

有色金属冶炼 II
宝钛股份 (600456. SH) / 28.53 元

产品结构优化是重点

事项

2010年12月24日，宝钛股份调研。

主要观点

- 行业龙头地位：**宝钛股份是全球第四，国内最大的专业化钛材加工企业。钛材加工极高的技术壁垒使公司占有很高的市场份额。2009 公司钛材产销量占全国总量的一半，其中用在航空领域的高端钛材占全国总量的 90%。
- 立体化全方位产业链升级：**公司以进入全球三强为目标，致力于产业链立体化全方位升级：
 - **产业链横向延伸：**09 年公司利用增发募投资金成功控股海绵钛生产企业华神钛业，上游原材料供应得到保障。华神钛业具有 1 万吨的海绵钛产能，目前正在对其生产线进行升级改造，预计 2011 年底完成。改造后公司海绵钛生产成本将大大降低，从而使海绵钛毛利率提高 10% 以上。
 - **产业链纵向补充：**公司在建的万吨自由锻压机和钛带两个项目将于 11 年中进行生产测试。未来项目投产后，公司航钛和民钛产品将大幅升级。技术优势进一步提升，国际竞争力大大增强。
- 产品升级和结构调整：**公司 2010 年钛材产品结构中，民钛产品约占 2/3，基本处于亏损状态；航钛产品仅占 1/3，毛利率超过 20%。公司计划把产品结构重心逐渐向毛利率高的航钛产品调整。另外，未来公司的 5000 吨钛带项目顺利投产后，将有效改善民钛业务的综合毛利率水平。
- 钛行业复苏前景可期：**钛材最大的消费终端是商业航空领域。2007-2010 年是商业航空建立库存及去库存的期间，随着全球经济复苏，预计 2011 年后全球钛材需求会逐步上升。而未来几年，美国 F35 战斗机、中国的大飞机计划、嫦娥工程、核电工程以及全球海水淡化工程将是钛材需求新的增长点。在行业复苏的带动下，公司国内和出口业务将双双获益。
- 工业级锆材有望实现进口替代：**公司现有工业级锆材产能 300 吨，2010 年产量约 100 吨。目前，中国工业级锆材基本依赖进口，价格高达 100 万元/吨。而公司生产的工业级锆材仅售 70 万元/吨，价格优势明显。公司已有产品已经投入市场，得到市场验证后，未来有望实现进口替代。
- 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.01 元，0.27 元，0.57 元，对应 PE 为 2078X，107X，50X，暂不评级。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：张雪川 何杰

Tel: 0755-82027508

Email: hejie@hczq.com

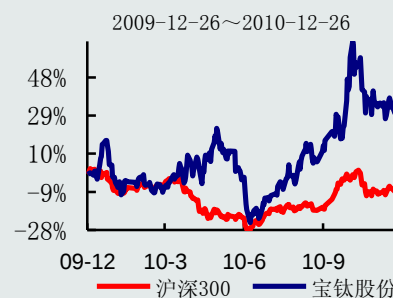
投资评级

投资评级：	不评级
评级变动：	不评级

公司基本数据

总股本(万股)	43027
流通 A 股/B 股(万股)	20953/0
资产负债率(%)	27.85
每股净资产(元)	8.67
市盈率(倍)	747.31
市净率(倍)	3.29
12 个月内最高/最低价	40.48/16.9

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3278	3484	3540	4092
现金	1157	1053	1188	1527
应收账款	526	468	479	572
其它应收款	14	16	16	18
预付账款	169	397	350	360
存货	1152	1371	1308	1364
其他	259	179	200	251
非流动资产	2051	1999	1964	1914
长期投资	46	35	40	41
固定资产	701	657	603	545
无形资产	68	88	110	122
其他	1236	1219	1211	1207
资产总计	5329	5483	5504	6007
流动负债	1015	1209	964	1045
短期借款	270	527	296	287
应付账款	117	110	109	120
其他	627	572	559	638
非流动负债	469	531	674	858
长期借款	400	500	633	811
其他	69	31	41	47
负债合计	1484	1740	1638	1904
少数股东权益	114	114	125	151
股本	430	430	430	430
资本公积金	2371	2371	2371	2371
留存收益	930	828	940	1150
归属母公司股东权益	3731	3629	3741	3951
负债和股东权益	5329	5483	5504	6007

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	108	-321	292	245
净利润	19	6	125	271
折旧摊销	60	62	63	64
财务费用	-5	29	36	35
投资损失	-6	-6	-8	-7
营运资金变动	0	-379	70	-124
其它	40	-33	6	7
投资活动现金流	-359	-4	-21	-7
资本支出	370	0	0	0
长期投资	-3	-11	6	-0
其他	8	-14	-15	-7
筹资活动现金流	136	220	-136	101
短期借款	-50	257	-231	-8
长期借款	300	100	133	178
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-114	-136	-38	-69
现金净增加额	-120	-104	135	339

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2315	2345	2307	2741
营业成本	2122	2158	1963	2217
营业税金及附加	13	9	9	12
营业费用	29	27	28	33
管理费用	138	117	130	129
财务费用	-5	29	36	35
资产减值损失	9	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	8	7
营业利润	16	4	141	314
营业外收入	7	5	6	6
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	22	7	147	319
所得税	3	1	22	48
净利润	19	6	125	271
少数股东损益	3	0	10	27
归属母公司净利润	16	6	114	244
EBITDA	70	94	241	412
EPS（元）	0.04	0.01	0.27	0.57

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1.9%	1.3%	-1.6%	18.8%
营业利润	-95.7%	-76.0%	3649.9%	121.9%
归属母公司净利润	-94.5%	-64.1%	1836.9%	113.5%
获利能力				
毛利率	8.4%	8.0%	14.9%	19.1%
净利率	0.7%	0.3%	5.0%	8.9%
ROE	0.4%	0.2%	3.1%	6.2%
ROIC	0.3%	0.8%	4.3%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	27.9%	31.7%	29.8%	31.7%
净负债比率	45.15%	59.00%	56.71%	57.70%
流动比率	3.23	2.88	3.67	3.91
速动比率	2.09	1.74	2.31	2.61
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.43	0.42	0.48
应收帐款周转率	5	5	5	5
应付帐款周转率	19.17	18.96	17.90	19.40
每股指标(元)				
每股收益	0.04	0.01	0.27	0.57
每股经营现金	0.25	-0.75	0.68	0.57
每股净资产	8.67	8.43	8.70	9.18
估值比率				
P/E	747.31	2078.88	107.33	50.26
P/B	3.29	3.38	3.28	3.11
EV/EBITDA	169	125	49	29

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801