

小金属

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 27.88 元

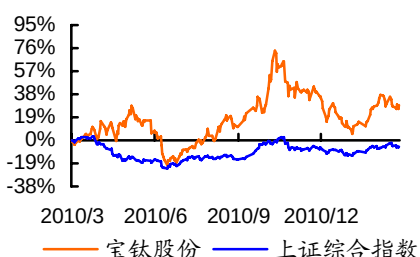
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2906.89
总股本(百万)	430
流通股本(百万)	228
流通市值(亿)	63
EPS (TTM)	0.01
每股净资产(元)	8.83
资产负债率	31.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宝钛股份	0.76	-7.87	14.03
上证综合指数	0.24	0.45	11.86



相关报告

《宝钛股份-最坏的时期已经过去, 产品价格上涨与下游需求增长是大趋势》
《宝钛股份-高端产品需求有望超预期使公司业绩 3 年内出现爆发性增长成为可能》
《宝钛股份-上半年业绩下降明显 下半年开始有望好转》2010-7-30

宝钛股份

600456

强烈推荐

募投项目全面投产、产品结构显著优化, 高端钛材需求增长, 业绩拐点有望出现

我们近期调研了宝钛股份, 我们坚持认为, 公司最坏的时期已经过去, 随着募投项目的逐步投产、产品结构显著优化, 公司高端领域钛材需求的增长, 公司经营状况拐点出现。

投资要点:

- 公司前期募投项目将在 2011 年全面投产。5000 吨钛带生产线、3000 吨大规格高端棒材的万吨自由锻压机以及 1200 吨的钛棒丝生产线的全面投产是公司产品结构优化与业绩增长的主要动力, 项目投产后, 公司产品结构也将明显优化。
- 军工钛材是未来关注和跟踪的重点, 我们认为, 军工钛材短期内将保持较稳定的增长, 长期更值得期待, 期待转折点的来临。目前最重要的问题依然在于国产发动机的研制方面, 一旦我国自主研发的发动机成功, 大型战机、大型运输机实现批量化生产, 在军工领域有长期积累和绝对优势的宝钛股份将迎来业绩爆发增长时期。另外, 在军工领域, 公司之前大部分产品主要集中在军用航空领域, 未来可能在军用其他领域的应用也有望取得重大突破。
- 出口状况明显好转、航空钛材销售情况有望逐渐恢复。国外海水淡化等领域对钛材的需求出现了明显的增长, 公司在出口方面的状况也明显好转; 另外, 航钛出口方面, 我们认为, 宝钛与国外航空公司已有合作的基础、有未执行单没有取消的订单, 合作前提依然存在, 随着 B787 自身瑕疵的解决, 不排除之前订单的重启以及新订单的签订; 同时, 国产大飞机的研制成功与量产是公司未来航钛方面更大的期待。
- 公司民用钛材也将逐步向高端化发展。随着公司前期投资项目的建成投产, 公司民用钛材将逐步向高端民品领域转移, 盈利能力也有望得到提升。
- 我们依然认为: 今年 1 季度以及今后公司经营状况将会出现持续的、明显的好转: (1) 价格看涨: 海绵钛价格从年初 6 万左右上涨到目前的 7.6 万元左右, 目前上游钛精矿出现了供应紧张的态势, 在钛产品价格仍处于历史底部的情况下, 钛产品上涨的概率与上涨的空间都很大; (2) 上游价格上涨使得下游具有优势的钛材深加工产品价格上涨基础存在, 深加工产品价格盈利空间有望增大, 而公司在此阶段产品结构出现明显的优化; (3) 军工钛材增长是长期趋势, 在出现爆发性增长之前, 军工钛材需求稳定增长依然是长期趋势。
- 维持对公司强烈推荐的投资评级。我们维持公司 11-13 年的 EPS 为 0.31、0.87 和 2.29 元, 同时, 产品价格上涨、航钛出口以及军工钛材销售增长超预期的可能也使公司业绩爆发性增长的出现可能提前, 我们维持强烈推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标价 40 元。
- 风险提示: 高端钛材需求增长大幅低于预期; 海绵钛价格大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2315	2573	3509	4320	6087
同比(%)	2%	11%	36%	23%	41%
归属母公司净利润(百万元)	16	4	133	376	984
同比(%)	-95%	-73%	2913%	182%	162%
毛利率(%)	8.4%	11.0%	15.3%	21.4%	30.9%
ROE(%)	0.4%	0.1%	3.5%	9.1%	19.2%
每股收益(元)	0.04	0.01	0.31	0.87	2.29
P/E	758.58	2815.86	93.46	33.12	12.66
P/B	3.34	3.44	3.31	3.01	2.43
EV/EBITDA	1000	126	42	19	8

表 1 公司海绵钛产能、产量预测 (吨)

	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
海绵钛能力	10000	10000	20000	20000	20000
产量	10000	10000	18000	20000	20000

数据来源：中投证券研究所

表 2 公司熔铸产能、产量预测 (吨)

	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
产能	20000	25000	25000	25000	25000
产量	20000	20000	25000	25000	25000

数据来源：中投证券研究所

表 3 公司钛材加工产能、产量预测 (吨)

	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
产能	14000	16000	20000	20000	20000
产量	7396	11000	13000	15000	20000

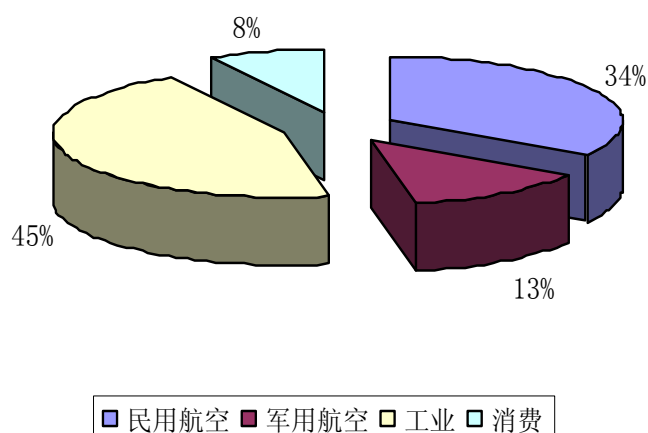
数据来源：中投证券研究所

表 4 未来三年宝钛股份钛材产量和结构 (吨)

	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
钛材产量	7400	12000.00	14000.00	18000.00	20000.00
其中：航空钛材	500	300.00	800.00	1500.00	2000.00
军用钛材	1600	1800.00	2500.00	3500.00	5000.00
民用钛材	4300	9900.00	10700.00	13000.00	13000.00

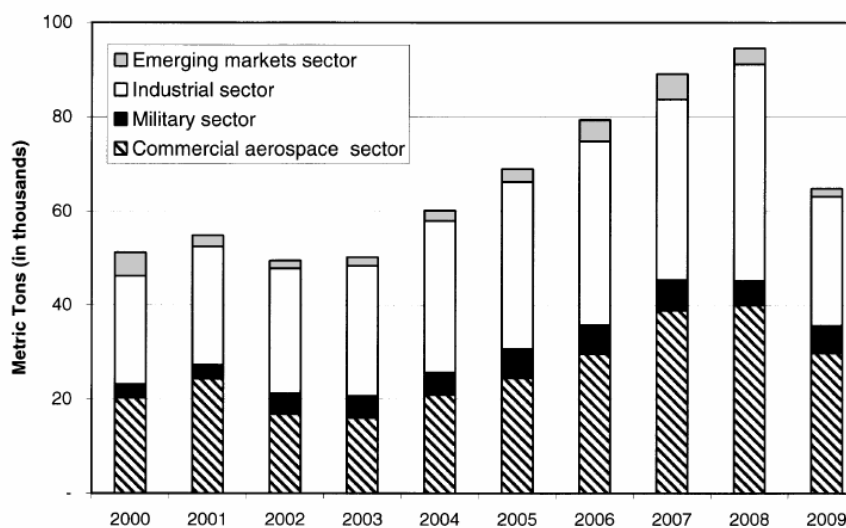
数据来源：中投证券研究所

图 1 国际市场钛材消费结构



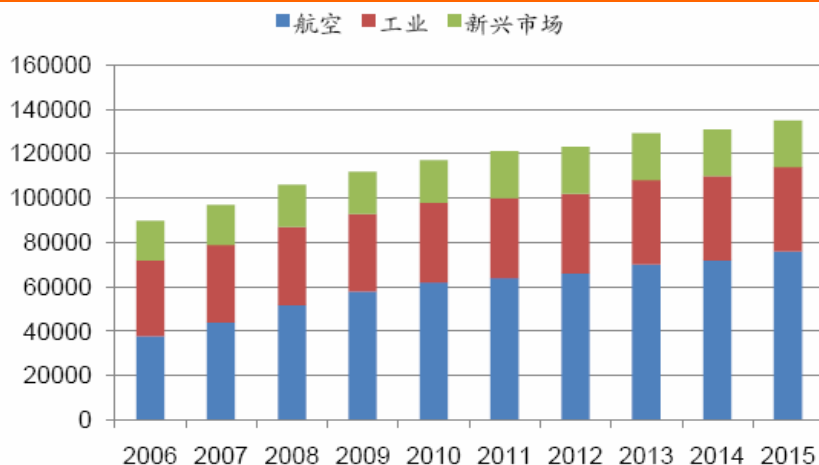
数据来源：安泰科、中投证券研究所

图 2 钛产品在不同领域的交货总量（不包括中国和俄罗斯）



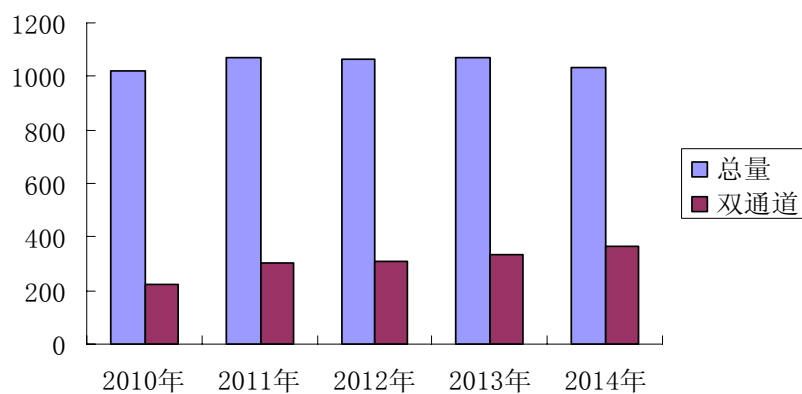
数据来源：TIMET、中投证券研究所

图 3 未来 10 年钛需求量（吨）



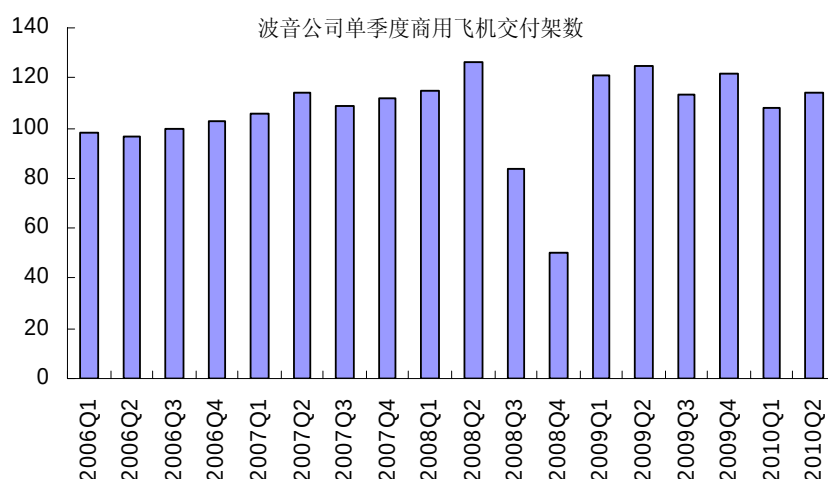
数据来源：VSMPO-AVISMA、中投证券研究所

图 4 商用飞机交货量预测（架）



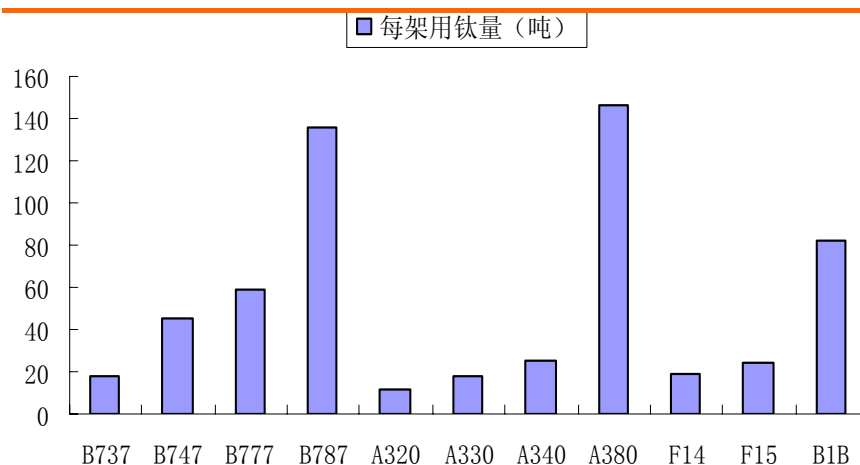
数据来源：TIMET、中投证券研究所

图 5 波音和空客飞机订单及交付量（架）



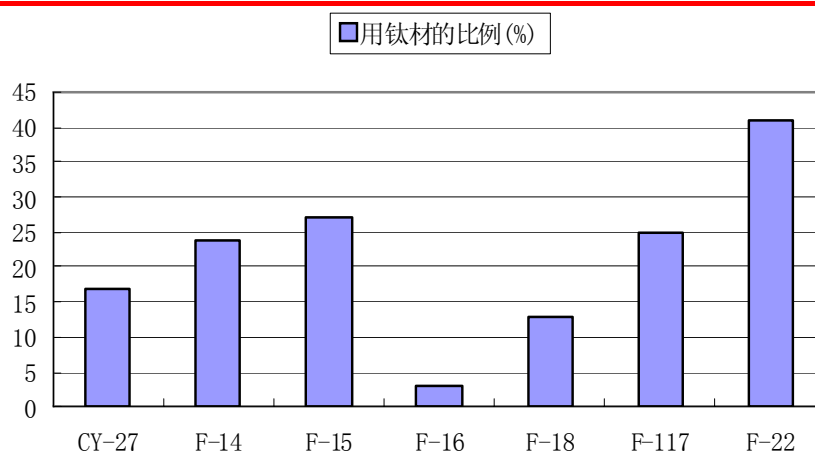
资料来源：BOEING、中投证券研究所

图 6 飞机的钛材应用量现状



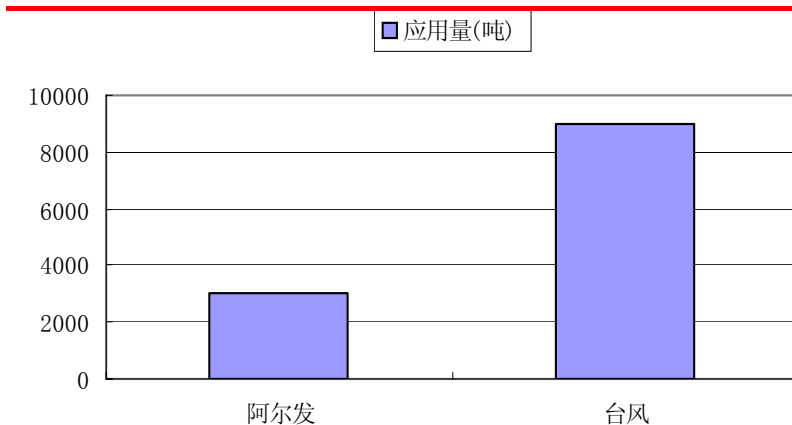
数据来源：TIMET、中投证券研究所

图 7 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 8 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 9 2007 年以来国内海绵钛价格走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

图 10 2010 年以来海绵钛价格走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网、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	3399	4492	5249
现金	1157	772	1053	1296
应收账款	526	518	729	902
其它应收款	14	0	0	0
预付账款	169	429	496	540
存货	1152	1455	1889	2104
其他	259	225	326	407
非流动资产	2051	1946	1889	1831
长期投资	46	0	0	0
固定资产	701	1245	1483	1566
无形资产	68	68	68	68
其他	1236	633	338	197
资产总计	5329	5345	6381	7079
流动负债	1015	1112	1986	2241
短期借款	270	328	984	1076
应付账款	117	124	165	186
其他	627	661	838	978
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	1575	2449	2704
少数股东权益	114	142	171	239
股本	430	430	430	430
资本公积	2371	2371	2371	2371
留存收益	930	826	960	1336
归属母公司股东权益	3731	3627	3761	4137
负债和股东权益	5329	5345	6381	7079

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	108	-390	-328	207
净利润	19	33	162	444
折旧摊销	2	50	73	85
财务费用	-5	7	22	31
投资损失	-6	0	0	0
营运资金变动	0	-459	-609	-363
其它	98	-21	24	10
投资活动现金流	-359	62	-25	-25
资本支出	370	30	25	25
长期投资	-3	-92	0	0
其他	8	0	0	0
筹资活动现金流	136	-57	634	61
短期借款	-50	58	656	92
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	-114	-22	-31
现金净增加额	-120	-385	281	243

利润表

会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	2315	2573	3509	4320
营业成本	2122	2291	2973	3394
营业税金及附加	13	15	21	26
营业费用	29	41	56	65
管理费用	138	180	246	281
财务费用	-5	7	22	31
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	39	190	522
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	22	39	190	522
所得税	3	6	29	78
净利润	19	33	162	444
少数股东损益	3	28	29	68
归属母公司净利润	16	4	133	376
EBITDA	12	95	285	638
EPS (元)	0.04	0.01	0.31	0.87

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	1.9%	11.1	36.4	23.1
营业利润	-95.7	145.9	393.3	174.3
归属于母公司净利润	-94.5	-73.1	2912.	182.2
获利能力				
毛利率(%)	8.4%	11.0	15.3	21.4
净利率(%)	0.7%	0.2%	3.8%	8.7%
ROE(%)	0.4%	0.1%	3.5%	9.1%
ROIC(%)	0.3%	1.0%	4.2%	10.2
偿债能力				
资产负债率(%)	27.9	29.5	38.4	38.2
净负债比率(%)	45.15	46.18	56.49	54.59
流动比率	3.23	3.06	2.26	2.34
速动比率	2.09	1.74	1.31	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.48	0.60	0.64
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	19.17	19.02	20.61	19.33
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.01	0.31	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	-0.91	-0.76	0.48
每股净资产(最新摊薄)	8.67	8.43	8.74	9.61
估值比率				
P/E	758.5	2815.	93.46	33.12
P/B	3.34	3.44	3.31	3.01
EV/EBITDA	1000	126	42	19

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

研究团队简介

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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