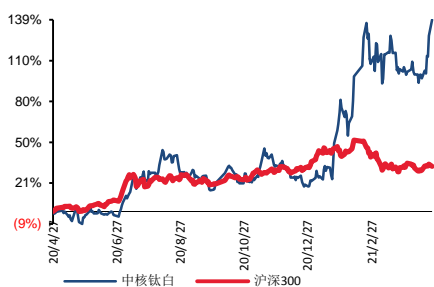


材料 材料 II

受益钛白粉景气周期，业绩高增长，布局磷酸铁锂谋新篇

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,054/1,591
总市值/流通(百万元)	22,365/17,326
12个月最高/最低(元)	10.89/4.14

中核钛白(002145)《【太平洋化工】中核钛白：产能扩张巩固钛白粉行业老二地位，员工持股增强凝聚力》--2020/08/24

中核钛白(002145)《【太平洋化工】中核钛白2019年报点评：钛白粉行业老二，产销提升带动利润稳增长》--2020/04/10

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520060001

事件：公司发布2020年年报，报告期内实现营业收入37.16亿元，同比+10.03%；归母净利润4.75亿元，同比+10.27%，单季度分别实现归母净利润1.43/0.80/1.09/1.05亿元，拟每10股派发现金红利0.4元。同时发布2021年一季报，报告期内实现营业收入12.36亿元，同比+49.53%，环比+23.6%，实现归母净利润2.87亿元，同比+77.29%，环比+141.2%。

主要观点：

1. 受益钛白粉景气周期，21年Q1业绩创新高

公司主营业务为金红石型钛白粉产品的研发、生产和销售，目前已形成3大生产基地，其中安徽金星为生产总部，有15万吨/年的粗品产能，40万吨/年的成品产能，和诚钛业有8万吨/年的粗品产能，东方钛业在白银基地有10万吨/年的粗品产能，共计33万吨粗品、40万吨成品的年产能，产销量位居国内第二。

2020年以来，钛白粉行业总体呈现V型震荡向上趋势。2020年一季度国内疫情爆发，海外客户担心后续供应受阻出现补库行情，业绩大幅增长。二季度国外疫情爆发，出口量下滑，价格下跌，业绩随之下滑。三季度开始随着经济及需求逐渐恢复，钛白粉进入新一轮涨价周期，带动业绩逐步修复。产销量方面，2020年公司实现钛白粉成品产量31.76万吨，同比增加24.23%；钛白粉成品销售31.99万吨，同比增加26.96%。

2021年Q1，钛白粉市场价格继续上涨，金红石型市场均价17311元/吨，同比+15.55%，环比+17.15%。公司分别在1月11日、2月9日、3月3日、4月6日连续发布价格调整公告，也反映出行业景气度的持续提升。公司业绩在20Q1高基数的基础上继续大幅上涨，单季度营收和归母净利润均创历史新高，毛利率同比+0.72pct至34.28%，净利率同比+3.64pct至23.24%，历史上首次突破20%。

2021年，公司计划生产钛白粉33.5万吨，同比+5.5%，努力做到产销平衡，计划实现销售收入超55亿元。

2、产能加速扩张，同时积极布局上游钛矿资源，完善产业链

2020年8月19日，公司亚洲钛业生产基地落地白银签约仪式举

行。公司计划在白银高新区银东工业园，采用分阶段建设的模式建成 50 万吨清洁生产工艺资源综合利用项目，预计总投资规模 60 亿元。其中，第一阶段 10 万吨钛白粉粗品项目已经满负荷生产，形成资产规模约 20 亿元；第二阶段 20 万吨钛白粉粗品项目已经开工建设，配套 30 万吨钛白粉成品项目也已具备开工建设条件。该项目建成后，将进一步巩固公司在钛白粉行业国内 TOP2 优势地位。

同时，公司与攀枝花市人民政府签署《战略合作框架协议》，计划依托攀枝花地区丰富的钒钛磁铁矿资源，在攀枝花投资打造钒钛产业集群，向上游延伸产业链。

3. 钛白粉行业高景气周期有望延续

自 2020 年三季度开始，随着国内外需求逐步恢复，同时钛矿成本端高压，钛白粉行业开启了新一轮涨价周期。我们预计后期钛白粉价格易涨难跌，行业高景气度有望延续。

需求方面，2021 年 1-3 月，国内商品房销售面积同比+63.8%，房屋新开工面积同比+28.2%，房屋竣工面积同比+22.9%，同时美国地产周期上行，出口向好，内外共振，我们预计 2021 年全球钛白粉需求同比将有较大幅度增长。

供应方面，2021 年国内钛白粉行业新增产能仅为 20 万吨/年左右，而海外巨头在过去两年盈利承压的情况下已经缺少了扩张的能力和意愿，而进入战略收缩阶段，叠加全球疫情影响，预计 2020 年及 2021 年海外部分装置面临退出的风险。2020 年，我国钛白粉对外出口同比增长约 20%。

全球钛白粉行业整体供需紧平衡，高景气周期有望延续。

4. “纵向提升、横向循环”，布局磷酸铁锂材料

在“十四五”期间，公司提出了通过内生增长、外延并购的战略手段，聚焦“资源、钛化工、新材料”三大业务板块，全面布局产业链上下游，打造绿色循环产业经济，**建成全球最具竞争力的“钛白粉生产基地、磷酸铁锂生产基地”**的战略规划。其中，除了继续加码原来的钛白粉主业，还将围绕“纵向提升、横向循环”的理念延伸产业链，具体包括年产 20 万吨钛白粉粗品项目、年产 30 万吨钛白粉成品项目、年产 50 万吨水溶性磷酸一铵项目、年产 50 万吨磷酸铁锂项目。“年产 50 万吨水溶性磷酸一铵项目”为“废酸循环”部分，可以消纳钛白粉生产过程中的废硫酸和酸性废水，以及工业园区内的液氨；“年产 50 万吨磷酸铁锂项目”为“亚铁循环”部分，即前述“废酸循环”的产品水溶性磷酸一铵与钛白粉生产过程中的硫酸亚铁反应生产磷酸铁，再利用磷酸铁、碳酸锂和有机碳源经过混合粗磨、细磨、喷雾干

燥、烧结、粉碎等工艺而得到磷酸铁锂。

据 GGII 统计，2020 年我国磷酸铁锂正极材料出货量 12.4 万吨，同比增长 41%。受益新能源汽车行业快速发展，而磷酸铁锂材料成本优势，未来成长空间大。2021 年以来，磷酸铁锂价格同比增长 35%至 5 万元/吨。

5. 盈利预测与评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.67 亿元、12.14 亿元、14.86 亿元，对应 EPS 0.52 元、0.59 元、0.72 元，PE 21X、18X、15X。考虑公司为我国钛白粉行业 TOP2 企业，围绕“纵向提升、横向循环”，继续扩产巩固钛白粉行业地位，积极布局磷酸铁锂材料，未来成长空间大，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响下游需求、钛白粉价格波动、原料钛矿供应紧张，价格上涨、在建项目投产及盈利不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3716	5518	6311	7478
(+/-%)	10.9	48.5	14.4	18.5
净利润(百万元)	475	1067	1214	1486
(+/-%)	10.3	124.6	13.7	22.4
摊薄每股收益(元)	0.23	0.52	0.59	0.72
市盈率(PE)	47	21	18	15

