

小金属

杨国萍 S0960209060280
0755-82026714
yangguoping@cjis.cn
张镭 S0960209060260
0755-82026570
zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 22.00-25.00元

当前股价: 20.17元

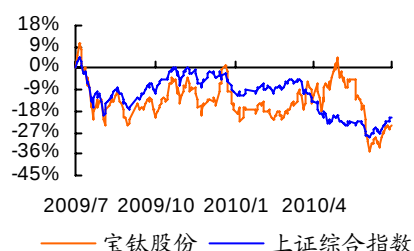
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2475.42
总股本(百万)	430
流通股本(百万)	210
流通市值(亿)	39
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	8.94
资产负债率	27.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宝钛股份	-2.23	-9.85	-6.75
上证综合指数	9.11	-7.68	-11.41



相关报告

二十年一遇的钛行业复苏和募股资金项目的投产促使公司步入快速增长 20050818
增发收购海绵钛资源, 扩大钛加工能力, 打造世界级一体化钛业公司 20070831
最坏的时候已经过去 公司业绩将恢复性上涨 20091026
-航钛出口有望超预期, 产品结构持续优化, 业绩爆发性增长可期 20100121

宝钛股份

600456

强烈推荐

上半年业绩下降明显 下半年开始有望好转

宝钛股份今日公告了 2010 年中期业绩, 公司上半年实现营业收入 11.94 亿元, 同比增长 1.92%; 营业利润 957 万元, 同比减少 74.14%; 利润总额 1367 万元, 同比减少 63.94%; 净利润 558 万元, 同比减少 82.29%, 基本 EPS0.013 元。宝钛股份上半年业绩出现大幅下降在我们的预期之内, 对公司未来的经营状况, 我们仍维持此前的判断, 随着航空业的逐步复苏, 公司航钛产品销售也有望逐步恢复, 下半年开始以及未来 2-3 年公司经营状况和业绩有望持续好转和明显的增长。

投资要点:

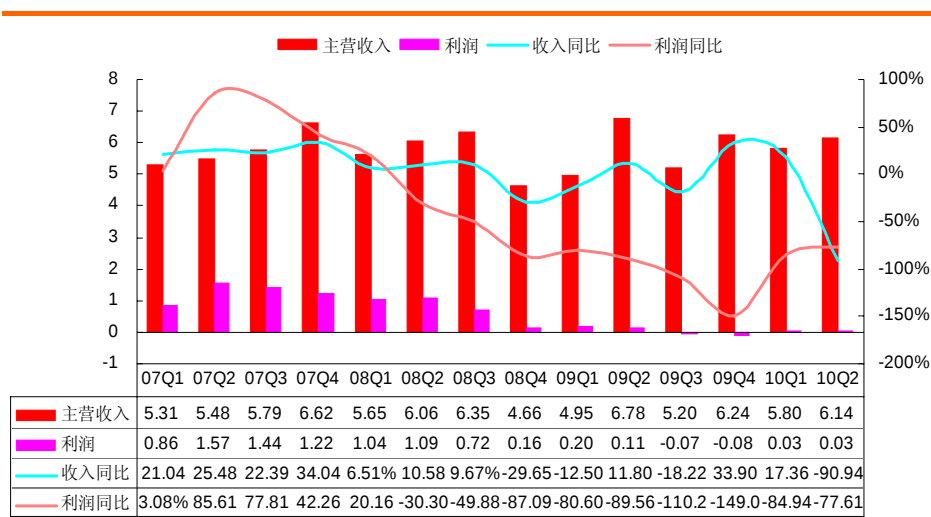
- 公司上半年整体毛利率维持在较低的水平。上半年公司实现钛产品销售量 8151.57 吨, 其中钛材 5025 吨, 整体看, 销量较 09 年有所增长, 但产品毛利率水平偏低, 维持在 10% 左右的水平, 我们推断, 公司上半年整体毛利率稳定在较低的水平显示产品结构在 2 季度没有明显改善, 主要产品销售估计仍集中在民用钛材, 盈利能力较强的军工钛材和航钛产品未出现明显的增长, 而民用钛材市场竞争比较激烈、盈利能力比较有限。公司上半年经营状况以及业绩下降在我们预期之内。
- 预计未来 6-12 个月, 宝钛股份高端航空钛材有望出现订单的执行。受金融危机影响以及性能问题导致的波音 787 推迟交货, 宝钛股份 07 年与波音签订的航钛订单也相应的被推迟执行, 目前随着航空业的回复、波音 787 自身问题解决以及波音公司预计未来交货量的增加, 我们认为, 宝钛股份也将逐步收益航空业的复苏。
- 未来三年公司产品结构明显优化, 高端的航空钛材和军工钛材销量也有望增长, 公司产品盈利能力有望得到提升。除航钛有望受益航空业复苏外, 随着我国自主研发发动机的成功, 公司军工钛材需求量将迎来爆发性增长时期。同时, 公司民用钛材市场也将转向高端领域。
- 海绵钛价格的持续低位使钛材出现明显的替代其他金属的效应。钛材虽然具有良好应用性能和广泛的应用领域, 但由于钛材产品价格昂贵, 制约了其产量的提高和推广应用, 近两年, 海绵钛价格持续低位, 使得钛材相对传统金属材料的性价比提高较快, 对传统金属材料的替代效应非常明显。
- 维持对公司强烈推荐的投资评级。我们维持公司 09-11 年的 EPS 为 0.12、0.42、1.11 元, 在公司未来产品销售结构有望持续优化的情况下, 业绩有望大幅增长, 我们维持强烈推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标价 22-25 元。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2315	2858	3823	5017
同比(%)	2%	23%	34%	31%
归属母公司净利润(百万元)	16	54	179	478
同比(%)	-95%	226%	234%	167%
毛利率(%)	8.4%	12.5%	16.7%	23.3%
ROE(%)	0.4%	1.5%	4.6%	11.0%
每股收益(元)	0.04	0.12	0.42	1.11
P/E	528.33	161.91	48.52	18.15
P/B	2.33	2.36	2.25	2.00
EV/EBITDA	685	52	20	9

