



CICC
 中国国际金融有限公司
 CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
 CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2012 年 2 月 23 日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇¹CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:
 S0080511010051
 caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

宝钛股份 (600456.SH)

业绩与快报一致，短期缺乏催化剂

主要财务信息

(人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,272	2,315	2,564	2,921	3,526	4,105
(+/-%)		1.9%	10.7%	13.9%	20.7%	16.4%
主营业务利润	366	16	5	106	170	281
(+/-%)		-95.7%	-70.9%	2210.5%	60.5%	65.6%
净利润	301	16	3	62	135	221
(+/-%)		-94.5%	-79.0%	1684.6%	119.0%	63.7%
每股收益(元)	0.70	0.04	0.01	0.14	0.31	0.51
(+/-%)		-94.5%	-79.0%	1684.6%	119.0%	63.7%
每股经营现金流(元)	-0.10	0.25	-0.82	0.32	0.15	0.43
市盈率(倍)	39	719	3,418	192	87	53
市净率(倍)	3.09	3.17	3.26	3.22	3.14	3.02
股价/经营现金流	-265	110	-33	85	188	63
EV/EBITDA(倍)	9	62	51	22	20	15
净资产收益率(%)	7.9%	0.4%	0.1%	1.7%	3.6%	5.6%
已动用资本回报率(%)	7.1%	0.4%	0.1%	1.2%	2.5%	3.8%
股息收益率(%)	0.91%	0.91%	0.36%	0.16%	0.34%	0.56%

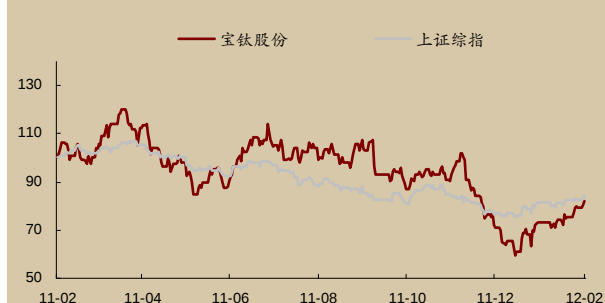
股票信息

宝钛股份	
股票代码	600456.CH
当前股价(元)	22.76
日成交量(百万股)	8.52
52周最高价/最低价	34.2/16.22
发行股数(百万股)	430.3
其中：流通股(百万股)	227.5
主要股东(持股比例)	宝钛集团有限公司(52.93%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[600456.CH]	3.4	12.5	(12.1)	24.9
[上证综指]	1.6	3.6	(0.4)	9.3

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2011 年业绩与预报一致：

宝钛股份 2011 年全年实现收入 29.2 亿元，同比增长 14%；归属母公司净利润 6170 万元，折合每股收益 0.14 元，同比上升 16.8 倍，与之前公司的业绩快报一致。产品价格上升、军用以及出口钛材产量有所增长是公司全年业绩大幅增长的主要原因。4Q 实现每股收益 0.034 元，环比下降 62%，业绩环比下降的主要原因是海绵钛价格下跌（4Q 均价环比下滑 30%）。

正面：1）毛利率大幅上升。公司全年毛利率为 17.6%，远高于去年的 9.6%，主要受益于终端产品价格的上涨以及低价原材料库存的利用。

负面：1）管理费用率和财务费用率有所上升。公司全年管理费用率和财务费用率分别为 8.9% 和 2.5%，较去年分别上升了 1.9% 和 1.4%。**2）少数股东权益大幅增加。**少数股东权益同比增加 266%，主要原因是控股公司（66.7%）华神钛业业绩大幅增长。

发展趋势：

在建项目逐步投产，12 年业绩有望继续稳步改善。公司 5000 吨钛带项目目前已经投入生产，该项目产品主要运用于海水淡化高端民用钛材领域，公司民用钛材的毛利率将有所改善；控股公司华神钛业全流程技改项目也即将完成，海绵钛单位生产成本降低 1 万元；万吨自由锻压机项目预计年中建成，可弥补公司大型锻件生产能力的不足。我们预计 12 年公司的盈利会继续好转。

航空和军用钛材增长依然是长期看点。钛行业在“十二五”期间将得到国家政策的重点支持，发展前景广阔。军用钛材市场有望随着中国军备制造升级的进行而继续好转，中国大飞机项目的推进将大大增加航空钛材的需求。公司作为中国最大的航空和军用钛材生产商，将会受益匪浅。

估值与建议：

我们维持 2012/2013 年 0.31/0.51 元的盈利预测不变，对应的盈率为 73/45 倍。前期在流动性改善的环境下，有色板块出现了显著反弹，公司股价年初至今上涨 25%。公司估值处于板块高端，短期也缺乏继续上涨的催化剂，股价呈震荡走势的概率较大。但如果股价回调充分，投资者可以择机介入。建议密切关注公司项目投产进度、公司订单以及海绵钛价格走势。

风险：钛材价格大幅下跌，项目投产进度慢于预期。

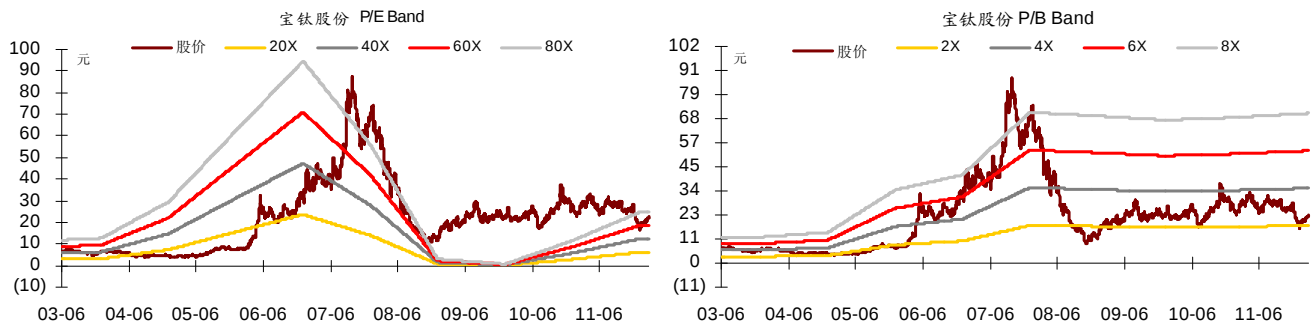
¹报告贡献人：严志勇（yanzy@cicc.com.cn）

图表 1：历史财务数据

(单位：百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	QoQ	YoY	1-4Q10	1-4Q11	YoY
营业收入	580	614	710	660	767	716	702	736.7	5.0%	11.7%	2564	2921	13.9%
营业成本	522	555	656	584	682	586	542	608.6	12.2%	4.1%	2317	2419	4.4%
毛利润	59	60	54	75	85	129	159	128	-19.6%	71.3%	247	502	103.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	1	2	0.6	-62.9%	426.4%	0	3	614.1%
营业费用	10	6	6	8	11	7	10	11.2	13.4%	38.1%	30	39	27.2%
管理费用	44	38	45	51	55	67	55	82.7	51.1%	61.4%	178	260	45.7%
财务费用	-1	4	10	15	13	23	17	19.0	12.2%	23.5%	28	72	157.9%
资产减值损失	0	6	0	-3	0	7	10	6.7	-31.2%	-354.6%	3	24	618.9%
其他经营收益	-1	-1	1	0	-0	-1	1	0.8	-5.1%	n.a.	-0	0	-158.9%
营业利润	5	4	-6	1	6	24	67	8.7	-87.1%	902.0%	5	106	2210.5%
营业外收支净额	-1	5	1	3	1	1	-0	2.5	-2129.1%	-5.6%	8	4	-45.6%
利润总额	5	9	-5	1	7	24	67	10.9	-83.8%	1833.9%	9	109	1057.7%
所得税	1	1	-2	-3	1	6	9	-2.3	-126.2%	-11.3%	-3	14	-558.1%
净利润	4	8	-2	3	5	18	58	13.2	-77.5%	318.9%	12	94	660.2%
少数股东损益	1	6	0	2	2	13	19	-1.7	-108.6%	-166.6%	9	33	265.5%
归属母公司净利润	3	3	-3	1	3	4	39	14.8	-62.0%	2166.7%	3	61.6984	1684.7%
每股收益 (元)	0.007	0.006	-0.006	0.002	0.008	0.010	0.091	0.034	-62.0%	2166.7%	0.008	0.143	1684.7%
毛利率	10.1%	9.7%	7.6%	11.3%	11.1%	18.1%	22.7%	17.4%	-5.3%	15.1%	9.6%	17.2%	7.6%
营业利润率	0.9%	0.7%	-0.8%	0.1%	0.8%	3.3%	9.6%	1.2%	-8.4%	10.4%	0.2%	3.6%	3.4%
净利率	0.6%	1.3%	-0.4%	0.5%	0.7%	2.4%	8.3%	1.8%	-6.5%	8.7%	0.5%	3.2%	2.8%
营业费用率	1.7%	1.0%	0.9%	1.2%	1.4%	0.9%	1.4%	1.5%	0.1%	0.5%	1.2%	1.3%	0.1%
管理费用率	7.6%	6.1%	6.4%	7.8%	7.2%	9.4%	7.8%	11.2%	3.4%	1.4%	7.0%	8.9%	1.9%
财务费用率	-0.2%	0.6%	1.4%	2.3%	1.7%	3.2%	2.4%	2.6%	0.2%	1.1%	1.1%	2.5%	1.4%
有效税率	19.1%	11.2%	n.a.	n.a.	18.6%	26.5%	13.0%	-21.0%	-34.1%	n.a.	-32.6%	12.9%	45.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：国际可比公司估值

公司名称	股票代码	货币单位	股价 12-2-21	市值 (百万美元)	市盈率				市净率				EV/EBITDA				ROE			
					2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
国际综合公司																				
CVRD	VALES BZ	雷亚尔	41.99	133,234	9.7	10.4	10.7	11.8	3.5	1.7	1.5	n.a.	5.0	4.9	5.0	4.8	36.6	23.0	21.4	n.a.
BHP Billiton	BHP AU	澳元	36.41	194,454	8.5	9.9	8.8	8.5	3.1	2.8	2.2	1.9	5.8	5.9	5.3	5.0	44.9	31.0	27.5	23.7
Rio Tinto	RIO LN	英镑	37.06	114,847	12.2	4.7	4.2	4.2	1.3	1.0	0.8	0.7	5.0	4.9	4.4	4.3	10.5	22.6	21.0	18.5
Xstrata plc	XTA LN	英镑	12.13	56,699	6.2	6.3	5.2	4.2	0.8	0.7	0.7	0.7	5.8	5.5	4.8	4.3	13.6	12.4	13.2	12.5
Anglo American PLC	AAL LN	英镑	26.91	56,181	5.3	5.5	4.7	4.6	0.9	0.7	0.6	0.0	5.3	4.5	3.8	3.6	16.8	14.6	14.1	14.1
Vedanta Resources	VED LN	英镑	14.54	6,095	5.1	8.0	4.2	3.0	0.8	0.8	0.6	0.6	6.0	5.3	3.3	2.8	14.9	8.9	18.6	19.9
Glencore	GLEN LN	英镑	4.42	48,186	n.a.	6.8	6.1	4.9	n.a.	1.0	0.9	0.8	16.5	12.5	10.2	8.4	7.1	17.0	17.0	18.2
平均					7.8	7.4	6.3	5.9	1.7	1.2	1.1	0.8	7.0	6.2	5.3	4.7	20.6	18.5	19.0	17.8
铜（国际）																				
Alcoa	AA US	美元	10.41	11,098	18.3	19.6	11.7	8.7	0.8	0.8	0.8	0.7	6.7	7.5	5.8	5.0	4.5	3.4	5.8	6.6
National Aluminum	NACL IN	印度卢比	64.15	3,357	15.5	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	7.5	n.a.	n.a.	n.a.	9.9	n.a.	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HINDL IN	印度卢比	152.80	5,945	11.9	9.5	9.1	7.8	1.0	0.9	0.9	0.8	6.6	6.3	5.7	4.9	9.7	10.5	9.9	10.3
Century Aluminum	CENX US	美元	10.67	956	18.1	55.9	26.3	13.5	0.8	0.9	0.8	0.8	6.0	8.5	6.8	5.0	5.4	1.2	2.7	7.5
Alumina LTD	AWC AU	澳元	1.17	3,028	22.4	83.2	13.4	9.5	0.9	1.0	1.0	0.9	n.a.	232.4	32.2	22.8	1.2	0.6	6.7	9.8
平均					17.2	42.0	15.1	9.9	1.0	0.9	0.8	0.8	6.7	63.7	12.6	9.4	6.1	3.9	6.3	8.6
铜（国际）																				
Antofagasta PLC	ANTO LN	英镑	13.21	20,541	12.4	10.2	7.8	7.1	2.3	1.9	1.6	1.4	7.4	5.9	5.0	4.6	18.3	20.6	23.0	22.6
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	墨西哥比索	40.45	24,585	10.6	10.4	9.4	7.8	2.7	2.7	2.4	2.0	5.4	5.1	4.6	4.0	28.7	27.7	27.7	26.5
Southern Copper	SCCO US	美元	32.66	27,760	11.8	13.2	11.8	10.0	6.8	5.5	4.6	4.2	7.5	7.9	6.8	6.0	59.1	41.5	43.9	39.0
Sterlite Industries	STLT IN	印度卢比	121.20	8,292	8.1	7.6	6.7	5.7	1.0	0.9	0.8	0.7	6.7	5.2	4.5	3.8	12.9	12.1	12.2	12.8
Freeport-McMoran C&G	FCX US	美元	43.97	41,680	9.1	10.4	8.1	7.7	2.7	2.2	1.9	1.6	4.3	4.7	3.8	3.8	32.4	21.7	26.3	20.9
FIRST QUANTUM	FM CN	加元	23.06	11,011	n.a.	18.5	12.6	9.9	3.0	2.8	2.1	1.7	8.7	8.1	6.1	5.0	-4.8	17.2	20.2	20.6
平均					10.4	11.7	9.4	8.0	3.1	2.7	2.2	1.9	6.7	6.2	5.1	4.6	24.4	23.5	25.6	23.7
黄金（国际）																				
北美																				
Barrick Gold	ABX CN	加元	48.25	48,391	10.7	9.1	7.9	8.6	2.1	1.7	1.4	1.3	7.4	6.3	5.4	5.9	20.9	19.4	20.0	16.0
Kinross Gold	K CN	加元	11.30	12,889	-6.2	11.1	9.1	10.9	1.0	0.9	0.8	0.8	6.5	5.3	4.6	5.1	-15.4	8.7	10.2	8.7
Agnico-Eagle	AEM CN	加元	36.38	6,229	-10.8	18.1	13.8	17.9	1.7	1.7	1.6	1.6	11.3	8.0	6.8	7.9	10.4	10.8	13.4	9.8
Goldcorp	GG US	美元	48.47	39,369	20.7	18.4	13.7	13.6	1.8	1.7	1.6	1.4	12.8	10.1	7.8	7.7	9.2	9.4	12.2	11.5
IAMGold	IMG CN	加元	16.78	6,324	22.4	14.0	12.3	9.5	1.9	1.8	1.6	1.4	10.5	6.4	5.4	4.5	10.8	12.6	13.8	16.5
Eldorado Gold	ELD CN	加元	14.34	7,931	37.7	23.4	15.9	12.9	2.5	2.4	2.2	1.9	18.3	12.4	8.3	7.1	7.3	10.2	13.1	13.1
Royal Gold	RGLD US	美元	70.57	4,149	54.7	38.0	29.3	24.4	2.6	2.3	2.2	2.0	23.3	17.5	14.6	11.9	5.0	5.7	7.9	9.4
Newmont Mining	NEM US	美元	61.54	30,451	13.3	13.8	11.2	10.4	2.2	2.1	1.9	1.6	6.9	6.8	5.9	5.3	18.9	14.8	16.6	17.7
Buenaventura	BVN US	美元	41.51	11,442	n.a.	12.1	10.7	10.1	n.a.	3.4	2.8	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28.4	27.4	25.7	23.9
Yamana Gold Inc	AUY US	美元	17.14	12,783	n.a.	17.9	14.3	10.9	n.a.	1.7	1.5	1.4	14.6	9.4	7.9	6.4	6.5	8.0	10.3	12.4
平均					17.8	17.6	13.8	12.9	2.0	2.0	1.7	1.6	12.4	9.1	7.4	6.9	10.2	12.7	14.3	13.9
南非																				
AngloGold Ashanti	ANG SJ	南非兰特	331.41	16,488	11.3	8.0	7.1	9.8	3.2	2.3	1.7	1.5	6.8	4.2	4.0	5.2	33.9	36.4	33.8	18.4
Gold Fields	GFI SJ	南非兰特	122.64	11,488	12.6	7.0	6.3	10.4	1.9	1.5	1.3	1.2	4.6	3.7	3.5	4.5	15.7	22.8	22.7	16.2
Harmony Gold	HAR SJ	南非兰特	99.51	5,549	497.6	104.9	69.5	65.9	10.6	9.8	8.5	7.5	17.4	6.8	4.6	4.4	2.1	8.6	13.4	14.3
平均					173.8	40.0	27.7	28.7	5.2	4.5	3.9	3.4	9.6	4.9	4.0	4.7	17.2	22.6	23.3	16.3
镍																				
MMNC Norilsk Nickel	GMKN RU	美元	175.20	33,398	9.3	6.7	7.7	6.9	1.9	2.0	1.6	1.4	4.3	4.4	4.7	4.7	21.2	29.9	26.5	21.7
PT Inco Indonesia	INCO IJ	美元	0.41	4,029	11.9	11.3	9.7	9.4	2.2	2.1	1.9	1.7	5.5	6.4	5.8	5.8	26.8	20.0	19.9	18.8
平均					10.6	9.0	8.7	8.2	2.0	2.1	1.8	1.5	4.9	5.4	5.3	5.2	24.0	24.9	23.2	20.3
铜																				
Thompson Creek	TC US	美元	8.91	1,497	n.a.	12.7	33.5	8.8	n.a.	0.9	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13.3	1.4	9.7
平均					n.a.	12.7	33.5	8.8	n.a.	0.9	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13.3	1.4	9.7

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

