

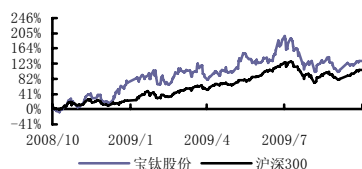
原材料 - 有色

2009 年 10 月 27 日

市场数据	2009 年 10 月 27 日
当前价格 (元)	21.75
52 周价格区间 (元)	9.15-29.73
总市值 (百万)	9358.28
流通市值 (百万)	4557.25
总股本 (百万股)	430.27
流通股 (百万股)	209.53
日均成交额 (百万)	236.73
近一月换手 (%)	63.04%
Beta (2 年)	1.29
第一大股东	宝钛集团有限公司
公司网址	http://www.baoti.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	23.74%	12.4%
净利率	13.23%	2.3%
净资产收益率	7.87%	4.8%
总资产收益率	603.18%	2.6%
资产负债率	21.08%	50.6%
现金分红收益率	0.00%	--
市盈率	31.07	124
市净率	2.45	5.6

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
宝钛股份	3.52%	-26.84%	117.28%
沪深 300	11.63%	-6.91%	91.64%

相关报告

《宝钛股份 (600456): 钛材市场继续低迷—09
《宝钛股份 (600456): 短期业绩下滑四成 未来
《宝钛股份公司报告》, 2007.11

分析师申明

本人, 金属材料小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

宝钛股份调研报告——最坏的时候正在过去

—最坏的时期正在过去、长期看好

评级: 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	2272.32	1995	1500	1900
净利润 (百万元)	300.73	43.42	152.24	275.10
每股收益 (元)	0.70	0.10	0.35	0.64
净利润增长率%	-40.92%	-85.71%	250%	182%
每股净资产 (元)	8.88	8.9	9.2	9.6
市盈率	31.07	210	60	32
市净率	2.45	2.4	2.3	2.2

资料来源: 世纪证券研究所

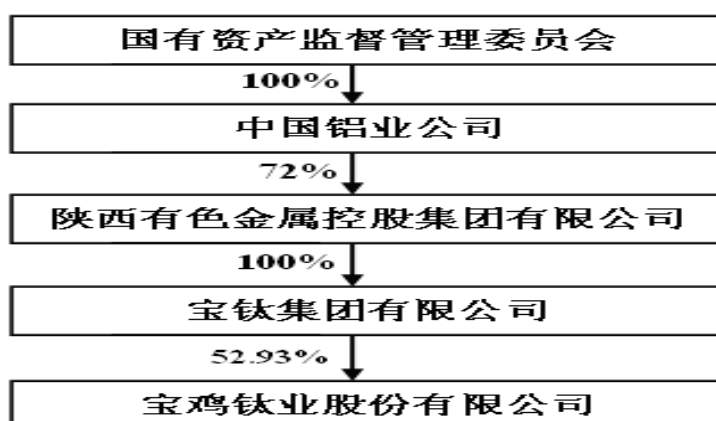
- **公司主营收入及利润主要来自于三方面。**一是出口产品, 主要是国外航空用钛材; 二是军工产品, 毛利率较高, 受经济危机的影响不大, 是目前利润的主要来源, 三是民品, 毛利率较低。2008 年呈现各占 1/3 的格局, 今年的情况看, 民品利润的比例不断下降。
- **出口产品方面有望得到改善。**出口钛材主要供给波音 787 机型和空客 320 机型, 公司与波音曾签署过 07-09 年三年供货合同, 08 年受金融危机影响, 订单有推迟, 但目前依然有效, 随美国经济走出低谷, 订单的执行情况将成为影响股价走势的重要因素。
- **军工产品方面的前景乐观。**军工钛材销售一直较为稳定, 出于军事保密原因, 供给、需求数据都较难得到, 但是从国家发展大飞机战略的决心, 我们认为军工产品的长期增长乐观。短期军工钛材销量的增长情况取决于三代军机的研发生产进程。
- **民品方面竞争加剧利润空间有限。**从海绵钛——冶炼——钛加工的各环节上, 都有着不断增加的产能, 军事、航空领域的钛需求短期无法释放, 产能必然会进入民品, 对民品的利润进行挤压。
- **我们认为, 宝钛股份最坏的时候正在过去, 长期看好, 但短期内尚缺乏明显的股价推动力。**公司未来的增长主要看军工和航空的订单, 从题材炒作上看, 具较强的军工概念, 给与推荐评级。由于民品竞争的日趋加剧, 宝钛股份的产品结构向高附加值的航空钛材、军工钛材转化是迟早的事。考虑到中国军事工业的发展、实施大飞机战略的信心以及波音空客公司合同的持续性, 我们长期看好宝钛股份, 短期内股价与波音 787 和空客 380 最新的交货情况以及军机的研发、批量进程有较大的关系。

公司概况

宝鸡钛业股份有限公司是1999年7月8日由宝钛集团有限公司作为主发起人，联合西北有色金属研究院、中国有色金属进出口陕西公司、西北工业大学、中南大学和陕西省华夏物业公司，以发起方式设立的股份有限公司。公司于2002年3月28日IPO发行6000万股A股，后经多次非公开发行、公开增发以及公积金转增股本，截至目前公司总股本已扩大至43026.57万股。宝钛集团为公司第一大股东，持股比例52.93%，公司实际控制人为陕西有色金属控股集团有限责任公司。

宝钛股份目前主要从事钛及钛合金材料的生产、加工和销售，拥有以钛材加工为主的从熔铸、锻造到板材、管材、棒材加工方面全套的生产经营系统，具有独立完整的产、供、销和开发系统，是中国最大的钛及钛合金加工材生产基地，公司在国内钛材的市场占有率高达40%以上，在国内高档钛材和军工钛材的市场占有率高达80%以上，处于垄断地位。主导产品钛材广泛应用于航空航天、石油化工、军工、医药、海洋工程、体育休闲和高档日用消费品等领域。

Figure 1 公司组织架构图

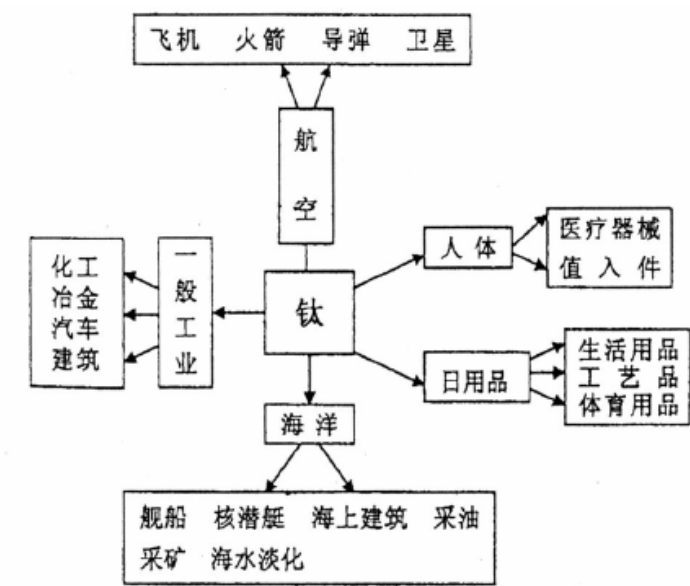


资料来源：公司资料

公司所处行业背景

钛是全能金属，但价格贵、产量小。钛及其合金是一种稀有金属材料，同时也是三大轻金属（铝，镁，钛）结构材料之一，钛具有低密度、高强度、耐腐蚀、无毒性等优异性能，因此广泛用于海、陆、空及生物领域，被称为“全能金属”，但它价格贵，产量小，在当前行业低谷时期，普通钛冷轧板的价格也在9万元/吨以上，而普通钢板的价格仅为4000元/吨左右。1948年美国才首次利用克劳尔技术成功实现了钛的工业化生产，当年生产约10吨海绵钛产业由此发端。国内在1958年开始了半工业化生产海绵钛，可以说在世界范围内整个产业都非常年轻。

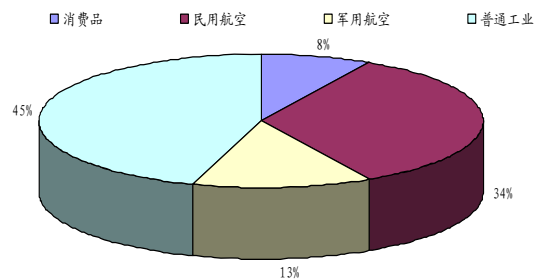
Figure 2 钛相关行业



资料来源：钛协会

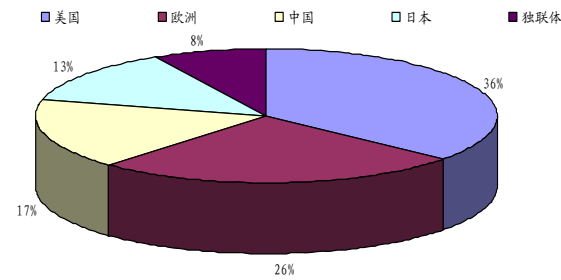
钛在地壳中的储量丰富。钛储量仅次于铁、铝、镁，比常用的铜、镍、铅、锌的总和还多十几倍。全球已经探明的钛资源储量(TiO₂)为205 亿吨，其中经济探明储量(TiO₂)为11.8 亿吨。中国是钛资源大国，总储量占全球的一半以上。国外钛资源主要分布在加拿大、挪威、印度、俄罗斯、澳大利亚、南非和美国。中国的钛资源储量虽然丰富，但是同国外钛资源小而富、纯而富、易采易选的特点相比，中国的钛资源90%以上属于难采选的钒钛磁铁矿共生资源（主要集中在攀枝花、承德、云南和广西等地），易采选的金红石的比例很低。

Figure 3 全球钛行业的消费领域



资料来源：钛协会

Figure 4 钛行业的消费主要集中在美国欧洲



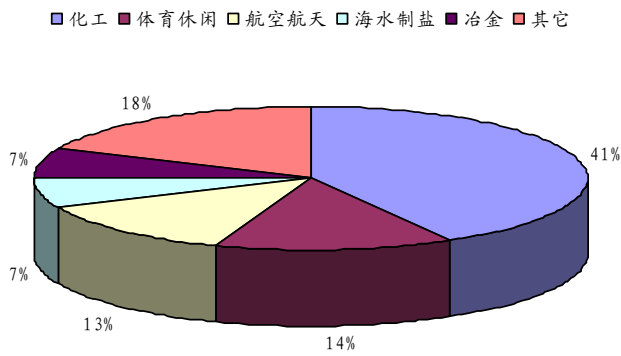
资料来源：钛协会

因工业发展水平不同，各国钛材应用领域也不同。全球范围内，钛产品的消费主要集中在美国、欧洲、中国、日本、独联体等国家和地区。不同国家和地区由于工业发展水平上的不同，钛产品的应用领域存在着较大的差异。在美国和欧洲，钛材主要应用于航空航天领域，约占60%；在日本，钛材主要应用于化工电力等领域，约占50%；而在中国，钛材主要应用于化工、体育休闲等领域，约占70%。

钛在航空工业应用的比例将不断提高。我国传统的应用领域(比如化工、

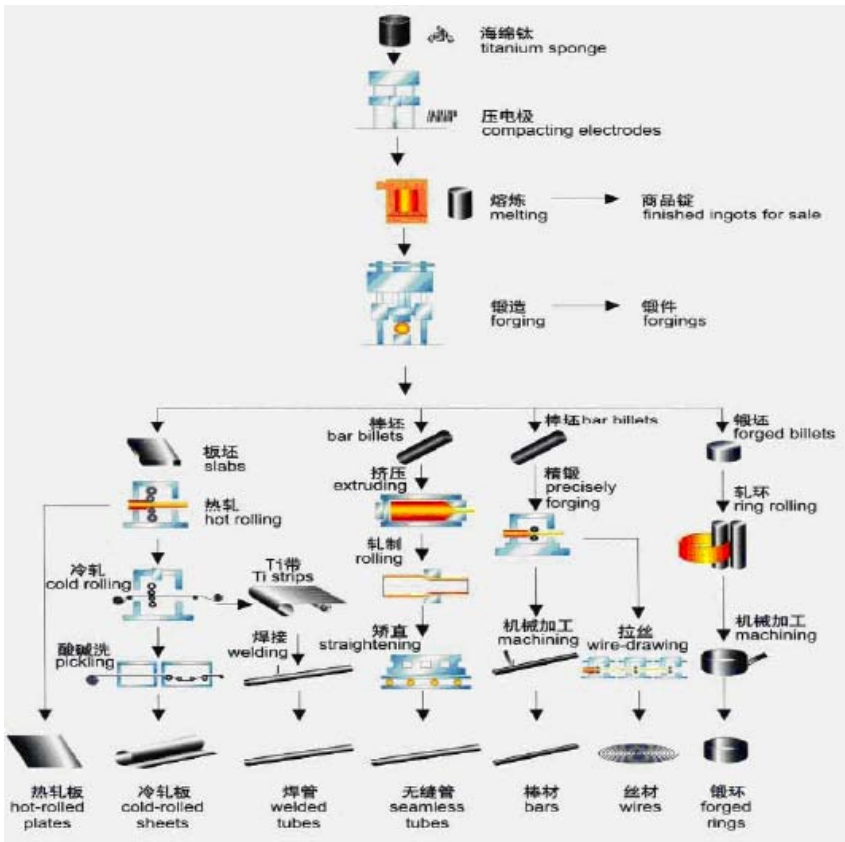
石油、医疗等)呈现逐年增长的态势,尤其氯碱工业用钛量增长迅速。但是,钛的主要应用领域仍然是航空工业,自上世纪50年代以后,钛在民用飞机上的应用比例不断增长。从1970年波音747的4%用钛量到2006年空客A380的10%的用钛量可以明显看到钛的应用不断提高的过程。可以预见,随着新机种的出现和批量生产,钛应用的量会有更明显的提高。

Figure 5 2008 年中国钛行业消费领域比例



资料来源：钛协会

Figure 6 钛加工的工艺流程

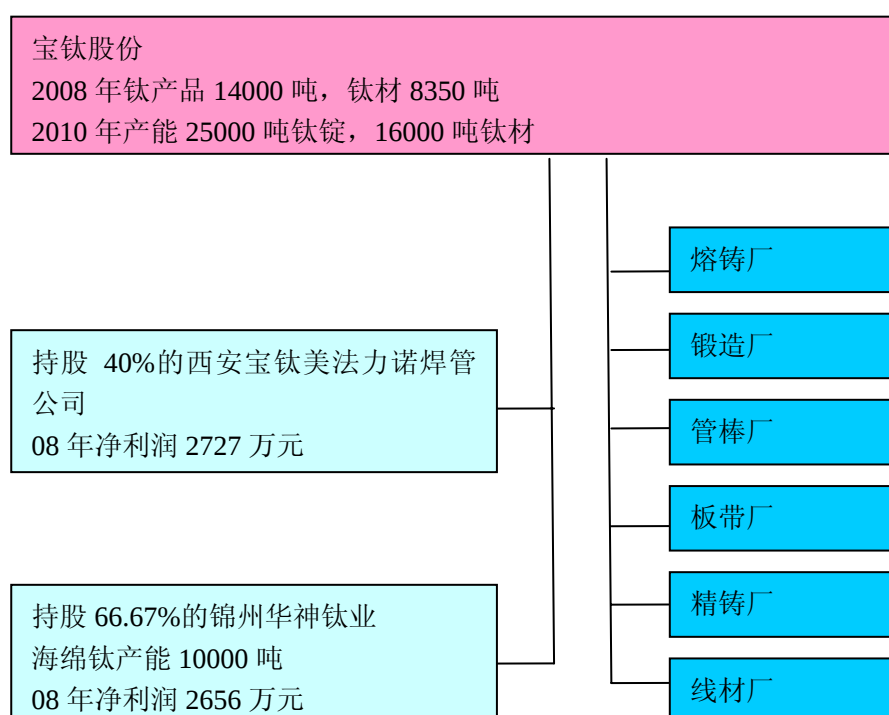


资料来源：钛协会

公司主营业务分析

公司的钛材主要分为民用钛材、新产品和出口产品。宝钛股份是国内最大的专业化钛加工产品生产厂家，至成立以来，一直从事钛加工产品的生产和销售，历年钛产品的销售收入和利润都占到公司销售总收入的90%以上。其中新产品主要是指军用钛材，而出口产品是供应国际市场的航空钛材，主要供给波音787机型和空客380机型。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%。

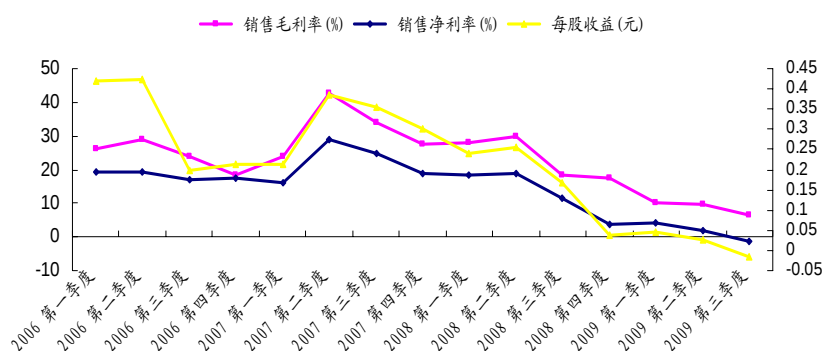
Figure 7 宝钛股份资产结构图



资料来源：公司资料整理

公司第三季度出现亏损，主要原因为价格下跌，需求不足。宝钛股份前三季度共完成营业总收入16.92亿元，比去年同期下降6.42%，实现归属于上市公司股东的净利润0.25亿元，比去年同期下降91.47%，基本每股收益0.06元，其中今年三季度单季每股收益为-0.02元，比去年同期大幅度下降。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，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。

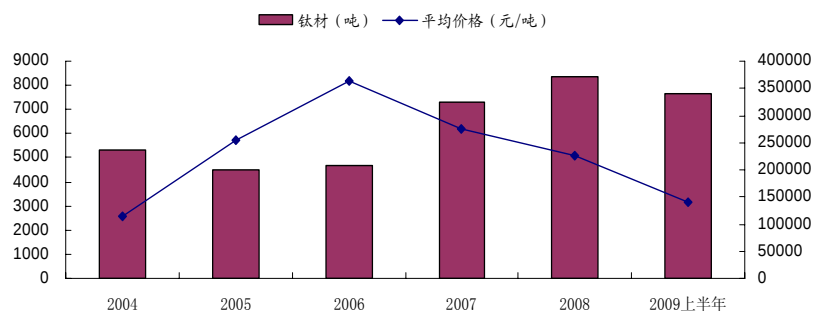
Figure 8 利润率下降、2009 第三季度出现亏损



资料来源：世纪证券

公司2009年钛材价格出现较大幅度下降。钛材的价格主要是在海绵钛的基础上+加工费。一般而言，海绵钛价格的上涨有利于加工费的提升。

Figure 9 公司钛材销量及单价



资料来源：世纪证券

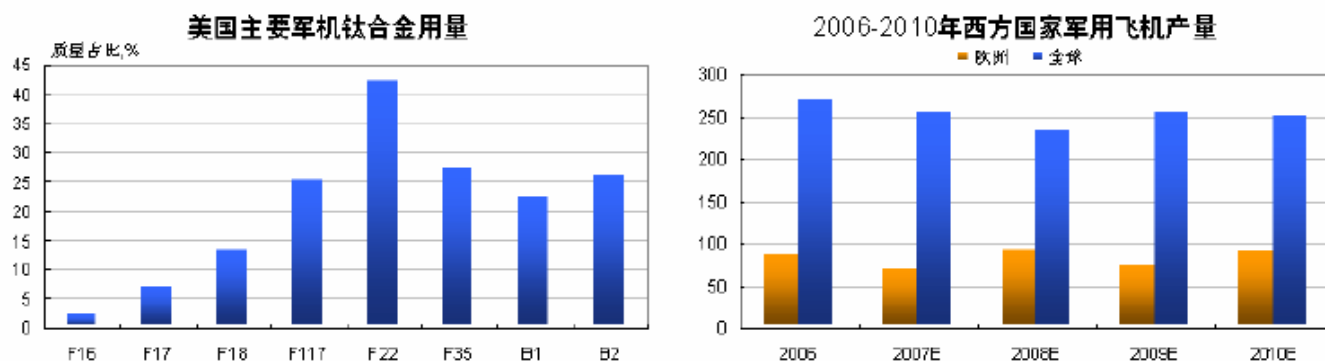
但是海绵钛由于产能巨大，我们预计近两年价格会在低位波动，普通钛材产品的售价也因此难以提高，未来需求的增长主要来自航空以及军工领域。

军品：国产军用发动机的量产仍在等待突破

从公开的数据看，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“心脏”，决定着飞机的性能。我国歼八系列的钛用量仅为 2%，两种新一代战斗机的钛用量分别为 4% 和 15%，而更新一代的高性能新型战斗机的钛用量将达到 25%-30%。与此同时，在航空发动机方面，我国早期涡喷发动机均不用钛，1988 年定型的涡喷 13 发动机的钛用量达到 13%，而 2002 年设计定型的昆仑发动机钛用量提高至 15%，即将设计定型的我国自行设计涡扇发动机又进一步把钛用量提高到 25% 的水平。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，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。“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。

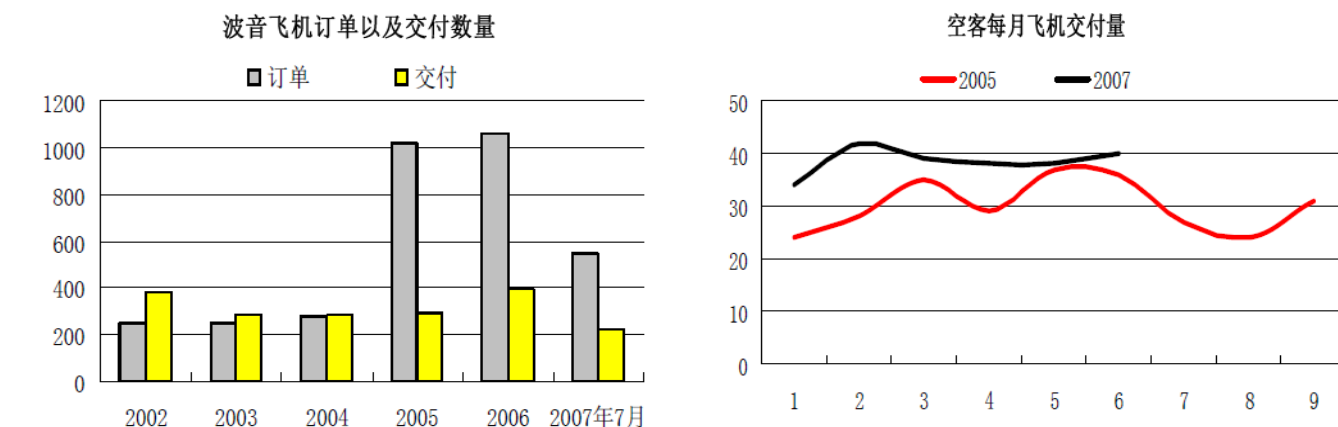
Figure 10 国外军用飞机用钛量



资料来源: airline monitor

航空钛材: 我们认为，随着大飞机计划的启动以及探月工程等航空航天领域大项目的启动，中国的航空航天工业对钛的需求量必然大幅上升。在空客飞机订单中，宽体飞机(A330以上)的数量由2003年123架增加到2007年的389架；而波音飞机订单中，宽体飞机(B737以上)的数量由2003年35架增加到407架，增幅相当明显。从整体上看，宽体飞机占全部飞机订单的比率由23%增长到41%，并且有望随着下一代重点机型A380、B787的顺利交付而迅速增长。据TIMET估计，一架波音B787飞机用钛量达到136吨，一架空客A380用钛量将达到146吨，而早期的飞机用钛量都比较少，如一架波音B737、B747、B777用钛两量分别只有18吨、45吨和59吨，同样的每架空客A320、A330和A340的用钛量分别只有12吨、18吨和25吨，显然飞机的大型化加大了民用航空市场对于钛产品的需求。

Figure 11 波音、空客飞机交付量

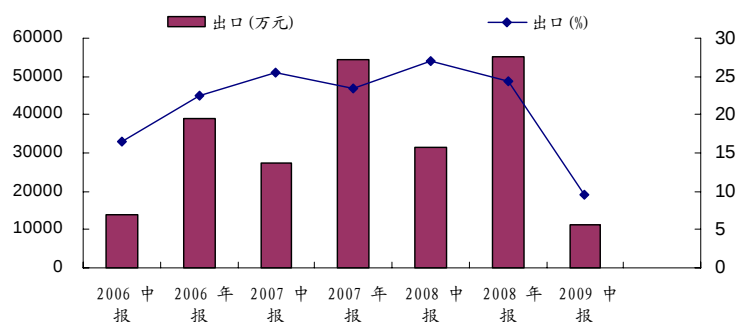


资料来源: 波音、空客网站

宝钛股份的出口量在今年出现明显的下滑，与波音和空客的交付推迟有

直接关系，但是我们认为合同仍有效，订单的产生只是时间问题。

Figure 12 出口产品金额及比例



资料来源：世纪证券

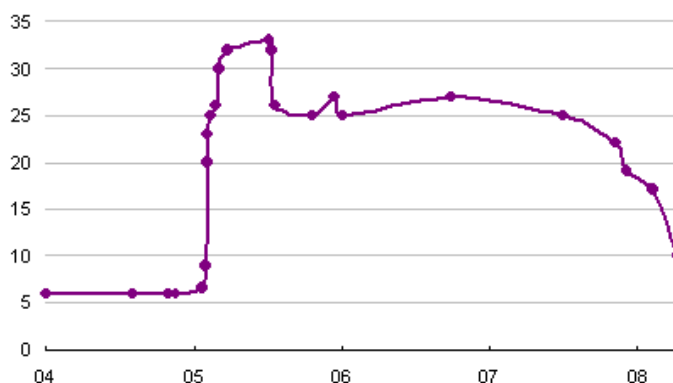
民用：民用钛材的最大应用领域是化工行业，随着化工行业的复苏，用钛量有望保持增长。但是考虑到竞争日趋激烈，未来盈利空间有限。2006年国内钛材主要应用于化工和体育休闲业等普通民用领域，约占钛材消费量的70%左右。据统计，目前全球大约有52%的钛用于其他民用领域，如化学工业、电力工业、海水净化等领域。在日本，年产100万吨的苛性钠电解槽用钛300-500吨，年产10万吨的对苯甲酸装置用钛30-50吨，日产13万吨的MSF型海水淡化装置用钛1500吨。在欧洲，2005年在热交换器、电力、化工领域分别用钛达2700、1500、1200吨，根据Titania Group的估计，欧洲民用工业用钛量将保持稳步上升的态势。

成本结构分析

直接材料占成本的比例最大。前几年达到85%以上，由于近年海绵钛的大幅扩产和需求的放缓，近期海绵钛价格已经大幅回落到了6万元左右，材料费用目前占到60%左右。

海绵钛的价格大幅波动。从2004年起，受国际市场的影响，海绵钛价格急剧飙升，从原来的5万多元一吨上升近30万元一吨，在高额利益的驱动下，国内各地海绵钛企业纷纷上马，从最早的2家生产企业到30多家，海绵钛年产能由原来的6500吨上升到10万吨一年，大量海绵钛投入市场改变了供求关系，海绵钛市场进入激烈竞争阶段。

Figure 13 海绵钛的价格大幅波动



资料来源：MB

随海绵钛价格下跌，也带动钛材价格的回落，从而造成了公司钛材加工毛利的下降，其中民用钛材和出口钛材毛利下降幅度较大，军工钛材毛利下降幅度有限。最近，海绵钛的价格有所上升，约在6万元/吨左右。

2008年推进的海绵钛项目：遵宝钛业10000吨/年；中国铝业佳木斯项目15000吨/年；金川公司15000吨/年；攀钢集团15000吨/年；攀枝花钢铁集团有限公司5000吨/年；云南冶金集团10000吨/年。

推迟或取消建设海绵钛项目的有：宁夏东方钽业5000吨/年；美国ATI公司11000吨/年。

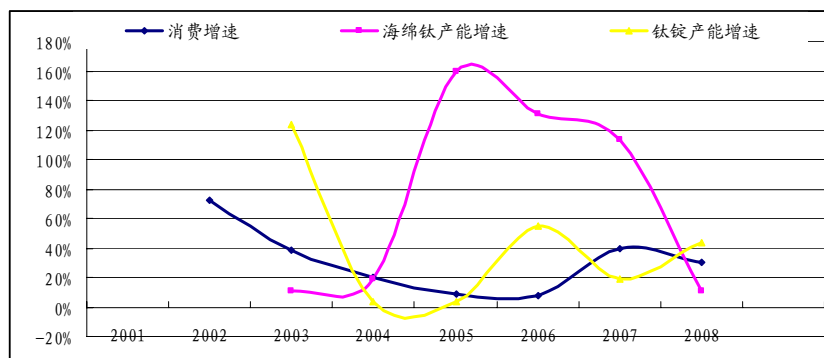
Figure 14 2002 年以来中国海绵钛销售量

统计	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
销售量/t	5215	6879	6588	10995	16634	40552	39754
增长率/%	—	31.9	-4.2	66.9	51.3	143.8	-2.0

资料来源：钛协会

从海绵钛、钛锭产能以及消费的增速上可以看出，海绵钛价格的下跌是必然的。我们判断，由于存在着巨大的产能，未来民用钛材领域将面临激烈的竞争。

Figure 15 海绵钛、钛锭以及消费增速

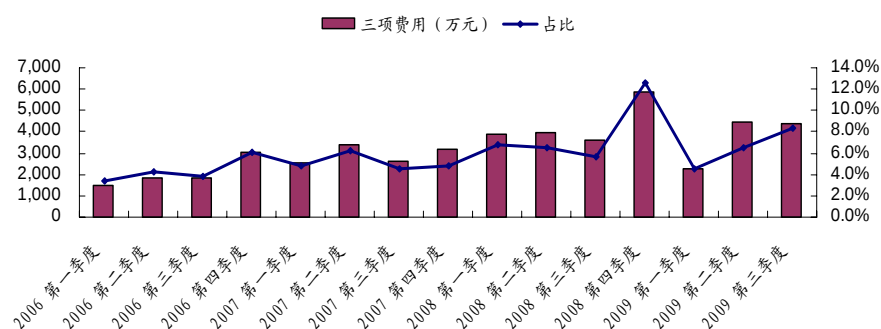


资料来源：世纪证券

公司三项费用控制较为严格

从宝钛股份近三年每季度三项费用的变化看，虽然随着主营业务的增长三项费用总额约有增加，但是三项费用在主营业务收入中的占比变化仍然在合理范围内说明公司在费用方面内控较为严格。

Figure 16 宝钛股份三项费用及占比



资料来源：世纪证券

盈利预测

如下基本假设:

- 1、军工产品 09 年没有增量，2010 年增加 400 吨
- 2、假设波音订单有所恢复，出口产品 2010 年增加 500 吨，
- 3、海绵钛的价格上涨 5%，2010 年所需海绵钛全部自给。
- 4、09 年国家收储钛锭，按 50%成材率换算成钛材，以计算平均价格。
- 5、由于假设 2010 年军品和航空材销量增加，毛利率上升，但仍未达到过往最低水平。

Figure 17 盈利预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
外销钛锭				8000	0
民品	2249	2506	3250	3250	3800
军品	1248	2450	1800	1800	2200
出口(航材)	1165	2350	3300	1000	1500
钛材(吨)	4662	7306	8350	6500	7500
钛材收入(万元)	168985	200889	189389	199500	150000
平均价格(元/吨)	362473	274964	226813	190000	200000
钛材成本(万元)	124939	129950	139830	177555	120000
毛利率	26.07%	35.31%	26.17%	11.00%	20.00%
营业收入(万元)	184246	232006	227232	199500	150000
营业成本(万元)	140026	158225	173285	177555	120000
营业税金及附加(万元)	526	770	424	798	600
销售费用(万元)	1412	2214	1641	2793	1800
管理费用(万元)	5130	7945	13481	11371.5	7500
财务费用(万元)	1664	1561	1050	1000	1000
营业利润(万元)	39285	60635	36636	5145	18262
所得税(万元)	5856	9338	6154	785	2753

净利润(万元)	33500	51236	30997	4448	15598
每股收益(元)	0.90	1.25	0.70	0.10	0.35

资料来源：世纪证券

风险因素分析

- 1、 航空和军品市场的启动比我们预期的晚。一旦这个市场启动，宝钛股份业绩将有爆发性。
- 2、 公司钛带生产线和万吨自由锻压机项目是公司募投项目，进展是否顺利，也将影响 10 年及以后的业绩。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.