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,944	1,803	1,902	2,159	营业收入	3,716	5,518	6,311	7,478
应收票据	404	404	404	404	营业成本	2,719	3,863	4,386	5,115
应收账款	427	634	725	859	营业税金及附加	42	62	71	84
预付账款	252	358	407	475	销售费用	33	49	56	66
存货	421	598	678	791	管理费用	222	330	377	447
其他流动资产	1,033	1,033	1,033	1,033	研发费用	101	149	171	202
流动资产合计	4,481	4,830	5,150	5,722	财务费用	60	-166	-154	-161
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-15	-15	-15	-15
长期股权投资	6	6	6	6	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,696	3,631	4,612	5,645	投资收益	3	3	3	3
在建工程	96	105	116	127	营业利润	557	1,249	1,421	1,742
无形资产	203	203	203	203	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	477	477	477	477	营业外支出	4	4	4	4
非流动资产合计	3,477	4,422	5,413	6,458	利润总额	564	1,256	1,428	1,748
资产合计	7,958	9,252	10,563	12,180	所得税	89	188	214	262
短期借款	368	379	390	402	净利润	475	1,067	1,214	1,486
应付票据	973	973	973	973	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	395	561	637	743	归属母公司净利润	475	1,067	1,214	1,486
预收款项	0	46	53	62	NOPLAT	509	905	1,062	1,329
其他应付款	46	46	46	46	EPS (摊薄)	0.23	0.52	0.59	0.72
一年内到期的非流动负债	162	162	162	162					
其他流动负债	87	87	87	87	主要财务比率				
流动负债合计	2,032	2,255	2,349	2,476	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	113	116	120	124	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	10.0%	48.5%	14.4%	18.5%
其他非流动负债	140	140	140	140	EBIT增长率	3.5%	77.8%	17.3%	25.1%
非流动负债合计	253	257	260	264	归母公司净利润增长率	10.3%	124.6%	13.7%	22.4%
负债合计	2,285	2,512	2,609	2,740	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,827	6,894	8,108	9,594	毛利率	26.8%	30.0%	30.5%	31.6%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	12.8%	19.3%	19.2%	19.9%
所有者权益合计	5,827	6,894	8,108	9,594	ROE	8.2%	15.5%	15.0%	15.5%
负债和股东权益	8,112	9,406	10,717	12,334	ROIC	8.6%	12.9%	12.9%	13.7%
					偿债能力				
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	成长能力				
经营活动现金流	820	817	1,184	1,460	营业收入增长率	10.0%	48.5%	14.4%	18.5%
现金收益	727	1,073	1,300	1,637	EBIT增长率	3.5%	77.8%	17.3%	25.1%
存货影响	110	-177	-81	-113	归母公司净利润增长率	10.3%	124.6%	13.7%	22.4%
经营性应收影响	-515	-298	-125	-187	获利能力				
经营性应付影响	450	212	83	116	毛利率	26.8%	30.0%	30.5%	31.6%
其他影响	48	7	7	7	净利率	12.8%	19.3%	19.2%	19.9%
投资活动现金流	-829	-1,139	-1,253	-1,378	ROE	8.2%	15.5%	15.0%	15.5%
资本支出	98	-1,141	-1,256	-1,381	ROIC	8.6%	12.9%	12.9%	13.7%
股权投资	18	3	3	3	偿债能力				
其他长期资产变化	-945	0	0	0	资产负债率	28.2%	26.7%	24.3%	22.2%
融资活动现金流	1,388	181	169	176	债务权益比	13.4%	11.6%	10.0%	8.6%
借款增加	-574	14	15	15	流动比率	220.5%	214.2%	219.2%	231.0%
财务费用	-60	166	154	161	速动比率	199.8%	187.7%	190.4%	199.1%
股东融资	2,072	0	0	0	营运能力				
其他长期负债变化	-49	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	41	41	41	41
					应付账款周转天数	52	52	52	52
					存货周转天数	56	56	56	56
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.23	0.52	0.59	0.72
					每股经营现金流	0.40	0.40	0.58	0.71
					每股净资产	2.84	3.36	3.95	4.67
					估值比率				
					P/E	47.1	21.0	18.4	15.1
					P/B	3.84	3.24	2.76	2.33
					EV/EBITDA	28.4	18.3	15.3	12.2

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋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 13480000。

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。