

最坏的时期仍未过去

--- 短期盈利能力难以改善

报告关键点：

- 下游消费低迷，毛利率持续下降；
- 高成本存货过高使得短期盈利难以恢复。

报告摘要：

- 2008年4季度以来，受金融危机和经济危机的双重打击，国内化工、电力和体育休闲等钛民用消费领域的需求持续回落。纯碱、烧碱、醋酸等化工产品价格均大幅下跌；国内发电量也连续四个月同比下滑。表明来自化工和电力行业的钛需求严重萎缩。我们预计短期钛民品消费难以改善。
- 另外，由于波音787机型延迟交货，2008年的实际订货量减少，也造成公司盈利能力的下降。2008年，宝钛股份毛利率由2007年的31.8%下降至23.7%，其中4季度更是仅为17.7%。
- 2008年4季度以来，国内海绵钛价格再度下跌30%以上，并导致多家海绵钛和民用钛材生产企业停产。在国际市场上，残钛价格也大幅走低，目前已为过去十年来最低水平。至2008年底，宝钛股份存货净额14.32亿元，比2007年增加65.7%，存货周转天数也上升至299天。我们估计，宝钛股份2008年的海绵钛平均采购价格约8.5万元/吨。因此，由于海绵钛价格的回落，公司面临计提大幅存货减值准备，这将主要在2009年上半年对公司业绩造成影响。
- 考虑到消费低迷和面临计提存货减值，我们将宝钛股份2009年和2010年的每股盈利预测分别由0.51元和0.96元下调至0.37元和0.74元。未来公司盈利能否重新恢复增长将取决于：1) 军工和出口订单的执行；2) 民品市场的恢复。
- 作为国内钛行业龙头，我们仍然看好宝钛股份的长期增长前景。但考虑到短期公司盈利面临进一步回落，最坏的时期尚未过去，我们下调投资评级至“中性-A”，建议投资者注意短期风险。我们同时下调公司未来12个月目标价至18.7元，相当于2010年2x的动态市净率和24x的动态市盈率。

评级：

中性-A

上次评级：买入-B

目标价格：

18.70 元

期限：6 个月 上次预测：20.36 元

现价：19.14 元

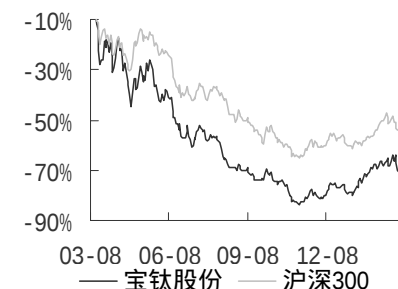
报告日期：

2009-03-06

市场数据

总市值(百万元)	8,235.29
流通市值(百万元)	3,876.71
总股本(百万股)	430.27
流通股本(百万股)	202.54
12 个月最高/最低	9.00/58.90 元
十大流通股东(%)	27.78%
股东户数	35,590

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.80	28.48	(15.64)
绝对收益	4.82	42.97	(66.44)

研究员

衡昆

首席行业分析师

021-68766182

hengkun@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,320	2,272	2,290	3,040	3,545
Growth(%)	25.9%	-2.1%	0.8%	32.7%	16.6%
净利润	509	301	153	309	435
Growth(%)	51.9%	-40.9%	-49.2%	102.5%	40.6%
毛利率(%)	31.8%	23.7%	15.1%	19.2%	21.8%
净利润率(%)	21.9%	13.2%	6.7%	10.2%	12.3%
每股收益(元)	1.18	0.70	0.37	0.74	1.06
每股净资产(元)	5.44	9.14	9.27	9.91	10.67
市盈率	16.2	27.4	53.9	26.6	18.9
市净率	3.5	2.1	2.1	1.9	1.8
净资产收益率(%)	21.9%	7.9%	4.0%	7.5%	9.7%
ROIC(%)	35.8%	15.9%	5.4%	5.6%	7.1%
EV/EBITDA	11.6	16.4	41.7	24.0	18.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	1.6%	1.6%

前期研究成果

- 宝钛股份：来自民品市场的担忧
2008-10-22
- 宝钛股份：盈利可望恢复增长
2008-10-07
- 宝钛股份：短期盈利增速放缓
2008-04-23

1. 2008 年 4 季度盈利大幅下降

宝钛股份今天发布了 2008 年度业绩公告，显示当年公司主营收入和净利润分别同比下降 2.1% 和 41.3%，每股盈利 0.70 元。这一业绩与我们前期预测较为一致。公司拟定的分配方案为每股现金分红 0.25 元。这主要是基于：

