

小金属

分析师: 张 镭, 杨国萍

0755-82026705, 0755-82026714

zhanglei@cjis.cn, yangguoping@cjis.cn

6-12 个月目标价: 26.00 元

当前股价: 23.10 元

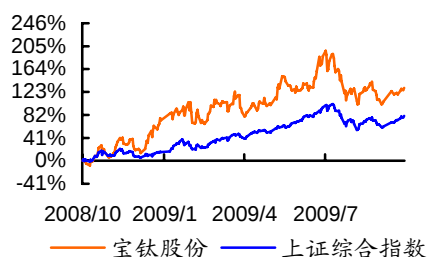
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3107.85
总股本(百万)	430
流通股本(百万)	210
流通市值(亿)	48
EPS (TTM)	0.28
每股净资产(元)	9.14
资产负债率	21.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宝钛股份	10.10	-15.69	20.38
上证综合指数	9.33	-6.63	26.13



相关报告

二十年一遇的钛行业复苏和募股资金项目的投产促使公司步入快速增长 08/18/2005
增发收购海绵钛资源, 扩大钛加工能力, 打造世界级一体化钛业公司 08/31/2007
宝钛股份-坚定看好公司未来持续、快速、确定的增长 10/23/2007
宝钛股份-地震暂时停产不影响公司长期投资价值 05/21/200

宝钛股份

600456

强烈推荐

最坏的时候已经过去 公司业绩将恢复性上涨

宝钛股份 10 月 24 日公布了 09 年三季度业绩, 公司前三季度实现归属母公司的净利润 2417 万元, 同比减少 91.52%, 实现基本每股收益 0.06 元, 低于我们此前的预期。公司净利润同比大幅下降的主要原因是产品价格下降的同时高端产品销量受到金融危机的打击。我们认为, 在全球经济逐步复苏的大环境下, 随着公司产能的扩张、产品结构的优化, 未来利润将恢复性上涨。

投资要点:

- 宝钛股份前三季度净利润同比下降 91.52%。公司前三季度实现营业收入 16.92 亿元, 同比减少 6.35%; 实现归属母公司的净利润 2417 万元, 同比减少 91.52%, 实现基本每股收益 0.06 元, 低于我们此前的预期。
- 产品价格下跌和高端钛材销量下降导致公司毛利率大幅下降、利润下滑。前三季度公司产品价格同比出现了 30% 左右的跌幅, 同时具有较强盈利能力的高端钛材受到金融危机的打击, 公司前三季度综合毛利为 8.98%, 同比减少了 16.32 个百分点, 产品价格下跌和高端产品销量的减少导致了公司利润的大幅下滑。
- 公司投资项目进展顺利。钛带项目预计 2010 年底建成投产; 万吨自由锻压机预计 2010 年 4 月安装设备, 同年年底投产; 钛棒丝项目以及其他项目的建设也在顺利进行。
- 航钛产品有望复苏, 军工钛材的增长仍值得期待。随着全球经济逐渐走出危机进入复苏, 公司航钛产品的增长有望逐渐恢复。军工钛材的增长, 在中国军费持续增长的背景下, 仍值得期待。
- 维持对公司强烈推荐的投资评级。我们调整公司 09--11 年的 EPS 为 0.10、0.75、1.05 元, 作为国内高端钛材领域的绝对垄断者, 在航空景气复苏以及中国军费开支持续增长的情况下, 公司未来业绩有望出现爆发性增长, 我们给予公司强烈推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2272	2424	3082	4028
同比(%)	-2%	7%	27%	31%
归属母公司净利润(百万元)	301	43	322	451
同比(%)	-41%	-86%	644%	40%
毛利率(%)	23.7%	9.4%	20.5%	21.8%
ROE(%)	7.9%	1.2%	7.9%	9.9%
每股收益(元)	0.70	0.10	0.75	1.05
P/E	33.05	229.80	30.91	22.05
P/B	2.60	2.65	2.44	2.19
EV/EBITDA	24	92	19	13

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司海绵钛生产能力（吨）

年份	2006 年	2007 年	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
海绵钛能力	0	4000	10000	10000	10000	10000

