

宝钛股份 600456.SH

受益于国内外钛行业复苏

事件：

- 5月6日美国最大钛业公司TIMET公布一季度业绩报告，EPS 0.09美元，远高于市场预期0.03美元。公司CEO称需求较预期强劲是业绩增长的主要原因。当日盘中尽管S&P指数一度暴跌9%以上，但TIE受强劲业绩支撑逆市大涨，收盘涨幅高达12%。
- 5月1日，全国最大的海绵钛厂商遵义钛业再次上调海绵钛售价，各品级普遍涨幅5000元/吨，其中一级海绵钛自6.6万元调升至7.1万元。这是今年以来遵义钛业第二次上调海绵钛价格。

研究结论：

- 海外钛行业复苏势头强劲。**TIMET一季度超预期的业绩报告，显示了全球航钛需求强劲复苏。TIMET公司70%的钛材销售和航空业相关，一季度钛材出货量同比回升16%，环比回升30%。公司CEO称，强于预期的需求是公司盈利增长主要原因，受用钛量大的新机型（如波音787）渐入投产期，全球航空业去库存化接近尾声，以及全球经济回暖复苏，预计2010年钛材销量同比显著回升。海外钛原料价格（废钛和钛铁）持续回升，以及TIMET股价强劲表现，均反映海外对钛行业持续复苏的预期。
- 国内钛行业呈现复苏迹象。**遵义钛业五一期间再次上调海绵钛售价，显露国内钛行业呈现复苏迹象。今年2月份，遵义钛业称因成本与售价倒挂曾上调海绵钛价格10%，3月份其他海绵钛厂商也相继上调价格，4月份以宝钛为首的下游加工厂商开始上调钛材售价。本次遵义钛业再次上调海绵钛售价，预期未来1-2个月下游钛材厂商也会上调售价。整个产业链从海绵钛到钛材售价相继上调，显示国内钛行业复苏进程已经启动。
- 我们看好宝钛股份的长期投资价值。**逻辑主要有以下三点：一是看好钛行业复苏，公司盈利对海绵钛价格弹性极高，一旦钛行业复苏，公司盈利增长空间极大。宝钛股份作为国内最大的钛材供应商，占据近三分之一市场份额，伴随行业复苏，理当最为受益。其二我们看好公司高端航钛产品出口的复苏，随着国际航空钛材需求的强劲复苏，公司航钛出口回暖可期；其三我们看好公司2009年新业务，工业级钛材的发展潜力。
- 维持增持投资评级。**按照10-12年海绵钛每吨6万、8万和10万的价格预测，经测算10-12年EPS分别为0.19元、0.69元和1.31元，对应当前股价的PE分别为126倍、35倍和18倍。鉴于当前国内钛行业处于周期性底部，PE估值意义不大，我们采用PB估值法，参考国际钛业巨头TIE和RTI的PB运行路径，我们认为一旦国内钛行业展开复苏势头，宝钛的PB也有望回到2008年上半年金融危机爆发前水平，即4倍左右。维持增持的投资评级，12个月目标价格33元。
- 风险因素。**国内外钛行业复苏慢于预期；流动性收缩力度强于预期。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐建花

有色金属行业分析师

8621-63325888×6090

执业证书编号：S0860109121342

杨宝峰

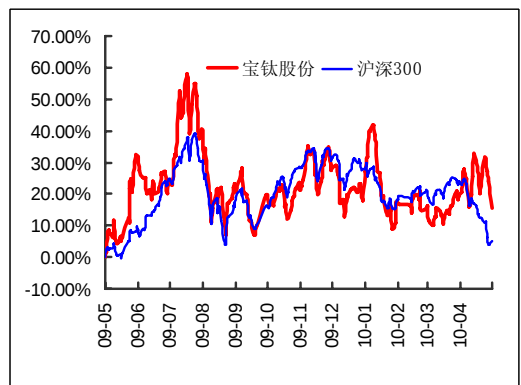
钢铁行业首席分析师

8621-63325888×6099

执业证书编号：S0860207100115

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010年4月27日)	21.51元
目标价格	33.00元
总股本/A股 (万股)	43000/21000
A股市值 (百万元)	9255
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2010年5月10日

最近一年股价表现



财务预测

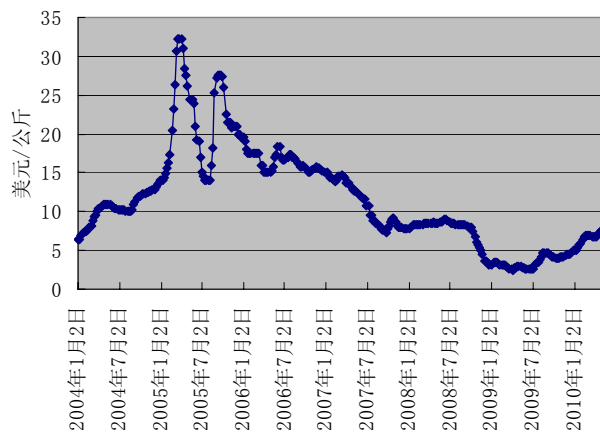
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	2%	16%	40%	34%
EBITA 同比	-98%	2000%	210%	86%
ROE	0.44%	2.16%	7.35%	13.31%
EPS	0.04	0.19	0.69	1.31
每股净资产	8.67	8.81	9.33	9.85
P/E	629.2	126.0	35.0	18.3
P/B	2.77	2.73	2.58	2.44

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

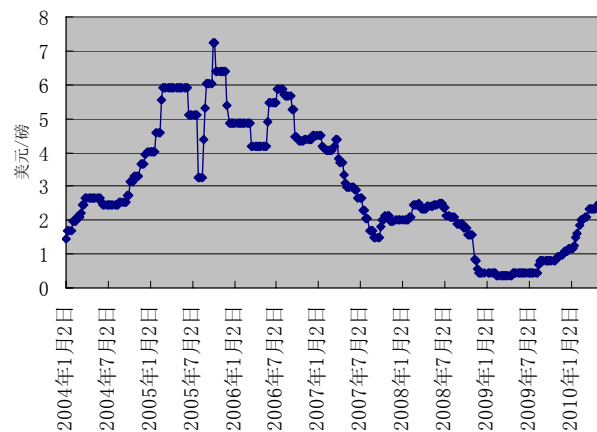
《乘风破浪会有时》	2010.4.9
《钛行业系列报告之一——从航空业需求展望未来钛行业复苏》	2010.4.20
《钛行业系列报告之二——从相关金属比价展望未来钛需求前景》	2010.4.27

图 1：欧洲钛铁价格持续攀升（Ferrotitanium 70% MB free market \$/kg Ti d/d Europe）



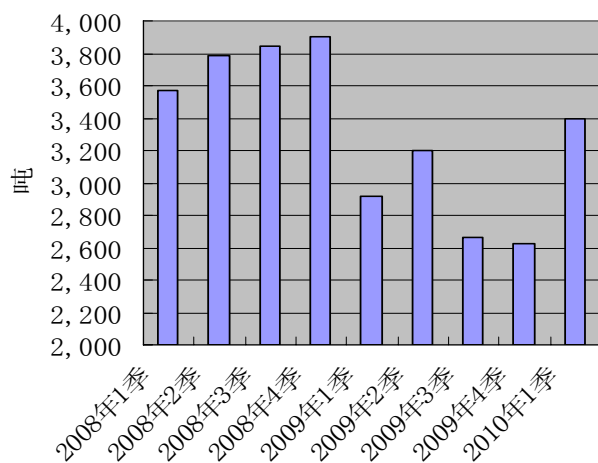
资料来源：BLOOMBERG

图 2：美国废钛 CIF 价格持续攀升（Titanium Scrap Turnings Unprocessed）



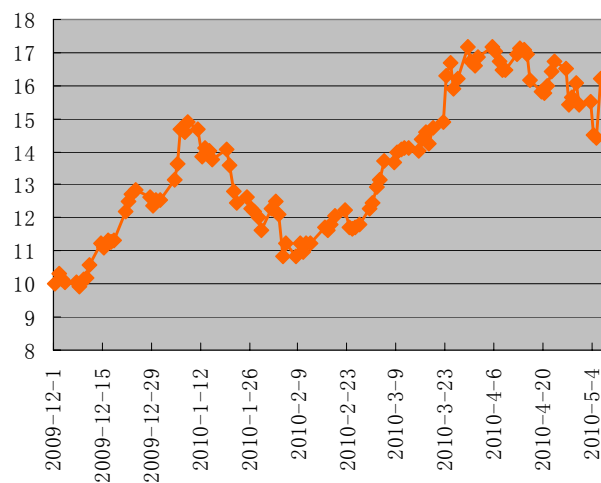
资料来源：BLOOMBERG

图 3：TIMET 一季度钛材出货量同比升 16%，环比升 30%



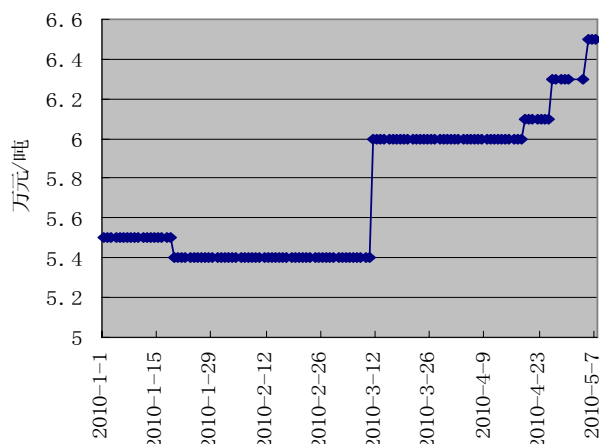
资料来源：TIMET

图 4：TIMET 最近 6 个月股价显著走强



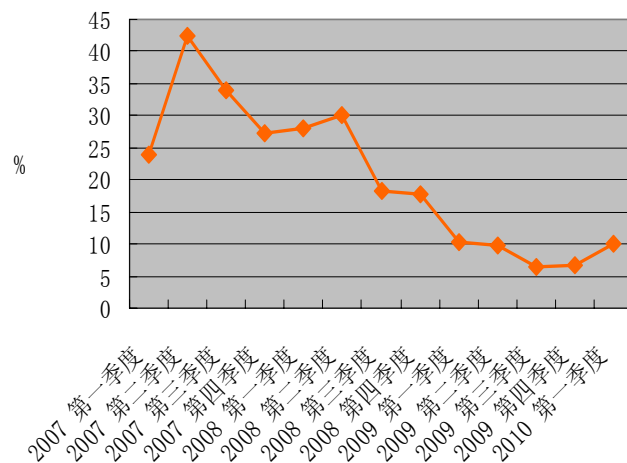
资料来源：BLOOMBERG

图 3：今年以来我国海绵钛价格开始回暖



资料来源：中华商务网

图 4：宝钛股份一季度毛利率出现见底回升



资料来源：中华商务网

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3278	3232	4232	5707	营业总收入	2315	2689	3756	5051
现金	1157	985	1246	1840	营业总成本	2306	2600	3398	4352
应收票据	259	242	338	455	营业成本	2122	2337	3017	3818
应收账款	526	538	751	1010	销售费用	29	32	45	61
预付账款	169	164	211	267	管理费用	138	156	219	294
存货	1152	1285	1659	2100	财务费用	-5	58	93	148
非流动资产	2051	2486	2796	3111	其他经营收益	6	9	10	10
长期投资	90	92	95	98	投资净收益	6	9	10	10
固定资产	701	961	1649	2127	营业利润	16	98	368	709
在建工程	1184	1349	949	749	营业外收入减支出	6	7	9	12
无形资产	68	81	94	126	利润总额	22	105	377	722
资产合计	5329	5718	7028	8818	减：所得税	3	16	57	108
应付项目	734	140	181	515	净利润	19	89	321	613
付息负债	670	1729	2773	3512	少数股东损益	3	7	26	49
短期借款	270	1049	2054	2314	归属母公司净利润	16	82	295	564
长期付息负债	400	679	719	1198	EPS	0.04	0.19	0.69	1.31

其他负债	80	0	1	1
负债合计	1484	1869	2954	4028
所有者权益	3845	3849	4073	4790
实收资本	430	430	430	430
资本公积	2371	2371	2371	2371
留存收益	930	991	1212	1438
少数股东权益	114	57	60	551
负债和权益合计	5329	5718	7028	8818
经营活动现金流	725	-574	-174	326
净利润	19	89	321	613
折旧摊销	60	84	117	152
营运资金变动	652	-738	-602	-430
投资活动现金流	-891	-510	-417	-458
资本支出	-891	-522	-418	-463
长期投资	2	7	7	7
筹资活动现金流	66	911	853	726
短期借款	-50	779	1005	260
长期借款	300	279	40	479
普通股增加	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
其他	-184	-148	-192	-13
现金净增加额	-100	-172	261	594

成长能力				
营业收入同比	2%	16%	40%	34%
EBITA 同比	-98%	2000%	210%	86%
归属母公司净利润同比	-95%	399%	260%	91%
利润水平				
销售毛利率	8%	13%	20%	24%
销售净利率	1%	3%	9%	12%
整体绩效				
ROE	0%	2%	7%	13%
ROIC	0%	3%	7%	11%
运营效率				
应收账款周转率	4.8	5.1	5.8	5.7
存货周转率	1.8	2.2	2.6	2.7
偿债能力				
流动比率	3.3	2.7	1.9	2.0
速动比率	2.1	1.6	1.2	1.3
EBITA / I	-3.2	2.5	4.4	5.2
资产负债率	28%	33%	42%	46%
每股指标				
EPS	0.04	0.19	0.69	1.31
每股净资产	8.67	8.81	9.33	9.85
P/E	629.2	126.0	35.0	18.3
P/B	2.77	2.73	2.58	2.44

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn