

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn
联系人： 熊文静 (8627) 65799505 xiongwj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

公司业绩仍需等待

事件描述

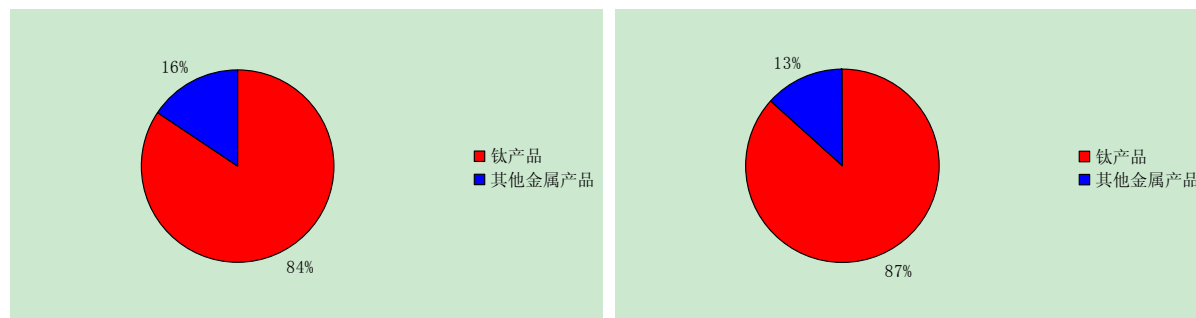
宝钛股份公布 2011 年半年报。

事件评论

● 2011 年上半年归属母公司净利润 776.62 万元，同比增长 39.1%，每股收益 0.018 元

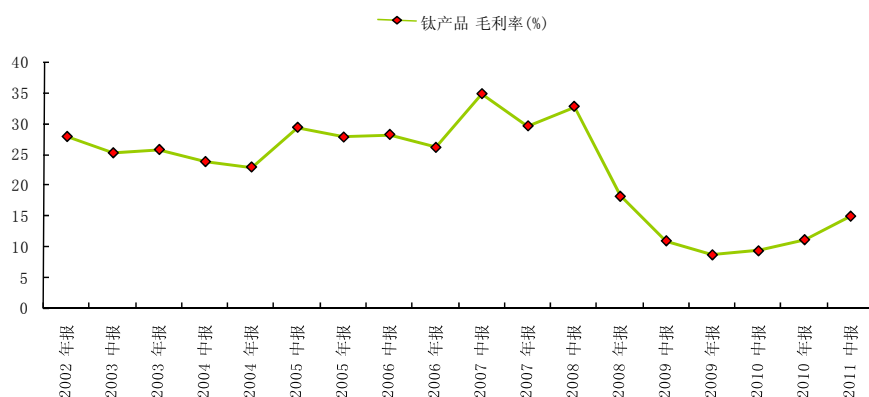
2011 上半年，公司实现营业收入 14.82 亿元，同比增长 24.08%，归属母公司净利润 776.62 万元，同比增长 39.1%，实现每股收益 0.018 元（其中一季度 0.008 元，二季度 0.01 元），去年同期 0.013 元。公司钛产品毛利率 14.8%，同比增加 6.2 个百分点。以上业绩符合我们的预期。

图 1：公司收入（左）及利润（右）结构（2011 年中期）



资料来源：公司公告

图 2：公司钛产品毛利率逐步回升



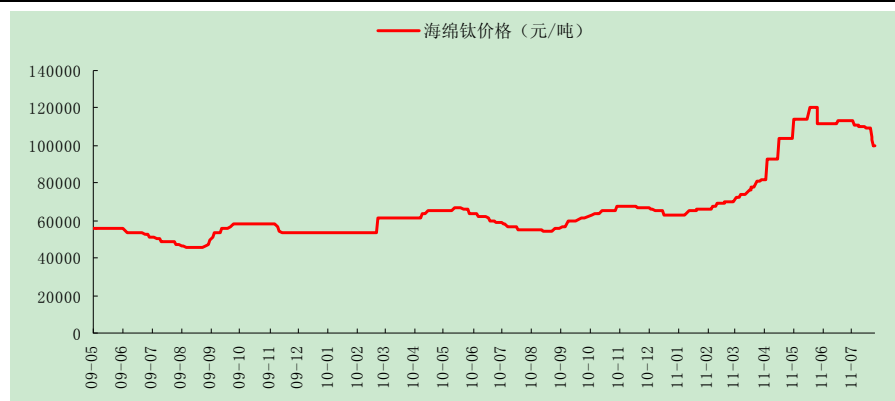
资料来源：公司公告

● 海绵钛价格上涨是公司业绩增长主要原因

我们认为，海绵钛价格上涨公司业绩增长的主要原因，2011 年上半年，受上游钛精矿原材料价格上涨影响，海绵钛平均价格较去年同期上涨了 47.5%。在海绵钛价格大幅上涨的情况下，公司“以弹性、灵活的差异化营销策略和手段，稳定客户群体，以一流的产品和优质服务巩固市场，有效化解了原材料涨价因素”，我们预计，上半年公司已多次上调产品价格，加之合理有效的原材料库存管理，钛产品盈利能力有所增强，报告期内毛利率 14.8%，同比增加 6.2 个百分点。

值得注意的是，报告期内公司钛产品销量 10564.56 吨，其中钛材 8325.05 吨，10 年上半年钛材销量 5025.39 吨，同比增长 65.7%，但公司钛产品销售收入仅同比增长 35.8%。我们预计，报告期内，公司钛材产品销量增长主要是低端的民用钛材，产品平均销售价格下滑是公司报告期内收入增幅小于产品销量增幅的主要原因。此外，上半年公司财务费用 3580.92 万元，同比增长 1164.5%，费用的大幅增长也侵蚀了公司部分业绩。

图 3：海绵钛价格上涨



资料来源：亚洲金属网

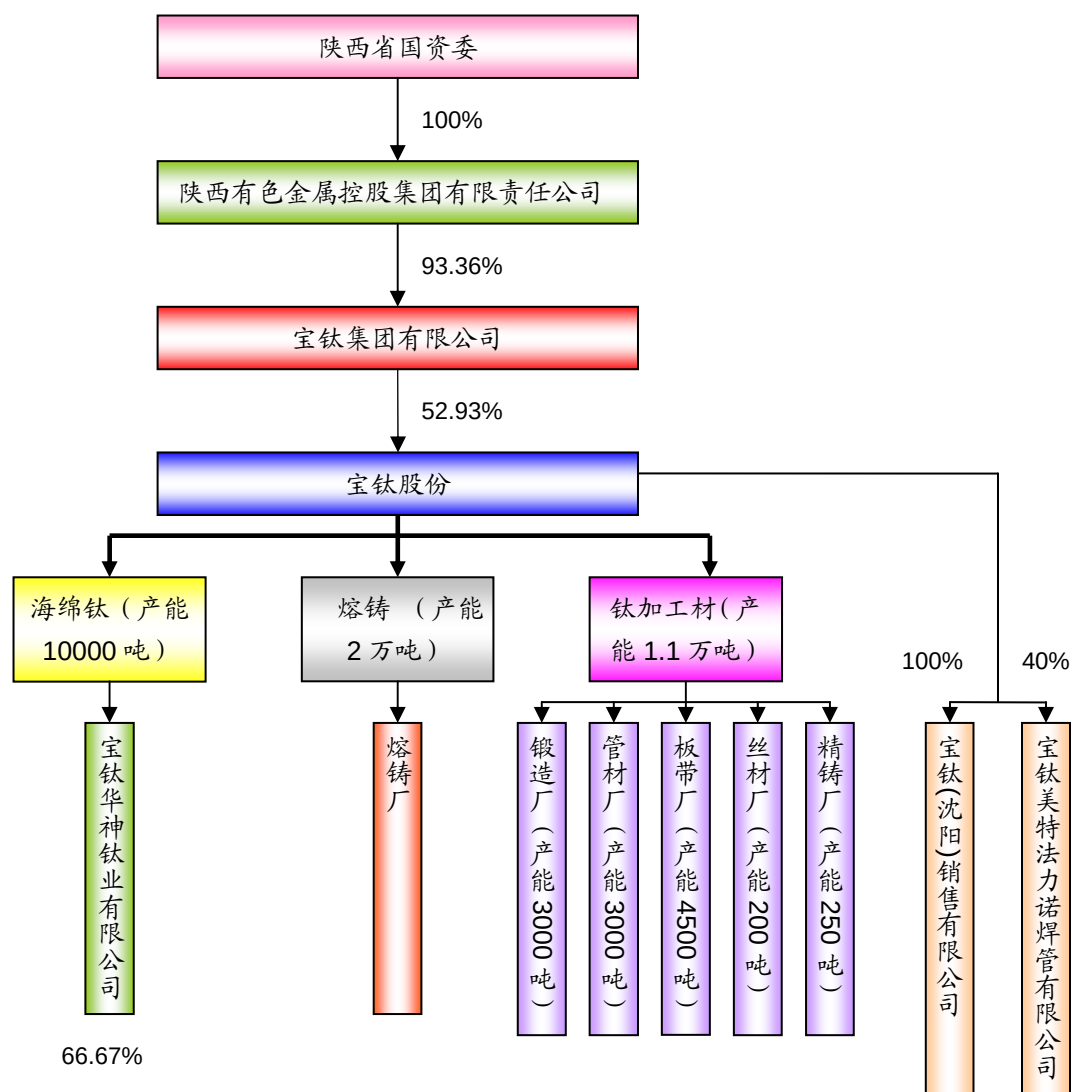
对于公司未来发展，我们认为有如下看点：

(1) 公司是国内第一、全球第二大的钛材生产企业

宝钛股份是国内钛行业龙头企业，钛材产能、产量全国第一。公司拥有从海绵钛到下游深加工钛材的完整产业链，产品包括海绵钛、钛铸锭、钛板、钛棒以及钛管等各类钛加工材，目前拥有产能：海绵钛 10000 吨，熔铸能力 20000

吨，钛加工材 11000 吨。公司 2010 年钛加工材销量 11474.8 吨。公司实际控制人为陕西省国资委。

图 4：公司股权及产业链结构图



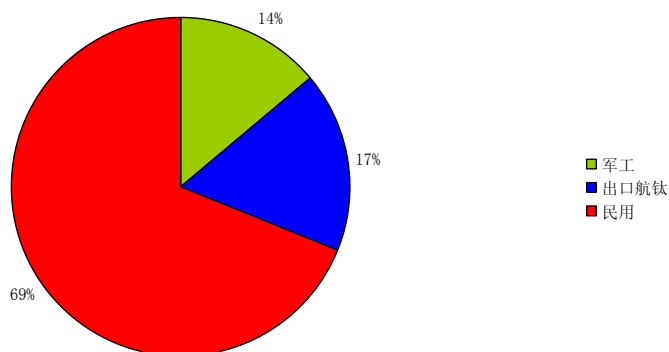
资料来源：公司公告

(2) 公司军品业务率先复苏，2012 年出口航钛也将迎来较大幅度增长

按下游产品需求领域的不同，公司业务可分为三大类，军品、出口和民用钛材。受金融危机影响，钛材需求大幅萎缩，行业的持续低迷使得公司业绩在过去两年一直徘徊于低谷。而随着经济的缓慢复苏，钛行业也逐渐回暖，目前看来，公司三大业务中，复苏迹象最为明显的是军工板块。

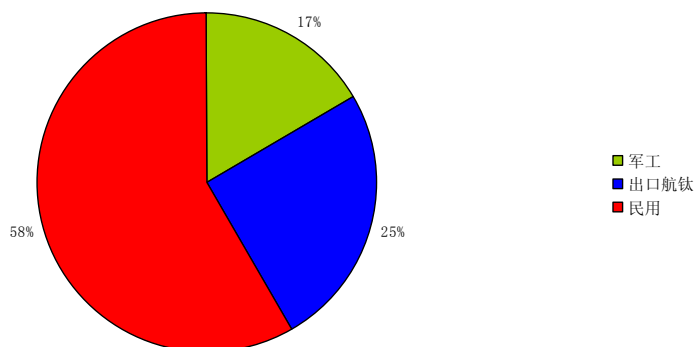
2010 年，公司三块业务军品、出口和民用钛材产量结构大致为 4:5:20，但我们认为，随着全球航空业复苏、中国大飞机计划稳步推进以及中国新一轮军备升级对军用钛材需求的拉动，公司盈利能力较低的民用钛材产量占比将逐步缩小，公司钛加工材产品结构将得以优化。

图 6：公司钛加工材产品结构（2010 年）



资料来源：长江证券研究部

图 7：预计公司钛加工材产品结构将得以优化（2011 年产品结构）



资料来源：长江证券研究部

由于军工钛材对产品质量要求严格，技术壁垒较高，多年来，公司一直是国内军用领域的钛材产品最主要的供应商，因此公司此块业务的业绩基本是随着国家军备投入规模而波动的。军工钛材产品的盈利能力较强，我们预计平均毛利率可达 30%。随着国家军费投入的持续增长，我们预计，公司 2011 年军品订单较 2010 年将实现较大幅度的增长，并将超历史最高水平。我们推测，国产大飞机、探月工程、载人航天等项目以及中国军备的升级改造将进一步拉动国内军用钛材需求大幅增长。目前，公司军用钛材的产品结构比例大致为空军占比 70%，海军占比 30%，我们预计，随着未来国产大飞机的逐步量产、国产发动机的研制成功以及海军装备用钛比例的增大，公司军用钛材产量将有望迎来持续增长。

公司出口产品主要分为航空用钛材和民用钛材两部分。航钛方面，公司早已融入了全球航空制造产业链之中，多年来，公司一直是波音、空客以及英国罗罗公司的钛材主要供应商之一。金融危机的爆发使得波音和空客两大公司的飞机订单和交付量自 08 年以来大幅下滑，但数据显示，10 年国际航空业已开始复苏，波音、空客及美国 Timet 等钛材生产公司 10 年业绩均好于预期，国外钛行业已渐渐走出低谷。但我们认为，公司与波音和空客合作的项目主要集中在 787 和 A380 等新型机型方面，而 787 的交付时间一再推迟及 A380 的交付量增长幅度有限，因此我们预计 2011

年公司航钛订单复苏仍然缓慢。但前期，波音公司宣布 787 试飞项目重启以及预计 11 年三季度实现首架飞机的交付，我们预计，12 年公司航钛出口订单可能迎来复苏增长。出口民钛方面，公司产品主要是面向东南亚海水淡化市场的钛材，随着需求的恢复，我们预计，11 年公司此块业务已实现扭亏为盈，此外，公司 5000 吨钛带项目将于 11 年底投产（主要用于生产海水淡化用钛管，国内独家供应），此领域为公司贡献业绩将实现较大幅度增长。

公司国内市场的民用钛材则是以化工用产品为主。此领域产品技术含量较低，国内生产企业众多，竞争十分激烈。近年来，国内低端民用钛材产品供给过剩较为严重，产品价格较低使得公司此板块业务只能维持微利甚至亏损，我们预计，待国内低端钛材供给过剩格局得以缓解之前，公司民用钛材产品为公司贡献业绩十分有限。

（3）募投项目投产，公司各环节产能均有望实现增长

公司目前拥有 10000 吨海绵钛、20000 吨熔铸以及 11000 吨的钛加工材产能，我们认为，随着公司前期募投项目的逐步建成达产，公司各环节产品产能均有望继续增长。公司前期增发募投项目原本预计 2010 年建成投产，但因天气等原因，建设进度有所放缓，我们预计，万吨自由锻压机项目将在 2011 年底安装试车，5000 吨钛带生产线已基本建设完工，现处于安装调试阶段，而钛管等其他未完成项目也有望于 2011 年内完工。我们预计，待项目产能逐渐释放后，2012 年，公司熔铸及钛加工产能将分别增长至 25000 吨和 16750 吨。

● 全流程生产线建成将给公司海绵钛产品带来成本优势

公司 08 年增资华神宝钛并进行 1 万吨全流程海绵钛技改项目，目前项目已基本建成，我们预计 2011 年底正式投产。我们认为此项目对公司业绩的贡献主要在于生产成本的下降（降幅约为 1 万元/吨），而非产能的增长（仍维持 1 万吨）。海绵钛生产成本主要是由钛矿、镁、氯气和电四部分构成，而成本下降的主要原因在于，全流程生产线可使得海绵钛生产过程中耗用的镁在最后环节被再次电解，继而实现其循环再利用，从而大大减少了生产过程中添加的原材料镁的用量。

● 熔铸、锻造产品主要为下游加工环节配套，产能将稳步增长

熔铸方面，公司现有 10 吨真空熔炼炉 8 台，EB 炉 1 台，10 年熔铸产量 2 万吨，我们预计今年产量可达 2.2 万吨。此外，公司今年有可能新增 2 台 10 吨真空熔炼炉，1 台 EB 炉（一台真空熔炼炉一年可产铸锭 2000 吨，一台 EB 炉产能为 2000 吨铸锭）。公司为国内首家引进 EB 炉的企业，EB 炉的优势在于原材料可全部使用钛废料（真空熔炼炉最多只能用 20% 的废料），且生产中产生的废料可回收再用，从而大大节约了成本。

目前公司拥有 3000 吨左右锻件的生产能力，3 台主要生产设备：2500 吨快锻机、3150 吨水压机和 2500 吨油压机。万吨自由锻压机项目的基建部分目前已完工，11 年底可投产，预计 2012 年开始贡献业绩。

● 5000 吨钛带项目即将开始释放产能，公司钛加工材产品结构将有所优化

板带材方面，公司原拥有钛板材产能约 3000 吨，为解决薄板生产能力不足的问题，公司投产建设 5000 吨钛带项目（总设计产能 1 万吨，初期是 5000 吨）。整个项目含 8 条生产线，现已有 2 条完成安装，预计即将开始试生产。

钛带产品直径最小为 0.3mm，宽度最大可达 1370mm，产品加工难度高，目前公司是国内唯一一家可以生产钛带的企业，下游主要是用来生产钛管，项目投产将优化公司钛加工材产品结构。

但我们认为，钛带项目产能短时间内完全释放的可能性并不大，公司今年钛带产量增长有限，我们预计 2011、2012 年产量将分别为 2000 和 3000 吨。

● 锆材产品增厚业绩

除主营业务钛产品外，工业级锆材也将为公司贡献可观利润。09 年，公司的锆板（管）材通过了专家严格评审，产品质量满足 ASME 压力容器使用要求，达国际先进水平，有望替代进口。09 年，公司锆材产量 80 多吨，预计 11 年产量可达 200 多吨，产品毛利率高达 41.1%；公司产品定价 70 万元/吨左右，较进口产品 120 万元/吨的价格下降了 42%，价格优势明显，面对国内工业锆材（主要用于醋酸反映塔）1500-2000 吨的需求，公司产品市场前景乐观。

值得注意的是，随着项目的建成投产，在建工程将转化为固定资产，而产能短时间内无法完全释放，较大的折旧费用将给公司今年造成一定业绩压力，此外，财务费用、研发费用的增长也将给公司业绩造成一定压力。但我们认为，折旧等费用的压力将只会给公司带来短期的困扰，随着 5000 吨钛带等新增产能的逐步释放，公司业绩将会实现较大幅度的增长，费用压力将得以消化。

表 1：公司前期募投项目预计今年可全部建成

项目	进度	(预计)投产期	对公司影响
06 年非公开增发项目			
增加 5000 吨熔铸能力项目	已完成	09 年	提高铸锭熔铸能力及钛材加工能力，充分发挥各工序配套优势
钛棒丝材生产线技术改造项目	未完成	11 年	适应航材、民用高端市场对高品质棒丝材的需求，推展市场
钛合金板材扩能技术改造项目	已完成	07 年	增加钛合金板材产能和扩大产品品种
钛及钛合金材料工程技术中心项目	已完成	08 年	提高公司钛加工材技术研发能力
钛及钛合金残废料处理线项目	已完成	10 年	降低生产成本，发展循环经济
公司收购宝钛集团 2500 吨快段机项目	已完成	08 年	实现锻造工艺环节系统性和完整性，提高锻造水平
08 年公开增发项目			
钛带生产线建设项目	未完成	11 年	钛板带材产能增至 5000 吨，新增 1350mm 薄板生产能力
万吨自由锻压机项目	未完成	11 年	弥补公司大型锻件和宽厚板产能空缺，满足航空高品质钛材需求
钛及钛合金熔铸扩能及辅助设施建设项目	未完成	11 年	增加熔铸产能 5000 吨，实现铸锭生产线专业化、流程化
收购宝钛集团为万吨自由锻压机项目配套的资产	已完成	08 年	合理配置资源，减少关联交易
收购陕西宝钛新金属有限责任公司钛棒丝材生产线	已完成	08 年	延长生产线，增加协调效应
增资控股锦州华神钛业有限公司	已完成	08 年	完善产业链，降低成本

资料来源：公司公告

表 2：公司各环节产品产能均有望实现增长

	2008	2009	2010	2011E	2012E
海绵钛	10000	10000	10000	10000	10000
熔铸	10000	12000	20000	22000	25000
钛加工材	5750	7250	10450	13450	16750
锻件	2000	2000	3000	5000	5000
板材	2300	2300	3000	3000	3000

带材			1000	2000	5000
管材	1000	2500	3000	3000	3000
丝材	200	200	200	200	500
精铸件	250	250	250	250	250

资料来源：长江证券研究部

（4）需求提升，供给稳定，钛行业景气拐点来临

● 钛性能优异，应用前景广阔

钛合金具有熔点高、强度大、质轻、屈强比（屈服强度与抗拉强度的比值）大、耐腐蚀、无磁性、低阻尼、高低温性能好、与复合材料的相容性好、生物相容性好等优点，在航空航天、舰船、海洋工程、化工、电力、冶金、医疗、体育休闲等领域都具有广泛的应用，因其在军工制造方面的重要用途，钛被各国都视为重要的战略金属材料。

表 3：钛合金性能优异：质轻、屈强比大、耐腐蚀、加工性能好

性能参数	钛合金	铝合金	铜合金	镁合金	高强度	合金钢（20Cr）	钨
密度 kg/m ³	4500	2600-2800	8900	1760-1830	7850		1900
弹性模量 Gpa	100-120	70-79	110-120	41-45	190-210		340-380
热膨胀系数 10（-6）/℃	8.1-11	23	16.6-17.6	26.1-28.8	14		12
屈服强度 Mpa	760-1000	35-500	55-760	80-280		540	
抗拉强度 Mpa	900-1200	100-550	230-830	140-340		835	1400-4000
屈强比	0.84	0.35-0.90	0.24-0.92	0.57-0.82		0.65	
伸长率	10	1-45	4-50	2-20		10	0-4

资料来源：仪器信息网

表 4：钛加工材应用十分广泛：能上天，能入海

应用领域	主要产品	主要特性
航空航天	船舱骨架，发动机壳件，发动机燃烧舱，对接件、吊臂、叶片、防护板，飞机的肋、翼、起落架等	密度小、强度高、比强度大、高温性能好
舰船	水翼、行进器、热交换器、声纳导流罩	无磁、耐腐蚀性、比强度高
石油化工	炼油生产中的冷凝器、空气冷却换热器，氯碱行业中的冷却管、钛阳极，电解槽工业、电镀工业（电解槽的主要结构件）	耐腐蚀性
冶金	湿法冶金制取贵金属的管道、泵、阀和加热盘	化学活性和耐蚀性好
海水淡化	管道、蒸发器	耐腐蚀性
核工业	反应堆管道部件	耐腐蚀性
体育休闲	高尔夫球头、球杆，自行车，眼镜	高的耐蚀性、密度小、质量轻、线胀系数小

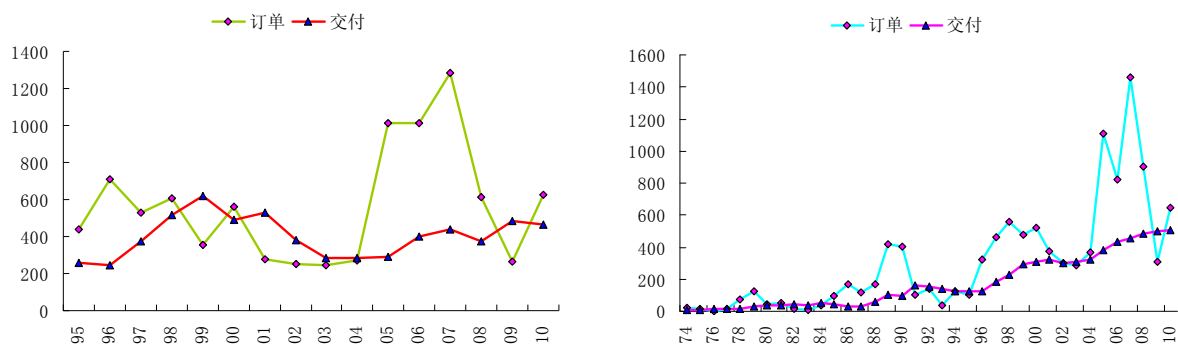
医疗	医疗器械、外科矫形材料（心脏内瓣、内瓣隔膜、骨关节）	生物相容性好、耐腐蚀
汽车	钛合金连杆，钛合金发动机气门、气门座，钛合金弹簧，排气系统、消音器，车体框架部分等	密度小、强度高、比强度大、耐腐蚀
建筑	建筑屋顶、壁墙装饰	塑性和耐腐蚀性

资料来源：长江证券研究所

● 下游景气复苏，行业需求渐旺

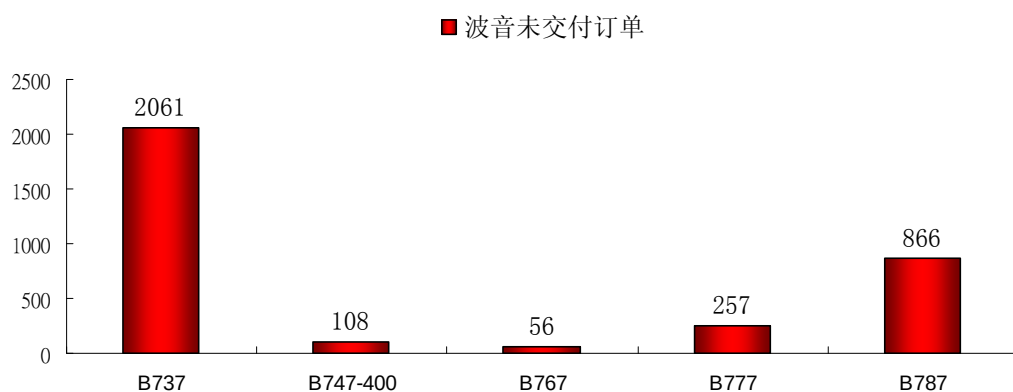
受金融危机影响，09 年全球航空业继续陷于低迷，波音、空客两公司全年订单较 08 年都大幅下滑，进入 10 年，全球经济稳步复苏，全球商用航空业也逐渐回暖。根据空客公司预测，截至 2029 年，全球民用航空将新增飞机需求 30900 架，平均每年新增 1545 架，受益于此，未来民用航空用钛量将以 3.27% 的复合增长率稳步增加。我们认为，作为全球钛材消费量最大的领域，商用航空业的发展及飞机订单和交付量的增长将为钛加工材的需求提供有力的支撑。

图 8：2010 年波音（左）、空客（右）民用飞机订单量显著回升



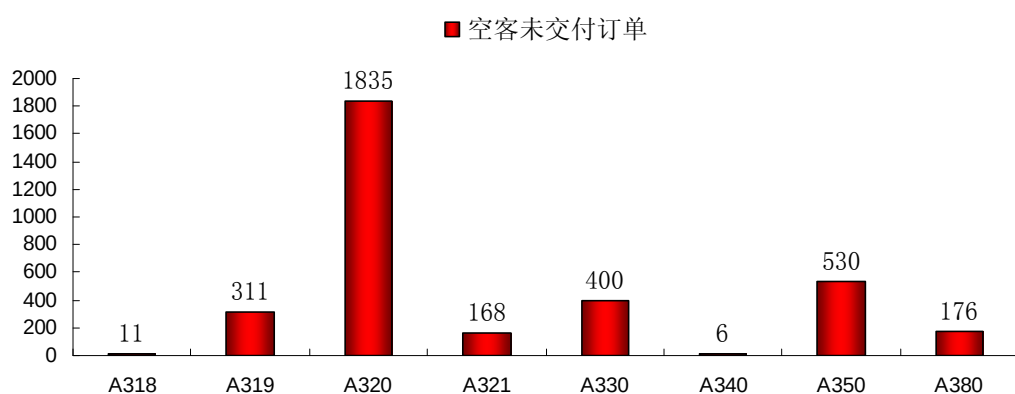
资料来源：Boeing、Airbus

图 9：波音未交付订单数 3350 架



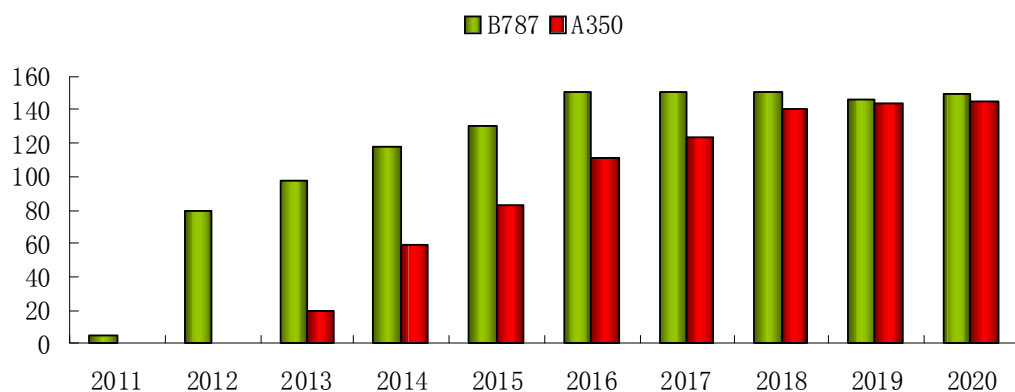
资料来源：JADA

图 10：空客未交付订单数 3437 架



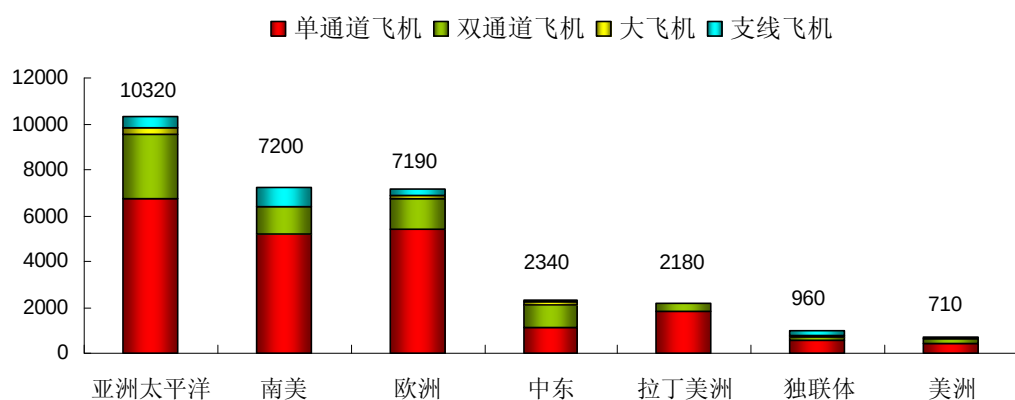
资料来源：JADA

图 11: 波音 787 和空客 350 交付将加速

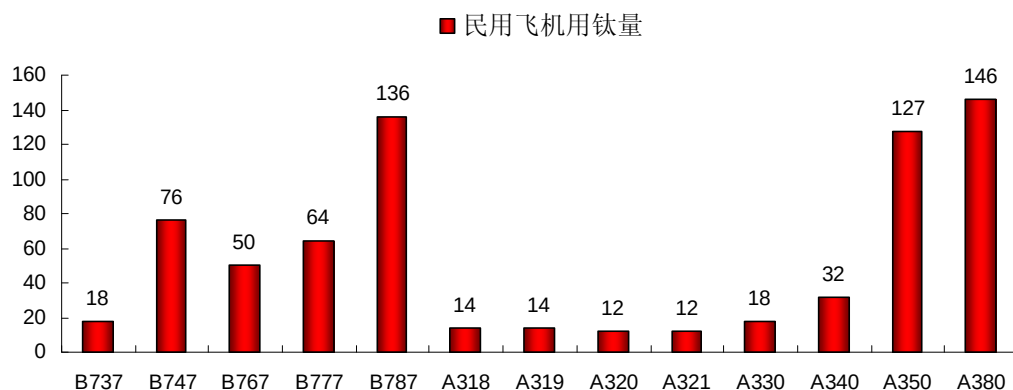


资料来源：Airline Monitor

图 12: 2010-2029 全球民用航空需要新飞机 30900 架



资料来源：Boeing current market look

图 13: 主要民用飞机用钛量 (吨)


资料来源: Timet、东邦钛业

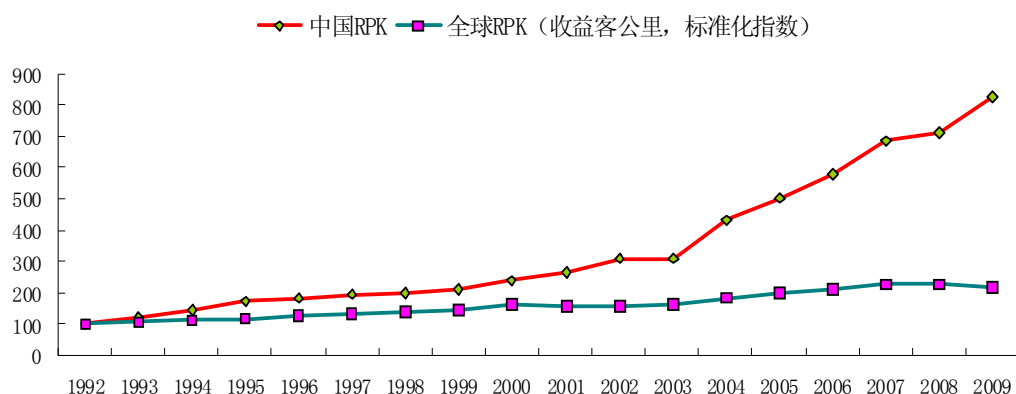
表 5: 2011-2015 年全球航空用钛量将以 3.27% 的复合增长率稳步增加

	大飞机	双通道飞机	单通道飞机	支线飞机	总用钛量(T)
2011	2741	23169	11572	115	37597
2012	2842	23868	11953	118	38781
2013	2944	24655	12349	122	40070
2014	3047	25468	12757	126	41398
2015	3141	26309	13178	130	42758

资料来源: 长江证券研究所

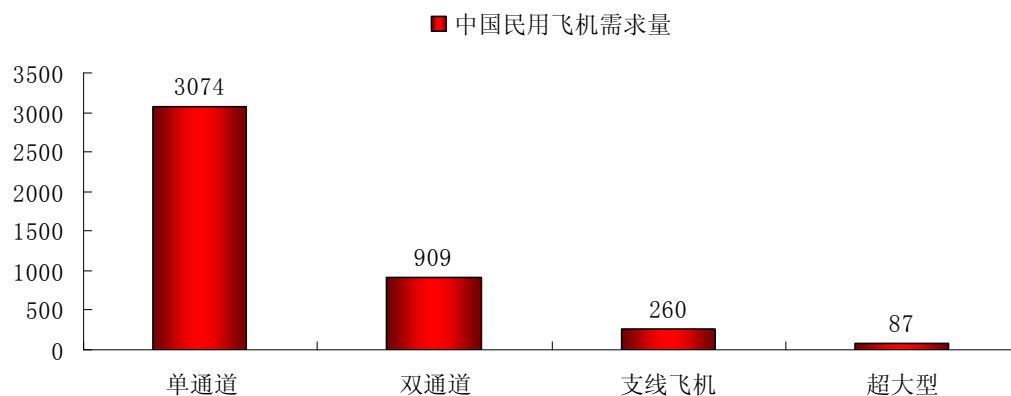
中国航空用钛增长潜力巨大。我们预计,受城市化、经济增长和人民财富不断增加等因素的推动,中国将成为全世界增长最快、最具活力的航空市场。波音预计,中国国内的客运量将以 7.9% 的年均速度增长,未来 20 年(2010-2029 年)内,中国将需要 4330 架新飞机,价值 4800 亿美元,到 2030 年,中国的民用航空机队规模将扩大三倍,成为美国以外最大的民用飞机市场。此外,国产大飞机计划的稳步推进以及通用航空领域的逐步放开也将为中国民用航空领域钛材需求提供支撑。我们认为,商用航空领域耗钛量的快速增长将推动中国钛消费结构加速升级。

图 14: 中国民航业发展加速



资料来源:《民用航空预测: 中国和世界》Boeing

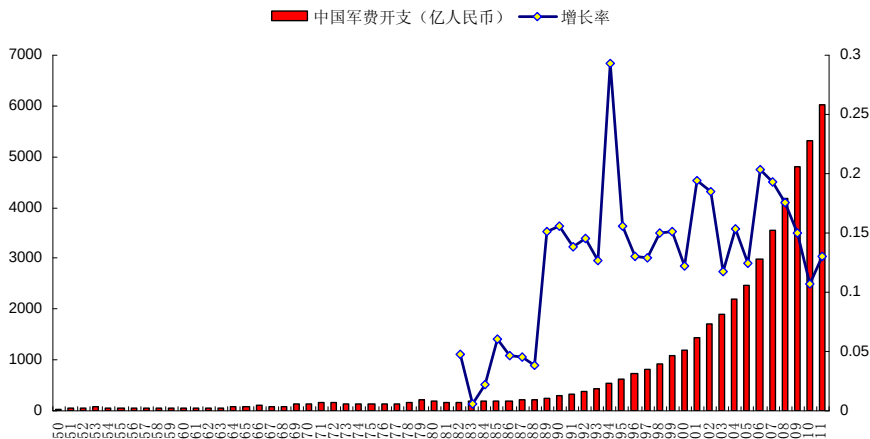
图 15: 2010-2029 年中国民用航空需要新飞机 4330 架



资料来源: Boeing

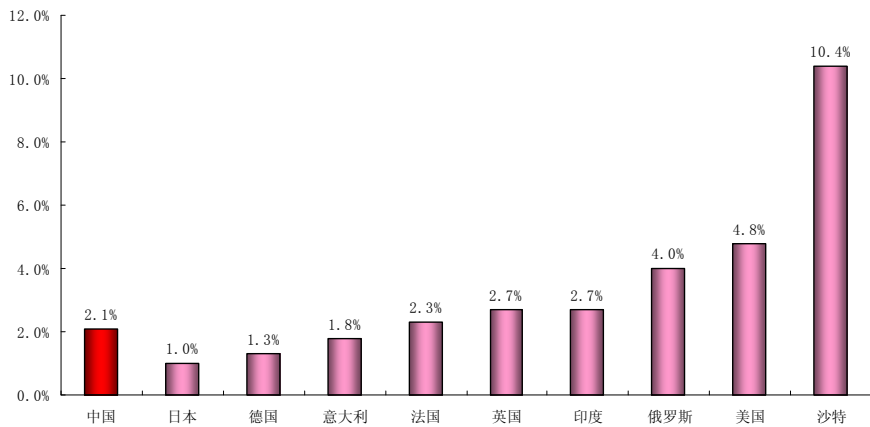
中国新一轮军备升级将拉动国内钛需求增长。中国 2011 年军费预算为 6011 亿人民币,较去年执行数增长 12.7%,重新以两位数的速度增长。我们认为,随着国际地位的逐步提升,中国对军工装备升级,特别是核心部件(如飞机发动机等)国产化率提高的需求日益迫切,我们预计,未来第三、四代战机装备空军的速度有望加快,将推动中国高端钛材需求。此外,中国即将跨进航母时代,而钛的优异性能(特别是抗腐蚀性)将使得钛材成为未来中国海军加速发展中的最大受益者之一,我们认为,钛材在海军领域的应用前景可能更加广阔。

图 16: 中国 11 年国防预算较 10 年执行数增长 12.7%



资料来源：国防白皮书

图 17：中国军费开支占 GDP 比例仍较小



资料来源：各国国防白皮书、网络资料

表 6：各式战斗机用材结构：钛材耗用比重较大

型号	设计年代	钛合金	铝合金	结构钢	复合材料	其他
F-14	1969	24%	39%	17%	1%	19%
F-15	1972	27%	36%	6%	2%	29%
F-16	1976	3%	65%	3%	3%	26%
F-18	1978	13%	44%	8%	10%	25%
F-117	1983	25%	20%	5%	10%	40%
F-22	1989	41%	11%	5%	25%	18%
苏-27	1969	17%	60%	10%		

幻影 2000	1978	23%			7%	
---------	------	-----	--	--	----	--

资料来源：《高科技纤维与应用》、西北有色金属研究院

表 7：国外主流军用发动机耗钛量(吨)

飞机型号	发动机台数	发动机型号	单台发动机耗钛量	飞机发动机耗钛量
F-15	2	F100-PW-220/229	2.9	5.8
	2	F110-GE-129	2.4	4.8
F-16	1	F100-PW-220/229	2.9	2.9
	1	F110-GE-129	2.4	2.4
F-18	2	F404-GE-400	1.8	3.6
C-17	4	F117-PW-100	3.9	15.6
AV-8B	2	RR Pegasus	1.0	2
AH-64A	2	T700-GE-400	0.1	0.2
F-14	2	F110-GE-400	2.4	4.8
C-5B	4	TF39-GE-1C	4.5	18
B-1B	4	F101-GE-102	2.0	8
CH-53E	3	T64-GE-416	0.3	0.9
S/UH-60	2	T700-GE-700	0.1	0.2

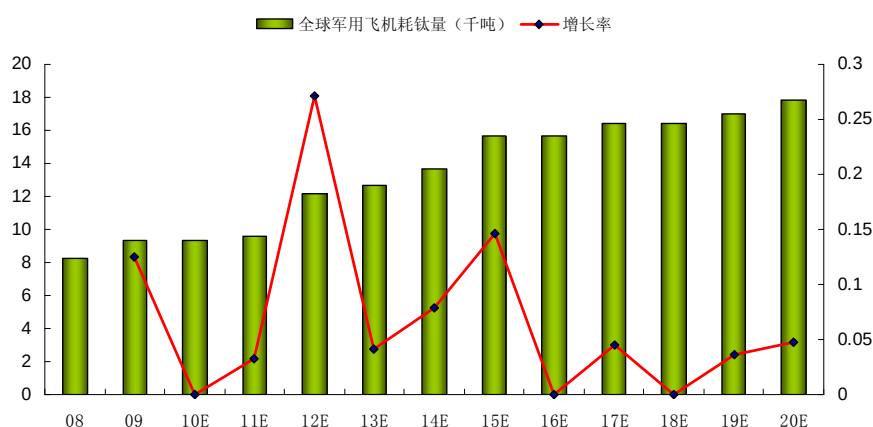
资料来源：西北有色金属研究院

表 8：钛在舰船上应用广泛

	具体应用	钛材性能优势
核潜艇	潜艇的壳体材料、声纳导流罩	钛合金比强度高、极耐海水长期腐蚀、具有适当的成形性、可焊性、加工性能、无磁性、不易受磁性水雷攻击、透声系数高
深潜器	用于制造深潜器的耐压壳体等部件	耐蚀和高强度
舰船动力装置	钛制蒸气发生器，钛合金热交换设备，舰艇螺旋桨	耐蚀和高强度
舰船辅助装置	钛用于管道泵、阀及其他配件等舰船辅助装置	耐蚀和高强度

资料来源：西北有色金属研究院

图 18：全球军用飞机用钛量将稳步增长



资料来源：Forecast International, April 2010

民用钛材需求也将稳定增长。此外，我们预计，随着各国汽车排放标准的日趋严格，以及海水淡化、医学、体育休闲等行业的发展，民用钛材的需求也将稳步增长。

表 9：钛与其他汽车用金属材料的成本对比（USD\$/磅）

原材料形态	钢	铝	镁	钛
矿石	0.02	0.1	0.01	0.3
粗锭	0.1	0.68	0.54	2
锭子	0.15	0.7	0.6	4.5
板材	0.3-0.6	1-5	4-9	8-50

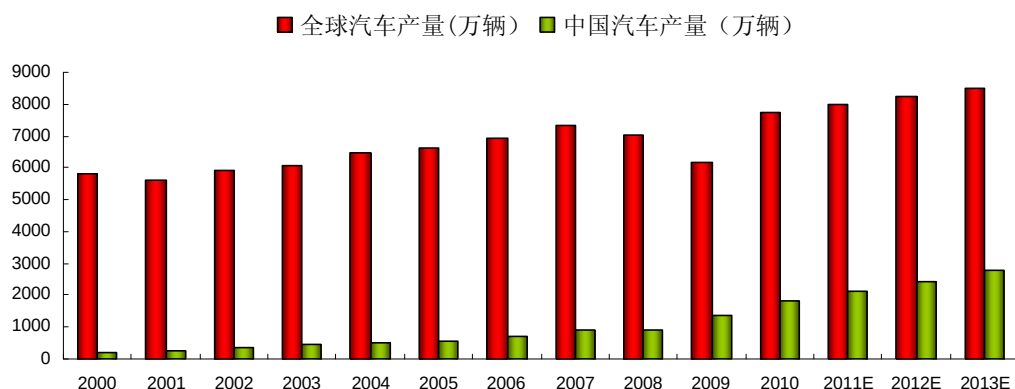
资料来源：钛的应用技术

表 10：欧洲轿车排放标准（汽油）（单位：克每公里）

标准等级	实施日期	CO	HC	NOx	HC+NOx	PM
欧洲 I 标准	1992.7	2.72			0.97	
欧洲 II 标准	1996.1	2.2			0.5	
欧洲 III 标准	2000.1	2.3	0.2	0.15		
欧洲 IV 标准	2005.1	1	0.1	0.08		
欧洲 V 标准	2009.9	1	0.1	0.06		0.005
欧洲 VI 标准	2014.9	1	0.1	0.06		0.005

资料来源：欧洲汽车尾气排放标准

图 19：全球汽车产量稳中有升，中国汽车产量近几年迎来快速发展

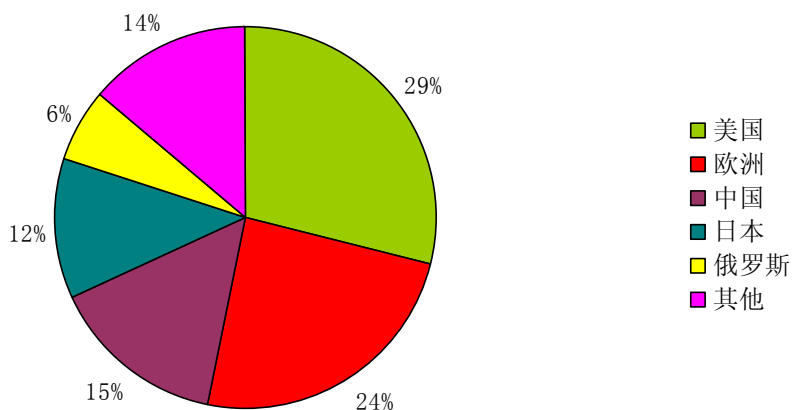


资料来源：OICA

● 中国钛消费结构升级渐行渐近—航空及军工领域耗钛量提升空间大

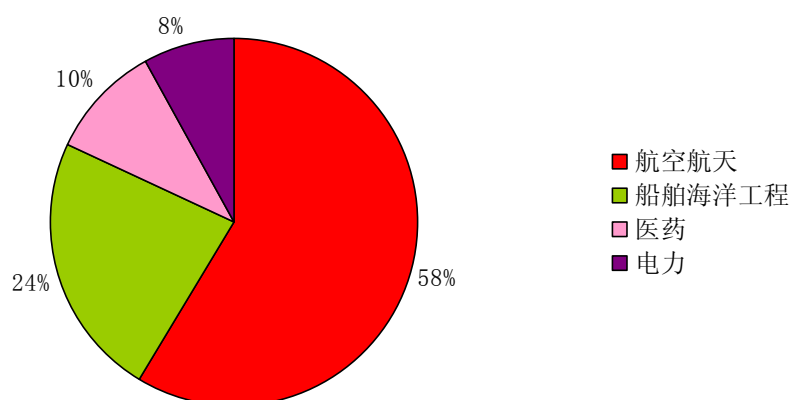
全球的钛消费主要集中在美国和欧洲，我们认为这主要是受益于两者领先的制造技术和巨大的商用航空业市场。目前，中国仍以低端钛材消费为主，民用化工领域占比高达 49%，而航空航天及船舶领域用钛比重仅 13%。但我们认为，随着中国在军工领域（特别是空军和海军）投入的不断加大，军用飞机和舰艇需求的加速增长，以及国产大飞机计划的稳步推进，航空航天及船舶领域对钛加工材的需求将快速增长，消费占比也将不断扩大，中国钛消费结构升级的步伐有望加速。

图 20：全球钛消费主要集中在美国和欧洲



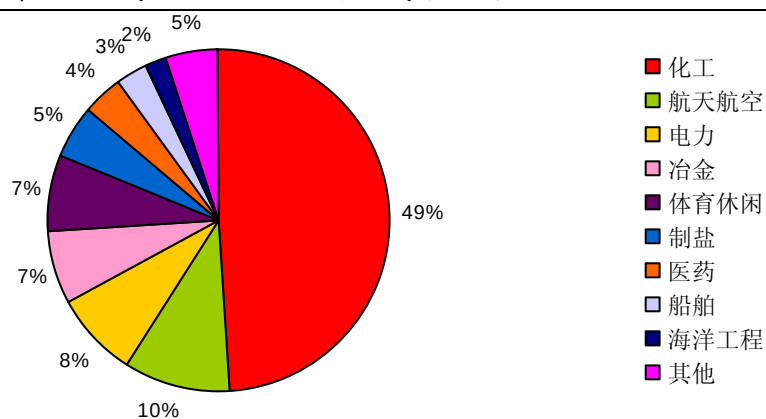
资料来源：钛工业进展

图 21：美国钛消费集中在航空航天及船舶海洋工程领域



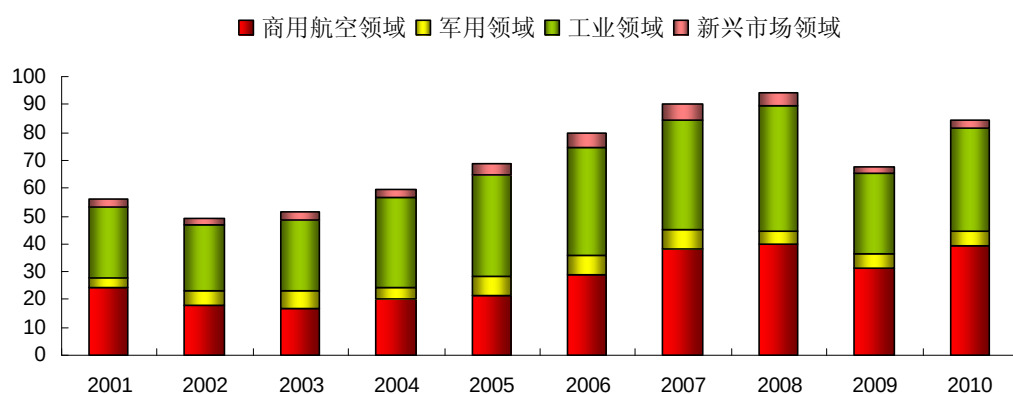
资料来源：钛材料及其应用技术

图 22: 中国钛消费集中于化工领域，航空航天、船舶领域用钛比重仅 13%



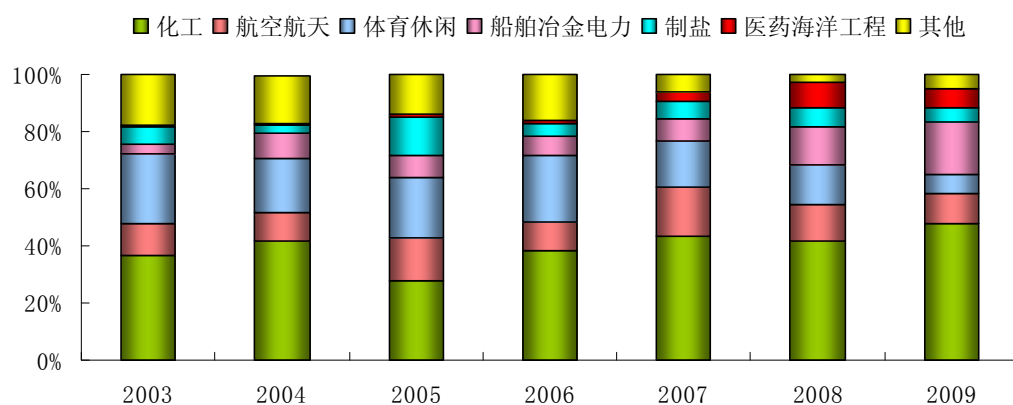
资料来源：钛工业进展

图 23: 全球钛消费结构变迁（不包括中国和独联体）：工业用钛比重增长



资料来源：Timet

图 24: 中国钛消费结构变迁：船舶及海洋工程领域需求比重增加

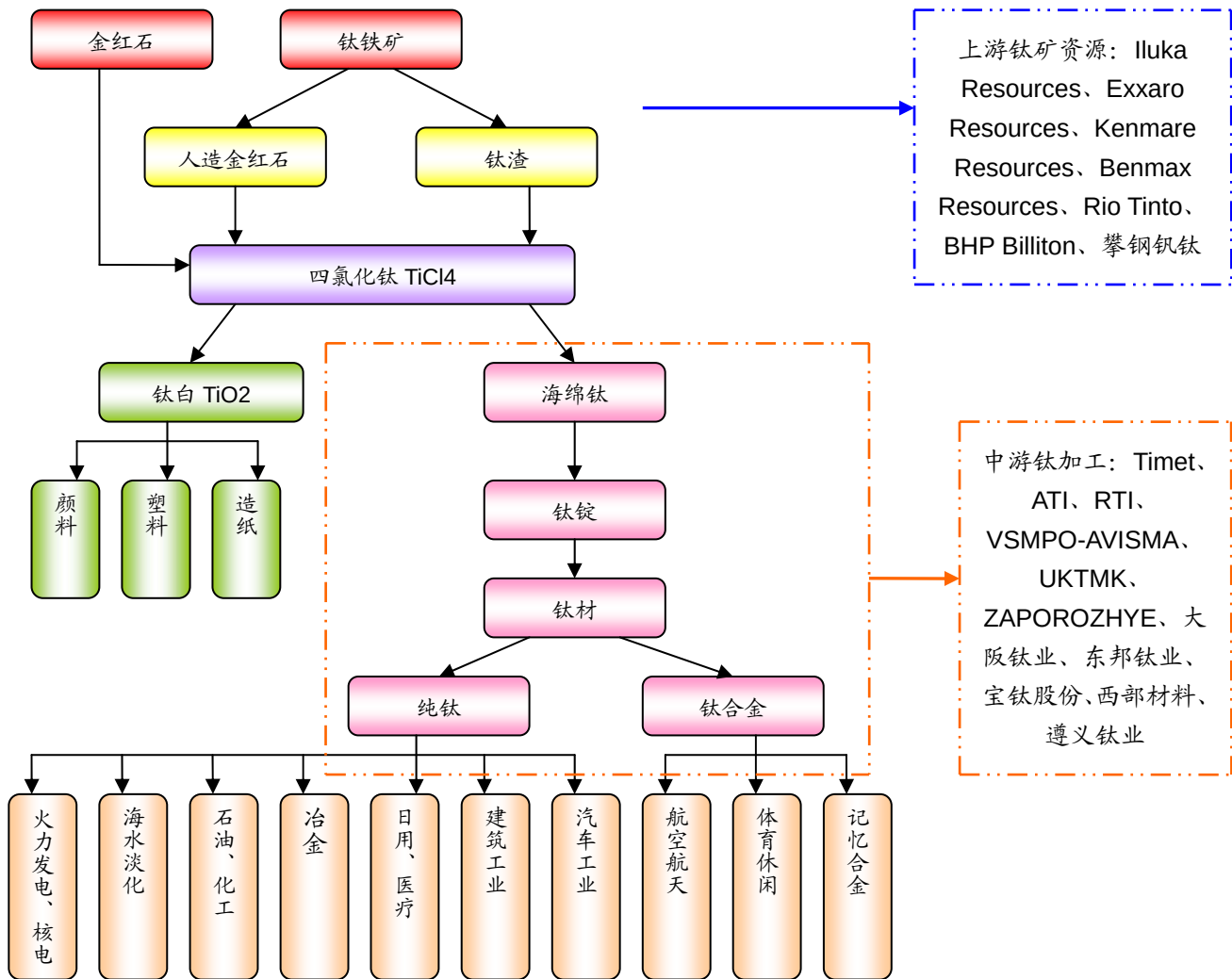


资料来源：钛工业进展

● 高端钛材领域供给集中度较高，钛材供给格局稳定

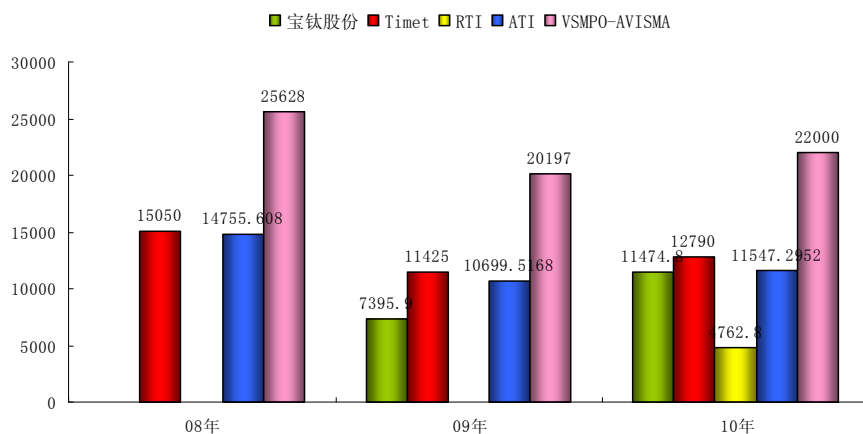
由于高端钛加工材行业具有较高的资金及技术壁垒，全球高端钛材供给主要集中在为数不多的几家企业，供给集中度较高。美国的 Timet、RTI、ATI，日本的大阪钛业、东邦钛业，俄罗斯的 VSMPO-AVISMA，以及中国的宝钛股份都是拥有完整产业链的钛产品生产企业。我们认为，稳定的供给格局为全球钛行业发展提供了健康的竞争环境。

图 25：钛行业产业链及各环节主要厂商情况



资料来源：钛材料及其应用

图 26：全球钛供应格局稳定（2010 年钛材销量比较，单位：吨）



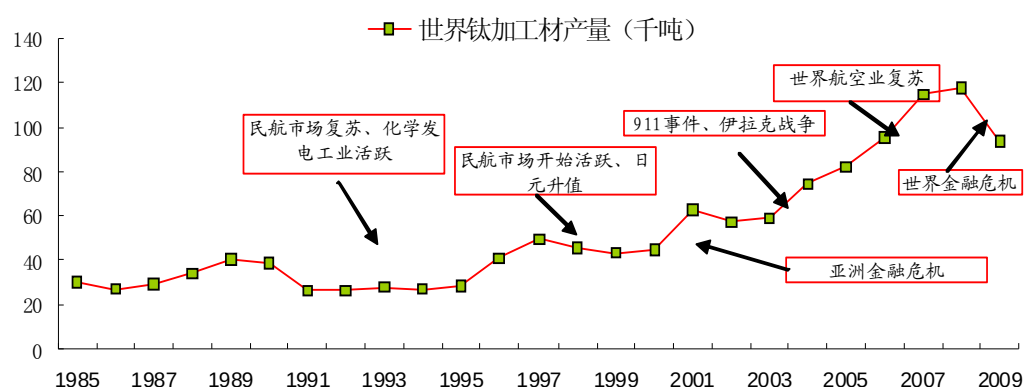
资料来源：Timet、RTI、ATI、VSMPO、宝钛股份年报、长江证券研究部整理；

注：VSMPO-AVISMA 销量为钛产品总销量，10 年数据为预测值

● 需求推动下行业景气拐点来临

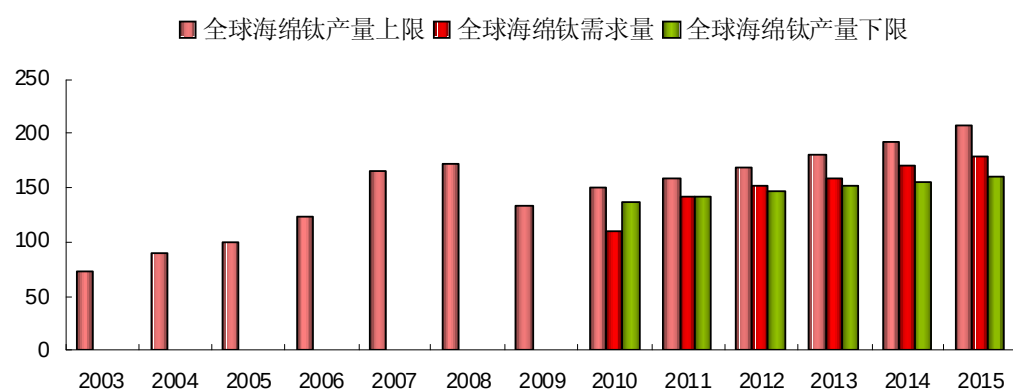
随着全球宏观经济的稳步复苏，航空业耗钛量有望加速增长，加之中国军备升级对高端钛材需求的拉动，我们预计 2011、2012 年全球钛加工材需求将保持 10% 以上的增长。我们预计，经过 2008-2010 年的低迷徘徊，全球钛工业有望在 2012 年迎来景气度的大幅回升。我们认为，宝钛股份作为国内钛行业的龙头企业，将最大的受益于全球钛行业景气度的回升。

图 27：全球钛行业周期性很强，与航空业景气度关联度很高



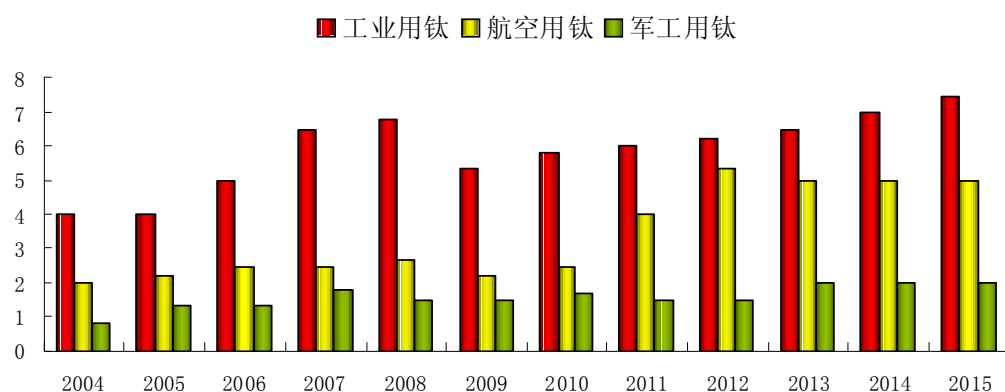
资料来源：中国钛锆钨协会

图 28：未来全球海绵钛供求预测



资料来源：Roskill

图 29：未来全球钛材需求预测



资料来源：RTI

（5） 盈利预测与投资评级

综上所述，我们认为，随着全球经济的稳步复苏以及中国即将迎来新一轮的军备升级，在航空、军工双引擎驱动下，钛加工材需求将实现加大幅度增长，而作为国内技术先进、规模领先的钛行业龙头，公司将最大程度的受益于行业景气度的回升，但短期公司业绩仍需休养生息，我们预计公司 11、12 年 eps 分别为 0.10 和 0.53 元，暂维持“谨慎推荐”评级。

（6） 投资风险和结论的局限性

我们盈利预测及结论都是建立在产品价格未来大幅下滑可能性较小以及公司产量基本稳定增长基础上的。未来产品价格走势不符合我们判断，以及公司募投项目进展低于预期，将造成报告中业绩预期及投资结论的偏差。



公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009	2010	2011	2012	资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
营业收入	2564	2897	5013	6516	货币资金	585	637	1452	2712
营业成本	2317	2550	4261	5474	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	247	348	752	1043	应收账款	404	457	790	1028
% 营业收入	9.6%	12.0%	15.0%	16.0%	存货	1615	1777	2970	3816
营业税金及附加	0	0	1	1	预付账款	236	260	434	558
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	30	34	59	77	流动资产合计	2918	3220	5799	8312
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	178	201	349	453	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	43	43	43	43
财务费用	28	49	16	-10	投资性房地产	42	0	0	0
% 营业收入	1.1%	1.7%	0.3%	-0.2%	固定资产合计	2401	2704	2943	3048
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	102	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	5	62	327	521	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	0.2%	2.2%	6.5%	8.0%	资产总计	5514	5965	8783	11401
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	1020	513	0	0
利润总额	9	62	327	521	应付款项	475	523	874	1123
% 营业收入	0.4%	2.2%	6.5%	8.0%	预收账款	152	172	297	386
所得税费用	-3	9	49	78	应付职工薪酬	18	20	34	43
净利润	12	53	278	443	应交税费	-168	621	3148	5006
归属于母公司所有者的净利润	3.5	43.7	228.7	364.7	其他流动负债	12	13	22	28
少数股东损益	9	9	49	78	流动负债合计	1509	1861	4374	6586
EPS (元/股)	0.01	0.10	0.53	0.85	长期借款	125	175	225	225
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010	2011	2012	2013	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-294	709	1634	1553	其他非流动负债	81	81	81	81
取得投资收益					负债合计	1714	2117	4680	6892
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	3626	3666	3872	4200
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	102	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-656	-387	-350	-245	股东权益	173	182	231	309
其他	18	42	0	0	负债及股东权益	3799	3848	4103	4509
投资活动现金流净额	-637	-243	-350	-245	基本指标	5514	5965	8783	11401
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.008	0.102	0.531	0.848
股权融资	50	0	0	0	BVPS	8.43	8.52	9.00	9.76
银行贷款增加 (减少)	475	-457	-463	0	PE	5801.35	458.73	87.70	55.00
筹资成本	135	45	-6	-46	PEG	15.57	1.23	0.24	0.15
其他	-270	0	0	0	PB	5.53	5.47	5.18	4.78
筹资活动现金流净额	390	-413	-469	-46	EV/EBITDA	200.06	102.44	41.43	26.96
现金净流量	-541	53	814	1261	ROE	0.1%	1.2%	5.9%	8.7%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。