



脱硝催化剂钛白粉带来新增长点

增持 首次

投资要点:

金浦钛业发布公告称拟投资燃煤脱硝催化剂用钛白粉项目, 鉴于堺化学工业株式会社拥有燃煤脱硝催化剂用钛白粉制造最新专有技术, 因此公司拟从堺化学工业株式会社引进该产品的制造技术, 签订技术使用许可合同

报告摘要:

- 脱硝催化剂钛白粉技术壁垒高, 盈利能力强, 目前严重依赖进口。纳米钛白粉是脱硝催化剂的主要成分, 占其重量的 80-90%, 目前国内年需求量约为 8-10 万吨, 绝大多数依赖进口。国产催化剂价格为 2.5 万元/吨, 进口价格约为 3 万元/吨, 生产成本约为 1.5 万元/吨, 即使按照国内厂商售价, 毛利率也高达 40%。公司通过技术引进进军市场规模 20-30 亿元的脱硝催化剂用纳米钛白粉市场是对原有产品的产业升级, 未来也将受益于国内对脱硝环保政策逐渐严厉的大趋势。
- 钛白粉行业产能略微过剩, 景气仍显低迷。目前国内钛白粉产能约为 280 万吨, 年产量约为 200 万吨, 产能利用率为 70% 左右。价格经过两年下滑后 14 年运行平稳, 原材料钛精矿和硫酸价格下滑使得 14 年价差有所扩大, 盈利能力有所回升但仍处于较低水平。
- 公司钛白粉环保投入较高, 一旦环保趋严, 公司将从中受益。公司南京工厂 5 万吨钛白粉产能环保投入约 1 亿元, 产能从 5 万吨扩产至 10 万吨时又在原有基础上新增了 1 千万元的投资 (占扩产总投资的 10%) ; 徐州 8 万吨钛白粉总投资额为 8.7 亿元, 其中环保投入额约为 2 亿元。高额的环保投入使得公司治污能力突出, 未来钛白粉行业环保标准更加严厉之时, 小型生产企业环保成本增加将会推动产品价格的上行, 公司将会从中显著受益。
- 我们认为环保将会带来行业景气的提升, 公司脱硝催化剂钛白粉也为公司带来新的利润增长点, 首次覆盖给予增持评级。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.26、0.49 和 0.61 元, 目前钛白粉行业景气仍处在低谷, 未来环保逐渐严厉将会带来行业盈利的提升, 脱硝催化剂钛白粉也为公司带来新的利润增长点, 首次覆盖给予增持评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	98.66	842.14	1536.08	2064.73	2469.22
增长率 (%)	4.15	753.61	82.40	34.42	19.59
归母净利润(百万)	3.17	94.92	79.24	149.31	187.74
增长率 (%)	-156.96	2897.03	-16.52	88.43	25.74
每股收益	0.02	0.31	0.26	0.49	0.61
市盈率	417.18	26.98	37.39	19.84	15.78

基础化工研究组

分析师:

王席鑫(S1180513060001)

Email: wangxixin@hysec.com

孙琦祥(S1180513060004)

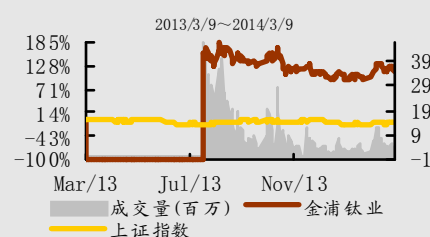
Email: sunqixiang@hysec.com

研究助理:

袁善宸

Email: yuanshanchen@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业动态跟踪报告 * 出货量好、库存低, 染料继续看涨》

2014/3/7

《公司年报简评 * 沙隆达 A * 各产品景气向上, 估值有望提升》

2014/3/5

《公司动态跟踪报告 * 沙隆达 A * 各产品景气向上, 整合值得期待》

2014/3/4

《公司动态跟踪报告 * 浙江龙盛 * 增持体现大股东信心, 维持买入》

2014/3/4

利润表

项目（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	842	1,536	2,065	2,469
减：营业成本	679	1,264	1,657	1,983
营业税金及附加	5	5	6	7
销售费用	17	31	41	49
管理费用	73	131	176	210
财务费用	10	13	9	(2)
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	58	93	176	221
加：营业外收支净额	52	0	0	0
三、利润总额	110	93	176	221
减：所得税费用	15	14	26	33
四、净利润	95	79	149	188
归属于母公司的利润	95	79	149	188
五、基本每股收益（元）	0.31	0.26	0.49	0.61

主要财务指标

项目（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	23.90	16.77	9.40	7.79

成长能力：

营业收入同比	753.61%	82.40%	34.42%	19.59%
营业利润同比	1338.8%	60.6%	88.4%	25.7%
净利润同比	2897.03%	-16.52%	88.43%	25.74%

营运能力：

应收账款周转率	16.90	11.66	13.08	13.77
存货周转率	40.20	39.11	44.07	45.88
总资产周转率	1.23	1.11	1.18	1.21

盈利能力与收益质量：

毛利率	19.4%	17.7%	19.8%	19.7%
净利率	11.3%	5.2%	7.2%	7.6%
总资产净利率 ROA	8.1%	5.0%	7.7%	8.8%
净资产收益率 ROE	12.6%	9.5%	15.2%	16.0%

资本结构与偿债能力：

流动比率	1.69	1.22	1.19	1.44
资产负债率	35.7%	47.5%	49.0%	45.3%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

每股指标：

每股收益	0.31	0.26	0.49	0.61
每股经营现金流量	0.54	0.30	2.21	0.53
每股净资产	2.46	2.72	3.20	3.82

资产负债表

项目（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	221	307	419	514
应收票据	84	147	198	237
应收账款	35	63	85	101
预付账款	25	50	17	56
其他应收款	1	2	3	4
存货	98	173	227	272
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	468	748	953	1,189
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	571	637	725	746
在建工程	67	134	167	108
无形资产	53	69	82	95
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	705	839	974	949
资产总计	1,173	1,587	1,927	2,138
短期借款	110	337	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	86	156	734	697
预收账款	2	39	(11)	49
其他应付款	17	17	17	17
应交税费	22	22	22	22
其他流动负债	15	15	15	15
流动负债合计	277	612	803	826
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	139	139	139	139
非流动负债合计	142	142	142	142
负债合计	419	754	945	968
股本	307	307	307	307
资本公积	(227)	(227)	(227)	(227)
留存收益	674	753	903	1,091
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	754	833	983	1,170
负债和股东权益合计	1,173	1,587	1,927	2,138

现金流量表

项目（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	165	93	678	163
投资活动现金流量	12	(220)	(220)	(70)
筹资活动现金流量	(171)	214	(346)	2
现金及等价物净增加	6	87	112	95

作者简介:

王席鑫: 基础化工行业分析师。五年化工行业研究经历，两年化工行业内工作经历，2013 年加盟宏源证券研究所。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

孙琦祥: 基础化工行业分析师。三年化工行业研究经历，三年化工实体资讯和贸易工作经历，2013 年加盟宏源证券研究所。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

袁善宸: 基础化工行业研究员。南开大学理学学士、会计硕士，一年化工行业研究经验。2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。