

公司快评

制造业

有色金属

G 宝钛 (600456)
推荐

合理价: 60~65 元 当前价: 44.81 元

(维持评级)

2006 年 7 月 18 日

钢铁有色金属行业首席分析师: 郑东
 金属材料学士, 金融学硕士, 8 年钢铁行业研究经历, 曾获 03 年、04 年《新财富》钢铁、有色金属行业最佳分析师排名第一名。
 电话: 010-82254160
 Email: zhengdong@guosen.com.cn

有色金属行业分析师: 黄安乐
 电话: 010-82254207
 Email: huangal@guosen.com.cn

中报业绩回顾

结构调整成效显著, 下半年业绩更乐观

近 1 年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据

(7 月 17 日)

上证综合指数	1,683
换手率(3个月)(%)	279.53
52 周价格波动(元)	9.07-59.86
总股本(百万股)	200.1
流通股(百万股)	75.6
息率(%)	0.67

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《点评报告: 增发项目利于长远发展, 2 季度业绩大幅度增长》 ----2006 年 5 月 9 日

《调研报告: 1Q 业绩优异, 长期则更可观》 ----2006 年 4 月 21 日

《调研报告: IPO 项目即将投产, 业绩增长可期》 ----2005 年 9 月 23 日

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

● 业绩大幅增长, 产品结构调整成效显著

06 年上半年公司实现主营收入 8.48 亿元, 同比增长 46.45%; 主营利润 2.28 亿元, 同比增长 40.84%; 净利润 1.68 亿元, 同比增长 199%; EPS 为 0.84 元, 略微超过我们的预期。我们注意到, 06 年上半年公司钛材的销量为 2237.13 吨, 较 05 年同期减少了 266 吨, 下降 10.6%, 但公司收入利润仍取得了较大幅度的增长, 我们认为这得益于公司产品结构的调整, 即公司根据订单和产能的情况加大了高利润钛合金产品的比重, 产品结构调整的成效显著。

● 存货余额同比增加 143%, 隐含着下半年更乐观的业绩预期

06 年中期, 公司存货余额同比增加 143%, 其中, 库存商品增加 117%, 在产品增加 241%。产品价格提高是存货的增加的原因之一, 但并非主因, 因为 06 年产品平均售价同比增长仅为 64%, 存货的增加意味着下半年的销售数量要多于上年。因此, 存货的增加表明, 下半年, 生产周期较长的合金产品在其配套完成之后, 销量的释放将有力地促进公司业绩, 我们认为, 中期存货余额的大幅度增长隐含着下半年更为乐观的业绩预期。

● EB 炉设备安装已完毕并进行了冷试车, 年底将交付使用

市场普遍关注的 EB 炉目前已经完成设备安装和冷试车, 下半年热试车, 预计年底可交付使用。07 年, 公司的熔铸产能瓶颈因此而得到缓解。

● 委托理财事件已获得较为圆满的解决, 计提的释放将增厚未来业绩

公司诉健桥证券挪用委托国债投资资产侵权案件已经胜诉。健桥证券所属的相关土地、房产和汽车等资产归属公司所有。由于公司于 05 年已经对委托理财损失全额计提, 因此, 06 年 2Q 的管理费用减少了 5888 万元, 对业绩有促进作用; 而计提的释放将增厚公司未来业绩。

● 维持“推荐”评级: 结构调整、资产收购和定向增发促使快速增长

如同前期调研报告所述, 06 年的业绩增长主要得益于产品结构的调整。07 年之后, 随着资产收购的完成和增发项目的投产, 公司仍将实现较快的增长, 公司具备长期投资的吸引力。

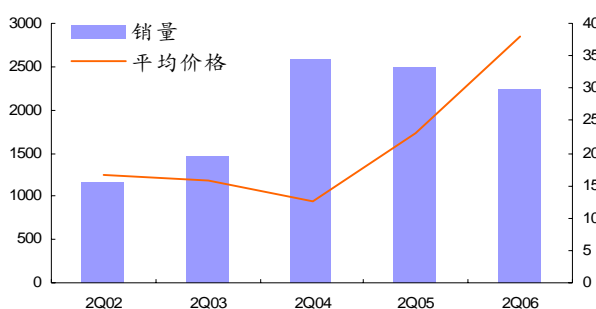
我们预计公司 06~08 年的 EPS 分别为 1.80/2.50/2.85 元, 我们认为这一业绩预测可能仍显得保守。公司目前股价为 44.81 元, 仍存在低估, 继续维持对公司推荐的投资评级。

06 年中期业绩大幅增长：产品结构调整的成效显著

06 年，由于熔铸和合金产能存在局限，而航空钛材和军工钛材的订单数量增加，公司根据自身的产能和订单情况，对产品结构进行了调整，将合金钛材的在产量中的比重从 05 年的 30% 左右增加到 06 年的 50%。从 06 年前两个季度的经营业绩来看，产品结构的调整效果显著。

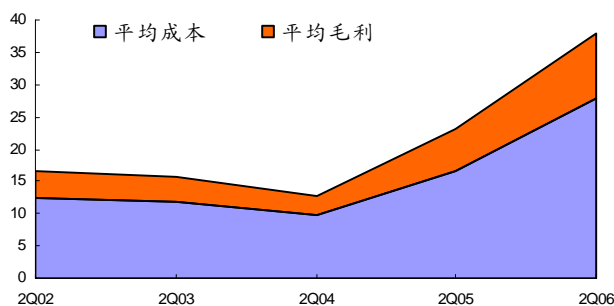
06 年上半年，公司销售钛材 2237.13 吨，较 05 年同期的 2503.27 吨减少了 266 吨左右，下降 10.6%，但公司的主营收入却同比增长了 46.45%，主营业务利润增长了 40.84%。这表明，公司单位产品的售价和毛利出现了大幅度的增长。经过粗略地测算，06 年上半年，公司钛材的平均售价达到 37.9 万元/吨，较 05 年同期上涨 64%；单位钛材的毛利为 10.2 万元/吨，较 05 年同期增长 58%。

图 1：2Q02~2Q06 年公司钛材销量及均价（吨，万元/吨）



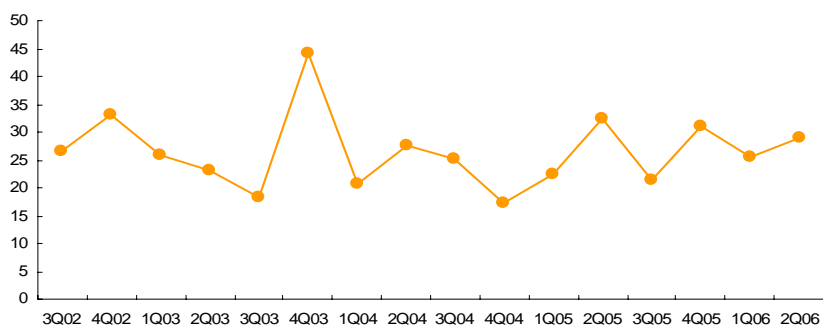
资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

图 2：2Q02~2Q06 年公司钛材单位成本和毛利（万元/吨）



资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

图 3：3Q02 年以来公司单季度毛利率变化情况（%）



资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

因此，如果说，04 年之前，公司通过量的扩张获得增长，那么，与 04 年相比，05 年的增长出现了转折，钛行业的复苏和公司的行业地位所赋予的议价能力使得单位钛材的毛利水平提升了 119%；进入 06 年，产品结构的进一步调整使得公司在产量下降的情况下仍取得了较大的增长，我们认为，这种增长具备更高的质量。

另外，需要重申的是，我们一贯认为，单位产品的毛利而非销售毛利率才是评估公司盈利能力的核心指标。因此，虽然 2Q06 公司的毛利率为 28.82%，低于 05 年同期的 32.42%，我们并未感到担忧，原因是随着合金比重的增加，成本亦应增加。更何况，得益于单位毛利的提升和产量增加的规模效应，与 1Q06 相比，2Q06 公司的销售毛利率也取得了 3.26 个百分点的提升。我们认为，公司

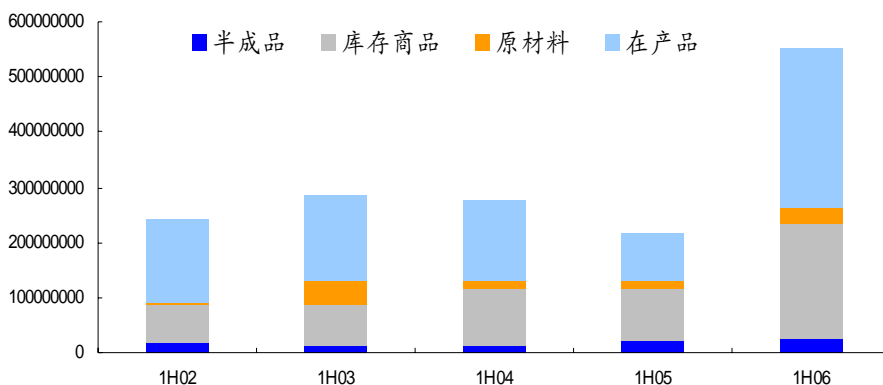
的毛利率即便不再提高，也有能力维持在一个较高的水平，不会大幅度下降。

存货余额同比增长 143%：隐含着下半年更乐观的业绩预期

06 年中期，公司存货余额同比增加 143%，其中，库存商品增加 117%，在产品增加 241%。我们认为，存货的大幅度增加其实隐含着下半年更为乐观的业绩预期。

对于存货余额的增加，公司的解释是，一是原材料价格上涨；二是合金产品的生产周期加长之后在产品的数量增加；三是，由于小颗粒海绵钛供应不足，导致已生产的产成品不能配套销售，导致产成品库存从 05 年同期的 489 吨增加到 763 吨。我们的理解是，这一解释虽合理但不充分。一方面，存货结构中库存商品（产成品）和在产品占比分别为 37% 和 52%，06 年上半年，钛材价格同比上涨 64%，可以部分解释存货余额增长 143% 的原因；但是我们认为更重要的是，存货余额的增加，既可以理解为下半年产量多于上半年，也可能表明当前的产成品和在产品中，高价格的钛合金产品比重较高，因为小颗粒海绵钛主要用于合金钛材的生产。

图 4：公司历年中报披露的存货余额及其结构



资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

因此，不管是量的增加（据我们了解，06 年公司计划的钛材产量是 4600 吨，这意味着下半年的销量有可能比上半年多出近 30%），还是合金钛材比重的继续上升，都足以构成下半年业绩增长的推动因素，我们据此推断，公司下半年的业绩比上半年更为乐观。

EB 炉设备安装完成并已冷试车，年底将交付使用

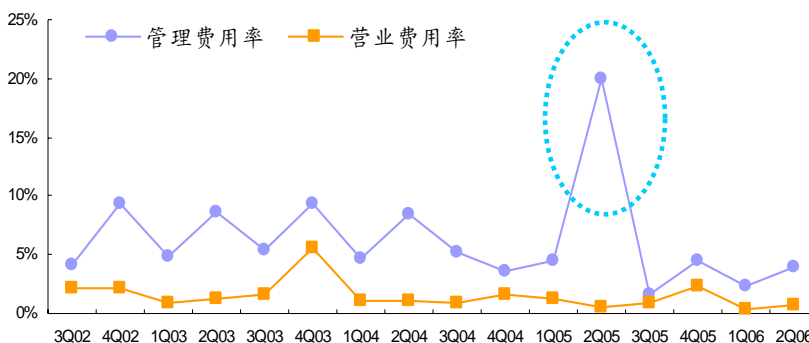
市场普遍关心的 EB 炉目前已经完成设备的安装，并已进行了冷试车，下半年，将进行热试车，公司预计年底可以交付使用。这意味着，市场预期的 07 年公司熔铸产能瓶颈缓解有望实现。因此，EB 炉的投产，配合前期公司公告进行的资产收购、定向增发项目的投产，公司 07 年之后将步入产品结构调整和产量扩张的双轮驱动增长轨道。

委托理财诉讼胜诉，前期计提的释放将增厚未来业绩

公司诉健桥证券挪用委托国债投资资产侵权案件已经胜诉。健桥证券所属的相关土地、房产和汽车等资产归属公司所有。由于公司于 05 年已经对委托理财损失全额计提，因此，06 年 2Q 的管理费用也比 05 年同期减少了 5888 万元，这也是公司主营业务利润增长 40.84% 而净利润却增长 199% 的重要原因之一。由于委托理财事件的负面影响，公司对类似的事件较为谨慎，因此，可以预期，公司未来在期间费用方面的财务数据将较为稳健。

我们预计，公司前期计提的委托理财损失，将由于案件的胜诉而释放，并会在未来的业绩中逐步得到体现，业绩有促进作用；而计提的释放将增厚公司未来业绩。

图 5：公司的营业费用率下降，管理费用率较为平稳



资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

盈利预测与投资评级

如同前期调研报告所述，06 年的业绩增长主要得益于产品结构的调整。07 年之后，随着资产收购的完成和增发项目的投产，公司仍将实现较快的增长，公司具备长期投资的吸引力。

我们预计公司 06~08 年的 EPS 分别为 1.80/2.50/2.85 元，我们认为这一业绩预测可能仍显得保守。公司目前股价为 44.81 元，仍存在低估，继续维持对公司推荐的投资评级。

较为详细的分析请参考我们前期的系列跟踪报告。

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ± 10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ± 5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明：

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。