



浙商证券

公司调研

2010-02-10 | 10 页

宝钛股份 (600456)

产能不是问题 下游需求的回暖才是关键

——公司调研简报

林建 金嫣

86-21-64718888-1286

linjian@stocke.com.cn

本报告导读： 下游需求的回暖是公司业绩提升的关键

投资要点：

产能不再是制约企业发展的瓶颈 发行募集资金投资项目达产后，公司将拥有从海绵钛、熔铸、锻造到钛材深加工、残料回收等方面全套的生产经营系统，其中海绵钛产能为 1 万吨，熔铸产能为 1.7 万吨，钛材加工产能接近 1.5 万吨，公司正逐步成为全球前三强的世界级一体化钛业公司，产能将不再是制约企业发展的瓶颈。

下游需求的回暖才是公司业绩提升的关键 经过 IPO、非公开增发和公开增发之后，公司的产能得以不断的提升，公司作为行业的龙头，未来业绩的增长更多的取决于行业整体的复苏、依赖于下游行业需求的回暖。

钛材行业有望走出低谷、稳步回暖 钛材行业属于强周期型行业，钛材行业在经历过金融危机之后，在全球经济逐步复苏的宏观背景下，我们认为钛材行业亦将逐步走出低谷、呈现逐步回暖态势。

投资评级：中性 我们预测 2009-2011 年公司将实现净利润 3440 万元、1.26 亿元和 2.05 亿元，同比分别增长-89%、267%和 62%，折合每股收益 EPS0.08 元、0.29 元和 0.48 元，当前的动态市盈率分别为 275.5 倍、75 倍和 46 倍。尽管我们对钛金属的应用及行业未来发展充满信心和期待，但下游行业需求的回暖是渐进的，钛行业的全面复苏仍需时日，公司短期内业绩不可能并喷至金融危机之前的水平，当前公司估值合理，我们给予公司“中性”投资评级。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2320.1	2272.3	2295.0	2800.5	3784.1
(+/-)%	25.9%	-2.1%	1.0%	22.0%	35.1%
EBITDA(百万元)	321.0	-223.4	293.8	44.5	-130.3
(+/-)%	-236.8%	-169.6%	-231.5%	-84.9%	-393.0%
净利润(百万元)	509.0	300.7	34.4	126.4	205.3
(+/-)%	51.9%	-40.9%	-88.6%	267.2%	62.4%
摊薄 EPS(元)	1.25	0.70	0.08	0.29	0.48

评级： 中性

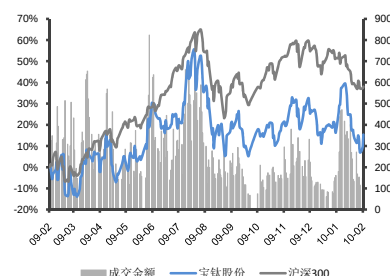
上次评级：

目标价格：

上次预测：

当前价格： ¥ 22.03

公司 52 周市场表现



公司简介：

宝钛股份是中国最大的钛及钛合金生产、科研基地，是国家高新技术企业。公司专业从事钛加工业务，目前已经发展成为国内规模最大钛材加工企业，产量占全国总量的 40% 左右，公司军工钛材的供应量占军工总需求的 95% 以上，公司国外航空钛材的供应量占国内采购的 100%，均处于绝对垄断地位。公司产品结构较为完整，产品涵盖板材、管材、棒材、丝材等，是目前国内唯一具有铸-锻-钛材加工完整产业链的企业。





资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	681.6	1256.6	909.2	1109.5	1499.1	营业收入	2320.1	2272.3	2295.0	2800.5	3784.1
应收票据	107.2	161.7	132.8	162.1	219.0	营业成本	1582.2	1732.9	2134.4	2436.4	3178.6
应收账款	343.2	429.8	350.1	427.2	577.2	营业税金及附加	7.7	4.2	6.9	8.4	11.4
预付款项	515.5	484.4	436.9	401.1	313.2	销售费用	22.1	27.2	21.1	33.6	45.4
其他应收款	14.3	17.8	14.2	18.8	25.5	管理费用	79.5	134.8	114.8	168.0	264.9
存货	858.1	1421.8	1453.0	1658.6	2163.9	财务费用	15.6	10.5	1.8	11.7	44.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	8.3	7.2	-7.5	2.7	0.8
长期股权投资	21.0	39.6	39.6	39.6	39.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	474.7	689.1	823.1	901.7	1162.0	投资收益	1.7	10.9	18.4	18.4	18.4
在建工程	122.0	342.7	278.7	246.7	473.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	15.4	20.5	20.5	20.5	20.5	营业利润	606.4	366.4	42.0	158.0	256.6
无形资产	19.9	69.9	85.1	99.7	117.5	营业外收支净额	-0.6	5.2	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	605.7	371.5	42.0	158.0	256.6
资产总计	3222.5	4985.7	4594.9	5137.2	6662.5	减：所得税	93.4	61.5	6.7	26.9	43.6
短期借款	300.0	320.0	285.1	592.1	1691.8	净利润	512.4	310.0	35.3	131.1	213.0
应付票据	200.6	319.3	339.7	387.8	505.9	归属于母公司的净利润	509.0	300.7	34.4	126.4	205.3
应付账款	60.4	104.1	99.9	114.0	148.7	少数股东损益	3.3	9.2	0.8	4.7	7.7
预收款项	97.7	87.2	89.3	134.3	221.9	基本每股收益	1.25	0.70	0.08	0.29	0.48
应付职工薪酬	7.2	11.7	11.9	14.5	19.5	稀释每股收益	1.25	0.70	0.08	0.29	0.48
应交税费	99.5	51.2	51.7	63.1	85.2	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	15.1	34.3	34.7	42.3	57.2	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	25.9%	-2.1%	1.0%	22.0%	35.1%
长期借款	100.0	100.0	120.0	144.0	172.8	EBIT 增长率	69.2%	-40.6%	-95.2%	760.4%	84.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	51.9%	-40.9%	-88.6%	267.2%	62.4%
负债合计	880.4	1051.0	1055.2	1515.6	2927.8	盈利性					
股东权益合计	2342.0	3934.7	3539.7	3621.6	3734.7	销售毛利率	31.8%	23.7%	7.0%	13.0%	16.0%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	21.9%	13.2%	1.5%	4.5%	5.4%
净利润	512.4	310.0	35.3	131.1	213.0	ROE	22.7%	7.9%	1.0%	3.6%	5.7%
折旧与摊销	-307.5	-596.6	275.9	-109.5	-414.2	ROIC	19.4%	7.2%	0.4%	2.9%	4.2%
经营活动现金流	159.1	-44.5	330.3	151.0	82.5	估值倍数					
投资活动现金流	-158.7	-662.7	-232.5	-232.5	-721.5	PE	17.6	31.5	275.5	75.0	46.2
融资活动现金流	116.8	1280.5	-445.2	281.8	1028.7	P/S	3.9	4.2	4.1	3.4	2.5
现金净变动	117.2	573.3	-347.4	200.2	389.7	P/B	4.0	2.5	2.8	2.7	2.6
期初现金余额	629.6	681.6	1256.6	909.2	1109.5	股息收益率	3.3%	4.5%	0.5%	1.1%	1.3%
期末现金余额	746.8	1254.8	909.2	1109.5	1499.1	EV/EBITDA	27.4	-39.2	30.9	207.4	-76.5





行业龙头 钛业骄子

宝钛股份是中国最大的钛及钛合金生产、科研基地，是国家高新技术企业。公司专业从事钛加工业务，目前已经发展成为国内规模最大钛材加工企业，产量占全国总量的 40% 左右，公司军工钛材的供应量占军工总需求的 95% 以上，公司国外航空钛材的供应量占国内采购的 100%，均处于绝对垄断地位。公司产品结构较为完整，产品涵盖板材、管材、棒材、丝材等，是目前国内唯一具有铸-锻-钛材加工完整产业链的企业。

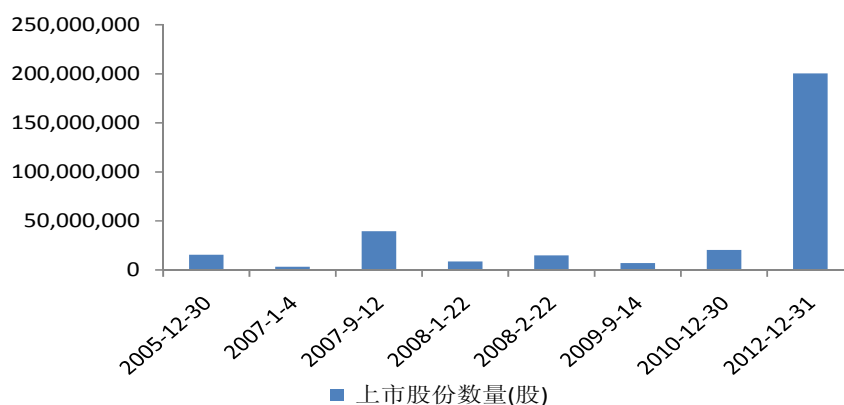
限售股解禁情况

公司限售股解禁时间表

上市日期	上市股份数量(股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)	上市股份类型
2012-12-31	200,405,952	95.65	46.58	股权分置限售股份
2010-12-30	20,331,000	9.7	4.73	股权分置限售股份
2009-9-14	6,984,000	3.33	1.62	定向增发机构配售股份
2008-2-22	14,873,111	7.34	3.46	公开增发机构配售股份
2008-1-22	8,772,589	4.67	2.04	公开增发一般股份
2007-9-12	39,492,000	22.08	9.71	定向增发机构配售股份
2007-1-4	3,327,048	2.39	0.82	股权分置限售股份
2005-12-30	15,600,000	20.63	7.8	股权分置对价股份

资料来源: wind 资讯

限售股解禁情况



资料来源: wind 资讯

战略金属 朝阳产业

钛(Titanium): 元素符号 Ti, 原子序数 22, 原子量 47.88, 在元素周期表中位于第 4 周期IVB 族, 属于难熔稀有轻金属, 熔点为 1,668℃。

钛因具有密度小、比强度高、导热系数低、耐高温低温性能好, 耐腐蚀能力强等突出的特点, 最早被应用于航空航天等高科技领域, 现在其应用领域已逐渐向化工、石油、电力、海水淡化、建筑、日常生活用具等行业扩展, 被誉为“现代金属”、“第三金属”和“战略金属”。钛及钛合金对一个国家的国防、经济及科技





的发展具有战略意义,钛应用量的多少和钛工业发展水平是一个国家综合实力的重要标志。

钛的特点及应用领域

性质	描述	应用领域
高比强度	1.密度小 :金属钛的密度为 4.51g /cm ³ , 约为铜的 50%, 低碳钢的 57% 2、比强度(抗拉强度 /密度)高: 纯钛和一种常用的钛合金 TC4 的比强度分别为低碳钢的 2.3 倍和 3.8 倍, 是不锈钢的 1.8 倍和 3 倍	航天、航空、航海领域, 如飞机机体结构件、飞机发动机部件等; 体育、旅游器械, 如高尔夫球杆、球棍; 日常民用品, 如汽车、自行车、眼镜架等
耐腐蚀性	钛是一种非常活泼的金属, 但由于其表面在空气中很易形成一层致密而稳定的氧化膜, 是一种具有强烈钝化倾向的金属, 所以耐腐蚀性非常强, 是最佳防腐蚀材料之一。钛是目前能大量生产、价格最低、几乎完全不被海水腐蚀的金属, 因此又被称为 “海洋金属”	氯碱、纯碱、真空制盐、石化、船舶、海水淡化、核电站、火电脱硫、屋顶建材等
耐高温 低温性	新型钛合金可在 600℃或更高温度下长期使用、在 -196~-253℃低温下保持较好的延展性和韧性, 特别适合太空环境对材料的要求, 因此又被称为 “太空金属”	航天航空、制冷工业等
生物相容性	钛与人体最具亲和力, 无金属过敏, 能抵抗分泌物的腐蚀且无毒, 与人体组织及血液有好的相容性, 是植入物的关键材料, 所以被称为 “生物金属”	人工骨、牙根、主动心瓣等各种医疗领域及福利器械医疗器械, 如用于制作肝癌治疗、制成用于骨折愈合的螺钉等
记忆性	钛-镍合金在一定环境温度下具有单向、双向和全方位的记忆效应, 被公认为最佳记忆合金	石油输油管路系统、宇航飞行器等
超导性	铌钛合金低于临界温度呈现零电阻的超导性能, 制成的导线可通过任意大的电流而不会发热, 没有能耗, 是输送电能的最佳材料	电力设备等
贮氢性	钛-铁合金具有吸氢的特性, 把大量的氢安全的贮存起来, 在一定的环境中又把氢释放出来	分离、净化、贮存及运输、制造以为能源的热泵和蓄电池等
无磁性	钛是无磁性金属, 在很大的磁场中也不会被磁化	航海海洋工程、人体植入材料

资料来源: 公司招股说明书

募投项目的逐步投产 产能不再是制约企业发展的瓶颈

公司的产能不是制约企业发展的瓶颈, 毕竟公司自上市以来进行了非公开发行及公开增发, 募投项目的逐步投产完善了公司钛生产流程, 延伸并升级了产业链, 稳定海绵钛原料供应, 提高熔铸、锻轧制环节的产能, 极大增强公司的市场竞争优势。

发行募集资金投资项目达产后, 公司将拥有从海绵钛、熔铸、锻造到钛材深加工、残料回收等方面全套的生产经营系统, 其中海绵钛产能为 1 万吨, 熔铸产能为 1.7 万吨, 钛材加工产能接近 1.5 万吨, 公司正逐步成为全球前三强的世界级一体化钛业公司。





公司募投项目分布图



资料来源：公司招股说明书

公司产能扩张 产业链逐步完善

产品类别	原有产能	IPO 募投 增加产能	非公开发行募投 增加产能	公开增发募投 增加产能	累计产能
钛加工材	2,050	875	3,725	8,200	14,850
其中：锻件	625	875	500	3,000	5,000
板材	850		1,450	5,000	7,300
管材	575		425	-	1,000
丝材	-	-	1,100	200	1,300
精铸件	-	-	250	-	250
钛铸锭	4,000	3,000	5,000	5,000	17,000
海绵钛	-	-	-	10,000	10,000

资料来源：浙商证券研究所

下游需求的回暖才是公司业绩提升的关键

经过 IPO、非公开增发和公开增发之后，公司的产能得以不断的提升，公司作为行业的龙头，未来业绩的增长更多的取决于行业整体的复苏、依赖于下游行业需求的回暖。

钛材行业有望走出低谷、稳步回暖

钛材行业属于强周期型行业，钛材行业在经历过金融危机之后，在全球经济逐步复苏的宏观背景下，我们认为钛材行业亦将逐步走出低谷、呈现逐步回暖态势。

1、航空市场对钛的需求。由于钛材与碳复合材料有很好的相容性，在宽体新型客机和新型战机上用钛量扩大，而目前正是新旧飞机换代的时期；作为“太空”金属，钛合金被用作飞机、火箭的发动机材料、结构材料、蒙皮和各种管道接头等，1 架波音 747 飞机用钛 42.7 吨，而 777 飞机用钛 57 吨，777ER 飞机用钛甚至高达 68 吨；无论美国还是俄罗斯，其钛材主要应用于飞机制造业和造船业，钛及钛合金在这些领域的应用具有举足轻重的作用，是不可替代的。中国方面，总体投入将达 2000 亿元的大飞机项目的启动，将为钛材行业的发展提供了



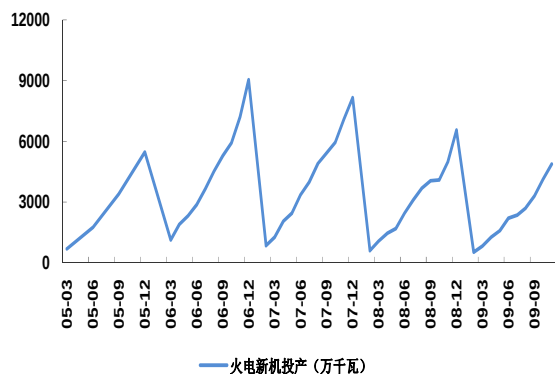


广阔的市场前景。

2、钢铁行业对钛的需求。钛是增强钢的韧性和强度的合金元素，在钢铁业中的用量不断增加。据英国五金太平洋公司估计，目前世界钢铁业用钛已达 40,000 吨，而且主要是用 70 钛铁或纯钛。

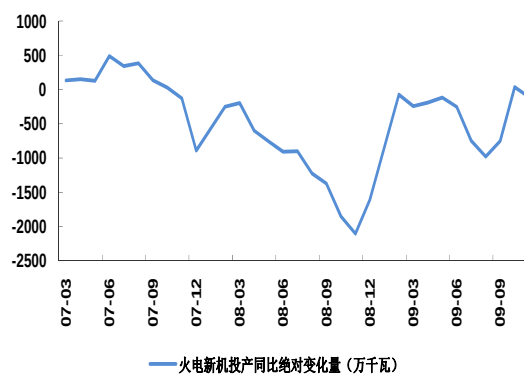
3、电力行业对钛的需求。核电是我国能源战略的重要组成部分，截止到 2014 年，我国将新增 4110 万千瓦装机量，以此推算，2011~2013 年每年新增的凝汽器用钛管需求将达到 2000 吨；若未来几年每年电力新增或更新装机量 6500~7500 万千瓦，年新增钛管需求将超过 4000 吨。其次，由于环保对烟气脱硫的要求，电力行业对钛/钢复合板的需求迅速增长，形成一个巨大的市场。截止到 2005 年底，我国建成投产的十万千瓦及以上烟气脱硫机组容量为 5,300 万千瓦，正在建设的烟气脱硫机组容量超过 1 亿千瓦，尚有三分之二以上火电机组没有烟气脱硫设备。

火电新机投产情况图



资料来源：中电联

火电新机投产同比绝对变化量



资料来源：中电联

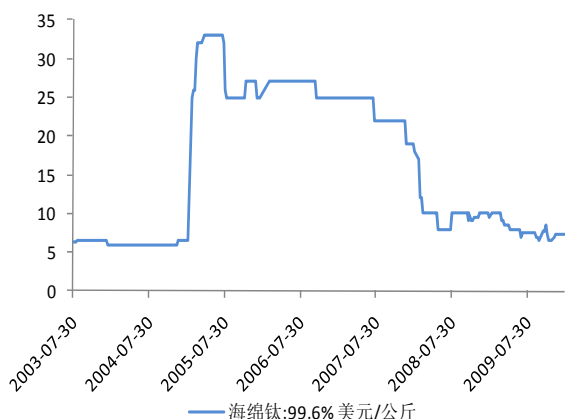
4、化工行业对钛的需求。随着石油和化工业的迅猛发展及相关设备国产化程度的不断提高，如石油精炼设备的真空塔、加氢反应器、蒸馏塔；化工厂的各种反应釜、沉降槽、搅拌器、热交换器；海水淡化的设备；制盐工业的蒸发室；氯碱工业的蒸发室等，相关钛/钢稀有金属复合材料需求近年以较快速度增长。

5、一方面，有色金属包括铜、镍等有色金属价格持续上涨，另一方面，海绵钛的供过于求导致其价格仍处于底部盘整态势，铜材、不锈钢材价格与钛材价格差距缩小，钛材的替代效应愈发明显，这为钛的超常规发展具备了坚实的基础。



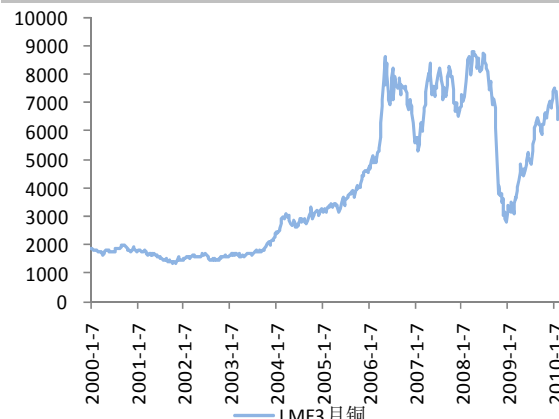


海绵钛价格走势图



资料来源: Bloomberg

LME 铜价走势图



资料来源: wind

盈利预测

公司销量预测表 单位: 吨

年份	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
钛材销量	4488	7305	8350	8400	10250	13850
其中: 出口钛材	673	2150	2650	2050	2350	2700
军用钛材	1436	2450	1900	1800	2250	2800
民用钛材	2379	2705	3800	4550	6550	8350
growth		63%	14%	1%	22%	35%
毛利率	24%	31.80%	23.74%	7%	13%	16%

资料来源: 浙商证券研究所

盈利预测结果

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2320.1	2272.3	2295.0	2800.5	3784.1
(+/-)%	25.9%	-2.1%	1.0%	22.0%	35.1%
EBITDA(百万元)	321.0	-223.4	293.8	44.5	-130.3
(+/-)%	-236.8%	-169.6%	-231.5%	-84.9%	-393.0%
净利润(百万元)	509.0	300.7	34.4	126.4	205.3
(+/-)%	51.9%	-40.9%	-88.6%	267.2%	62.4%
摊薄 EPS(元)	1.25	0.70	0.08	0.29	0.48
每股股利(元)	0.72	1.00	0.11	0.23	0.29
利润率和财务指标					
销售毛利率	31.8%	23.7%	7.0%	13.0%	16.0%
ROE	22.7%	7.9%	1.0%	3.6%	5.7%
ROIC	19.4%	7.2%	0.4%	2.9%	4.2%
PE	17.6	31.5	275.5	75.0	46.2
PB	4.00	2.48	2.77	2.71	2.63
EV/EBITDA(X)	27.4	-39.2	30.9	207.4	-76.5

资料来源: 浙商证券研究所



**投资评级：中性**

我们预测 2009-2011 年公司营业收入同比分别增长 1%、22%和 35%，分别实现净利润 3440 万元、1.26 亿元和 2.05 亿元，同比分别增长-89%、267%和 62%，**折合每股收益 EPS0.08 元、0.29 元和 0.48 元**，当前的动态市盈率分别为 275.5 倍、75 倍和 46 倍。尽管我们对钛金属的应用及行业未来发展充满信心和期待，但下游行业需求的回暖是渐进的，钛行业的全面复苏仍需时日，作为国内钛行业的龙头公司，短期内业绩不可能井喷至金融危机之前的水平，当前公司估值合理，我们给予公司“中性”投资评级。





浙商证券研究团队

浙商证券管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

wupengfei@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojinggang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码: 200031

电话: (8621)64718888

传真: (8621)64718888

浙商证券网址: www.stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