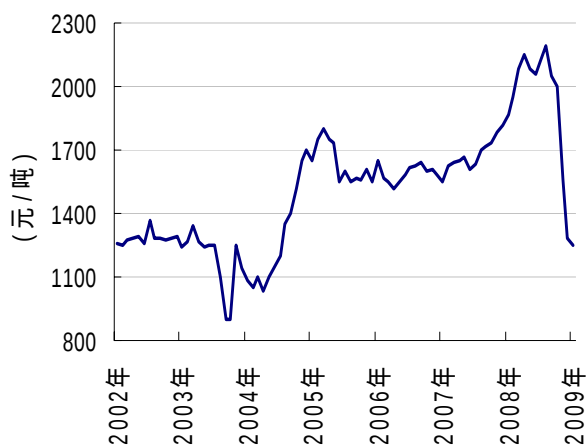
表 1：宝钛股份 2008 年主要财务指标

	单位	2007 年	2008 年	同比变化	2008 年单季度			
					2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入	百万元	2,320	2,272	-2.1%	565	606	635	466
其中：钛产品	百万元	2,009	1,894	-5.7%				
钛产品占比		86.6%	83.3%					
净利润	百万元	512	301	-41.3%	104	109	72	16
每股盈利	元	1.26	0.70	-44.5%	0.24	0.25	0.17	0.04
钛材销量	吨	7,306	8,350	14.3%				
钛产品单价(不含税)	万元/吨	27.5	18.9	-31.2%				
主要指标：								
毛利率		31.8%	23.7%	下降 8.1 个百分点	28.0%	30.0%	18.4%	17.7%
净利润率		22.1%	13.2%	下降 8.8 个百分点	18.4%	18.0%	11.3%	3.4%
净资产收益率		21.9%	7.6%	下降 14.2 个百分点				

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

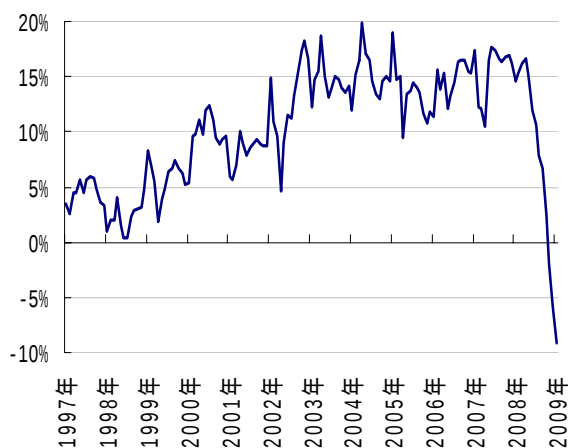
2008 年 4 季度以来，受金融危机和经济危机的双重打击，国内包括化工、电力和体育休闲等钛民用消费领域的需求持续回落。国内纯碱、烧碱、醋酸等化工产品价格均大幅下跌；国内发电量也连续四个月同比下滑。表明来自化工和电力行业的钛需求严重萎缩。

图 1：国内纯碱价格（月度）



数据来源：CEIC

图 2：国内发电量变化（3 个月移动平均）



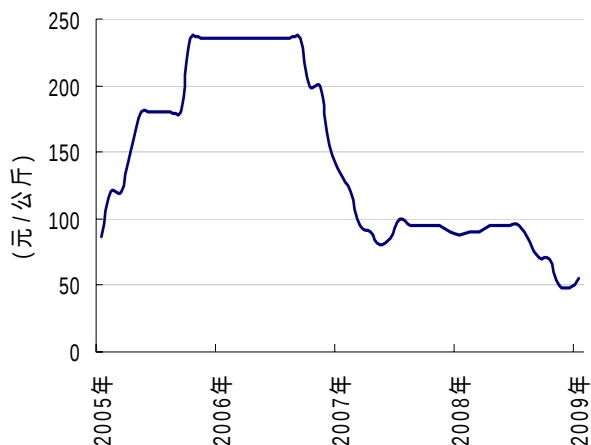
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

另外，2007 年宝钛与美国波音公司签署了钛产品供货协议。但由于波音 787 机型延迟交货，2008 年的实际订货量减少。这也造成公司盈利能力的下降。2008 年，宝钛股份毛利率由 2007 年的 31.8% 下降至 23.7%，其中 4 季度更是仅有 17.7%。

2. 公司存货面临计提减值准备

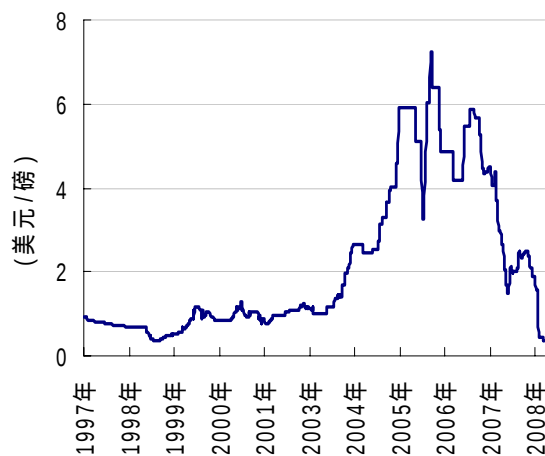
2008 年 4 季度以来，国内 0 级海绵钛价格由 10 月份时的 7 万元/吨下跌至目前的 4.8 万元/吨；而 7 月份时还为 9.5 万元/吨。这导致多家海绵钛和民用钛材生产企业停产。在国际市场上，残钛价格也大幅走低。英国《金属导报》的 90/6/4 规格残钛价格 2008 年 10 月初时的报价还为 1.55 美元/磅；至年底时已跌至 0.35 美元/磅，已经为过去十年来的最低水平。

图 3：国内海绵钛价格



数据来源：安信证券研究中心

图 4：MB 残钛报价 (90/6/4 规格)



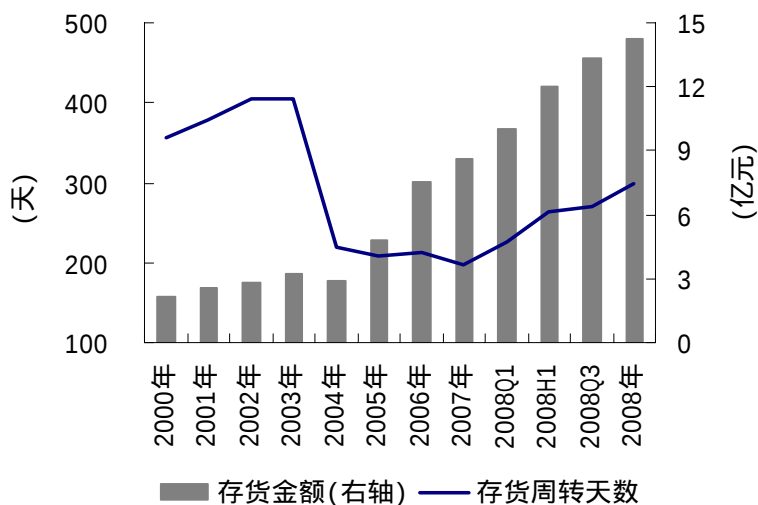
数据来源：Bloomberg

2005 年以来，随着产量的增加，加上原材料和产品价格的上涨，宝钛股份存货水平持续上升。至 2008 年度底，公司存货净额为 14.32 亿元；这甚至比 2008 年 3 季度时还要高出 0.9 亿元。

同时，虽然海绵钛价格持续回落，但公司的存货周转速度却开始下降。2007 年时存货周转天数为 198 天；至 2008 年底已上升至 299 天，增加幅度达 51.3%。

图 5：宝钛股份存货金额 vs 存货周转天数

2007 年宝钛的存货周转天数为 198 天；至 2008 年底时已上升至 299 天。



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2008 年，宝钛股份控股的锦州华神钛业 2008 年海绵钛产量为 7,000 吨，基本全部供公司内部使用，约占当年公司全部采购量的一半。以 1.35x 的存货周转率计算，则公司存货中有约 5,000 吨的海绵钛来自于外购。以 40% 的产品尚无订单估算，则公司至少有 2,000 吨的海绵钛原料面临存货记提的风险。

我们估计，宝钛股份 2008 年的海绵钛平均采购价格约 8.5 万元/吨；而目前海绵钛价格仅为 5 万元/吨。因此，我们预计由于海绵钛价格的回落，公司面临记提大幅存货减值准备，这将主要在 2009 年上半年对公司业绩造成影响。

3. 军品市场等待突破

2008 年，宝钛股份全部钛产品产量已超过 1 万吨，同比增长 30%。但毛利率较高的军品（即新产品）产量增长有限，占比已由 30% 下降到 20%，而民品比例已超过 50%。

钛在军用航空中消费有一半用于发动机的生产；而发动机是机械制造方面的最高科技，是飞机的核心，决定着飞机的性能。目前，国产军用发动机的量产仍在等待突破。

以“一航”动力所研制的“太行”军用发动机为例，这是我国自主研制的第三代航空发动机，它实现了从中等推力到大推力，从涡喷到涡扇的历史性跨越，使我军武器装备跃上一个新台阶。该发动机的研制始于 1987 年，2008 年已具备小批量生产能力，未来将装载在歼 10 和歼 11B 歼击机上。目前，歼 10 和歼 11B 歼击机装载的仍然是俄制 AL-31F 发动机。

中国空军和海军航空兵计划装备至少 300 架歼 10 歼击机，并可望出口到巴基斯坦等国家。而一旦建造航空母舰，则也将须配备大量的舰载机。

我们估计，一台“太行”发动机重量约 1.6 吨，其中约 25% 的材料来自于钛。由于成品率较低，钛部件和钛材坯料的配比普遍达到 1:6 以上；则保守估计一台“太行”发动机的钛材用量将达 2.5 吨。由于一架飞机需要配备两台发动机，则每架飞机的钛材用量将达 5 吨以上。

因此，一旦“太行”发动机实现大规模生产，则将会大大推动对钛材的需求。宝钛股份作为国内军用发动机钛材的最主要供应商，将会从中受益。

表 1：国产“太行”（涡扇 10）军用发动机的研发过程

日期	重大事件
1987 年	开始进入验证机研制阶段(沈阳航空发动机设计研究所引进 CFM56 核心机的基础上,以 F110 发动机为仿照对象,采用半研半仿的技术途径研制)
1989 年	涡扇 10 验证机上台架试车
1992 年 4 月	试生产中间推力演示涡扇核心机(引擎样机)
1992 年 12 月	引擎开机,达到试验参数下的最大速度
1993 年	完成验证机研制
1997 年	发动机与型号匹配,进入飞行前鉴定试验阶段
1998 年 9 月	配装飞机的涡扇 10 全尺寸金属样机装配完成
2000 年	开始高空台试车,第一次装在 SU-27 上试验,在与 AL-31F 混装试飞当中,曾发生空中熄火险情
2001 年 6 月	首飞成功
2002 年	开始试装歼 10 战斗机,成功完成了配备一台涡扇 10 发动机的苏-27 的试飞
2003 年	定型试飞阶段
2004 年 7 月	太行发动机在进行规定试飞时,发生发动机空中停车,虽然最后安全返回,但使太行发动机机研制陷入被动
2005 年 5 月	开始定型持久试车

2005 年 9 月	定型持久试车顺利通过航定办评审
2005 年 11 月	通过满寿命测试
2005 年 12 月	完成定型审查考核
2006 年 2 月	对外正式宣布研制成功，涡扇 10 定名为“太行”
2006 年 12 月	“太行”发动机的发展型完成了发动机性能和功能检查等鉴定试验任务，为装机试飞奠定了坚实的基础
2007 年 1 月	配装涡扇 10 发动机的国产歼 11B 重型战斗机顺利完成定型审查
2008 年 6 月	配装“太行”发动机的综合电子调节器已经通过首次可靠性验收试验，已经具备小批量生产能力

数据来源：安信证券研究中心整理

4. 下调投资评级至“中性-A”

考虑到消费低迷和面临计提存货减值，我们将宝钛股份 2009 年和 2010 年的每股盈利预测分别由 0.51 元和 0.96 元下调至 0.37 元和 0.74 元。未来公司盈利能否重新恢复增长将取决于：1) 军工和出口订单的执行；2) 民品市场的恢复。

作为国内钛行业龙头，我们仍然看好宝钛股份的长期增长前景。但考虑到短期公司盈利面临进一步回落，最坏的时期尚未过去，我们下调投资评级至“中性-A”，建议投资者注意短期风险。我们同时下调公司未来 12 个月目标价至 18.7 元，相当于 2010 年 2x 的动态市净率和 24x 的动态市盈率。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-3-5

