

低于预期

研究结论

- 2008 年宝钛股份 (600456.SS) 实现主营业务收入下降 2.06%，利润总额下降 38.67%，归属于上市公司股东的净利润下降 40.92%，实现 EPS 为 0.70 元，低于我们预期 15%。主要源于：
- 2008 年受宏观经济走弱影响，钛材销售下降。报告期内销售钛材 8350 吨，低于我们预期的 10000 吨，其中波音公司推迟出货也降低了对宝钛股份钛材的需求。
- 由于海绵钛价格的大幅下跌，导致公司主要产品各类钛材价格下降，从而导致公司毛利率降低，此外，钛材结构上，高毛利率的航钛产品的销量增速仅 8.66%，低于整体钛材的销售增长，也降低了整体的毛利水平。报告期内，钛产品营业利润率下降了 11.5 个百分点。由于报告期内销售扩张 14.29% 和提高员工福利，由此销售费用和管理费用上升 23.03% 和 69.68%。
- 经营环境上，人民币升值和相应出口钛材出口退税率由 13% 下调至 5% 分别影响公司净利润 2674 万元和 1443 万元。
- 为应对不利的经营环境，公司在销量增加的同时，对客户放宽了信用期，导致经营性现金流由上年的净流入 1.59 亿变为净流出 0.45 亿元。
- 值得注意的是报告期内，随钛材产量的扩大，公司存货增加 65.6%，达到 14.22 亿元，公司对存货计提了 233 万元的减值准备。
- 尽管公司在 2008 年面临不利的经营环境，并且我们预计还将延续到 2009 年，但公司在国内航钛领域的绝对垄断地位将收益于国产大飞机项目的实施。我们预计 2009—2010 年 EPS 分别为：0.93 和 1.22 元，维持增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

shiw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 5 日) 19.14 元
目标价格 (6 个月) 25 元
总股本/A 股 (万股) 43026/20254
A 股市值 (百万元) 3425
国家/地区 中国
行业 有色金属
报告日期 2009 年 3 月 5 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	4.84	35.96	-66.36
相对表现 (%)	1.80	25.94	-16.16

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2272	2935	3418	3869
同比(%)	-2%	29%	16%	13%
归属母公司净利润	301	401	523	627
同比(%)	-41%	33%	30%	20%
毛利率(%)	23.7%	23.0%	25.7%	26.7%
ROE(%)	7.9%	9.5%	11.0%	11.7%
每股收益(元)	0.70	0.93	1.22	1.46
P/E	27.38	20.53	15.75	13.13
P/B	2.15	1.95	1.74	1.53
EV/EBITDA	20	14	10	9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3772	4309	4939	5559	营业收入	2272	2935	3418	3869
现金	1257	881	1025	1161	营业成本	1733	2261	2539	2837
应收账款	430	1004	1169	1323	营业税金及附加	4	5	6	7
其它应收款	18	0	0	0	营业费用	27	38	44	50
预付账款	484	632	710	793	管理费用	135	141	164	186
存货	1422	1264	1420	1586	财务费用	10	-2	22	19
其他	162	528	615	696	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	1214	1460	1697	1670	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	40	40	40	40	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	689	842	1079	1201	营业利润	366	492	642	769
无形资产	70	70	70	70	营业外收入	6	0	0	0
其他	415	509	509	359	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4986	5769	6636	7229	利润总额	372	492	642	769
流动负债	928	1321	1649	1595	所得税	62	79	103	123
短期借款	320	598	833	684	净利润	310	413	539	646
应付账款	104	136	153	170	少数股东损益	9	12	16	19
其他	504	587	663	741	归属母公司净利润	301	401	523	627
非流动负债	123	100	100	100	EBITDA	378	529	715	852
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.70	0.93	1.22	1.46
其他	23	0	0	0					
负债合计	1051	1421	1749	1695	主要财务比率				
少数股东权益	113	125	141	161	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	430	430	430	430	成长能力				
资本公积	2371	2371	2371	2371	营业收入	-2.1%	29.2%	16.4%	13.2%
留存收益	1021	1422	1945	2572	营业利润	-39.6%	34.3%	30.4%	19.9%
归属母公司股东权益	3822	4223	4746	5373	归属于母公司净利润	-40.9%	33.4%	30.4%	19.9%
负债和股东权益	4986	5769	6636	7229	获利能力				
					毛利率	23.7%	23.0%	25.7%	26.7%
现金流量表					净利率	13.2%	13.7%	15.3%	16.2%
单位:百万元					ROE	7.9%	9.5%	11.0%	11.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	-45	-366	220	340	资产负债率	21.1%	24.6%	26.4%	23.5%
净利润	310	413	539	646	净负债比率	39.96%	49.15%	53.35%	46.22%
折旧摊销	1	39	51	63	流动比率	4.06	3.26	2.99	3.48
财务费用	10	-2	22	19	速动比率	2.53	2.30	2.13	2.49
投资损失	-11	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-457	-819	-401	-397	总资产周转率	0.55	0.55	0.55	0.56
其它	101	2	9	8	应收账款周转率	6	4	3	3
投资活动现金流	-663	-290	-289	-36	应付账款周转率	21.07	18.84	17.60	17.56
资本支出	614	290	289	36	每股指标 (元)				
长期投资	-9	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.93	1.22	1.46
其他	-57	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	-0.85	0.51	0.79
筹资活动现金流	1280	281	213	-169	每股净资产(最新摊薄)	8.88	9.81	11.03	12.49
短期借款	20	278	235	-150	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	27.38	20.53	15.75	13.13
普通股增加	24	0	0	0	P/B	2.15	1.95	1.74	1.53
资本公积增加	1461	0	0	0	EV/EBITDA	20	14	10	9
其他	-224	2	-22	-19					
现金净增加额	569	-376	145	135					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施卫平：有色金属行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn