

增资华神钛业完善产业链布局

谨慎推荐（维持）

宝钛股份（600456）跟踪点评

刘卓平

电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

2010 年 5 月 14 日

事件：

- 1、近期股价大幅波动，成交量明显放大，连续 2 周的换手率在 25%以上。
- 2、公司 5 月 8 日发布公告，将参与华神钛业的增资扩股事宜，按持股比例向宝钛华神钛业增资 1 亿元人民币，用于建设万吨级全流程海绵钛项目。

点评：

1、增资华神钛业建设海绵钛，进一步完善产业链布局

公司 5 月 8 日公告，董事会审议通过了《关于对宝钛华神钛业有限公司增资的议案》，董事会决定：公司按照控股子公司宝钛华神钛业有限公司股东注册资本同比例向宝钛华神钛业有限公司增加投资 1 亿元，用于新建万吨全流程海绵钛项目。

该项目是钛产业链的进一步延伸和循环经济的体现，采用国际最先进的海绵钛全流程技术，提升海绵钛品质及稳定成本，增加高附加值产品的比例，最终提高宝钛产品竞争力。增资后宝鸡钛业股份有限公司持股比例仍为 66.67%，另一股东王艳也按照注册资本同比例向宝钛华神钛业有限公司增加投资 5000 万元，持股比例仍为 33.33%。

华神钛业是公司 2008 年增发收购的，公司当时出资 2 亿元入主华神钛业，其中 3868.47 万元用于华神钛业的增资扩股，公司占总股权的 66.67%，实现绝对控股，其余资金用于华神钛业 6000 吨海绵钛生产线技术改造。目前华神钛业的海绵钛产能约为 10000 吨。

此次增资新建海绵钛项目达产后，将新增海绵钛产能至 2 万吨，公司拥有的海绵钛权益量为 1.33 万吨。对公司目前 16000 吨的钛材产能而言实现了 80%以上的自给。公司往年海绵钛有 60%左右比例来自华神钛业，预计未来将增加这个比例。

1 万吨海绵钛项目达产后，公司的产业链布局如下：海绵钛 2 万吨（上游）——铸件 2.5 万吨（中间环节）——钛材 1.6 万吨——钛板、钛带、钛复合板等。可以说，公司具备了钛加工的完整产业链，盈利能力和市场控制力进一步提高。

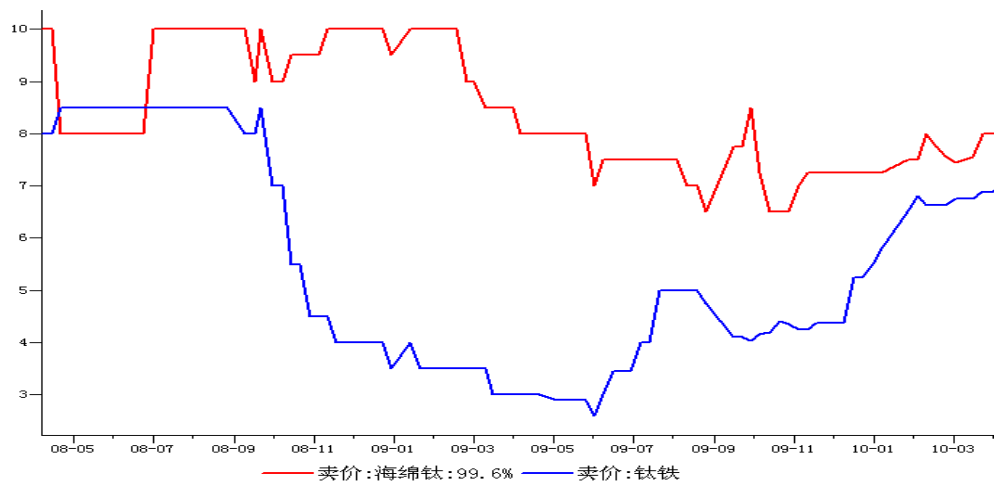
2、海绵钛价格近期底部上升

由于过去 3 年我国的海绵钛产能大幅增长（2008 年产能约 7.3 万吨，过去 3 年的复合增长率高达 77%），而中游的钛材加工因技术壁垒而发展相对缓慢，导致了海绵钛供给严重过剩，2008 年下半年以后海绵钛价格大幅缩水。2009 年以来其他的金属价格都实现了大幅上涨，海绵钛价格仍是在底部运行。

2010 年以来海绵钛价格出现了底部铸件走高的趋势，近期我们发现价格有加速上扬的趋势。5 月 6 日欧洲小金属报价中海绵钛价格为 8 美元/kg，比 4 月份上涨了 7.4%，比年初上涨了 10.34%。

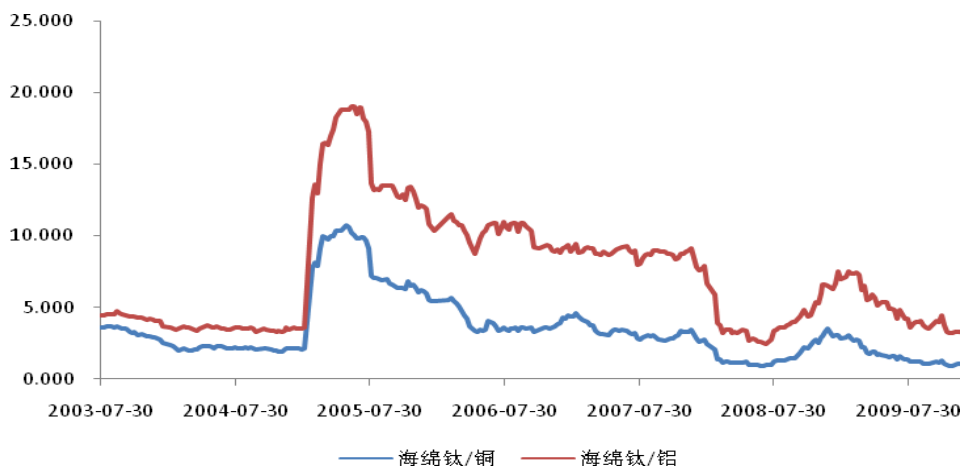
我们认为，虽然海绵钛供给过剩局面没有改变，但在其他大宗金属价格已经大幅上涨的背景下，海绵钛与其他金属的比价已经达到了历史底部，且近期其他小金属如锑、钨、钼等的价格也都走势较强。因此，我们判断后市海绵钛的价格仍会继续上涨，但上涨的幅度也许不高。

图 1：近期海绵钛价格有所上涨



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

图 2：海绵钛价格与铜、铝的比价



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

3、钛需求有望出现拐点，前景依然光明

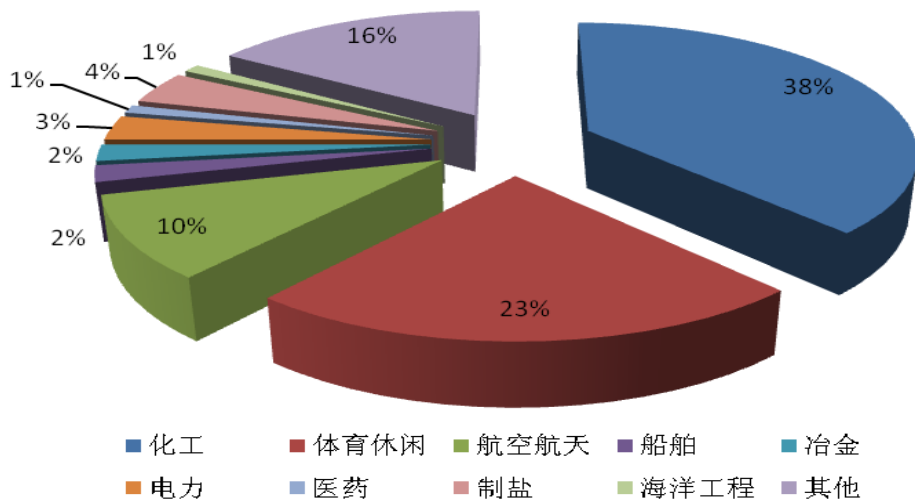
2008 年以来全球经济迅速下滑，欧美发达国家经济陷入衰退困境。全球经济的不景气使民航业景气度大幅下降，全球航空客运量大幅下滑、民用飞机订单严重萎缩、飞机交货量也大幅减少。受此影响，公司的海外钛订单大幅萎缩，出口钛材降幅很大，09 年出口收入同比大幅下降了 69.13%，出口占比仅有 7.4%，跟 08 年的 24.34%相比降幅很大。

不过，2010 年随着全球经济的逐渐转好，海外航空业也开始转暖，民用飞机订单有所起色。前期波音 787 试飞成功，777 和 747-8 的生产提速，也预示这航空业景气度实现回升。

长期看，钛的需求前景依然光明。随着经济发展和技术进步逐渐推进，钛的应用领域不断扩大，从最

初的航空航天扩散到化工冶金和体育休闲行业，未来十几年内钛材需求仍能保持快速增长。日本钛协会预计 2012 年全球钛需求量将达到 15.4 万吨，比 2006 年增长 62%，年均增长率在 10%以上；2017 年全球需求量将达到 23.6 万吨。其中预计中国 2012 年钛材需求量为 2 万吨，比 2006 年增长 43%，年均增长率在 7%以上，2017 年将达到 4 万吨，再翻一番。但中国钛协会更为乐观，预计 2010 年中国钛材需求就达到 2 万吨

图 3：中国钛需求分布



资料来源：东莞证券研究所，钛协会

宝钛股份作为中国最大的钛及钛合金生产、科研基地，也是全球第 4 大钛材生产商，拥有规模和技术优势，2010 年钛铸锭产能 25000 吨，钛材产能 16000 吨。公司在钛材加工的技术无可比拟，公司是国内唯一的波音和空客两大飞机制造商指定钛材供应商，要成为波音和空客的供应商需要经过严格的技术审查，这足以证明公司的钛材加工技术处于全球领先水平。

2009 年因需求萎缩使产能利用率不高，钛材产量仅有 7396 吨，比 08 年下降了 11.43%。公司目前的情况是民用钛需求保持复苏态势，军需钛材订单保持稳定，而海外航空钛订单仍有待复苏。我们认为随着海外航空业的回暖，订单回升指日可待，公司的产能利用率上升，将是量价齐升的好局面。

4、锆业务粉墨登场，前景广阔

公司在 2009 年年报首次把锆业务单独披露，显示了公司的锆业务已经成长为公司的主业之一。2009 年年报显示，锆业务收入为 5084 万元，占比 2.2%，毛利率高达 41.07%，毛利为 2087 万元。

锆业务前景广阔，锆合金的热中子吸收截面小、导热高、机械性能好，具有良好的抗腐蚀性和足够的热强性，被广泛用于水冷动力堆的包壳材料和堆芯结构材料，是核电站的重要应用材料。而且，锆在兵器中可用做枪管、炮筒的合金添加剂，改善枪管炮筒的使用性能，是兵器中难得的好材料。

公司是国内唯一能批量生产锆材的企业，09 年 10 月，经专家组严格评审，宝钛生产的 Zr-3 锆板（管）材质量与国外先进水平相当，已满足 ASME 压力容器使用的要求，完全可以替代进口产品用于压力容器的建造。公司的锆板生产线共用钛材生产线，因而不存在产能瓶颈问题，主要在于订单需求。目前公司的锆材订单主要来自替代进口，相比前几年已经有大幅增长，且后期的增长空间依然很大。锆板的售价在 700 元/kg 左右，相比进口的 1000 元/kg 具有竞争优势。

5、维持谨慎推荐

公司 2010 年 1 季度净利仅有 365 万元，同比大幅减少 82.15%，仍没有明显的改善。但我们认为随着外海钛订单的回暖，公司的业绩将面临拐点，公司的长期前景仍值得期待。

我们调整公司的盈利预测，预计 10/11 年每股收益分别为 0.25 元、0.54 元。公司作为国内乃至全球钛材加工基地，规模和技术都处于国内领先国际先进水平，高端钛材更是垄断国内市场。后市发展前景广阔，维持谨慎推荐评级，建议持续关注。

表 1：公司的盈利预测

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	2,272.32	2315.43	2741.93	3519.26
营业总成本	1,916.87	2306.05	2599.99	3212.27
营业成本	1,732.85	2122.01	2353.94	2900.58
营业税金及附加	13.27	13.27	13.71	17.60
销售费用	27	29.08	31.53	40.47
管理费用	135	138.03	150.81	197.08
财务费用	10	-5.34	50.00	56.55
资产减值损失	7	9.01	0.00	0.00
其他经营收益	11	6.33	2.00	2.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11	6.33	2.00	2.00
其中 对联营和合营投资收益	11	6.33	0.00	0.00
营业利润	366	15.70	143.93	308.99
加 营业外收入	6	6.56	0.00	0.00
减 营业外支出	0	0.19	0.00	0.00
利润总额	372	22.07	143.93	308.99
减 所得税	62	2.78	21.59	46.35
净利润	310	19.29	122.34	262.64
减 少数股东损益	9	2.87	14.39	30.90
归属于母公司净利润	300.73	16.43	107.95	231.74
最新总股本(万股)	43026.57	43026.57	43026.57	43026.57
基本每股收益(元)	0.70	0.04	0.25	0.54
市盈率（倍）	32.59	596.70	90.80	42.29

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn