

宝钛股份(600456)/10.79 元

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期

张 镭

86-755-82960071

zhanglei@ccs.com.cn

周期性投资品 · 有色金属

估值区间: 14.50-15.50 元

强烈推荐 A(上调)

在参加 2005 年钛业年会和两次调研公司、拜访公司高层的基础上撰写此报告。宝钛股份的投资价值来源于: 1、二十年一遇的行业复苏; 2、IPO 项目投产带来的产能扩张和技术升级; 3、公司在中国军工产业中的特殊地位。

- **宝钛股份在国内钛材行业处于相对垄断地位。**公司在国内钛材的市场占有率高达 40% 以上, 在国内高档钛材和军工钛材的市场占有率高达 80% 以上, 处于垄断地位。
- **钛行业处于二十年一遇的复苏期。**04 年以来, 受国际航空市场的复苏和国内石化行业需求的强劲增长, 钛行业步入二十年一遇的复苏期, 04 年全球和国内钛材产量同比大幅增长 33.96% 和 33.33%, 海绵钛和钛材的零售市场价格自 04 年以来涨幅超过了 300% 和 100%, 我们预计本轮钛行业的复苏周期应会持续到 07-08 年。
- **公司 IPO 项目投产带来公司的产能扩张和技术升级。**10 吨 VAR 炉 04 年 5 月已经投入使用; 钛合金棒及锻轧件项目 05 年 6 月全部完工; EB 炉预计 05 年底、06 年初投产批量生产, 随着这些项目的相继投产, 公司的铸锭生产能力将会达到 8000-9000 吨, 熔铸系统的技术装备达到国际先进水平, 锻造、板带和管棒系统的技术装备继续保持国内领先水平。
- **公司转移原料成本上升的能力很强。**虽然宝钛股份主要是做下游钛材加工业务, 原料海绵钛全部是从遵义钛业、抚顺钛业和国外购买, 但是由于公司在国内钛材, 尤其是高档钛材和军工钛材市场的垄断地位, 公司产品具有很强的定价能力, 具有完全转移原料成本上升的能力。
- **军工订单值得密切关注。**公司在军工钛材市场处于绝对垄断地位, 随着 EB 炉的投产, 公司承接军工订单的能力会迈上一个新台阶。虽然军工订单方面的信息出于保密不易获取, 但是却是值得投资者密切关注的信息。
- **调高公司的盈利预测和投资评级。**我们调高公司的 05-07 年的 EPS 至 0.86、1.12、1.18 元。基于对宝钛股份下游加工型公司的市场定位和最新的盈利预测, 我们将公司的投资评级从谨慎推荐调高至强烈推荐, 6 个月的目标价位为 14.5-15.5 元。

上证指数: 1148.04

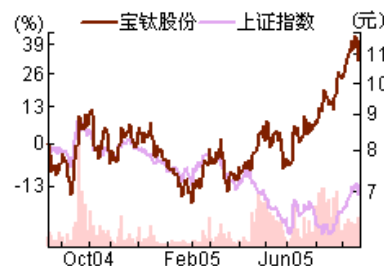
股本数据

A 股总股本(万)	20008
流通 A 股(万)	6000
流通市值(亿)	6.47

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	26.07	23.71
6 个月(%)	53.59	65.17
1 年(%)	33.43	47.80
52 周波动(元)	6.82-11.74	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

宝钛股份--调研简报

5/30/2005

宝钛股份—行业处于景气周期, 公司利润大幅增长

7/18/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	62663	128679	150200	156560
同比增长率	63.12%	105.35%	16.72%	4.23%
主营利润(万元)	13943	35615	37806	39568
同比增长率	49.23%	155.43%	6.15%	4.66%
净利润(万元)	6804	17221	22479	23689
同比增长率	13.10%	153.10%	30.53%	5.38%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营利润率	22.25%	27.68%	25.17%	25.27%
净利润率	10.86%	13.38%	14.97%	15.13%
股价(元)	10.79	10.79	10.79	10.79
EPS(元)	0.34	0.86	1.12	1.18
P/E(倍)	31.73	12.54	9.60	9.11
P/B(倍)	3.31	2.84	2.57	2.40

一、公司简介

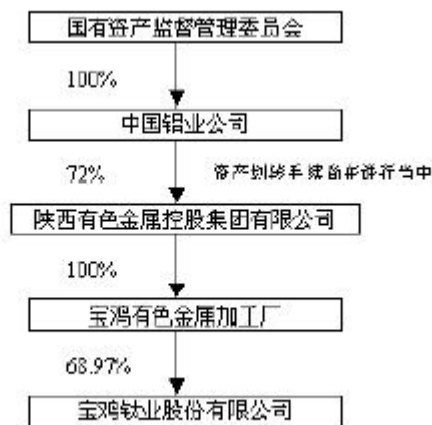
宝鸡钛业股份有限公司（以下简称“宝钛股份”）成立于1999年7月8日，2002年3月28日公开发行6000万股A股，发行后公司的总股本为20008万股。

表 1：宝钛股份 - 股本结构（截至 2005 年 6 月 30 日）

股本结构	持股数量（万股）	持股比例（%）
宝鸡有色金属加工厂	13800	68.97
西北有色金属研究院	65	0.32
中国有色金属进出口陕西公司	45.5	0.23
西北工业大学	32.5	0.16
中南大学	32.5	0.16
陕西华夏物业公司	32.5	0.16
社会公众股（流通 A 股）	6000	29.99
其中：上投摩根中国优势证券投资基金	143	0.71
总股本	20008	100.000

资料来源：公司资料

图 1：公司与实际控制人之间的产权与控制关系



资料来源：公司资料

宝钛股份目前主要从事钛及钛合金材料的生产、加工和销售，拥有以钛材加工为主的从熔铸、锻造到板材、管材、棒材加工方面全套的生产经营系统，具有独立完整的产、供、销和开发系统，是中国最大的钛及钛合金加工材生产基地，公司在国内钛材的市场占有率高达40%以上，在国内高档钛材和军工钛材的市场占有率高达80%以上，处于垄断地位。主导产品钛材广泛应用于航空航天、石油化工、军工、医药、海洋工程、体育休闲和高档日用消费品等领域。

宝钛股份的控股股东宝鸡有色金属加工厂始建于 1965 年，是国家“三五”期间为发展国防军工和尖端科技投资兴建的“三线企业”。宝钛股份上市后，宝鸡有色金属加工厂主要是以铜铈、镍铈、钨、钼、钽、铌制品、有色金属设备和宽厚板的生产和销售。

宝钛股份未来的实际控制人为中国铝业公司，基于宝钛股份的行业地位和军工方面的战略价值，我们预计中国铝业公司对宝钛股份未来的发展会给予资金和政策方面的支持。

二、钛行业简介

1、钛金属

钛金属是做为化学元素早在 1790 年就已发现，但是由于它非常活泼，提取非常困难，直到 1948 年海绵钛才开始在美国生产，二十世纪五十年代才进入规模生产，前苏联、美国、日本和中国相继成为产钛国家。

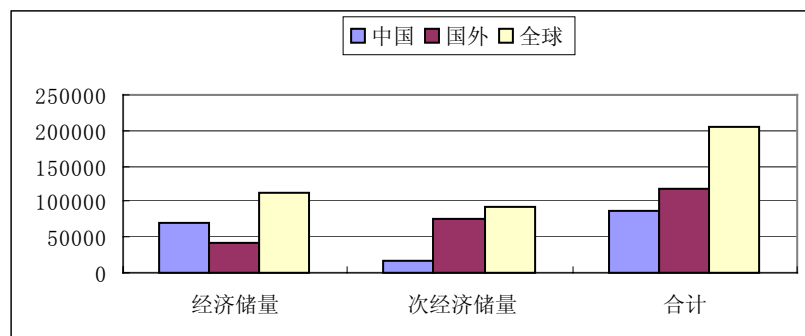
钛金属属于难熔稀有轻金属，熔点为 1668 度。因其具有密度小、比强度高、导热系数低、耐高温低温性能好、耐腐蚀能力强等突出特点，目前被广泛应用于航空航天、化工、石油、电力、海水淡化、建筑、体育休闲等领域，被誉为现代金属、第三金属和战略金属。钛及钛合金对一个国家的国防、经济及科技的发展具有战略意义，钛应用量的多少和钛工业发展水平是一个国家综合实力的重要标志。由于钛熔炼技术复杂、加工难度大、技术含量高，目前世界上仅有美国、俄罗斯、日本和中国等四个国家掌握完整的工业化生产技术。

2、钛资源

钛在地壳中的储量仅次于铁、铝、镁，比常用的铜、镍、铅、锌的总和还多十几倍，全球已经探明的钛资源储量（ TiO_2 ）为 205 亿吨，其中经济探明储量（ TiO_2 ）为 11.8 亿吨。

中国是钛资源大国，总储量占全球的一半以上，国外钛资源主要分布在加拿大、挪威、印度、俄罗斯、澳大利亚、南非和美国。中国的钛资源储量虽然丰富，但是同国外钛资源小而富、纯而富、易采易选的特点相比，中国的钛资源 90% 以上属于难采选的钒钛磁铁矿共生资源（主要集中在攀枝花、承德、云南和广西等地），易采选的金红石的比例很低。

图 2：全球钛资源经济和次经济储量（单位：万吨）



资料来源：钛资源形势分析及评价

3、钛产业链

钛行业的产业链为：钒钛磁铁原料—海绵钛—钛锭—钛板、钛管、钛棒等钛材—航空航天、石油化工、体育休闲等最终消费领域。

钛材生产的产业链比较长，而且每个工序的工艺也比较复杂，因此目前世界上仅有美国、俄罗斯、日本和中国等四个国家掌握完整的工业化生产技术。

全球主要有八家海绵钛生产企业，分别是美国的 Timet，日本的住友钛和东邦钛，独联体的 AVISMA（俄罗斯）、UK-TMK（哈萨克斯坦）和 ZTMP（乌克兰），中国的遵义钛业和抚顺金铭钛业。

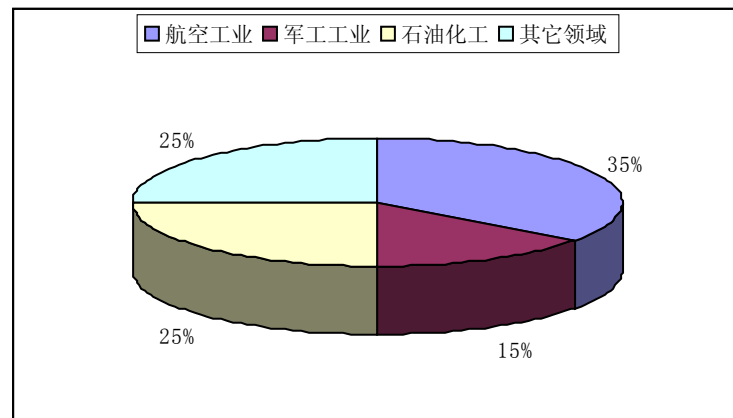
全球主要钛材的生产企业有美国的 Timet、RTI 和 Allegheny，日本的神户制铁、住友钛和新日铁，俄罗斯的 AVISMA，中国的宝钛股份。

我们可以看出，美国的 Timet，日本的住友钛，俄罗斯的 AVISMA 均为一体化的钛材加工企业，拥有从钒钛磁铁原料—海绵钛—钛锭—钛板、钛管、钛棒等钛材的完整的产业链，中国由于历史的原因，上游海绵钛的生产集中在遵义钛业和抚顺金铭钛业，下游钛材加工的生产集中在宝钛股份。

4、钛材应用领域

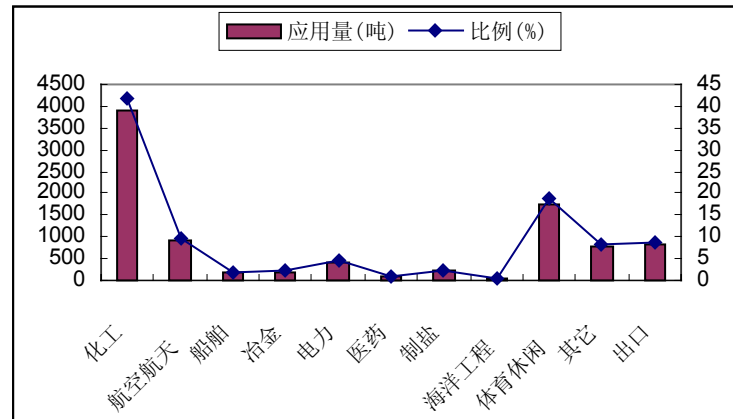
钛材在国际上主要应用于航空工业和军工工业，约占钛材消费量的 50% 左右，而在国内主要应用于石油化工业和体育休闲业，约占钛材消费量的 60% 左右。随着中国国力的日益提高，预计中国在航空工业和军工工业方面的钛材消费量会有较大幅度的提高。

图 3：国际市场钛材消费结构



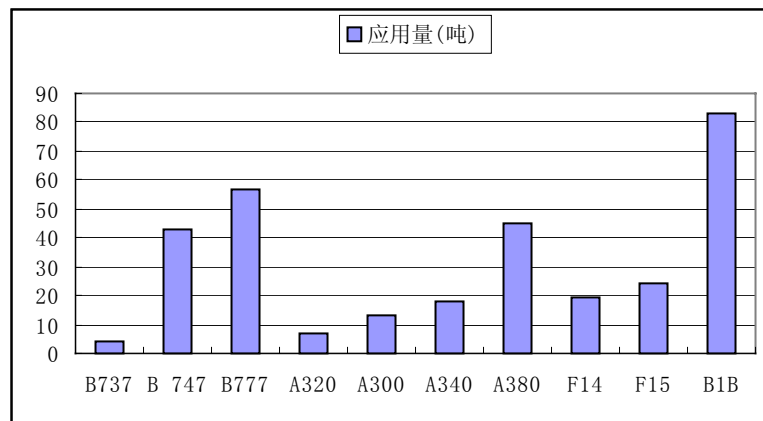
资料来源：2005 年钛业年会资料

图 4：04 年中国市场钛材消费结构



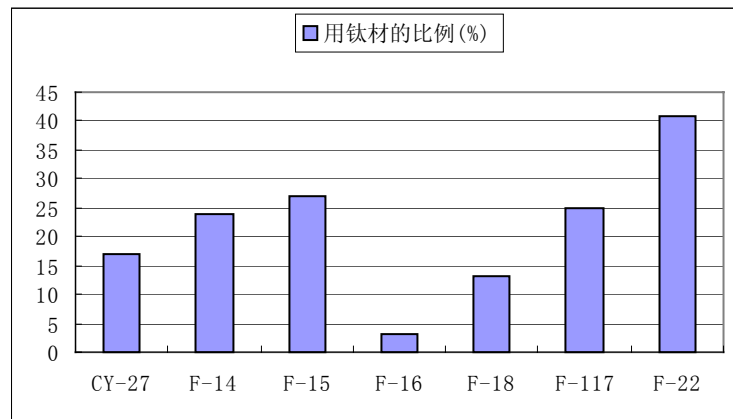
资料来源：2005 年钛业年会资料

图 5：飞机的钛材应用量现状



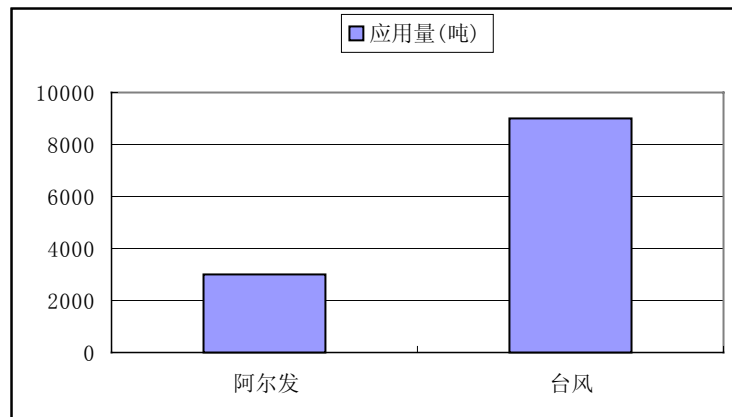
资料来源：钛工业进展

图 6：国外军用飞机应用钛材的比例



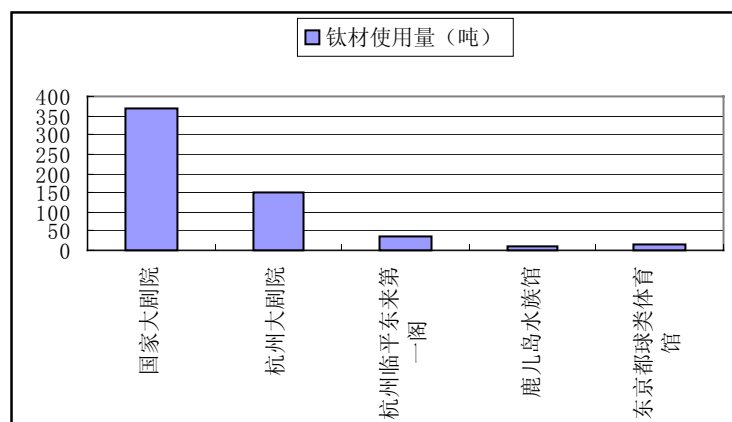
资料来源：2005 年钛业年会资料

图 7：前苏联潜艇钛材应用量



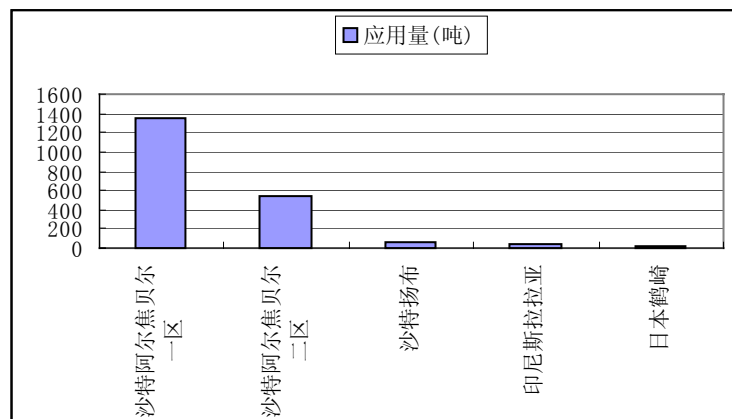
资料来源：2005 年钛业年会资料

图 8：部分建筑钛材应用量



资料来源：2005 年钛业年会资料

图 9：部分海水淡化设备钛材应用量



资料来源：2005 年钛业年会资料

三、海绵钛市场分析

2001 年以来由于受美国 911 恐怖事件、中国非典和伊拉克战争等事件的影响，全球最大的钛材应用领域——航空钛市场走入低谷，但是随着 2004 年飞机制造厂订单的增加以及民航机的大型化开发，国际航空钛市场开始出现强有力的复苏。

在国际航空市场的引领下，石油化工、体育休闲、电力等行业对钛材的需求量迅速增长，加之全球粗钢生产对海绵钛和钛铁等添加剂需求的增长，全球范围内钛原料和钛材出现了二十年一遇的紧张状况。

1、全球海绵钛市场

目前全球主要有八家海绵钛生产企业，分别是美国的 Timet，日本的住友钛和东邦钛，独联体的 AVISMA（俄罗斯）、UK-TMK（哈萨克斯坦）和 ZTMP（乌克兰），中国的遵义钛业和抚顺金铭钛业。

表 2：全球主要海绵钛生产企业近年来的产能和产量统计（单位：吨）

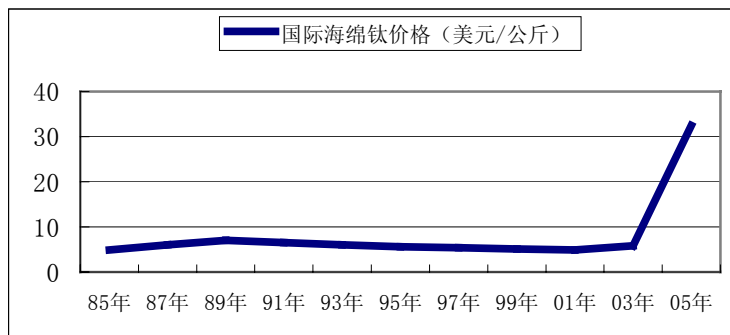
国别	生产企业	产能	2001	2002	2003	2004	2005E
日本	住友钛	18000	14200	13850	12000	-	-
	东邦钛	12000	10800	8650	7000	-	-
	日本合计	30000	25000	22500	19000	26000	30000
美国	TIMET	14500	12000	8200	8000	8000	8000
	美国合计	14500	12000	8200	8000	8000	8000
	AVISMA	30000	24000	20000	20000	25000	28000
独联体	UK-TMK	18000	12000	11000	9000	13000	17000
	ZTMP	8000	3000	6000	6000	7000	8000
	独联体合计	56000	39000	37000	35000	45000	53000
中国	遵义钛业	6000	2300	3000	3000	3400	6000
	抚顺金铭钛业	2000	150	300	1000	1400	2000
	中国合计	8000	2450	3300	4000	4800	8000
	全球合计	108500	78450	71000	66000	83800	99000

资料来源：2005 年钛业年会资料

从上表可以看出，受美国 911 等事件的影响，国际海绵钛的产量从 2001 年的 78450 吨下降到 2003 年的 66000 吨，从 2004 年起，受国际航空市场等因素的影响，海绵钛的产量迅猛增长，同比增长了 27%，预计 2005 年全球海绵钛的产量将会接近 10 万吨，接近上世紀的最高记录。

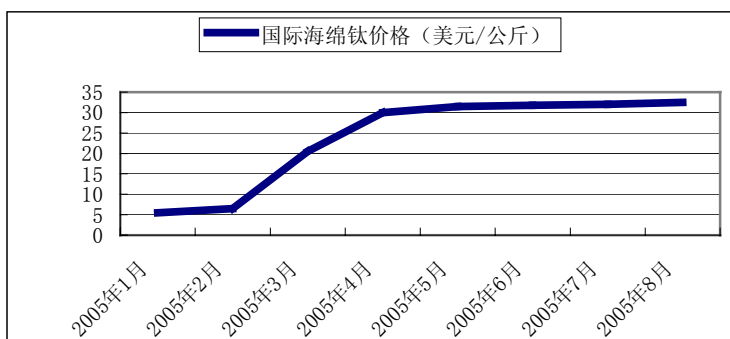
在需求的强劲带动下，国际海绵钛价格出现了大幅上涨，出现了二十年一遇的有价无市的局面，国际海绵钛的零售价格从 04 年年初的 5.5 美元/公斤，一路上涨到目前的 33 美元/公斤，涨幅超过了 500%，比国际历史最高价格还高出了一倍以上。国际海绵钛市场 70% 以上的海绵钛是以长期合同进行交易的，目前国际上海绵钛长期合同的交易价格也从 2004 年前的 6 美元/公斤上涨到目前的 14 美元/公斤，涨幅也超过了 100%。

图 10: 国际海绵钛价格走势 (20 年)



资料来源: 2005 年钛业年会资料

图 11: 国际海绵钛价格走势 (2005 年)



资料来源: 2005 年钛业年会资料

■ 美国海绵钛市场

美国只有 TIMET 一家海绵钛生产企业, 04 年该公司生产海绵钛 8000 吨, 同比没有增长, 该公司近期没有扩产计划, 而且公司所产海绵钛仅供自用, 不足部分需要从国外购买。

■ 日本海绵钛市场

随着波音和空客等飞机制造商订单的增加, 以及日本国内电力、化工、钢铁添加剂等领域对海绵钛需求的增长, 04 年日本海绵钛的产量为 26000 吨, 同比增长 40%, 预计 05 年海绵钛的产量为 30000 吨, 其中 20000 吨满足日本国内需求, 10000 吨出口。

■ 独联体钛材市场

乌克兰 ZTMK 海绵钛厂由于设备老化曾经于 94 年关闭, 98 年又重新开始生产。该公司通过股份制改造, 04 年的产量达到了 6000 吨, 预计 05 年的产量将会增加到 8000 吨。乌克兰海绵钛需求的增长主要是由于国内钢铁添加剂和下游板坯生产企业需求增长所致。

哈萨克斯坦 UK-TMK 海绵钛厂是独联体最晚建成的海绵钛厂, 因而设备先进, 技术领先, 自建厂以来, 一直出口国外航空用优质海绵钛。随着行业的强劲复苏, 该厂也在加紧产能的扩产, 该厂 04 年海绵钛的产量为 13000 吨, 预计 05 年为 17000 吨。

俄罗斯 AVISMA 海绵钛厂已经与 VSMP0 钛材加工厂完成合并重组, AVISMA 目前的海绵钛产能为 26000 吨, 与 VSMP0 每年的海绵钛需求量还有近 10000 吨的缺口, 因此 AVISMA 的海绵钛只能供公司内部的需求。

2、中国海绵钛市场

2004 年年初, 受国际钛市场需求增长, 海绵钛进口量萎缩以及国内石化、体育休闲、军工工业的高速增长, 国内海绵钛需求量和价格也连创新高。海绵钛的价格从 2004 年年初的 5.3 万元/吨一路上涨到目前的 20 万元/吨, 涨幅超过了 300%, 而且很难买到现货, 零售市场上价格已经涨到了 25 万元/吨。

在需求强劲增长的情况下, 国内两家海绵钛生产企业近期都有扩产计划, 遵义钛业 5000 吨海绵钛项目 04 年 10 月份已经竣工投产, 抚顺钛业 3000 吨海绵钛项目也已经立项, 预计 06 年底建成投产。

根据遵义钛业和抚顺钛业的扩产计划, 我们对未来三年海绵钛的实际产量做一简单预测, 具体数据见表

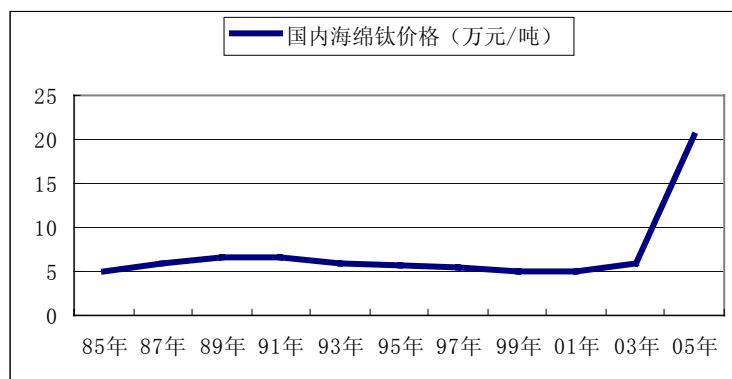
表 3: 中国未来三年海绵钛的产量预测 (单位: 吨)

	2004	2005E	2006E	2007E
遵义钛业	3393	6000	10000	10000
抚顺钛业	1416	2000	2000	5000
合计	4809	8000	12000	15000
增长幅度	17%	66%	50%	25%

资料来源: 2005 年钛业年会资料、招商证券研究

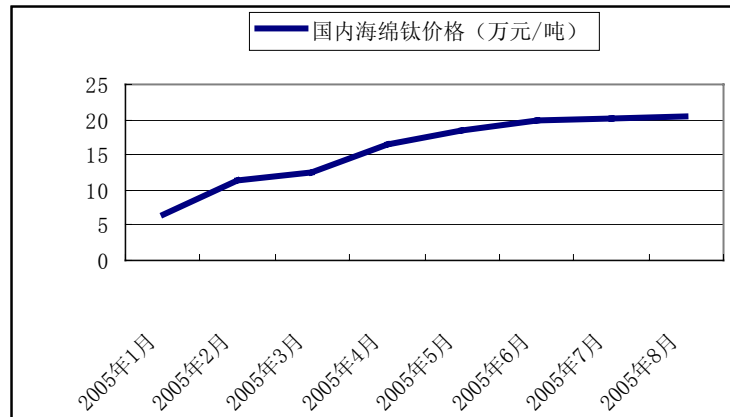
从上表可以看出, 中国海绵钛未来三年的产量的复合增长率预计将会超过了 45%, 到 07 年全球海绵钛的实际产量将会达到 15000 吨, 这种增长速度在传统行业中实属罕见。即使是如此高的增长率, 预计也不能满足国内需求的高速增长, 据钛业协会的预测, 05 年全国海绵钛的需求就将会达到 15000 吨。

图 12: 国内海绵钛价格走势 (20 年)



资料来源: 2005 年钛业年会资料

图 13: 国内海绵钛价格走势 (2005 年)



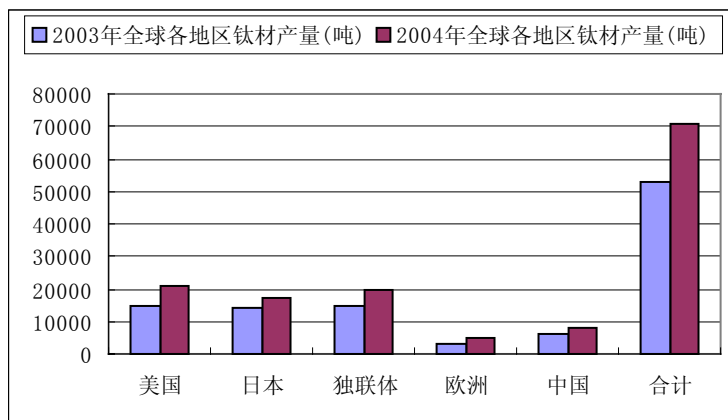
资料来源: 2005 年钛业年会资料

四、钛材市场分析

1、全球钛材市场

从 2004 年起, 受世界航空钛材市场的复苏和中国石化、电力等行业用钛材量的快速增长, 世界钛材的需求量急速增长, 根据《日本稀有金属新闻》和《金属时评》的报道, 2004 年全球钛材的总产量为 71000 吨, 同比增长 34%, 其中中国的钛材产量为 8000 吨, 占世界总产量的 11.3%。

图 14: 03-04 年世界各主要钛材生产国的产量



资料来源: 2005 年钛业年会资料

■ 美国钛材市场

目前美国既是世界上最大的钛材生产国, 也是世界上最大的钛材消费国。受美国国内航空业复苏和对中国电力、海水淡化行业的出口增长, 04 年美国钛材的产量达到 21000 吨, 同比增长 40%。

■ 日本钛材市场

日本钛材主要是以民用为主。受日本国内化工、电解、汽车等行业的需求增长和日本国外航空、电力、海水淡化行业的需求增长，04 年日本钛材的产量达到 17000 吨，同比增长 21%，其中日本国内用量为 8600 吨，出口 8400 吨。

■ 独联体钛材市场

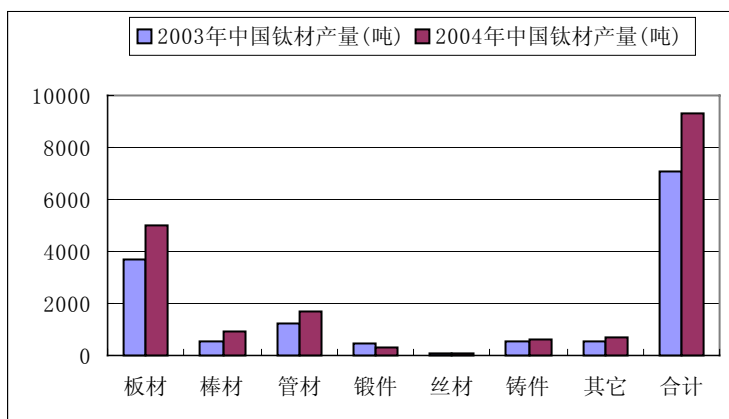
独联体钛材生产主要是以 AVISMA-VSMPO 为主，该企业的钛材产量占独联体钛材总产量的 90% 以上。

受国际航空业的复苏和俄罗斯国内钛材需求量的增长，04 年独联体钛材的产量达到 20000 吨，同比增长 33%。其中 AVISMA-VSMPO 对波音和空客公司的钛材订单量增长迅速，目前仅波音公司钛材的订单就超过了 5000 吨，预计未来钛材的订单量还会继续增长。

2、中国钛材市场

在国际钛材行业复苏的大背景下，在国内石油化工、体育休闲、军工工业需求的拉动下，2004 年中国钛材总产量达到 9292.4 吨，同比增长 31%。其中，板材产量为 5016.1 吨，同比增长 35%，棒材产量为 929.1 吨，同比增长 71%，管材产量为 1723.8 吨，同比增长 39%。

图 15：03-04 年中国钛材产量



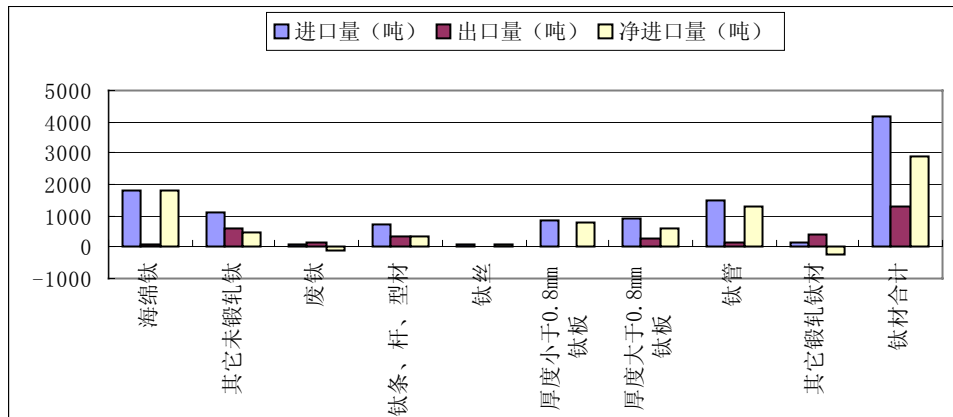
资料来源：2005 年钛业年会资料

虽然 04 年中国钛材产量同比增长超过了 31%，但是还远远不能满足国内市场的需求，2004 年中国钛材进口 4197.4 吨，出口 1309.8 吨，净进口 2887.6 吨。

总体来说，04 年中国钛材的产量为 9292 吨，剔除 779 吨简单改轧钛材，实际产量为 8513 吨，年底库存为 771 吨，04 年实际销售量为 7742 吨，加之净进口 2887 吨，04 年中国实际钛材消费量首次超过了万吨，达到了 10629 吨，同比增长 42%。

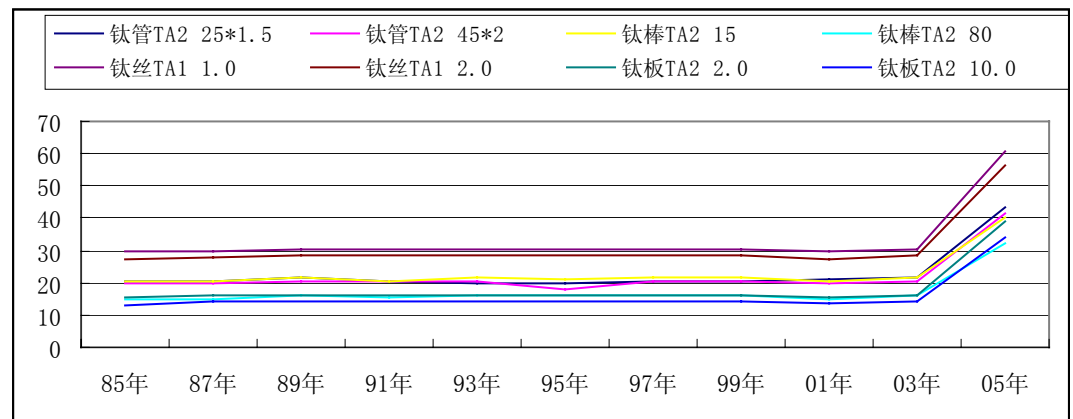
在下游需求快速增长和上游海绵钛价格大幅上涨的带动下，钛材价格也出现了大幅上涨，零售市场钛材价格平均上涨超过了 100%。

图 16: 04 年中国钛材进出口情况



资料来源: 2005 年钛业年会资料

图 17: 国内零售市场钛材 20 年价格走势 (单位: 万元)



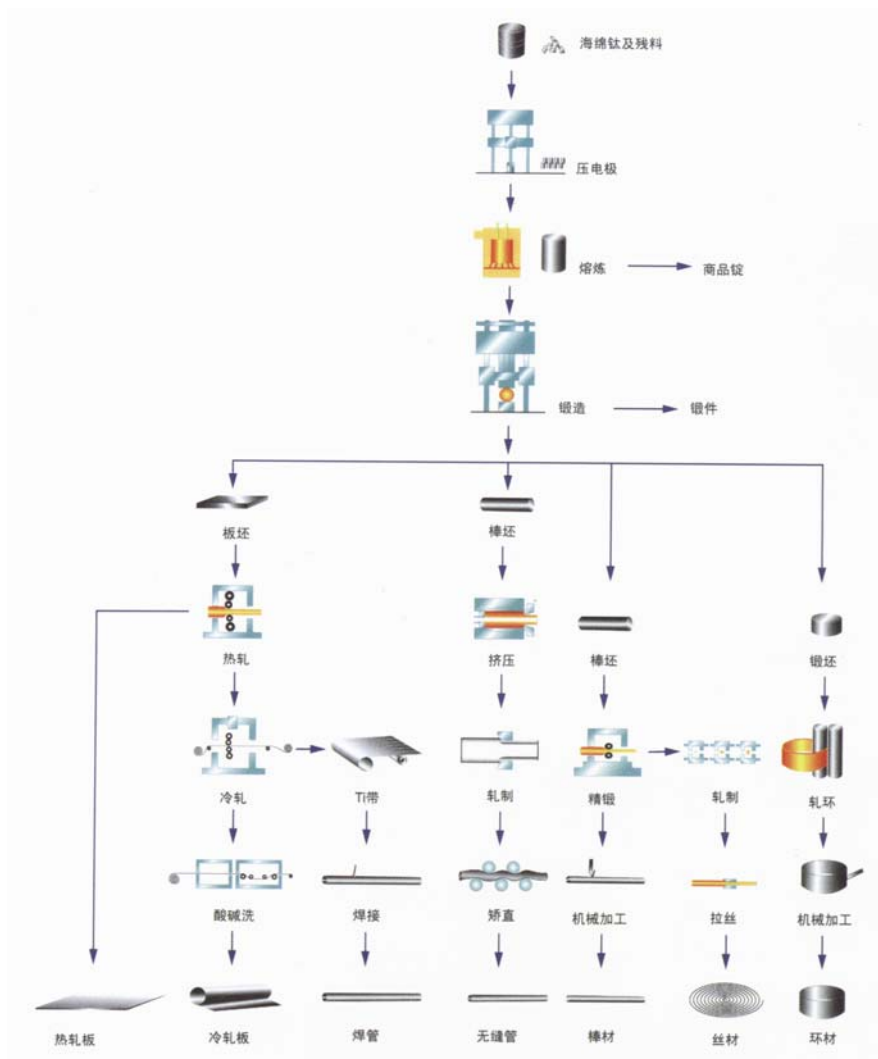
资料来源: 中国金属通报

五、公司分析

1、公司产业流程

如图 18 所示, 宝钛股份整个钛材生产的流程比较完善, 主要由熔铸生产系统、锻造生产系统, 板带生产系统、管棒生产系统组成 (对公司产业流程的了解有助于对公司业务和产品结构的分析)。

图 18: 公司产业流程



资料来源：公司资料

2、公司海绵钛来源

公司目前的海绵钛主要是由国内的两个海绵钛企业遵义钛业和抚顺钛业供应，一些军工订单是带料（海绵钛）加工，另外一部分从国外进口。虽然目前遵义钛业和抚顺钛业的海绵钛出厂报价在 20 万元以上，市场零售价在 25 万元左右，但是由于宝钛股份在国内钛材加工行业内的地位和与遵义钛业、抚顺钛业长期的合作关系，目前遵义钛业、抚顺钛业供给公司的海绵钛价格在 18 万元左右，明显低于市场的零售价格。

表 4：05 年公司海绵钛来源

海绵钛来源	遵义钛业	抚顺钛业	军工带料加工	国外购买
数量（吨）	3000	700	--	1200

资料来源：招商证券研究

3、公司熔铸生产系统

公司目前熔铸系统主要有 1 吨真空自耗电弧 (VAR) 炉 6 台, 3 吨真空自耗电弧 (VAR) 炉 3 台, 10 吨真空自耗电弧 (VAR) 炉 1 台, 现有熔铸生产能力为 6000 吨; 2400KW 电子束冷床 (EB) 炉正在紧张建设中, 预计 05 年底建成, 06 年一季度投入使用, 届时公司的熔铸生产能力将会达到 8000-9000 吨; “十一五” 期间公司计划再增加一台 10 吨真空自耗电弧 (VAR) 炉, 使公司的熔铸生产能力将会达到 10000-12000 吨。

表 5: 公司熔铸生产能力

年份	2004	2005	2006	2007
熔铸能力 (吨)	4000	6000	8000	9000

资料来源: 招商证券研究

其中, 10 吨真空自耗电弧 (VAR) 炉是公司 IPO 募股资金投资的第一个项目, 该炉从德国引进, 属于国际先进的生产设备, 该炉已于 04 年 5 月投入使用, 至今已生产 600 炉次。

正在建设中的 2400KW 电子束冷床 (EB) 炉是公司 IPO 募股资金投资的第三个项目, 预计 05 年底建成, 06 年一季度投入使用。该炉投产后, 将会使公司的熔铸生产能力调高 2000-3000 吨, 同时可以回收残钛和钛合金 1200 吨。该炉的建成投产将会使宝钛股份, 乃至中国的钛材加工业迈上一个新台阶。

采用 EB 炉熔炼钛合金是二十世纪八十年代兴起的一项高新技术, 是目前世界上领先的钛熔炼技术, 中国目前在此项技术方面还是空白, 它能有效的防止生产中存在的高密度、低密度夹杂和化学成分偏析等缺陷, 因而可以生产出“无缺陷”铸锭, 从而保证航空、航天等特殊领域钛合金应用时的安全性和可靠性。

EB 炉的投产是公司 06 年的一个新的利润增长点:

1、增加公司熔铸的生产能力。EB 炉的投产将会使公司的熔铸生产能力将会从 6000 吨提高到 8000-9000 吨, 为下游钛材产量的提高提供铸锭方面的支持。

2、增加残钛和钛合金的回收力度。EB 炉的投产将会使残钛和钛合金的回收量增加 1200 吨, 一方面在海绵钛紧张的情况下, 节约了海绵钛的用量, 另一方面也降低了熔铸的生产成本。

3、降低扁锭的生产成本。公司现有的 VAR 炉只能生产圆锭, 生产钛板的扁锭要通过锻造系统把圆锭锻造成扁锭来获得。EB 炉的投产能直接生产扁锭, 从而节约了生产扁锭的工序和成本。

4、提高承接军工和航空等特殊钛材订单的能力。

4、公司锻造生产系统

公司目前锻造系统主要有 SXP 精锻机、环材轧机、3150 吨水压机和 2500 吨快锻机, 该套设备能够保证公司的锻造产品达到国际航空航天级水平。公司利用这套系统正在开发

大规格棒材(直径大于 300mm)和大规格环材(直径大于 2200mm),以扩大公司产品在航空、航天领域的市场份额。

5、公司板带生产系统

公司目前板带系统比较完善,包括 3300mm、1200mm、650mm 热轧机系列,1200mm、550mm 冷轧机系列和 20 辊箔材轧机。公司未来计划再投资建设一台宽幅轧机,以扩大生产能力来满足航空用 1.6mm 以下的 TC4 钛合金薄板的市场需求(该产品全球只有宝钛股份和美国一家公司可以生产)。

6、公司管棒生产系统

公司目前管棒系统比较完善,包括 3150 吨卧式挤压机、1000 吨穿孔机、600 吨立式挤压机等开坯设备和系列冷轧管机、高速冷轧管机、全自动焊管机、管材真空退火炉等精轧设备。公司未来计划再投资建设一台 2500 吨挤压机用于开发型材产品;一台高精度轧管机,确保公司在优质无缝管生产的国内领先水平;一条新的焊管生产线,使公司的焊管生产水平达到国际领先水平;一条棒丝生产线,使公司棒丝的生产能力增加 1000 吨。

7、公司具有较强的产品定价能力

公司虽然原料海绵钛均需要外购,但是在海绵钛价格暴涨的情况下,一方面由于公司在行业中的地位和与遵义钛业、抚顺钛业长期的合作关系,外购海绵钛的价格要低于市场平均价格,另一方面,公司产品有很强的定价能力,从公司 05 年中报我们可以看出,公司基本上可以完全转移原料价格上涨带来的成本压力。

公司之所以有如此强的产品定价能力,我们认为主要有以下几个原因:

1、公司在行业中的垄断地位。公司以往在国内钛材的市场占有率超过 80%,近年来随着钛材小企业的迅速增长,公司国内钛材的市场占有率虽然降低到 40%左右,但是在国内高档钛材和军工钛材的市场占有率仍然高达 80%以上,处于垄断地位。

2、一些高档钛材,尤其是军工钛材,对质量要求高,但是对价格相对不敏感,使公司在定价时处于有利的地位。

8、密切关注公司军工订单的签订情况

随着公司 EB 炉的建成投产,公司在中国钛材行业的龙头地位更加稳固,钛材产品的质量会迈上一个新的台阶,公司承接高档钛材,尤其是军工钛材订单的能力大大加强,加之军工钛材只能立足国内生产,因此不排除未来公司军工订单会有比较大幅度的增长。

但是出于军事保密的要求,公司不可能披露这方面的信息,建议投资者密切关注国家军事方面的公开报道来获取一些间接的信息。

9、再融资和股权分置改革

公司目前有再融资计划，初步打算为 5 个亿的可转债。公司 IPO 募股资金投向主要是在熔铸生产系统，使公司的熔铸系统达到了国际先进水平，本次可转债募集资金预计主要投向板带和管棒生产系统，以提高公司钛材的加工水平。

公司正在积极推进股权分置改革，根据公司的股权结构和有再融资需求以及前两批试点公司的方案，我们预计公司股权分置改革的对价水平应该在 10 送 3 股左右。

10、公司未来三年的钛材销售量和价格预测

根据我们对钛材行业和宝钛股份生产系统能力的分析，我们对公司未来三年的产量和销售价格做出以下预测。

表 6：公司未来三年产品结构和销售量（单位：吨）

	板材	棒材	管材	锻件	丝材	铸件	新品	其它	合计
2004	1791.5	410.9	962.5	33.6	10.9	28.5	566.9	40.9	3845.7
2005E	2000	470	1100	45	12	31	800	50	4508
2006E	2250	550	1350	50	15	35	900	60	5210
2007E	2500	600	1500	60	16	38	1200	70	5984

资料来源：2005 年钛业年会资料、招商证券研究

表 7：公司未来三年产品销售价格（单位：万元）

	板材	棒材	管材	锻件	丝材	铸件	新品	其它
2004	15.4	17.9	18.8	16	27.5	18.0	20.5	17.5
2005E	25.5	29.5	30.5	27.5	50.5	30.5	32.5	29.5
2006E	25.6	29.7	30.8	28.0	51.0	30.0	33.0	29.5
2007E	22.5	26.5	27.5	26.0	49.5	28.5	31.5	27.5

资料来源：招商证券研究

11、公司未来三年的盈利预测

根据对公司未来三年的产量和销售价格的预测，我们给出公司未来三年的财务预测。

表 10：公司财务预测表

项目（万元）	2004A	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	62663	128679	150200	156560
主营业务成本	48720	93064	112394	116992
主营业务利润	13943	35615	37806	39568
其它业务利润	288	281	281	281
营业费用	708	950	1050	1180
管理费用	3391	10500	5500	5800

财务费用	832	1250	1350	1550
营业利润	9300	23196	30187	31319
投资收益	-1158	0	0	0
营业外收入	2	30	30	30
营业外支出	17	180	180	180
利润总额	8127	23046	30037	31169
所得税	1323	5825	7558	7480
净利润	6804	17221	22479	23689
EPS（元）	0.34	0.86	1.12	1.18

资料来源：公司资料、招商证券研究

六、投资建议

总之，基于以下原因：

- 1、钛行业处于二十年一遇的复苏期；
- 2、宝钛股份在中国钛材行业的垄断地位；
- 3、由于钛行业复苏和宝钛股份 IPO 项目相继投产带来公司未来三年的利润增长；
- 4、对宝钛股份下游加工型公司的市场定位和最新的盈利预测；

我们将公司的投资评级从谨慎推荐调高至强烈推荐，6 个月的目标价位为 14.5-15.5 元，建议投资者积极买入并持有。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。