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,320	2,272	2,290	3,040	3,545	成长性					
减: 营业成本	1,582	1,733	1,946	2,458	2,774	营业收入增长率	25.9%	-2.1%	0.8%	32.7%	16.6%
营业税费	8	4	5	7	8	营业利润增长率	54.3%	-39.6%	-48.8%	100.5%	39.7%
销售费用	22	27	27	37	43	净利润增长率	51.9%	-40.9%	-49.2%	102.5%	40.6%
管理费用	79	135	126	164	186	EBITDA 增长率	50.6%	-30.1%	-46.6%	79.7%	34.9%
财务费用	16	10	9	9	9	EBIT 增长率	51.9%	-39.4%	-47.8%	95.9%	38.8%
资产减值损失	8	7	-	-	-	NOPLAT 增长率	50.1%	-39.3%	-48.1%	96.4%	38.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.6%	51.4%	89.5%	10.5%	10.1%
投资和汇兑收益	2	11	10	10	-	净资产增长率	26.2%	68.0%	1.3%	6.9%	7.7%
营业利润	606	366	188	376	526	利润率					
加: 营业外净收支	-1	5	-	-	-	毛利率	31.8%	23.7%	15.1%	19.2%	21.8%
利润总额	606	372	188	376	526	营业利润率	26.1%	16.1%	8.2%	12.4%	14.8%
减: 所得税	93	62	28	56	80	净利率	21.9%	13.2%	6.7%	10.2%	12.3%
净利润	509	301	153	309	435	EBITDA/营业收入	28.1%	20.1%	10.6%	14.4%	16.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	26.8%	16.6%	8.6%	12.7%	15.1%
货币资金	682	1,257	1,088	950	687	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	60	92	148	170	193
应收帐款	358	448	376	405	435	流动营业资本周转天数	192	259	349	297	253
应收票据	107	162	150	150	150	流动资产周转天数	361	498	552	390	341
预付帐款	515	484	486	614	693	应收帐款周转天数	35	61	34		
存货	858	1,422	1,145	1,216	1,418	存货周转天数	125	181	112		
其他流动资产	-0	0	0	-0	-	总资产周转天数	444	650	776	603	557
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	271	402	694	721	681
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	21	40	-	-	-	ROE	21.9%	7.9%	4.0%	7.5%	9.7%
投资性房地产	44	46	-	-	-	ROA	15.9%	6.2%	3.3%	6.0%	7.9%
固定资产	475	689	1,197	1,675	2,122	ROIC	35.8%	15.9%	5.4%	5.6%	7.1%
在建工程	122	343	300	150	20	费用率					
无形资产	20	70	-	-	-	销售费用率	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	21	27	-	-	-	管理费用率	3.4%	5.9%	5.5%	5.4%	5.2%
资产总额	3,222	4,986	4,884	5,299	5,664	财务费用率	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
短期债务	300	320	200	200	200	三费/营业收入	5.1%	7.6%	7.1%	6.9%	6.7%
应付帐款	75	138	97	123	139	偿债能力					
应付票据	201	319	300	300	300	资产负债率	27.3%	21.1%	20.7%	21.7%	21.0%
其他流动负债	204	150	110	137	160	负债权益比	37.6%	26.7%	25.3%	26.9%	25.9%
长期借款	100	100	100	100	100	流动比率	3.23	4.06	3.57	3.18	3.11
其他非流动负债	-	23	-	-	1	速动比率	2.13	2.53	3.57	3.18	3.11
负债总额	880	1,051	1,010	1,149	1,187	利息保障倍数	39.84	35.91	21.85	42.80	59.41
少数股东权益	104	113	113	113	113	分红指标					
股本	407	430	430	430	430	DPS(元)	-	-	0.10	0.30	0.30
留存收益	1,832	3,391	3,400	3,591	3,917	分红比率	0.0%	0.0%	28.2%	41.7%	29.7%
股东权益	2,342	3,935	3,987	4,263	4,590	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	1.6%	1.6%
现金流量表	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	512	310	153	309	435	EPS(元)	1.18	0.70	0.36	0.72	1.01
加: 折旧和摊销	31	81	92	122	152	BVPS(元)	5.44	9.14	9.27	9.91	10.67
资产减值准备	8	7	-	-	-	PE(X)	16.2	27.4	53.9	26.6	18.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	2.1	2.1	1.9	1.8
财务费用	17	12	26	9	9	P/FCF	69.5	-11.5	-7.9	268.3	76.4
投资收益	-2	-11	-10	-10	-	P/S	3.5	3.6	3.6	2.7	2.3
少数股东损益	3	9	7	10	10	EV/EBITDA	11.6	16.4	41.7	24.0	18.3
营运资金的变动	-403	-434	1,967	11	-39	CAGR(%)	-14.5%	12.8%	-100.0%		-100.0%
经营活动产生现金流量	159	-45	2,217	452	567	PEG	-1.1	2.1	-0.5		-0.2
投资活动产生现金流量	-159	-663	47	8	-2	ROIC/WACC	3.7	1.6	0.6	0.6	0.7
融资活动产生现金流量	117	1,280	-172	-138	-138	REP	1.0	1.5	3.2	2.8	2.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，工商管理硕士。曾分别在 2005 年和 2006 年《新财富》杂志“有色金属行业分析师”评选中获第三名。2007.4.加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034