

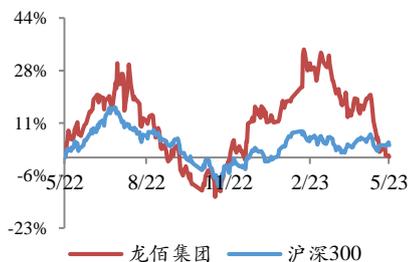
# 钛白粉产能持续扩张，新能源产业实现全面突破

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-05-09

收盘价 (元)	17.07
近 12 个月最高/最低 (元)	22.89/14.89
总股本 (百万股)	2,389
流通股本 (百万股)	1,656
流通股比例 (%)	69.31
总市值 (亿元)	408
流通市值 (亿元)	283

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 王强峰

执业证书号: S0010522110002

电话: 13621792701

邮箱: wangqf@hazq.com

分析师: 刘天文

执业证书号: S0010523040001

电话: 18811321533

邮箱: liutw@hazq.com

## 相关报告

1. 股权变更实现业务聚焦，并表振兴矿业资源自给提升 2022-12-08

2. 钛白粉产能加速释放，新能源产业链双向布局 2022-10-25

3. 钛白粉产销创新高，新能源项目加速推进 2022-08-22

## 主要观点:

### ● 事件描述

4月27日晚间,公司发布2022年度报告及2023年一季度报告,2022年公司实现营业收入241.13亿元,同比增长17.25%;实现归母净利润34.19亿元,同比降低26.88%。2023年第一季度公司实现营业收入69.72亿元,同比增长14.91%;实现归母净利润5.79亿元,同比降低45.55%。

### ● 钛白粉行业景气度低迷,钛产业链加速建设保障产能扩张

2022年公司实现营业收入241.13亿元,同比增长17.25%;实现归母净利润34.19亿元,同比降低26.88%;实现扣非归母净利润32.69亿元,同比减少29.14%。公司收入稳步增长,盈利能力有所降低,主要是由于2022年上半年硫磺、硫酸等原材料价格上涨,下半年市场需求缩紧,钛白粉、铁精矿价格迅速下跌,导致2022年公司经营效益收窄。但公司拥有“钛精矿-富钛料-钛白粉-海绵钛”完整产业链,可自产钛精矿、硫酸等原料,合成金红石、高钛渣等中间产品,保障钛白粉的持续生产及产品质量,降低生产成本,同时硫酸亚铁、铁精矿、四氯化钛等副产品对外销售保持盈利,保障公司在钛白粉行业景气度低迷的大环境下,持续扩张产能,截至2022年底,钛白粉产能增长至151万吨。此外,公司突破了微细粒钛铁矿回收技术,解决了微细粒钛铁矿回收世界性难题,减少钛矿资源的浪费,相关已开始实施,预计于2023年7月投产,增加钛精矿产能22万。单季度看,2023年第一季度公司实现营业收入69.72亿元,同比增长14.91%;归母净利润5.79亿元,同比减少45.55%。目前,钛白粉价格基本稳定,根据iFinD数据,华中地区钛白粉均价自2023.03.08日开始保持不变,锐钛型和金红石型报价分别为1.39万元/吨和1.59万元/吨。从原材料的角度来看,钛白粉主要原材料硫酸价格重回低位,公司营业成本逐渐回归正常水平。

### ● 布局海绵钛打造新业绩增量,产能跃居全球第一,产销量创下新高

2022年,受益于航天航空、海洋工程等下游领域快速发展,海绵钛均价增长稳定,市场整体运行良好。未来,随着我国大型飞机国产化进程加快,优质海绵钛的需求也将迅速增长,市场需求存在巨大上升潜力,预计2026年海绵钛表观消费量将达至约31.38万吨,2021年至2026年的复合年增长率为14.7%。公司在海绵钛业务方面,于2019年通过收购新立钛业进入钛金属行业,并将海绵钛业务全部整合到云南国钛,并依托公司已有的高钛渣、熔盐氯化及大型沸腾氯化技术,不断扩张海绵钛产能,产销量也创下新高,截至报告期末,公司海绵钛产能达到5万吨/年,跃居全球第一,在建产能3万吨/年,海绵钛产量达3.81万吨,同比增长156.47%,销量达3.66万吨,

同比增长 161.68%。新建产能方面，云南国钛年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目二期（1.5 万吨）和甘肃国钛 3 万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目二期（1.5 万吨）均在安装设备。

● **新能源材料纵向一体化布局全面突破，横向延伸氢能拓展新业务**

受新能源汽车普及，电化学储能市场颁布利好政策以及下游应用需求增长影响，公司于 2021 年上半年开始充分利用自身技术和成本优势全面布局新能源产业，培育第二增长曲线，目前进展顺利。2022 年，公司年产 20 万吨电池材料级磷酸铁项目、年产 20 万吨锂离子电池材料产业化项目（一期 5 万吨磷酸铁锂）、年产 10 万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目（一期 2.5 万吨石墨负极）、年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目（一期 5 万吨石墨化）均已进入量产阶段，产能利用率逐渐提升。据公司年报披露，目前公司具有磷酸铁产能 10 万吨/年，磷酸铁锂 5 万吨/年，石墨负极 2.5 万吨/年（含石墨化），石墨化 5 万吨/年。报告期内，公司生产磷酸铁 2.6 万吨，销售磷酸铁 2.04 万吨；生产磷酸铁锂 5406 吨，销售磷酸铁锂 4472 吨；生产负极产品 11728 吨，销售负极产品 10019 吨。此外，公司还将业务延伸至氢能领域，与氢通新能源签署《战略合作协议》，双方拟在化工工业副产氢高效利用、氢燃料电池系统生产、氢燃料电池车应用推广等方面开展实质性合作，共同推进氢能的发展。

● **投资建议**

考虑到钛白粉价格处于历史低位，公司盈利能力略有下滑，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 279.69、342.03、418.89 亿元（2023、2024 年前值为 279.69、341.86 亿元），实现归母净利润 34.44、42.93、55.19 亿元（2023、2024 年前值为 46.60、55.33 亿元），对应 PE 分别为 12X、10X、7X。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 公司技术研发进度不及预期；
- (2) 公司产能释放速度不及预期；
- (3) 原材料价格波动；
- (4) 下游需求不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24155	27969	34203	41889
收入同比 (%)	17.2%	15.8%	22.3%	22.5%
归属母公司净利润	3419	3444	4293	5519
净利润同比 (%)	-26.9%	0.7%	24.7%	28.5%
毛利率 (%)	30.3%	29.2%	28.0%	28.0%
ROE (%)	16.4%	14.2%	15.0%	16.2%
每股收益 (元)	1.46	1.44	1.80	2.31
P/E	13.22	11.89	9.54	7.42
P/B	2.17	1.69	1.43	1.20

EV/EBITDA 8.88 7.55 5.90 4.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	20110	20855	30686	42232	<b>营业收入</b>	24155	27969	34203	41889
现金	8726	7617	14760	23081	营业成本	16834	19808	24632	30158
应收账款	2253	2857	3354	4132	营业税金及附加	277	327	410	491
其他应收款	236	165	223	287	销售费用	428	1292	987	1295
预付账款	630	944	1100	1341	管理费用	1424	1035	1266	1550
存货	6547	7480	9396	11503	财务费用	102	418	326	167
其他流动资产	1717	1793	1853	1889	资产减值损失	-30	-50	-47	-54
<b>非流动资产</b>	39076	42097	45177	48250	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	337	337	337	337	投资净收益	-91	-185	-226	-237
固定资产	18118	20583	23043	25498	<b>营业利润</b>	4086	4121	5161	6602
无形资产	7042	7216	7442	7655	营业外收入	15	20	20	20
其他非流动资产	13580	13962	14356	14761	营业外支出	28	20	20	20
<b>资产总计</b>	59186	64241	77152	91771	<b>利润总额</b>	4073	4121	5161	6602
<b>流动负债</b>	26178	23748	29316	35310	所得税	536	643	826	985
短期借款	5617	0	0	0	<b>净利润</b>	3537	3478	4335	5617
应付账款	5776	6341	7980	9828	少数股东损益	117	34	42	99
其他流动负债	14785	17407	21336	25483	<b>归属母公司净利润</b>	3419	3444	4293	5519
<b>非流动负债</b>	9741	13741	16741	19741	EBITDA	5903	6316	7379	8586
长期借款	8405	12405	15405	18405	EPS (元)	1.46	1.44	1.80	2.31
其他非流动负债	1336	1336	1336	1336					
<b>负债合计</b>	35919	37489	46057	55051					
少数股东权益	2449	2482	2524	2623	<b>主要财务比率</b>				
股本	2390	2390	2390	2390		2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	14542	14542	14542	14542	<b>成长能力</b>				
留存收益	3886	7338	11638	17164	营业收入	17.2%	15.8%	22.3%	22.5%
归属母公司股东权	20818	24270	28571	34097	营业利润	-26.4%	0.9%	25.3%	27.9%
<b>负债和股东权益</b>	59186	64241	77152	91771	归属于母公司净利	-26.9%	0.7%	24.7%	28.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	30.3%	29.2%	28.0%	28.0%
					净利率 (%)	14.2%	12.3%	12.6%	13.2%
					ROE (%)	16.4%	14.2%	15.0%	16.2%
					ROIC (%)	9.3%	9.2%	9.7%	10.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	60.7%	59.6%	60.7%	60.8%
					净负债比率 (%)	154.4%	140.1%	148.1%	149.9%
					流动比率	0.77	0.88	1.05	1.20
					速动比率	0.49	0.52	0.69	0.83
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.41	0.44	0.45	0.46
					应收账款周转率	10.72	9.79	10.20	10.14
					应付账款周转率	2.91	3.12	3.09	3.07
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.46	1.44	1.80	2.31
					每股经营现金流薄)	1.34	3.21	4.22	4.80
					每股净资产	8.71	10.16	11.96	14.27
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.22	11.89	9.54	7.42
					P/B	2.17	1.69	1.43	1.20
					EV/EBITDA	8.88	7.55	5.90	4.45

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3197	7669	10091	11476
净利润	3419	3444	4293	5519
折旧摊销	1725	1817	1771	1783
财务费用	248	769	807	981
投资损失	91	185	226	237
营运资金变动	-2438	1332	2880	2770
其他经营现金流	6009	2235	1527	2937
<b>投资活动现金流</b>	-5588	-5111	-5149	-5181
资本支出	-4518	-4839	-4825	-4836
长期投资	-206	-80	-90	-100
其他投资现金流	-865	-192	-234	-246
<b>筹资活动现金流</b>	2893	-3675	2193	2019
短期借款	993	-5617	0	0
长期借款	4606	4000	3000	3000
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增加	458	0	0	0
其他筹资现金流	-3173	-2058	-807	-981
<b>现金净增加额</b>	544	-1109	7143	8322

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。