

钛行业复苏+新项目投产 推动未来两年业绩增长

我们于5月17日对宝钛股份(600456)进行实地调研,与公司管理层就公司当前经营情况和未来发展规划进行深入沟通。我们认为,伴随着钛行业的复苏,增发项目的陆续投产以及新产品工业级锆材的发展,未来两年公司业绩有望快速回升。

- **今年以来公司经营形势正逐步好转。**2010年以来,随着行业复苏回暖(以海绵钛价格为例,从年初5.5万/吨上涨至目前6.8万/吨),公司三大业务经营形势逐渐好转,其中:民品当前订货形势不错,虽然经营依然亏损,但和上年相比,亏损在减少;军品的出货量和上年相比相当,但售价会略高于去年,贡献利润也将略好于去年;出口订单目前并无明显改善,但当前库存成本压力远低于去年,毛利率将好于去年。
- **伴随行业复苏回暖,存货因素对公司业绩将开始做正贡献。**由于公司产品线广,产品生产周期长,最近几年宝钛的存货周期都保持在200多天,过去两年行业的下行对公司的盈利负面影响很大。目前行业已经自低谷回暖,据公司介绍目前公司在产品折算海绵钛成本,和当前海绵钛售价相当,若行业继续回暖复苏,存货将对开始对公司业绩持续做正贡献。
- **08年增发项目未来两年陆续投产,将极大改善公司产品结构,提升公司产品的整体毛利率。**(1)200吨丝棒线产能建设预计今年6月底完成,下半年贡献部分业绩。(2)万吨锻压机将于今年年底完成调试安装,该项目是公司生产高品质航空钛材和军工产品的必备熔炼设备,有助于提升公司产品结构和整体毛利率。(3)5000吨钛带生产线将于2011年6月完成安装调试。国内目前尚无生产该产品线,此前全靠进口,毛利率高,2011年下半年投产也将有助于提升公司产品结构和整体毛利率。
- **工业级锆材未来两年发展空间很大。**据估算,目前国内压力容器用工业级锆材市场容量1500-2000吨,基本全部依赖进口。宝钛股份于2009年9月通过十部委专家联合评审,当年生产量不足100吨,贡献毛利2000多万,预计今年生产250-300吨,贡献毛利7000万。2-3年后,即使完成一半市场的进口替代,成长空间也很大。
- **维持“增持”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,鉴于当前国内钛行业处于周期性底部,我们采用PE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

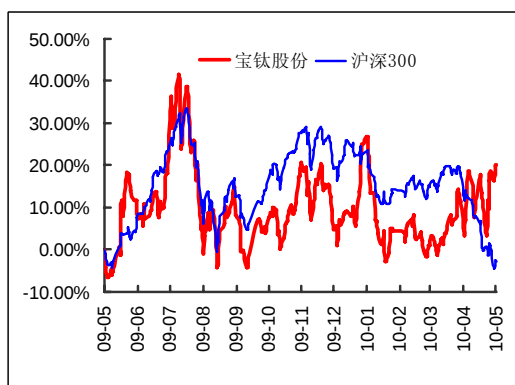
钢铁行业首席分析师

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5月19日)	24.99元
目标价格	33.00元
总股本/A股(万股)	43000/21000
A股市值(百万元)	107.52
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2010年5月19日

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

相关研究报告

《乘风破浪会有时——宝钛股份首次报告》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

《受益于国内外钛行业复苏——宝钛股份动态跟踪报告》2010.5.19

今年以来公司经营形势逐渐好转

2009 年公司业绩遭遇滑铁卢，大幅下滑 90%以上，主要原因：民品业务当年经营极度困难，公司为保销量和圈内民营企业打价格战，最后尽管销量有所提升，但以亏损 1 亿多元为代价；军工业务尽管出货量持平于上年，但售价和毛利率均有所下滑，利润基本被民品亏损吞噬；出口业务受高存货成本拖累，仅勉强维持盈亏平衡。

2010 年以来，随着行业复苏回暖，以海绵钛价格为例，从年初 5.5 万/吨上涨至目前 6.8 万/吨，公司三大业务经营形势逐渐好转，其中：民品当前订货形势不错，虽然经营依然亏损，但和上年相比，亏损在减少；军品的出货量和上年相比相当，但售价会略高于去年，贡献利润也将略好于去年；出口订单目前并无明显改善，但当前库存成本压力远低于去年，毛利率将好于去年。

对于 2010 全年及未来的发展规划，公司将吸取 2009 年的经验和教训，注重产品的结构改善，即在保质保量完成高端产品——军工和出口业务出货量的基础上，有序发展民品业务。

伴随行业复苏回暖，存货对公司业绩将开始做正贡献。

由于公司产品线广，产品生产周期长，最近几年存货周期都保持在 200 多天，行业的下行对公司的盈利影响很大，特别是 2008 年下半年到 2009 年，存货成本高，产品售价快速下滑，利润急剧下滑。例如，2009 年公司财务上核算的出口整体毛利率大约 2-3%，但是剔除存货因素，民品出口毛利率 15%以上，航空钛材出口毛利率 20%以上。

从 2009 年下半年开始，钛行业逐渐复苏，其中海绵钛从 4 万多上涨至目前近 7 万，行业处于复苏回暖期，存货周期将开始对公司盈利做正贡献。宝钛目前合计 1 万多吨的存货（包括原料，在产品和产成品），价格每吨上涨 1 万元对其利润贡献 1 亿多元。5 月份遵义钛业再次上调海绵钛价格，大部分品级上调 5000 元/吨，目前中小海绵钛厂商也基本跟进调价。我们认为，未来 1-2 个月海绵钛如果维持当前价格，宝钛股份将会考虑上调公司钛锭和钛材售价。今年 2 月份遵义钛业曾上调海绵钛售价，4 月份以宝钛为首的钛材加工商相继上调钛锭和钛材售价。

公司具备从上游海绵钛到下游钛材深加工的完整产业链，海绵钛涨价对公司利好。公司 66.67%控股的锦州华神钛业具备年产海绵钛 10000 万吨的产能，当前基本满负荷生产，可以为公司提供三分之二的海绵钛原料。5 月 8 日公司公告增资华神钛业 1 亿，用于将原先的半流程海绵钛生产线（外购四氯化钛，生产海绵钛）改造成全流程海绵钛（外购钛矿，自制四氯化钛，生产海绵钛，同时将氯化镁中的镁分离），进一步完善公司上游产业链。

08 年增发项目未来两年陆续投产，将极大改善公司产品结构，提升公司产品的整体毛利率。

(1) 200 吨丝棒线产能建设预计今年 6 月底完成，下半年有部分市场需求，将贡献部分业绩。

(2) 万吨锻压机将于今年年底完成调试安装，该项目是公司生产高品质航空钛材和军工产品的必备熔炼设备，有助于提升公司产品结构和整体毛利率。

随着国家对大飞机项目、新一代战斗机以及航空母舰项目的推进实施，对高技术含量钛产品的市场需求将会大幅增加，其中对大规格的钛合金锻件及棒、板材的需求也相应增加，特别是对大规格铸锭有了更高的要求。现阶段国内在建和建成的熔炼设备不能完全满足对上述产品的要求，公司万吨锻压机项目由此应运而生。

(3) 5000 吨钛带生产线将于 2011 年 6 月完成安装调试。国内目前尚无生产该产品线，此前全靠进口，毛利率高，2011 下半年投产也将有助于提升公司产品结构和整体毛利率。

工业级锆材未来两年发展空间很大。

2009 年 9 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。宝钛股份顺利通过压力容器用国产锆材料技术评审，为我国工业级锆材国产化和规模化生产奠定了坚实的基础，同时也打破了我国工业级锆材长期依赖进口的格局。

据估算，目前国内压力容器用工业级锆材市场容量 1500—2000 吨，基本全部依赖进口。宝钛股份 2009 年生产量不足 100 吨，贡献毛利 2000 多万，预计今年生产 250—300 吨，贡献毛利 7000—8000 万。2—3 年后，即使完成一半市场的进口替代，成长空间也很大。

看好宝钛股份长期投资价值

我们看好宝钛股份长期投资价值，逻辑主要有以下四点：其一看好钛行业复苏，当前国内钛行业仍处于周期性底部，公司盈利对海绵钛价格弹性极高，一旦钛行业复苏，公司产品售价与毛利率将出现双双回升局面，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，一旦行业复苏，理当最为受益。其二看好公司航空钛材出口复苏，随着全球航空钛材需求的回升，公司高毛利的航钛产品出口回暖可期；其三是 08 年增发项目陆续投产，尤其是万吨锻压机和钛带项目，将在未来显著提升公司产品结构和整体毛利率；最后我们看好公司 2009 年新业务，工业级锆的发展潜力。

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 131 倍、36 倍和 19 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；全球经济二次探底。

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
					净利润	19	89	321	613
应付项目	734	140	181	515	少数股东损益	3	7	26	49
付息负债	670	1729	2773	3512	归属母公司净利润	16	82	295	564
短期借款	270	1049	2054	2314	EPS	0.04	0.19	0.69	1.31
长期付息负债	400	679	719	1198					
其他负债	80	0	1	1	成长能力				
负债合计	1484	1869	2954	4028	营业收入同比	2%	16%	40%	34%
所有者权益	3845	3849	4073	4790	EBITA 同比	-98%	2000%	210%	86%
实收资本	430	430	430	430	归属母公司净利润同比	-95%	399%	260%	91%
资本公积	2371	2371	2371	2371	利润水平				
留存收益	930	991	1212	1438	销售毛利率	8%	13%	20%	24%
少数股东权益	114	57	60	551	销售净利率	1%	3%	9%	12%
负债和权益合计	5329	5718	7028	8818	整体绩效				
					ROE	0%	2%	7%	13%
经营活动现金流	725	-574	-174	326	ROIC	0%	3%	7%	11%
净利润	19	89	321	613	运营效率				
折旧摊销	60	84	117	152	应收账款周转率	4.8	5.1	5.8	5.7
营运资金变动	652	-738	-602	-430	存货周转率	1.8	2.2	2.6	2.7
投资活动现金流	-891	-510	-417	-458	偿债能力				
资本支出	-891	-522	-418	-463	流动比率	3.3	2.7	1.9	2.0
长期投资	2	7	7	7	速动比率	2.1	1.6	1.2	1.3
筹资活动现金流	66	911	853	726	EBITA / I	-3.2	2.5	4.4	5.2
短期借款	-50	779	1005	260	资产负债率	28%	33%	42%	46%
长期借款	300	279	40	479	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.04	0.19	0.69	1.31
资本公积	0	0	0	0	每股净资产	8.67	8.81	9.33	9.85
其他	-184	-148	-192	-13	P/E	629.2	126.0	35.0	18.3
现金净增加额	-100	-172	261	594	P/B	2.77	2.73	2.58	2.44

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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