时间表上，中央政府希望大型客机“10年左右时间搞出来”，即2016—2017年出第一架样机，2020年以后开始实行产业化。从中航飞机的成立我们看到，大型运输机的研制步伐基本于大型客机一致。

图 9：新型民用航空客机用钛量（毛坯量：吨）不断增加



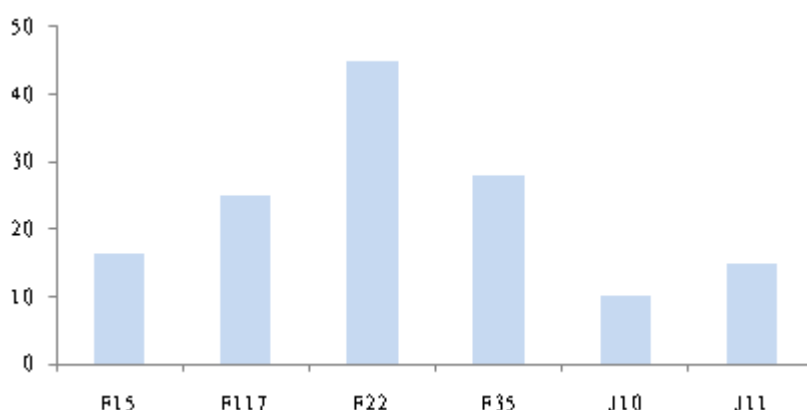
资料来源：渤海证券研究所。

4.2.2 军工行业进入新的发展时期

1月20日，中国政府发表《2008年中国的国防》白皮书，指出“空军适应信息化作战要求，加快实现由国土防空型向攻防兼备型转变，提高侦察预警、空中打击、防空反导和战略投送能力，努力建设一支现代化的战略空军。”“海军发展新型武器装备，优化装备结构。海军要建造新型国产潜艇、驱逐舰、护卫舰和飞机，初步形成以第二代装备为主体、第三代装备为骨干的武器装备体系。”

白皮书的发布预示着我国航天军工行业进入了新的发展时期。目前我国军机以二代机为主，我们认为白皮书透露出了未来几年将有大批的三代机装备空军和海军，另外，将有大量新型舰艇（包括潜艇、驱逐舰、护卫舰、航空母舰等）装备海军。

图 10：美国及国内主要军机用钛量（毛坯量：吨）



资料来源：渤海证券研究所。

4.3 公司在航空航天钛材方面优势突出

依前文所述，大飞机项目的启动了军工行业的发展将极大促进国内钛行业的发展，而宝钛股份则会凭借研发和生产等多方面的优势成为最大受益者。

4.3.1 公司在航钛产品研制方面在国内遥遥领先

公司长期与国内主要钛研究院所合作进行钛合金技术研究，参与了中国几乎所有的新型钛合金的科研工作及工业化转化工作。公司建立了国内唯一的钛合金薄板材生产线，所生产的产品可以满足国际宇航级标准，是世界同行业为数不多的掌握航空用 TC4 薄板材工业化生产技术的企业之一（美国、中国）；首次挤压出“L”、“U”钛合金型材，填补了我国钛合金型材空白；研制成功了具有自主知识产权的 Bti31、Bti45 等四种低成本钛合金；研制成功的 $\Phi 2280/\Phi 2100 \times 300\text{mm}$ 中强钛合金环材，属国内最大的钛合金环材；通过研制大规格钛合金锻件，满足我国大型飞机用钛合金材料的使用。

公司还通过了国际宇航 AS-EN9100 体系认证，以及波音、空客、罗-罗、GOODRICH、SNECMA、FORTECH、OTTO-FUCHS 等国际知名公司的质量体系认证和部分产品认证，通过了 SNECMA、空客实验室认证。

4.3.2 公司拥有国内唯一可生产高端钛合金锭的 EB 炉

公司拥有国内唯一的 EB 炉，用 EB 炉熔炼钛合金是二十世纪八十年代兴起的一项高新技术，是目前世界上领先的钛熔炼技术，能有效的防止生产中存在的高密度、低密度夹杂和化学成分偏析等缺陷，因而可以生产出“无缺陷”铸锭，从而保证航空、航天等特殊领域钛合金应用时的安全性和可靠性。

公司是目前国内航钛产品的指定供应商，市场份额在 80% 以上，我们认为公司将凭借在科研和生产等多方面的优势继续维持航钛产品垄断供应商的地位，成为大飞机及第三、第四代军机钛材的主要供应商。

5. 盈利预测与估值

5.1 关键假设

表 3：钛材产品销量预测

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
民品	2857	2249	4471	4850	3880	4850
军品	1085	1248	1435	1650	1898	2182
出口	532	1165	1400	2500	2000	2300
销量合计	4474	4662	7306	9000	7778	9332

注：2009 年销量预测不含国家收储部分。

资料来源：渤海证券研究所。

5.2 DCF 估值：每股价值 17.94 元

根据我们的 DCF 模型，公司每股价值 17.94 元。

表 4：DCF 主要参数设置及估值结果

WACC		公司价值	
无风险利率 R_f =	3.80%	预测期 NPV	617826.2
目标债务比率=	40.00%	非核心资产	164140.9
R_m =	10.0%	企业价值 EV	781967.1
长期增长率=	1.00%	债务	10000.0
β_e (levered)=	1.22	股票价值	771967.1
税前 K_d =	5.77%	每股价值	17.94
WACC	8.78%		

资料来源：渤海证券研究所。

表 5：公司价值敏感性分析

		永续增长率 g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
加权资本成本 WACC	17.94					
	7.28%	20.41	21.32	22.37	23.61	25.08
	7.78%	19.03	19.79	20.67	21.68	22.87
	8.28%	17.83	18.48	19.21	20.04	21.02
	8.78%	16.78	17.33	17.94	18.64	19.45
	9.28%	15.85	16.31	16.84	17.43	18.10
	9.78%	15.01	15.42	15.87	16.37	16.94
	10.28%	14.27	14.62	15.01	15.44	15.92

资料来源：渤海证券研究所。

5.3 投资建议：每股合理价值 18 元，给予中性评级

我们认为，09、10 年是公司的调整期，但随着国际航空业逐渐走出低谷、国内航空制造业迎来大发展的新时期，公司作为国内高端钛材的垄断供应商，我们认为公司也将迎来大发展的新时期，08 年公开发行募投项目为 2011 年以后的的发展创造了条件，我们认为公司具备卓越的中长期投资价值。

在行业处于低谷的情况下，我们认为用 PB 估值更为合理，公司作为国际钛加工行业领先企业、国内航钛产品垄断供应商，应给予较高的估值溢价，我们给予公司 2 倍 PB 的估值水平，公司合理价值在 18 元左右，目前股价基本反映了公司内在价值，给予中性评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与策略研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn