

宝钛股份（600456）：最坏的时期恐已过去

增持（维持）

有色金属行业 2009年11月4日

联系人：杨晓雷 010-66045530

yangxl@txsec.com

事件描述：

近期，我们对宝钛股份（600456）进行了实地调研。在调研期间，我们就市场对公司关注的热点与公司高管进行了沟通，并就公司经营现状及发展前景进行了深入的交流。

评论：

- 海绵钛供给过剩导致钛材价格持续下降。**从2006年开始，国内海绵钛价格开始出现下降，以前国内从4000吨左右的海绵钛产能迅速扩大到约50000吨海绵钛产能，现在仍有很多公司在上海海绵钛的项目，如果考虑中铝、金川等公司新增海绵钛产能的全部达产，估计未来国内的海绵钛产能将达80000吨。巨大的供给压力导致海绵钛价格的持续下降，由于钛材（特别是民用钛材）主要是以海绵钛价格进行定价，因此价格也出现持续下降，在今年7、8月时，海绵钛价格仍在下跌，9月已出现回升。
- 出口产品——国际航空市场需求料最晚2011年回升。**公司出口产品在2008年达到历史新高以后（我们推算，2008年销量约3000吨），由于金融危机的影响，今年下降幅度将较大。Boeing是公司的大客户，与公司签订了长期供货协议，2008年中期Boeing虽未执行订货，但公司着眼于长久，希望继续保持与大客户的长期关系。另外，古德里奇、芬梅卡尼卡、罗罗公司正在对公司的产品进行认证，之后就会采购公司的钛材。公司认为，国际航空市场用钛的需求最晚在2011年会回升。公司出口的钛材产品质量高、性能稳定、主要的客户是Boeing和AirBus，在它们的招标中，公司产品的价格具有竞争优势，（据公司推测）较TIMET、RTI产品价格约低20%，因此，公司对在该领域的钛材产品销售充满信心。
- 军用产品——产销保持稳定，产品附加值高。**军品方面，我们推算2008年公司生产了约1800余吨的军工配套钛材，而公司军品产量一直在1600-1800吨的水平，以后估计短期内将在此水平上保持稳定。目前军工配套的钛材还不能说是大规模的批量生产，但公司军品附加值较高，公司在国内航空钛材领域约占有90%的市场份额，因此定价也可以更高，与海绵钛价格的关系相对较小。
- 民用产品——竞争激烈，扩大市场是关键。**民品方面（主要用于石化、两碱、制盐等领域），由于多为中低端产品，市场竞争激烈，与海绵钛的价格变动最相关，公司的民品钛材主要以热轧、冷轧和管材为主。今年以来，公司民品钛材价格下降较多，且鲜有盈利，但总体的产品需求是有所增加的，2008年该部分钛产品的国内使用较2007年同比增长约20%左右。公司总的策略是产品走高端路线，但民品市场不放弃，并寻求扩大市场份额。另外，公司民品钛材成本略低，并具有技术和产能优势。

5 钛加工项目有序进行。公司 2008 年增发的几个募集资金项目主要是为了扩大目前没有的产品类别及现有产能。

“钛带生产线建设项目”目前设备还未到货，预计 2011 年投产。当前公司纯钛薄板能力不足，但市场需求很大，因此该项目投产后，将主要拓展热轧、冷轧和带卷的技术。“万吨自由锻压机项目”主要是解决大规格棒材的需求，该项目预计在 2010 年投产。“钛棒丝材生产线项目”投资已经完成，目前正在调试，将主要生产丝材和小规模棒材。

6 海绵钛自给和残料回收打通公司原材料环节。公司 2008 年收购华神钛业就是希望自己在原材料环节有所保障，不受制约，公司目前持有华神钛业 67%股权。据我们推算，2008 年全年公司用了约 14000 吨海绵钛，其中华神钛业生产了 8000 吨左右。今年预计将使用海绵钛 15000-16000 吨，公司会继续外购一部分海绵钛，以后也可能考虑继续扩大华神钛业的海绵钛产能。另外一方面，公司同时加大了残废料的回收力度。

7 盈利预测。我们预计公司2009年实现归属于母公司所有者净利润5176万元，同比下降82.79%，预计2009-2011年EPS分别为0.12元、0.36元和0.57元，以公司11月3日22.11元的收盘价计算，对应的动态PE分别为184倍、61倍和39倍，综合考虑目前海绵钛及钛材处于底部回升之势，国内石化化工领域基础设施建设和未来国际航空业发展对金属钛的带动，以及公司未来两年的产能扩张预期，我们继续维持公司“增持”的投资评级。

8 风险提示。公司面临的主要风险包括：1) 钛产品价格波动风险；2) 公司民品钛材可能在短期内继续不盈利；3) 公司军品钛材产量可能在短期内没有增长；4) 募集资金项目进展的不确定性风险；

图表：宝钛股份（600456）盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	232,006	227,232	228,911	253,708	301,894
增长率 (%)	25.92%	-2.06%	0.74%	10.83%	18.99%
减：营业成本	158,225	173,285	206,313	216,526	251,949
毛利率 (%)	31.80%	23.74%	9.87%	14.66%	16.54%
营业税金及附加	770	424	527	606	697
销售费用	2,214	2,724	3,008	3,298	3,925
管理费用	7,945	13,481	13,388	14,969	15,095
财务费用	1,561	1,050	-900	200	1,525
费用合计	11,720	17,255	15,496	18,467	20,544
期间费用率 (%)	5.05%	7.59%	6.77%	7.28%	6.81%
资产减值损失	829	724	600	200	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	173	1,091	350	900	1,100
营业利润	60,635	36,636	6,325	18,809	29,804
增长率 (%)	54.35%	-39.58%	-82.74%	197.38%	58.46%
营业利润率 (%)	26.14%	16.12%	2.76%	7.41%	9.87%
加：营业外收入	157	556	800	1,000	1,200
减：营业外支出	218	40	800	1,000	1,200
利润总额	60,575	37,151	6,325	18,809	29,804
增长率 (%)	53.91%	-38.67%	-82.97%	197.38%	58.46%
利润率 (%)	26.11%	16.35%	2.76%	7.41%	9.87%
减：所得税费用	9,338	6,154	949	2,821	4,471
所得税率 (%)	15.42%	16.56%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	51,236	30,997	5,376	15,988	25,333
增长率 (%)	52.94%	-39.50%	-82.66%	197.38%	58.46%
净利润率 (%)	21.94%	13.23%	2.26%	6.10%	8.13%
归属于母公司所有者的净利润	50,903	30,073	5,176	15,488	24,533
增长率 (%)	51.95%	-40.92%	-82.79%	199.21%	58.41%
少数股东损益	334	925	200	500	800
摊薄每股收益(元)	1.18	0.70	0.12	0.36	0.57

资料来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100