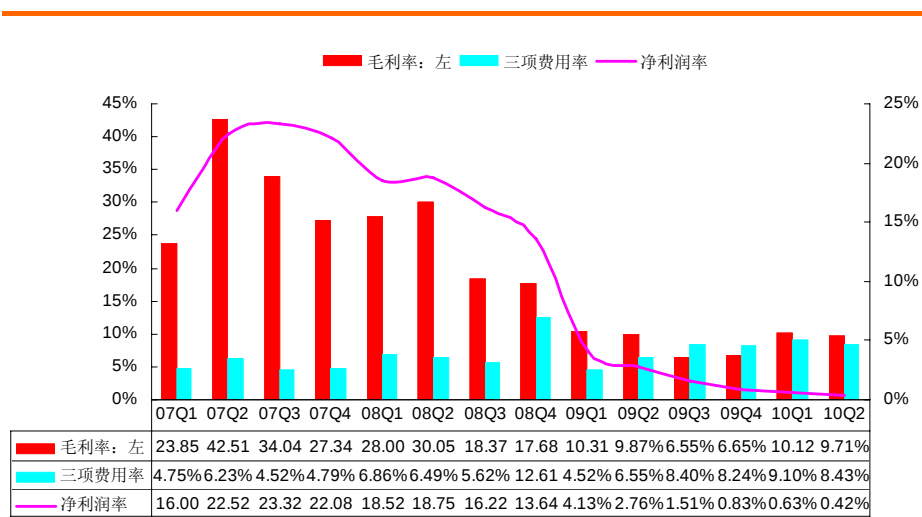
资料来源: 中投证券研究所

图 1 07 年以来宝钛股份单季度收入、利润情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 07 年以来宝钛股份单季度毛利率及费用率变动情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司海绵钛生产能力（吨）

年份	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
海绵钛能力	10000	10000	10000	10000	10000

数据来源：中投证券研究所

表 2 公司熔铸生产能力（吨）

年份	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
熔铸能力	15000	20000	25000	25000	25000

数据来源：中投证券研究所

表 3 公司钛材加工生产能力（吨）

年份	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
钛材加工	12000	14000	16000	20000	20000

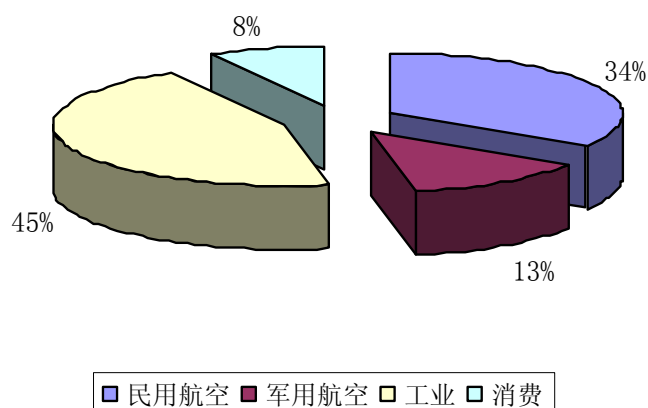
数据来源：中投证券研究所

表 4 未来三年宝钛股份钛材产量和结构 (吨)

	2008 年	2009 年	2010 E	2011E	2012E
钛材产量	8350	7396	10000	12500	16000
其中: 航空钛材	2500	1096	500	2000	4000
军用钛材	2000	2000	2300	2500	3000
民用钛材	3850	4300	7200	8000	9000

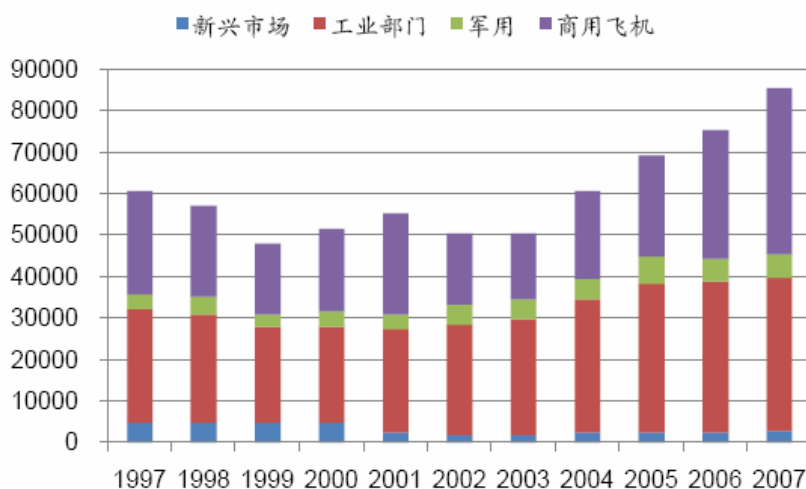
数据来源: 中投证券研究所

图 3 国际市场钛材消费结构



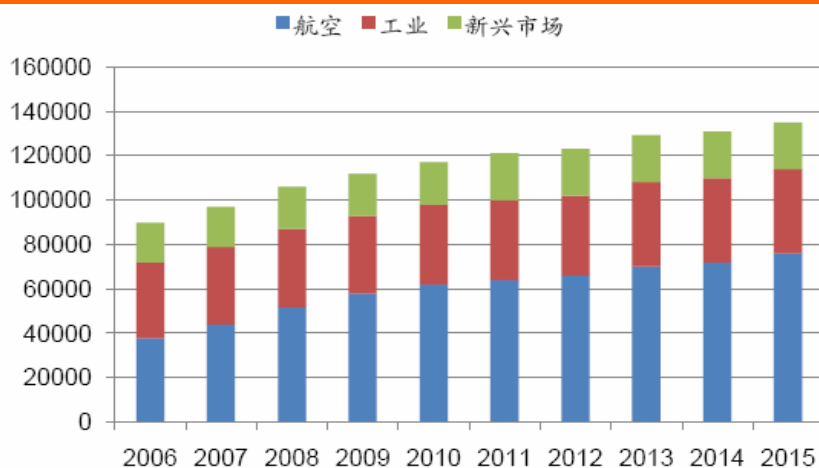
数据来源: 安泰科、中投证券研究所

图 4 过去 10 年钛产品在不同领域的交货总量 (吨)



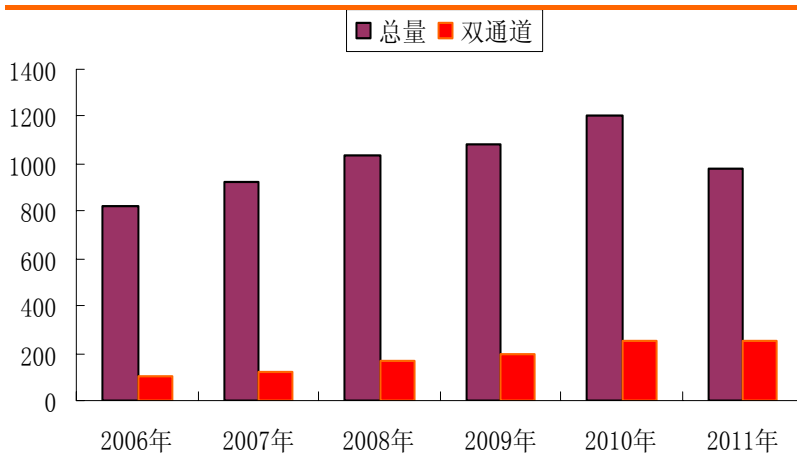
数据来源: TIMET、中投证券研究所

图 5 未来 10 年钛需求量 (吨)



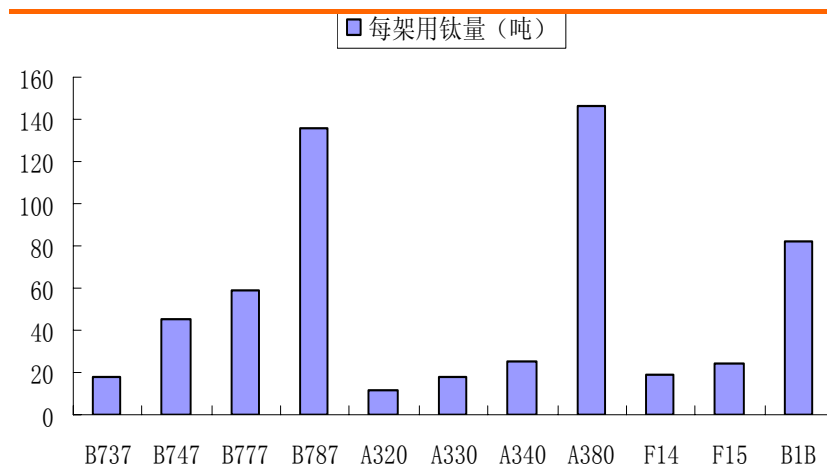
数据来源: VSMPO-AVISMA、中投证券研究所

图 6 商用飞机交货量预测 (架)



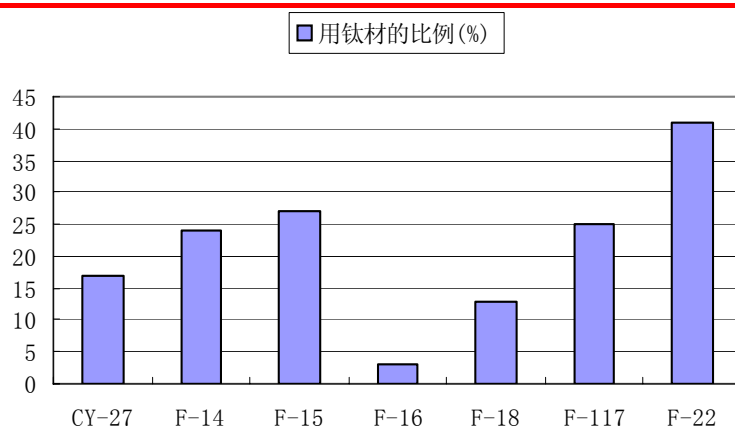
数据来源: TheAirlineMonitor、TIMET、中投证券研究所

图 7 飞机的钛材应用量现状



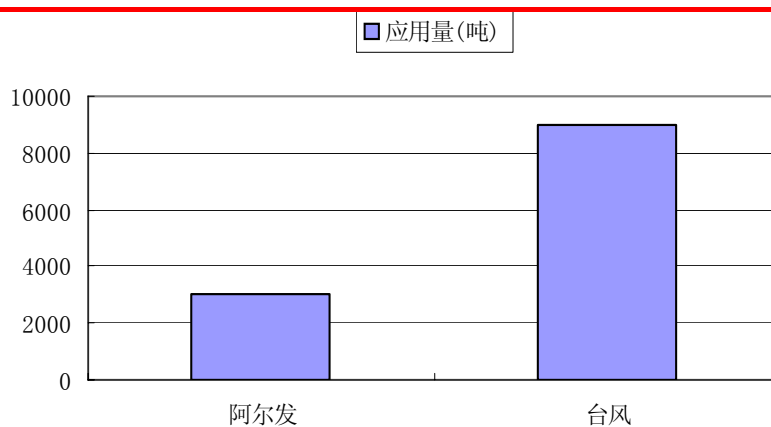
数据来源: TIMET、中投证券研究所

图 8 国外军用飞机应用钛材的比例



资料来源: TheAirlineMonitor、TIMET、中投证券研究所

图 9 前苏联潜艇钛材应用量



资料来源: 钛工业进展、中投证券研究所

图 10 2000 年以来国内海绵钛价格走势 (元/吨)



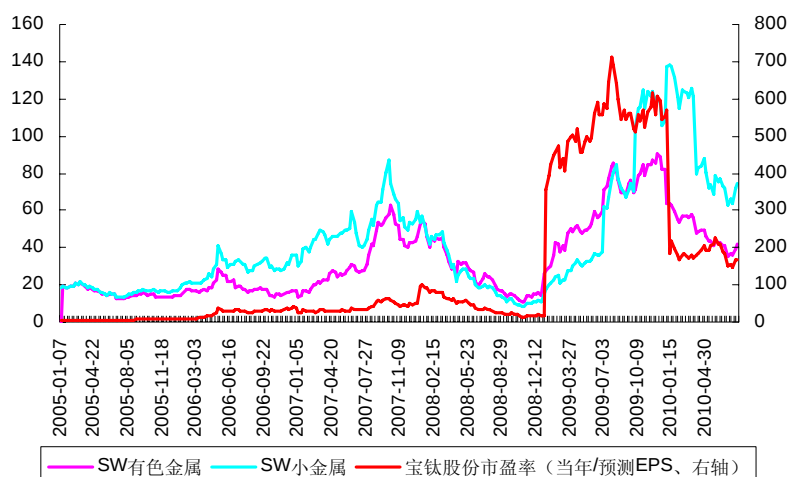
资料来源: 亚洲金属网

图 11 今年以来国内海绵钛价格走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网

图 12 宝钛股份及板块历史估值水平



资料来源：WIND、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3278	3738	4850	6023
现金	1157	857	1147	1505
应收账款	526	575	795	1048
其它应收款	14	0	0	0
预付账款	169	468	531	612
存货	1152	1588	2023	2385
其他	259	250	355	473
非流动资产	2051	2605	2891	3041
长期投资	46	0	0	0
固定资产	701	1664	2223	2552
无形资产	68	68	68	68
其他	1236	873	600	420
资产总计	5329	6343	7741	9064
流动负债	1015	2080	3267	4025
短期借款	270	1228	2192	2703
应付账款	117	135	176	211
其他	627	717	898	1111
非流动负债	469	463	463	463
长期借款	400	400	400	400
其他	69	63	63	63
负债合计	1484	2543	3730	4488
少数股东权益	114	124	156	242
股本	430	430	430	430
资本公积	2371	2371	2371	2371
留存收益	930	876	1054	1533
归属母公司股东权益	3731	3677	3855	4334
负债和股东权益	5329	6343	7741	9064

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	108	-518	-212	212
净利润	19	63	211	564
折旧摊销	2	61	103	131
财务费用	-5	24	62	85
投资损失	-6	0	0	0
营运资金变动	0	-650	-614	-584
其它	98	-16	25	16
投资活动现金流	-359	-608	-400	-280
资本支出	370	700	400	280
长期投资	-3	-92	0	0
其他	8	0	0	0
筹资活动现金流	136	827	902	426
短期借款	-50	958	964	511
长期借款	300	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-114	-131	-62	-85
现金净增加额	-120	-299	289	358

利润表

会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	2315	2858	3823	5017
营业成本	2122	2500	3184	3847
营业税金及附加	13	14	19	30
营业费用	29	46	61	75
管理费用	138	200	249	316
财务费用	-5	24	62	85
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0
营业利润	16	74	248	664
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	22	74	248	664
所得税	3	11	37	100
净利润	19	63	211	564
少数股东损益	3	10	32	86
归属母公司净利润	16	54	179	478
EBITDA	12	159	414	880
EPS (元)	0.04	0.12	0.42	1.11

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	1.9%	23.4	33.8	31.2
营业利润	-95.7	374.1	233.7	167.3
归属于母公司净利润	-94.5	226.3	233.7	167.3
获利能力				
毛利率(%)	8.4%	12.5	16.7	23.3
净利率(%)	0.7%	1.9%	4.7%	9.5%
ROE(%)	0.4%	1.5%	4.6%	11.0
ROIC(%)	0.3%	1.8%	4.8%	10.2
偿债能力				
资产负债率(%)	27.9	40.1	48.2	49.5
净负债比率(%)	45.15	64.02	69.50	69.14
流动比率	3.23	1.80	1.48	1.50
速动比率	2.09	1.03	0.86	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.49	0.54	0.60
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	19.17	19.82	20.44	19.84
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.12	0.42	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	-1.20	-0.49	0.49
每股净资产(最新摊薄)	8.67	8.54	8.96	10.07
估值比率				
P/E	528.3	161.9	48.52	18.15
P/B	2.33	2.36	2.25	2.00
EV/EBITDA	685	52	20	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434