



取消钛材技改项目，缓解资金压力

中性维持

投资要点：

- 净利润亏损 2355 万元
- 募投项目产能利用率不足，尚难实现盈利
- 拟取消部分钛材技改项目，有利于财务压力的缓解

报告摘要：

- **净利润亏损 2355 万元。**公司 2011 年实现营业收入 14.9 亿元，同比增长 19.22%；营业利润-833 万元，同比下降 113.30%；归属于上市公司股东净利润-2355 万元，同比下降 93.17%，实现每股收益-0.13 元。主营业务毛利率 18.43%，较前一年增加 0.91 个百分点。
- **募投项目产能利用率不足，尚难实现盈利。**公司前期增发募投项目，“稀有难熔金属板带材生产线”投产以来产能释放有限，固定费用大幅增加。由于设备仍在调试过程中，短期内业绩难有大幅改观。
- **钛钢复合板和金属纤维毡是近期业务利润贡献主体。**钛钢复合板下游应用领域中 60%左右用于电厂脱硫烟囱，其他应用领域包括化工防腐设备、冶金和核电领域；金属纤维毡主要应用于化工行业过滤材料和欧四标准柴油汽车尾气排放装置，公司目前正在积极拓展产品在冶金、新能源等领域的应用。以上两大业务模块是目前公司利润的主要贡献主体，2011 年毛利占比合计达到 53%。
- **拟取消部分钛材技改项目，有利于财务压力的缓解。**公司董事会决议，由于公司资产负债率较高，国内外市场环境发生变化，钛材加工领域产能过剩，公司拟取消 5000 吨钛材技改项目中的部分项目，通过外协加工完成部分锻造和挤压工序，待时机成熟后再考虑实施。投资金额由原计划的 5.04 亿元至 1.52 亿元，有利于缓解公司目前较重的财务负担。
- **预计 2012 年 EPS 为 0.13 元，维持“中性”评级。**预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.13 元、0.20 元和 0.28 元，对应动态市盈率分别为 120 倍、76 倍和 54 倍，维持“中性”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1253.46	1494.32	1856.00	2107.80	2265.58
同比增长率	60.20%	19.22%	24.20%	13.57%	7.49%
净利润	40.02	-23.56	21.91	34.79	48.35
同比增长率	35.44%	-158.86%	193.01%	58.78%	38.98%
每股收益(元)	0.23	-0.13	0.13	0.20	0.28

分析师：

闵丹（S1180511010010）

电话：010-88085977

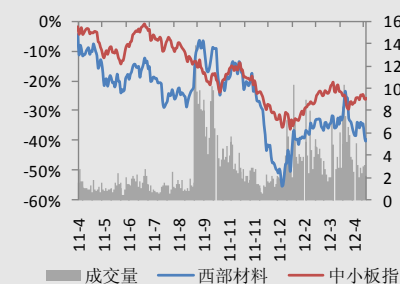
Email：mindan@hysec.com

刘喆（S1180511060001）

电话：010-88085968

Email：liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本：亿	1.75
流通股本：亿	1.37
第一大股东	西北有色金属研究院
第一大股东持股比例	36.47%

数据来源：宏源证券

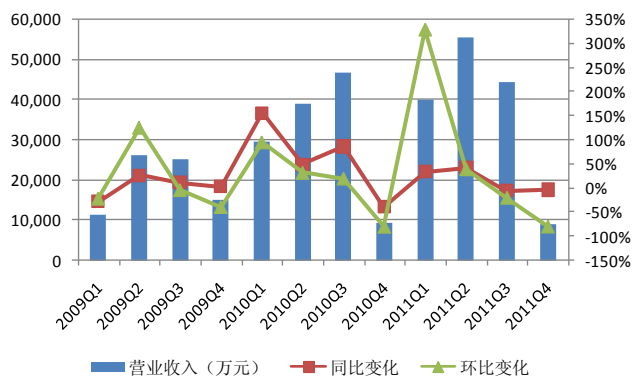
相关研究

宏源证券*公司研究*业绩爆发尚待时日
2012.03.12

宏源证券*公司研究*业绩环比明显好转
2011.10.25

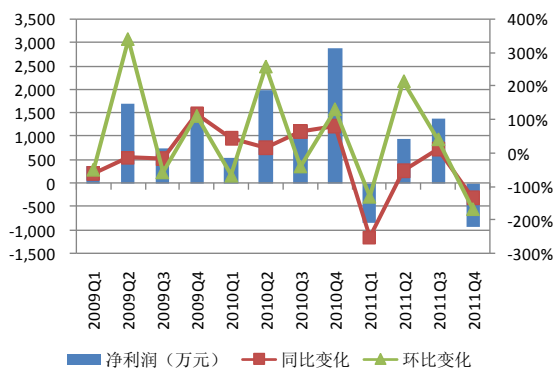
宏源证券*公司研究*关键还看钛钢复合板
2010.10.25

图 1: 营业收入季度分析 (万元、%)



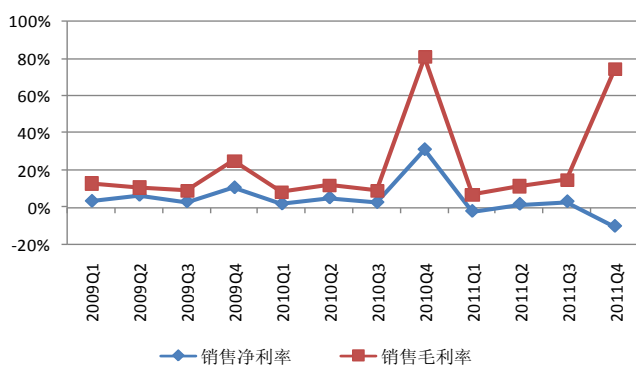
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2: 净利润季度分析 (万元、%)



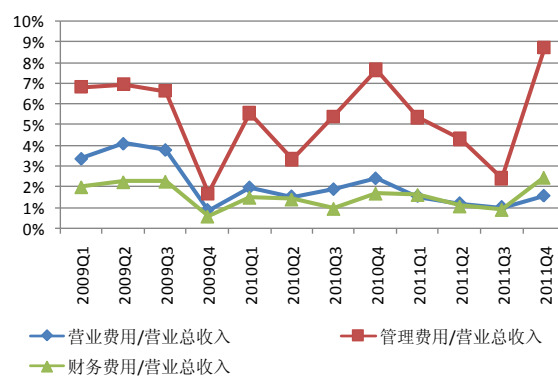
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3: 盈利能力季度分析 (%)



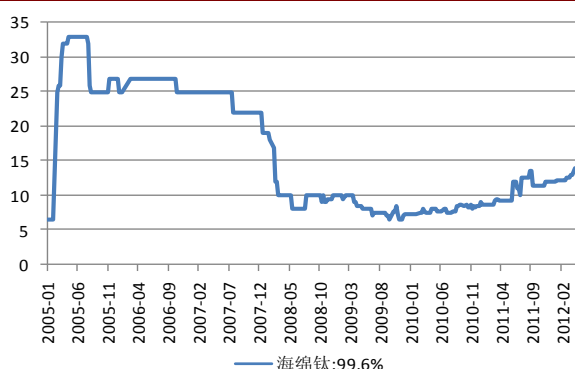
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 4: 期间费用季度分析 (%)



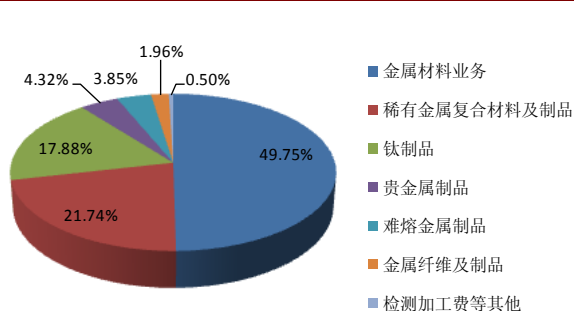
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5: 欧洲市场海绵钛价格走势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 6: 公司主营业务收入构成



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

附表：盈利预测

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1494.32	1856.00	2107.80	2265.58
增长率 (%)	19.22%	24.20%	13.57%	7.49%
归属母公司股东净利润	-23.56	21.91	34.79	48.35
增长率 (%)	-158.86%	193.01%	58.78%	38.98%
每股收益 (EPS)	-0.13	0.13	0.20	0.28
每股经营现金流	0.62	1.43	-0.48	1.94
销售毛利率	15.06%	14.11%	14.87%	15.65%
销售净利率	0.41%	1.97%	2.75%	3.56%
净资产收益率 (ROE)	-2.84%	2.59%	3.98%	5.32%
投入资本回报率 (ROIC)	-0.38%	3.18%	4.64%	5.14%
市盈率 (P/E)	-112	120	76	54
市净率 (P/B)	3	3	3	3

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1494.32	1856.00	2107.80	2265.58
减: 营业成本	1269.31	1594.09	1794.38	1911.11
营业税金及附加	4.67	5.57	6.32	6.80
营业费用	23.87	27.84	31.62	33.98
管理费用	109.30	129.92	147.55	158.59
财务费用	79.49	64.07	68.70	67.92
资产减值损失	16.01	6.55	6.02	7.37
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-8.33	27.96	53.21	79.80
加: 其他非经营损益	13.78	15.00	15.00	15.00
利润总额	5.45	42.96	68.21	94.80
减: 所得税	-0.72	6.44	10.23	14.22
净利润	6.17	36.51	57.98	80.58
减: 少数股东损益	29.72	14.61	23.19	32.23
归属母公司股东净利润	-23.56	21.91	34.79	48.35

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	259.52	278.40	316.17	339.84
应收和预付款项	406.86	296.30	501.58	355.28
存货	461.69	655.10	602.01	736.87
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00
投资性房地产	6.11	6.11	6.11	6.11
固定资产和在建工程	1401.09	1338.52	1277.97	1215.77
无形资产和开发支出	137.65	150.53	162.49	173.52
其他非流动资产	1.46	1.25	1.04	0.83
资产总计	2679.38	2731.20	2872.37	2833.23
短期借款	722.12	627.31	784.03	543.13
应付和预收款项	377.09	577.93	493.52	646.37
长期借款	85.25	0.00	19.58	0.00
其他负债	498.76	498.76	498.76	498.76
负债合计	1683.22	1704.01	1795.89	1688.26
股本	174.63	174.63	174.63	174.63
资本公积	559.29	559.29	559.29	559.29
留存收益	96.63	113.06	139.15	175.41
归属母公司股东权益	830.55	846.98	873.07	909.33
少数股东权益	165.60	180.21	203.40	235.63
股东权益合计	996.15	1027.19	1076.47	1144.96
负债和股东权益合计	2679.38	2731.20	2872.37	2833.23

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	108.72	249.33	-84.20	338.72
投资性现金净流量	-65.64	-6.82	-8.55	-8.55
筹资性现金净流量	105.80	-223.62	130.52	-306.50
现金流量净额	148.88	18.88	37.77	23.67

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所，期间 2011 年获得《今日投资》“天眼”分析师评选“金属与采矿行业”第五名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，4 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。