

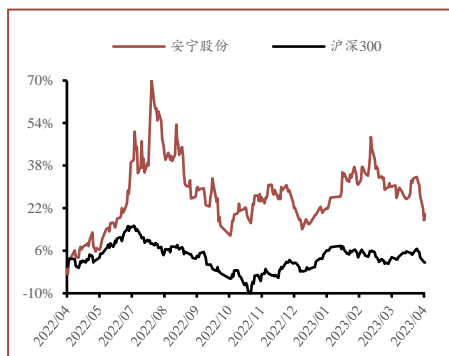
**投资评级:增持(维持)**

**核心观点**

**基本数据** **2023-04-26**

收盘价(元)	34.42
流通股本(亿股)	2.99
每股净资产(元)	14.20
总股本(亿股)	4.01

最近12月市场表现



分析师 田源

SAC 证书编号: S0160522090003  
tianyuan@ctsec.com

分析师 田庆争

SAC 证书编号: S0160522110001  
tianqz@ctsec.com

**相关报告**

1. 《铁矿拖累全年业绩，纵向一体化打开成长空间》 2023-03-30
2. 《景气回调矿价承压，产业链延伸定调潜力》 2022-10-28

- ❖ **事件：4月26日，公司发布2023年一季度报。**公司2023年实现营收4.45亿元，同比-25.12%，环比-8.41%；实现净利润2.32亿元，同比-34.58%，环比+3.45%；实现扣非净利润2.28亿元，同比-34.89%，环比+4.89%。
- ❖ **钛精矿：钛矿业绩有所下滑，主要系下游钛白粉需求恢复不及预期，钛矿报价同比下滑。**根据涂多多数据，2023年一季度中国钛白粉产量约93万吨，同比下降约10%，主要源于钛白粉下游需求疲弱叠加春节假期检修减产影响。公司钛精矿一季度报价在2350元/吨左右，同去年一季度2500元/吨相比降低约6%。一季度钛白粉企业由于成本压力三次涨价，支撑钛矿价格维持高位运行。
- ❖ **铁精矿：铁矿石价格同比回落拖累整体业绩。**去年一季度铁矿石价格处于高位，后续受疫情影响需求下滑，铁矿石价格也持续回落。2023年一季度铁矿石均价140美元/吨，同比降低17%，铁矿石价格同比回落拖累23Q1业绩。一季度国内基建需求有所恢复，铁矿石需求量提升，驱动铁矿石价格环比提升，铁矿石价格23Q1环比提升26%，从而驱动公司一季度盈利环比改善。
- ❖ **公司投建能源钛材和磷酸铁项目向产业链纵向延伸，打开未来成长空间。**1) **6万吨能源级钛材：**2022年9月公司募资50亿元，拟投资72亿元建设年产6万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目，建设期2年。2) **5万吨磷酸铁：**2022年5月公司拟以参股公司东方钛业钛白粉副产物硫酸亚铁为原料结合四川云南丰富的磷矿资源，投建年产5万吨磷酸铁项目，建设期1年，预计将于上半年建成投产。公司充分利用自身资源优势，向下游钛材和磷酸铁纵向发展，国内对高端钛材和磷酸铁需求旺盛，项目建成投产放量将打开公司业绩成长空间。
- ❖ **投资建议：**在供给偏紧需求持续增长格局下，钛精矿价格有望持续高位运行，预计公司钛精矿业务盈利将稳中有升，伴随能源钛材和磷酸铁投产放量，以及钒钛铁精矿中钒价值提升，公司业绩有望打开成长空间。我们预计公司2023-2025 营收分别为 27.5/39.7/77.44 亿元，归母净利润 12.77/15.28/20.77 亿元，EPS 为 3.19/3.81/5.18 元/股，对应 PE 分别为 11/10/7 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**铁矿石价格大幅下跌风险；募投项目建设进度不及预期风险；钛白粉需求不及预期风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2303	1996	2753	3970	7744
收入增长率(%)	40.75	-13.35	37.91	44.21	95.10
归母净利润(百万元)	1435	1095	1277	1528	2077
净利润增长率(%)	104.85	-23.72	16.69	19.61	35.92
EPS(元/股)	3.58	2.73	3.19	3.81	5.18
PE	11.81	12.22	11.45	9.57	7.04
ROE(%)	29.85	20.06	18.97	18.49	20.09
PB	3.53	2.45	2.17	1.77	1.41

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2303.33</b>	<b>1995.94</b>	<b>2752.66</b>	<b>3969.50</b>	<b>7744.44</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	587.41	583.73	1036.62	1929.28	4722.00	营业收入增长率	40.8%	-13.3%	37.9%	44.2%	95.1%
营业税费	84.12	52.08	88.31	125.30	231.66	营业利润增长率	102.0%	-22.3%	16.4%	19.6%	35.9%
销售费用	2.51	3.16	55.26	30.10	75.49	净利润增长率	104.8%	-23.7%	16.7%	19.6%	35.9%
管理费用	80.60	98.03	121.20	169.55	350.72	EBITDA 增长率	72.4%	-14.8%	7.2%	15.7%	31.3%
研发费用	77.71	61.14	88.56	127.74	245.21	EBIT 增长率	87.2%	-17.9%	11.9%	16.5%	33.5%
财务费用	-27.10	-56.85	-44.80	-57.39	-102.45	NOPLAT 增长率	89.4%	-19.1%	11.9%	16.5%	33.5%
资产减值损失	0.00	0.00	9.34	5.28	5.15	投资资本增长率	20.7%	17.5%	22.3%	21.8%	24.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	19.0%	13.5%	23.4%	22.7%	25.1%
投资和汇兑收益	154.39	29.50	89.89	151.46	220.95	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1666.26</b>	<b>1294.32</b>	<b>1506.73</b>	<b>1801.66</b>	<b>2447.90</b>	毛利率	74.5%	70.8%	62.3%	51.4%	39.0%
加:营业外净收支	-2.25	-6.43	-3.94	-4.20	-4.86	营业利润率	72.3%	64.8%	54.7%	45.4%	31.6%
<b>利润总额</b>	<b>1664.01</b>	<b>1287.89</b>	<b>1502.79</b>	<b>1797.45</b>	<b>2443.05</b>	净利率	62.3%	54.8%	46.4%	38.5%	26.8%
减:所得税	228.91	193.15	225.38	269.57	366.40	EBITDA/营业收入	71.6%	70.4%	54.8%	43.9%	29.6%
<b>净利润</b>	<b>1435.11</b>	<b>1094.74</b>	<b>1277.41</b>	<b>1527.88</b>	<b>2076.65</b>	EBIT/营业收入	64.4%	61.0%	49.5%	40.0%	27.4%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
货币资金	2189.44	2642.73	3272.27	5525.05	6199.61	固定资产周转天数	159	192	135	91	45
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>103</b>	<b>-11</b>	<b>48</b>
应收账款	3.66	55.59	-19.75	80.39	69.27	流动资产周转天数	479	640	678	662	566
应收票据	727.92	515.98	1208.35	1183.82	3597.79	应收帐款周转天数	1	5	2	3	3
预付帐款	3.91	11.95	11.70	24.71	70.15	存货周转天数	51	56	54	54	54
存货	86.28	94.25	216.18	358.21	1068.54	总资产周转天数	811	1096	970	854	608
其他流动资产	0.74	18.66	27.99	37.31	49.50	投资资本周转天数	773	1047	929	785	500
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	29.8%	20.1%	19.0%	18.5%	20.1%
长期股权投资	367.18	312.06	312.06	312.06	312.06	ROA	25.6%	16.7%	15.4%	14.5%	13.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	26.2%	18.1%	16.5%	15.8%	17.0%
固定资产	1003.31	1049.11	1015.99	990.16	963.48	费用率					
在建工程	44.42	241.46	310.70	408.55	529.92	销售费用率	0.1%	0.2%	2.0%	0.8%	1.0%
无形资产	297.53	469.84	521.48	593.12	691.65	管理费用率	3.5%	4.9%	4.4%	4.3%	4.5%
其他非流动资产	83.98	72.79	72.79	72.79	72.79	财务费用率	-1.2%	-2.8%	-1.6%	-1.4%	-1.3%
<b>资产总额</b>	<b>5610.58</b>	<b>6545.91</b>	<b>8282.03</b>	<b>10550.47</b>	<b>15607.46</b>	三费/营业收入	2.4%	2.2%	4.8%	3.6%	4.2%
短期债务	63.66	268.46	268.46	268.46	268.46	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	81.28	240.64	260.13	637.10	1723.31	资产负债率	14.3%	16.6%	18.7%	21.7%	33.8%
应付票据	140.26	106.23	398.40	518.72	1660.40	负权益占比	16.7%	20.0%	23.0%	27.7%	51.0%
其他流动负债	23.12	23.18	23.18	23.18	23.18	流动比率	5.20	4.02	3.85	3.48	2.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.04	3.88	3.65	3.28	2.14
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	286.09	319.38	169.20	197.12	263.15
<b>负债总额</b>	<b>802.75</b>	<b>1089.63</b>	<b>1548.33</b>	<b>2288.89</b>	<b>5269.23</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	1.75	0.60	0.00	0.00	0.00
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	分红比率					
留存收益	3285.45	3939.09	5216.50	6744.38	8821.04	股息收益率	4.1%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>4807.83</b>	<b>5456.28</b>	<b>6733.69</b>	<b>8261.58</b>	<b>10338.23</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
净利润	1435.11	1094.74	1277.41	1527.88	2076.65	EPS(元)	3.58	2.73	3.19	3.81	5.18
加:折旧和摊销	166.23	188.34	144.46	156.30	169.71	BVPS(元)	11.99	13.61	16.79	20.60	25.78
资产减值准备	3.51	4.62	-9.34	-5.28	-5.15	PE(X)	11.8	12.2	11.4	9.6	7.0
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.5	2.5	2.2	1.8	1.4
财务费用	6.84	5.40	8.05	8.05	8.05	P/FCF					
投资收益	-154.39	-29.50	-89.89	-151.46	-220.95	P/S	7.4	6.7	5.3	3.7	1.9
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	9.0	7.8	7.7	5.4	3.8
营运资金的变动	-311.00	-354.56	-523.97	904.69	-1148.28	CAGR(%)					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1143.34</b>	<b>927.99</b>	<b>810.67</b>	<b>2444.40</b>	<b>884.90</b>	PEG	0.1	—	0.7	0.5	0.2
投资活动产生现金流量	433.30	-435.11	-173.08	-183.57	-202.28	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-505.12	-28.39	-8.05	-8.05	-8.05	REP					

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。