数据来源：中投证券研究所

表 2 公司熔铸生产能力（吨）

年份	2006 年	2007 年	2008 年	2009 E	2010E	2011E
熔铸能力	8000	12000	15000	20000	25000	25000

数据来源：中投证券研究所

表 3 公司钛材加工生产能力（吨）

年份	2006 年	2007 年	2008 年	2009 E	2010E	2011E
熔铸能力	6000	10000	12000	14000	16000	20000

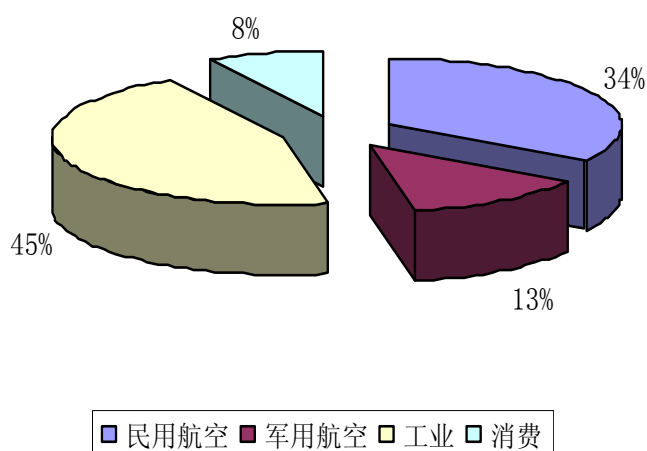
数据来源：中投证券研究所

表 4 未来三年宝钛股份钛材产量和结构（吨）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 E	2010 E	2011E
钛材产量	4488	7305	8350	9800	11500	14000
其中：航空钛材	673	2150	2650	1950	2500	3000
军用钛材	1436	2450	1900	1620	2250	3000
民用钛材	2379	2705	3800	6230	6750	8000

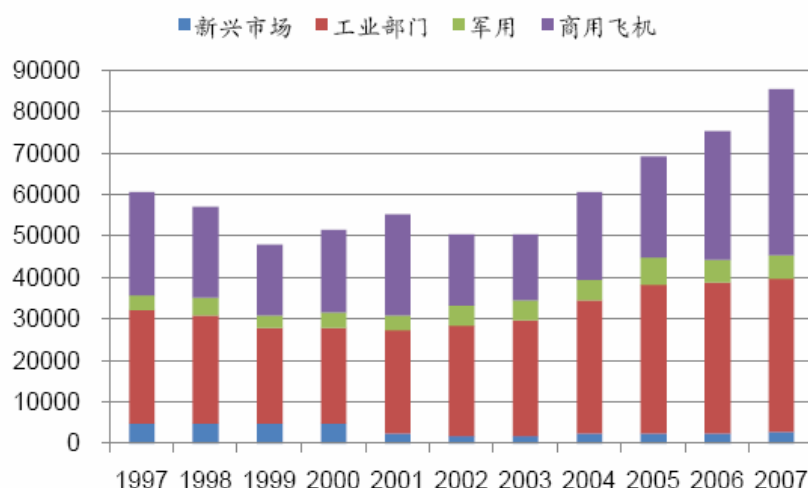
数据来源：中投证券研究所

图 1 国际市场钛材消费结构



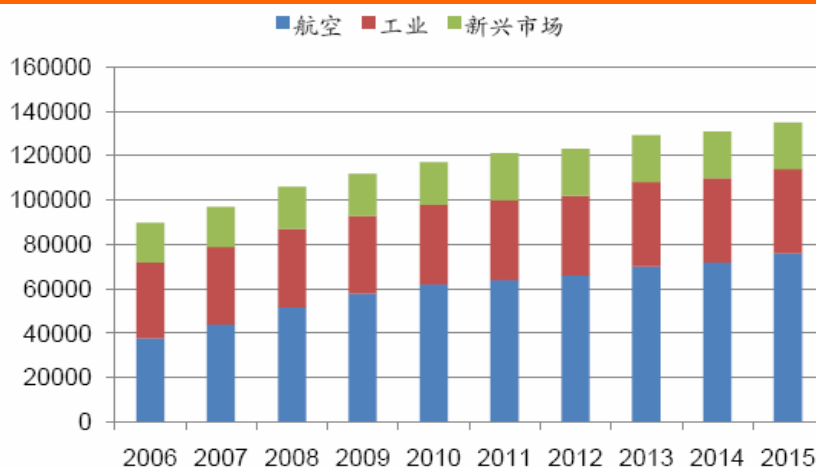
数据来源：安泰科、中投证券研究所

图 2 过去 10 年钛产品在不同领域的交货总量 (吨)



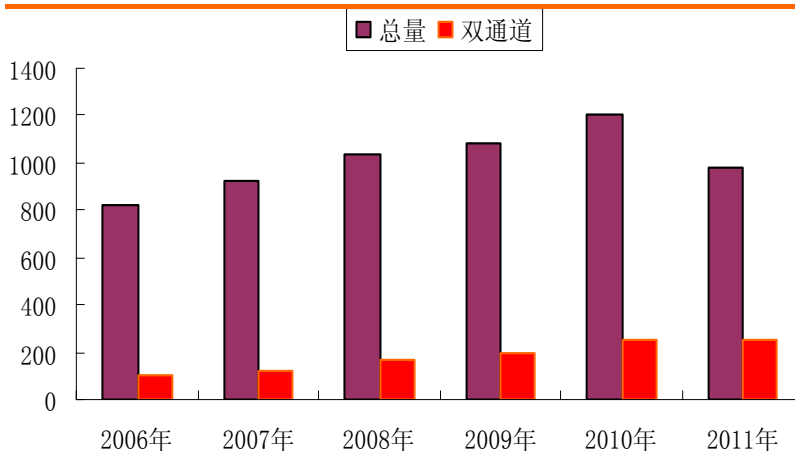
数据来源: TIMET、中投证券研究所

图 3 未来 10 年钛需求量 (吨)



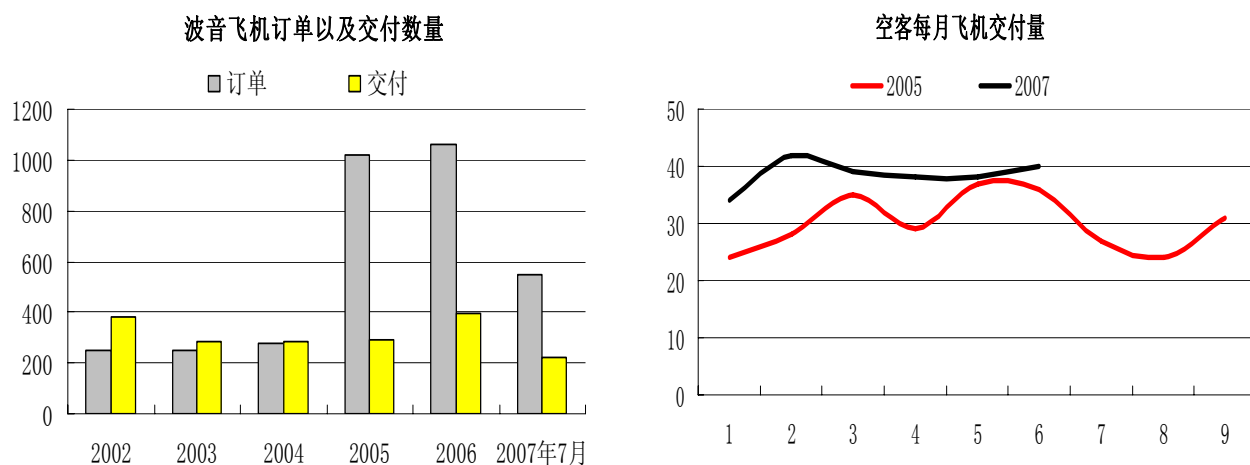
数据来源: VSMPO-AVISMA、中投证券研究所

图 4 商用飞机交货量预测 (架)



数据来源: TheAirlineMonitor、TIMET、中投证券研究所

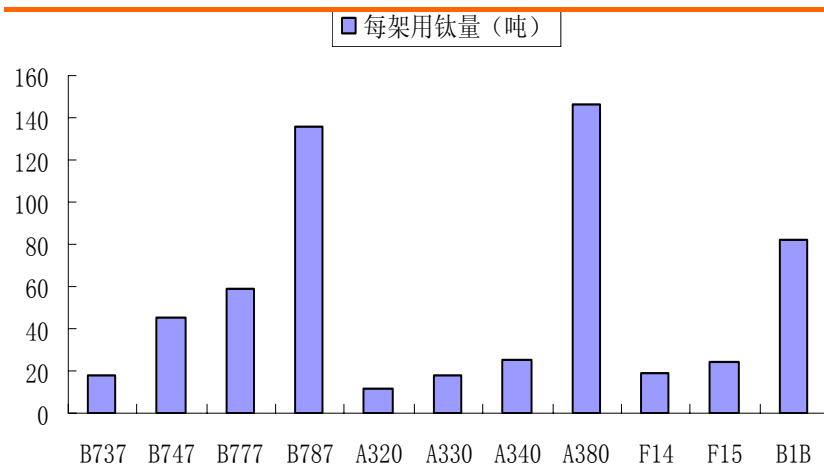
图 5 波音和空客飞机订单及交付量（架）



数据来源: Boeing

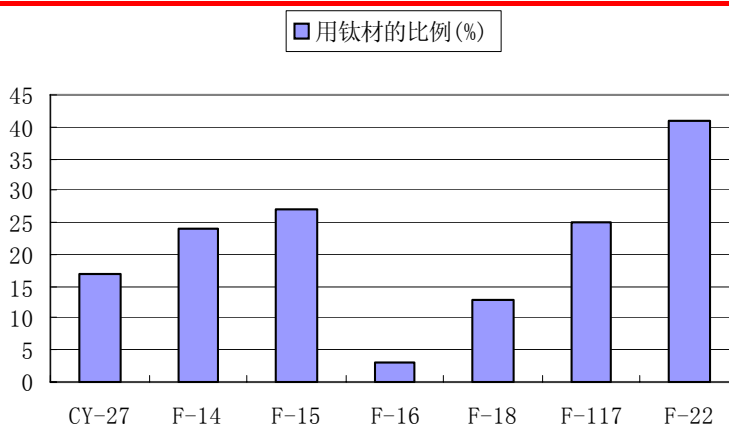
数据来源: Airbus

图 6 飞机的钛材应用量现状



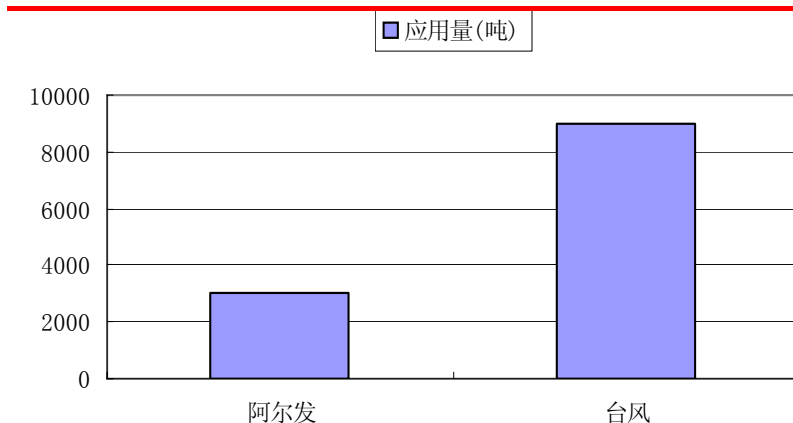
数据来源: TIMET、中投证券研究所

图 7 国外军用飞机应用钛材的比例



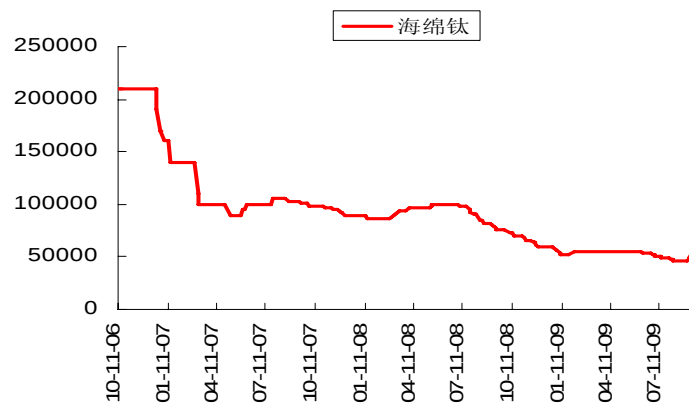
资料来源: TheAirlineMonitor、TIMET、中投证券研究所

图 8 前苏联潜艇钛材应用量



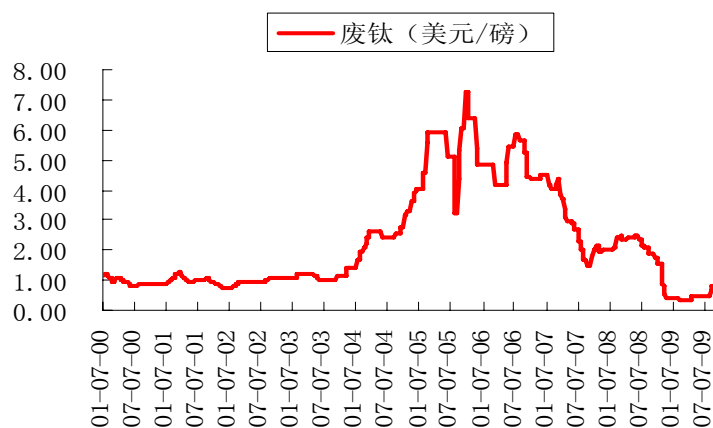
资料来源：钛工业进展、中投证券研究所

图 9 国内海绵钛报价（元/吨）



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

图 10 废钛报价（美元/磅）



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	3772	3335	4038	5254	营业收入	2272	2424	3082	4028
现金	1257	727	924	1208	营业成本	1733	2195	2449	3149
应收账款	430	367	503	659	营业税金及附加	4	17	20	24
其它应收款	18	0	0	0	营业费用	27	32	39	51
预付账款	484	600	696	881	管理费用	135	131	166	218
存货	1422	1500	1728	2259	财务费用	10	-4	14	35
其他	162	140	186	247	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	1214	1788	2101	2285	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	40	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	689	1262	1645	1908	营业利润	366	53	393	551
无形资产	70	70	70	70	营业外收入	6	0	0	0
其他	415	456	386	307	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4986	5123	6139	7539	利润总额	372	53	393	551
流动负债	928	1088	1772	2706	所得税	62	8	63	89
短期借款	320	399	1017	1749	净利润	310	45	331	464
应付账款	104	109	125	164	少数股东损益	9	1	10	14
其他	504	581	629	793	归属母公司净利润	301	43	322	451
非流动负债	123	163	163	163	EBITDA	378	99	484	684
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.70	0.10	0.75	1.05
其他	23	63	63	63					
负债合计	1051	1251	1935	2869	主要财务比率				
少数股东权益	113	114	124	138	会计年度	2008	2009	2010	2011
股本	430	430	430	430	成长能力				
资本公积	2371	2371	2371	2371	营业收入	-2.1%	6.7%	27.1	30.7
留存收益	1021	956	1278	1729	营业利润	-39.6	-85.5	642.5	40.0
归属母公司股东权益	3822	3757	4080	4533	归属于母公司净利润	-40.9	-85.6	643.5	40.1
负债和股东权益	4986	5123	6139	7539	获利能力				
					毛利率	23.7	9.4%	20.5	21.8
					净利率	13.2	1.8%	10.4	11.2
					ROE	7.9%	1.2%	7.9%	9.9%
					ROIC	10.4	1.1%	7.7%	9.2%
					偿债能力				
					资产负债率	21.1	24.4	31.5	38.1
					净负债比率	39.96	39.85	57.75	64.44
					流动比率	4.06	3.07	2.28	1.94
					速动比率	2.53	1.68	1.30	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.48	0.55	0.59
					应收账款周转率	6	6	7	6
					应付账款周转率	21.07	20.64	20.96	21.78
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.10	0.75	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	0.25	-0.02	-0.31
					每股净资产(最新摊薄)	8.88	8.73	9.48	10.53
					估值比率				
					P/E	33.05	229.8	30.91	22.05
					P/B	2.60	2.65	2.44	2.19
					EV/EBITDA	24	92	19	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 复旦大学金融学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434