



Research and  
Development Center

# 钛矿龙头，扬帆起航

—— 安宁股份 (002978.SZ) 深度报告

2020 年 11 月 10 日

娄永刚 首席分析师  
黄礼恒 资深分析师

## 证券研究报告

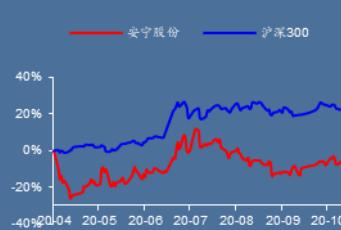
## 公司研究——深度研究

## 安宁股份 (002978.SZ)

买入 增持 持有 卖出

首次覆盖

安宁股份相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 公司主要数据 (2020.11.6)

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| 收盘价(元)             | 39.17       |
| 52 周内股价<br>波动区间(元) | 28.26-46.83 |
| 最近一月涨跌幅(%)         | 5.34        |
| 总股本(亿股)            | 4.01        |
| 流通 A 股比例(%)        | 10.12       |
| 总市值(亿元)            | 157.07      |

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

## 安宁股份：钛矿龙头，扬帆起航

2020 年 11 月 10 日

## 本期内容提要：

- ◆ **公司为国内钛矿龙头企业。**公司成立于 1994 年，并于 2020 年 4 月上市，主营业务为钒钛磁铁矿的采选与销售，主要产品为钛精矿与钒钛铁精矿。经过 20 多年的发展，公司钛金属回收率处于行业领先地位，且钛精矿国内产量市占率第一。凭借在钛精矿市场中的龙头地位，公司对钛精矿价格有较强的定价权。公司业绩主要由钛精矿和钒钛铁精矿贡献(2019 年毛利占比分别为 62%、37%)；2020 年随着钛精矿价格上涨、钒钛铁精矿结构优化，业绩大幅提升(前三季度实现归母净利 5.2 亿元，同比增长 31%)，资产负债表结构进一步优化(截止三季报，资产负债率下降至 15.26%，现金及现等价物余额为 9.78 亿元)。
- ◆ **坐拥潘家田钒钛磁铁矿，资源禀赋优异。**公司拥有四川攀枝花潘家田钒钛磁铁矿采矿权，矿山资源储量 2.96 亿吨，采选产能 600 万吨/年。整体钛资源储量(以二氧化钛计)3201.51 万吨，钒资源储量(以五氧化二钒计)69.78 万吨。公司背靠国内钛矿资源战略要地攀西地区，具备获取优质资源的先天优势和便利条件。
- ◆ **优化内生式增长，期待外延式扩张。**公司未来通过提质增效技改扩能，保障钛精矿产品现有 53 万吨/年产能的稳定产出，并将钒钛铁精矿产能由现在 160 万吨/年(55%品位)的提升至 84 万吨/年(品位 60%以上)；同时通过优化选矿比、钛铁比，提升资源利用率。优化工艺和产品结构明显提升产品整体盈利能力(2020H1 公司钛精矿毛利率为 75.6%、钒钛铁精矿毛利率为 50%)。此外，公司目前资产负债率低、现金流充裕，且融资渠道畅通，加之多年的钛铁矿开采运营经验和成熟的技术团队，具备外延式资源并购的基础和能力，目前正是进行攀西地区产能整合的最佳时期，公司作为钛矿龙头企业，外延式扩张可期。
- ◆ **供给收缩，需求复苏，钛精矿价格有望继续缓慢上涨。**供给整体收紧加上钛白粉需求的稳定增长，四川钛精矿价格年初以来上涨了约 40%。供给端，受海外部分大矿资源枯竭及疫情影响，海外钛矿供应收紧，2020Q3 中国钛精矿进口量环比下滑 14.5%；国内方面，随着在环保、安全等方面不合规的小型钒钛磁铁矿采选企业陆续关停，小产能将逐步出清。需求端，钛白粉和海绵钛稳定增长，钛精矿价格有望继续平稳上涨。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**结合公司产能技改节奏和产品价格趋势，我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 7.08、9.45、12.63 亿元，EPS 为 1.77、2.36、3.15 元/股，当前股价的对应 PE 为 21x、16x、12x。公司估值低于可比公司平均估值，考虑公司未来钒钛铁精矿产能提升、钛精矿价格有望继续上涨，以及公司优异的财务状况支撑的外延扩张能力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**钛精矿价格上涨；钛精矿和钒钛铁精矿产量提升。

◆ 风险因素: 钛精矿或铁精矿价格下跌; 公司的提质增效技改项目进度低预期。

### 重要财务指标

| 项目/年度     | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元   | 实际      | 本次      | 本次      | 本次      |
| 营业收入      | 1374.88 | 1708.41 | 2021.36 | 2503.00 |
| 增长率 (%)   | 12%     | 24%     | 18%     | 24%     |
| 归母净利润     | 519.19  | 708.28  | 944.62  | 1263.17 |
| 增长率 (%)   | 6%      | 36%     | 33%     | 34%     |
| EPS (元/股) | 1.29    | 1.77    | 2.36    | 3.15    |
| 市盈率 (P/E) | 0.00    | 21.07   | 15.80   | 11.81   |
| 市净率 (P/B) | 0.00    | 3.58    | 2.92    | 2.34    |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测      注: 股价为 2020 年 11 月 6 日

## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 投资聚焦 .....                          | 1  |
| 核心推荐逻辑 .....                        | 1  |
| 与市场不同之处 .....                       | 1  |
| 公司为国内钛矿龙头企业 .....                   | 2  |
| 公司是目前国内唯一钛矿上市标的 .....               | 2  |
| 公司产品盈利能力持续提升，财务状况良好 .....           | 3  |
| 优化内生式增长，期待外延式扩张 .....               | 6  |
| 拥有潘家田钒钛磁铁矿采矿权，资源禀赋优异 .....          | 6  |
| 通过技改优化选矿比、铁铁比，提升资源利用率 .....         | 7  |
| 钛精矿产能稳定，盈利能力提升 .....                | 9  |
| 公司通过技改提升钒钛铁精矿产能和盈利能力 .....          | 11 |
| 公司具备外延式扩张的潜力 .....                  | 14 |
| 供给收缩，钛精矿价格有望继续上涨 .....              | 14 |
| 2019 年全球钛矿资源储量和产量增速下滑 .....         | 14 |
| 国内钛资源高品位产品主要依赖进口，2019 年进口开始下滑 ..... | 17 |
| 钛白粉、海绵钛对钛精矿的需求稳定增长 .....            | 19 |
| 供给紧缩，需求复苏，钛精矿价格有望继续缓慢上涨 .....       | 22 |
| 盈利预测、估值与投资评级 .....                  | 23 |
| 盈利预测及假设 .....                       | 23 |
| 估值与投资评级 .....                       | 24 |
| 风险因素 .....                          | 24 |

## 表目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1：潘家田钒钛磁铁矿资源概况 .....                   | 6  |
| 表 2：公司选矿比逐年提高 .....                      | 7  |
| 表 3：钛精矿毛利率高于铅精矿毛利率 .....                 | 11 |
| 表 4：全球主要钛矿龙头企业钛资源储量及产量变化 (百万吨) .....     | 15 |
| 表 5：全球主要钛矿公司 TiO <sub>2</sub> 产能对比 ..... | 19 |
| 表 6：盈利预测关键条件假设 .....                     | 23 |

## 图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：安宁股份股权结构及子公司 (截止 2020-10-30) .....             | 2  |
| 图 2：公司营业收入情况 .....                                 | 4  |
| 图 3：公司归母净利润情况 .....                                | 4  |
| 图 4：公司经营利润率 .....                                  | 4  |
| 图 5：公司各产品毛利率 .....                                 | 4  |
| 图 6：公司主营产品营收结构 (万元) .....                          | 5  |
| 图 7：公司主营产品毛利结构 (万元) .....                          | 5  |
| 图 8：公司费用率 .....                                    | 5  |
| 图 9：公司资产负债率 .....                                  | 5  |
| 图 10：公司钛铁比呈上升趋势 .....                              | 8  |
| 图 11：钛精矿产能利用率维持在 100% 左右 .....                     | 10 |
| 图 12：钛精矿产销率处于较高水平 .....                            | 10 |
| 图 13：钛精矿毛利率较高 (万元) .....                           | 10 |
| 图 14：钛精矿单位毛利主要受单位价格变化影响 (元/吨) .....                | 10 |
| 图 15：钒钛铁精矿 (55%) 产量下滑，向 61% 过渡 .....               | 12 |
| 图 16：钒钛铁精矿 (55%) 产销率较高 .....                       | 12 |
| 图 17：钒钛铁精矿 (55%) 盈利情况 (万元) .....                   | 13 |
| 图 18：钒钛铁精矿 (55%) 单位价格、成本及毛利 (元/吨) .....            | 13 |
| 图 19：钒钛铁精矿 (61%) 盈利能力优于钒钛铁精矿 (55%) (单位: 元/吨) ..... | 13 |
| 图 20：全球钛铁矿储量分布 (以二氧化钛计) .....                      | 14 |
| 图 21：全球金钛资源储量变化 (千公吨) .....                        | 14 |
| 图 22：全球钛铁矿产量及其变化 (千公吨) .....                       | 15 |
| 图 23：全球金红石产量及其变化 (千公吨) .....                       | 15 |
| 图 24：2019 年我国钛矿进口量下滑 .....                         | 18 |
| 图 25：中国钛铁矿产量占全球比例不断提高 (千公吨) .....                  | 18 |
| 图 26：四川钛精矿产量占全国比例不断提高 (万吨) .....                   | 18 |
| 图 27：钛产业链 .....                                    | 20 |
| 图 28：中国钛白粉产能不断增加 (万吨) .....                        | 21 |
| 图 29：中国海绵钛产量不断增加 (万吨) .....                        | 21 |
| 图 30：钛白粉终端应用领域 (60% 为涂料) .....                     | 21 |
| 图 31：涂料产量稳步增长 .....                                | 21 |
| 图 32：国内钛精矿和进口钛精矿价格均上涨 (元/吨) .....                  | 22 |

## 投资聚焦

### 核心推荐逻辑

**公司为国内钛矿龙头企业，具有一定定价权。** 经过 20 多年的发展，公司钛金属回收率处于行业领先地位，钛精矿对市场销售规模位于国内第一；凭借在钛精矿市场中的龙头地位，公司在钛精矿市场有一定的定价权。目前公司业绩主要由钛精矿和钒钛铁精矿贡献（2019 年毛利占比分别为 62%、37%），2020 年随着钛精矿价格上涨、钒钛铁精矿结构优化，业绩大幅提升（前三季度实现归母净利 5.2 亿元，同比增长 31%），财务状况更优（截止三季报，公司资产负债率下降至 15.26%，现金及现金等价物余额为 9.78 亿元）。

**优化内生式增长，期待外延式扩张。** 公司未来通过提质增效技改扩能，保障钛精矿产品现有 53 万吨/年产能的稳定产出，并将钒钛铁精矿产能将由现有品位 55% 的 160 万吨/年提升至品位 60% 以上的 184 万吨/年，同时通过优化选矿比、钛铁比，提升资源利用率。公司通过优化工艺和产品结构，产品盈利能力也明显提升（2020H1 公司钛精矿毛利率为 75.6%、钒钛铁精矿毛利率为 50%）。另外，公司目前资产负债率低、现金流充裕，且融资渠道畅通，加之多年的钛铁矿开采运营经验和成熟的技术团队，公司具备外延式资源并购的基础和能力，同时公司作为钛矿龙头企业，目前正是进行攀西地区产能整合的最佳时期。公司外延式扩张可期。

**供给收缩，需求复苏，钛精矿价格有望继续缓慢上涨。** 供给的整体收紧加上钛白粉需求的稳定增长，钛精矿价格持续上涨，四川钛精矿价格年初以来上涨了约 40%。受海外部分大矿资源枯竭及疫情影响，海外钛矿供应收紧，2020Q3 中国钛精矿进口量环比下滑 14.5%；国内方面，随着环保、安全等不合规的小型钒钛磁铁矿采选企业陆续关停，小产能将逐步出清。叠加需求端钛白粉和海绵钛需求稳定增长，钛精矿价格有望继续缓慢上涨。

### 与市场不同之处

**公司具备外延式扩张的潜力。** 公司目前资产负债率非常低、现金流充裕，且融资渠道畅通，加之多年的钛铁矿开采运营经验和成熟的技术团队，公司具备外延式资源并购的基础和能力，同时公司作为钛矿龙头企业，目前正是进行攀西地区产能整合的最佳时期。

**公司在钛精矿市场具有定价权。** 公司钛精矿对市场销售规模位于国内第一，凭借在钛精矿市场中的龙头地位，公司在钛精矿市场有一定的定价权。不仅在钛精矿市场价格上行时具有较高的业绩弹性，而且在市场价格下跌时公司仍能维持高水平且较为稳定的毛利率。

## 公司为国内钛矿龙头企业

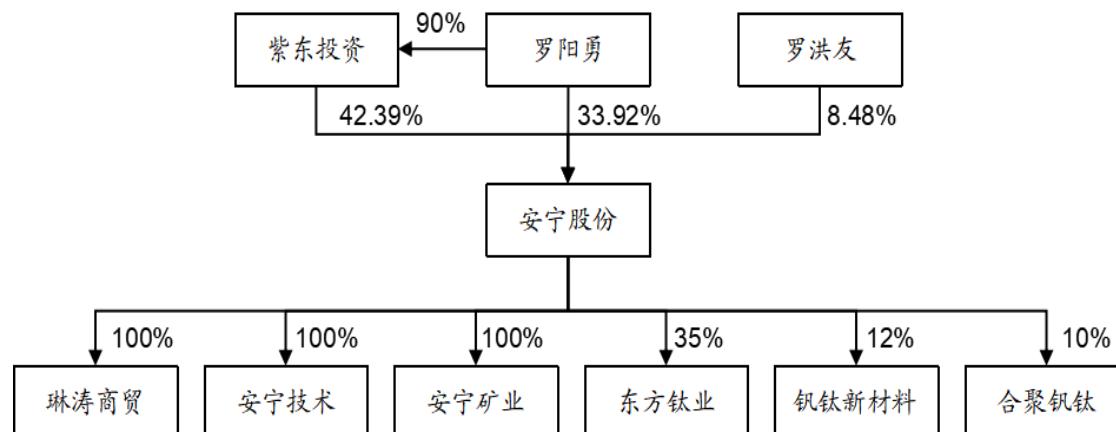
### 公司是目前国内唯一钛矿上市标的

安宁股份前身为成都无缝钢管公司潘家田矿产有限责任公司，成立于 1994 年，1997 年更名为“米易县安宁铁钛有限责任公司”，2008 年由安宁有限整体变更设立安宁股份，2020 年 4 月 17 日在深圳证券交易所中小企业板上市。公司多年来深耕于钒钛磁铁矿的采选与销售业务，是国内主要的钒钛磁铁矿采选企业之一，经过 20 年来技术发展，钛金属回收率处于行业领先地位，在主营产品钛精矿的销售上享有一定的定价权。

公司拥有潘家田铁矿采矿权，矿山资源储量 2.96 亿吨，经过开采、洗选后，生产产品钛精矿和钒钛铁精矿并销售。2019 年，公司钛精矿产量 54.52 万吨，占全国钛精矿产量的 10% 以上；钒钛铁精矿（55%）产量 150 万吨，钒钛铁精矿（61%）产量 113 万吨。公司的钛精矿对市场销售，对市场销售规模国内第一，在钛精矿市场中占有重要地位。

**公司实际控制人为罗阳勇。**罗阳勇先生直接持有公司 37.74% 的股份，并通过紫东投资间接持有 42.39% 的股份。公司拥有三家全资子公司和三家参股公司。其中攀枝花安宁矿业有限公司主要负责铁矿、钛矿的采选、加工与销售；琳涛商贸主要负责公司部分产品销售；安宁铁钛技术发展公司主要负责公司的技术开发与推广。东方钛业（攀钢钛业 65% 股权，安宁股份 35% 股权）主营生产、销售钛白粉及其化工产品等，是公司的下游客户。攀枝花合聚钒钛公司（安宁股份 10% 股权，龙蟒矿冶 10% 股权）主营矿产品销售。

图 1：安宁股份股权结构及子公司（截止 2020-10-30）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

## 公司产品盈利能力持续提升，财务状况良好

经过 2016 年对钛精矿产能的扩张，以及后续的“钒钛磁铁矿提质增效技改项目”和“潘家田铁矿技改扩能项目”的实施，公司能够保障钛精矿产品现有 53 万吨/年产能的稳定产出，钒钛铁精矿产能将由现有 TFe 品位 55% (±1%) 的 160 万吨/年提升至 TFe 品位 60% 以上的 184 万吨/年，产品质量大幅提升，从而带动公司资源综合利用率和产能规模的提高。

**钛精矿价格上行及铁精矿技改提质推动公司业绩持续抬升。**2015-2016 年度，钛精矿价格较低，公司营业收入以及净利率、毛利率都处于较低水平。2017 年，随着国家供给侧结构性改革的进行，安全和环保不达标的小型钒钛磁铁矿选矿厂停工，钛精矿价格大幅上涨，加之铁矿石价格的回温，公司营业收入和净利润大幅上涨，营业收入由 2016 年的 7.38 亿元上涨到 2017 年的 12.87 亿元，归母净利润由 2016 年的 1.22 亿元上涨至 2017 年的 5.50 亿元。2018 年度，钛精矿价格回落、钒钛铁精矿价格受国际铁矿石价格影响大幅下跌，公司营业收入和利润率略微下降。2019 年，公司开始生产并销售 61% 品位的钒钛铁精矿，价格优势明显，营业收入和毛利率回升。

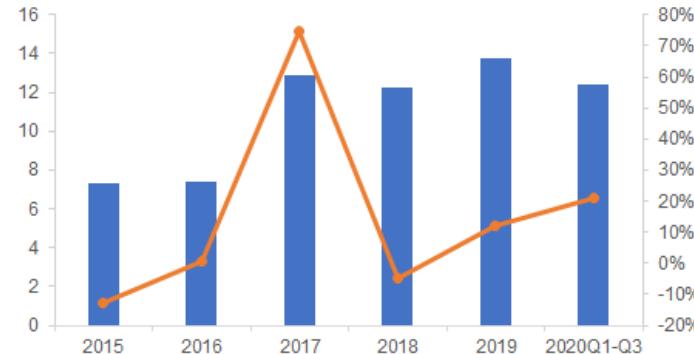
**公司业绩主要由钛精矿贡献，但钒钛铁精矿品位提升后业绩占比也明显提升。**公司主营产品为钛精矿和钒钛铁精矿。钛精矿毛利率远高于 51% 品位的钒钛铁精矿，2018 年，钒钛铁精矿 (55%) 毛利贡献率仅为 9.36%，而钛精矿毛利贡献率高达 90.64%。随着 2019 年公司的“钒钛磁铁矿提质增效技改项目”开始实施，钒钛铁精矿的品位由 55% 品位提升至 61%，61% 品位的钒钛铁精矿产品售价较高，毛利率为 47.21%，其生产和销售有效提升了毛利占比，2019 年钒钛铁精矿 (61%) 毛利占比 30.91%。

**2020 年公司业绩继续稳定增长。**2020 年疫情爆发后，公司以降本增效为核心，保证矿山的正常经营。上半年生产钛精矿 25.32 万吨、钒钛铁精矿 (61%) 63.87 万吨；销售钛精矿 28.17 万吨，同比增长 8.18%；销售钒钛铁精矿 (61%) 70.04 万吨，同比增长 102.19%。2020 年前三季度实现营收 12.4 亿元，同比增长 21%；实现归母净利 5.2 亿元，同比增长 31%。钛精矿价格上涨及钒钛铁精矿 (61%) 销量提升是业绩增长的主要原因。

**公司负债水平逐年降低，现金流充裕，财务状况良好。**公司的资产负债率逐年降低，财务费用也随之降低，截止 2020 年 Q3，公司资产负债率下降至 15.26%，现金及现金等价物余额为 9.78 亿元。在国家倡导绿色矿山的大环境下，安全、环保政策要求不断提高，不规范、技术落后的矿业企业将逐步被淘汰，届时攀西地区的钛精矿产业将向头部集中，公司作为国内唯一上市的钛矿企业，良好的现金流和极低的负债率为公司未来整合当地资源提供了坚定的财务基础。

图 2: 公司营业收入情况

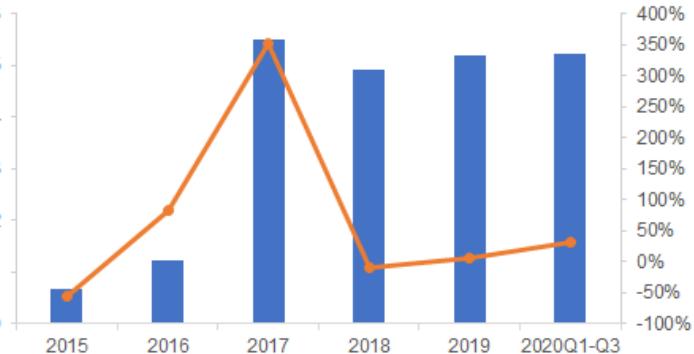
■ 营业收入 (亿元) ■ 同比增速 (右)



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

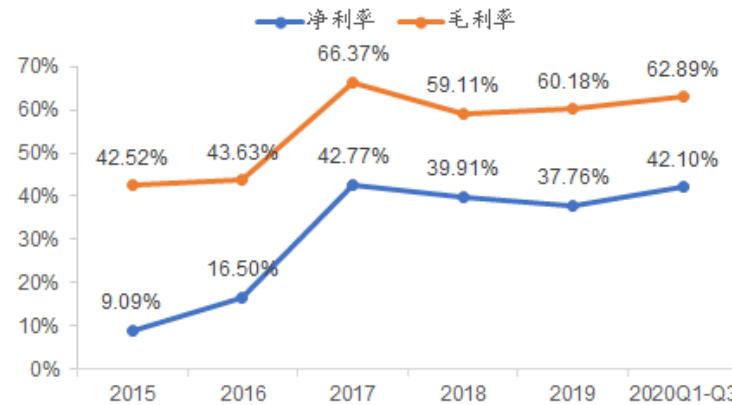
图 3: 公司归母净利润情况

■ 归母净利润 (亿元) ■ 同比增速 (右)



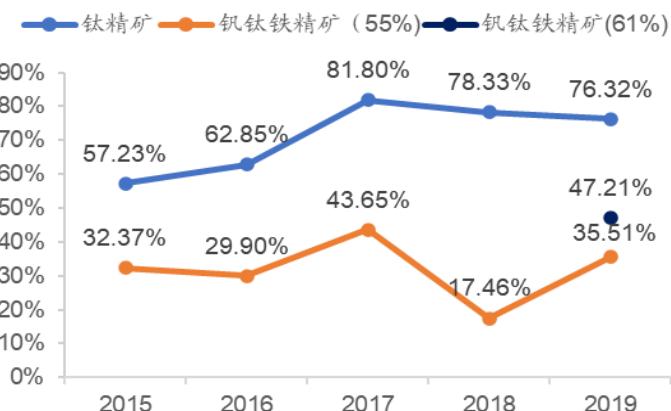
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司经营利润率



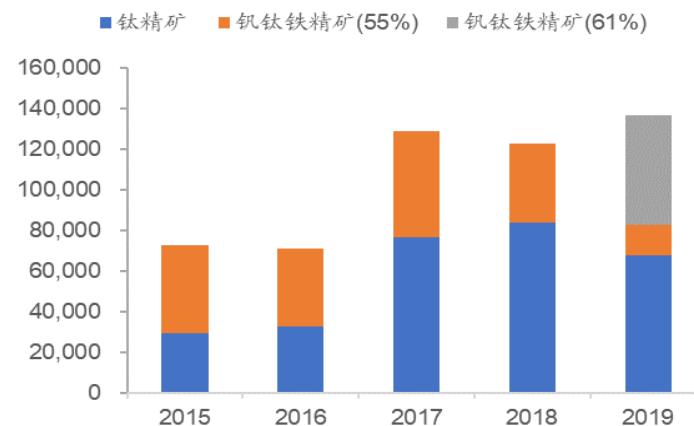
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司各产品毛利率



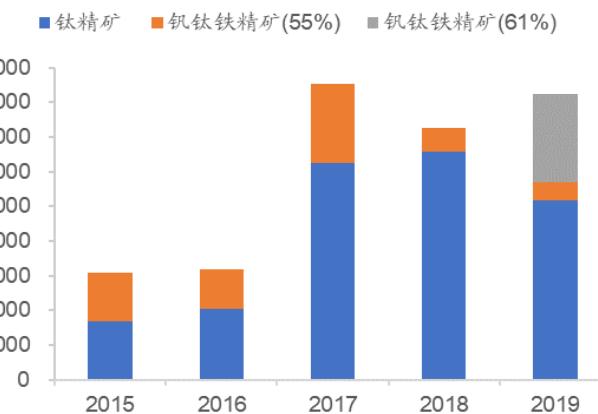
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司主营产品营收结构 (万元)



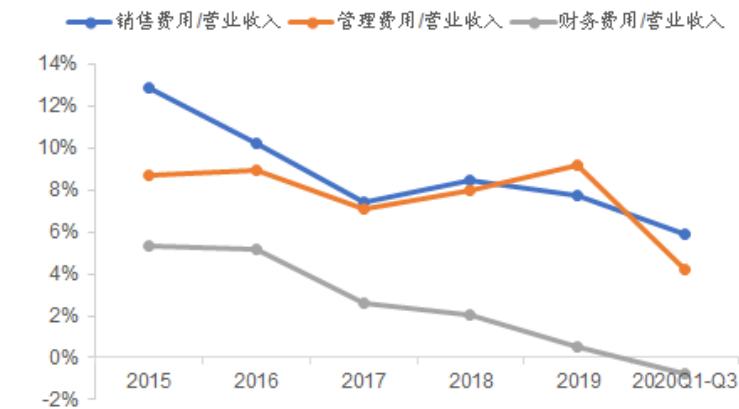
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 7: 公司主营产品毛利结构 (万元)



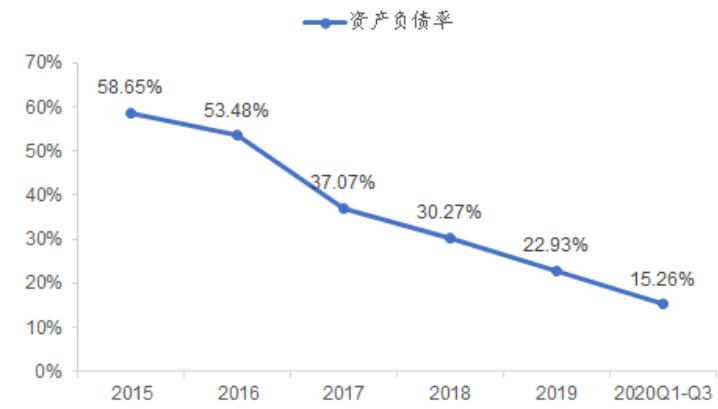
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 8: 公司费用率



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 9: 公司资产负债率



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

## 优化内生式增长，期待外延式扩张

### 拥有潘家田钒钛磁铁矿采矿权，资源禀赋优异

2010年，公司取得四川攀枝花潘家田铁矿采矿权，2014年公司缴纳2.45亿元矿业权价款取得了潘家田矿区的延伸矿权，目前矿区面积3.9842平方公里，开采规模600万吨/年，有效期截至2045年12月。根据国土资源部，截至2015年12月31日，潘家田钒钛磁铁矿保有钒钛磁铁矿矿石储量29606.6万吨，其中工业品位矿21157万吨，低品位矿8449.6万吨，矿区整体钛资源储量（以二氧化钛计）3201.51万吨，钒资源储量（以五氧化二钒计）69.78万吨。公司资源禀赋优异。

钒钛磁铁矿是以含铁为主，共伴生钛、钒、钪、钴、镍、铬、稼等元素的多金属共伴生矿，是低合金高强度钢、重轨、钒电池、钒产品、钛材等国家重要基础产业的原料。我国钒钛磁铁矿的主要成矿带位于四川攀西地区，该地区含有的钛资源储量约占全国储量的90%，钒资源储量约占全国储量的63%，铁矿石储量约占全国的12%。公司背靠国内钛矿资源战略要地，具备获取优质资源的先天优势和便利条件。

2019年公司的直接采矿成本占公司主营业务成本的13.73%。近年来，柴油价格提高，导致矿区原矿运费上涨，直接采矿成本略微提高；2019年随着开采平台海拔高度的降低，表土量减少，岩石和矿石量增加，增加了爆破难度和爆破比例，爆破费占比提高。不过随着公司开始享受购电优惠，占公司主营业务成本25%以上电力成本降低；且公司的生产工艺不断优化，辅料耗材占比有所降低且趋于稳定。公司采选成本整体稳定可控。

表1：潘家田钒钛磁铁矿资源概况

| 矿区       | 矿区类型  | 矿产名称 | 矿产组合 | 资源储量类型 | 矿石资源量（万吨）      | 平均品位（%）      | 生产规模（万吨/年） |
|----------|-------|------|------|--------|----------------|--------------|------------|
| 潘家田钒钛磁铁矿 | 工业品位矿 | 铁矿   | 主矿产  | (111b) | 5794.8         | 29.72        | 600        |
|          |       |      |      | (122b) | 8230.0         | 29.72        |            |
|          |       |      |      | TFe    | (333)          | 7132.2       |            |
|          |       |      |      | 合计     | <b>21157.0</b> | <b>29.55</b> |            |
|          |       |      | 共生矿产 | (111b) | 5794.8         | 12.08        |            |
|          |       |      |      | (122b) | 8230.0         | 12.23        |            |
|          | 钛矿    | TiO2 | TiO2 | (333)  | 7132.2         | 11.67        | 600        |
|          |       |      |      | 合计     | <b>21157.0</b> | <b>12.00</b> |            |
|          |       |      | 其他   | (111b) | 5794.8         | 12.08        |            |
|          |       |      |      | (122b) | 8230.0         | 12.23        |            |

|          |      |    |      |        |                |              |
|----------|------|----|------|--------|----------------|--------------|
| 钒矿       | 低品位矿 | 钛矿 | 共生矿产 | (111b) | 5794.8         | 0.27         |
|          |      |    | V2O5 | (122b) | 8230.0         | 0.27         |
|          |      |    |      | (333)  | 7132.2         | 0.26         |
|          |      |    | 合计   |        | <b>21157.0</b> | <b>0.27</b>  |
| 铁矿       |      |    | 主矿产  | (111b) | 2826.3         | 18.37        |
|          |      |    | TFe  | (122b) | 3097.4         | 17.49        |
|          |      |    |      | (333)  | 2525.9         | 18.02        |
|          |      |    | 合计   |        | <b>8449.6</b>  | <b>17.94</b> |
| 潘家田钒钛磁铁矿 |      |    | 共生矿产 | (111b) | 2826.3         | 7.94         |
|          |      |    | TiO2 | (122b) | 3097.4         | 7.74         |
|          |      |    |      | (333)  | 2525.9         | 7.87         |
|          |      |    | 合计   |        | <b>8449.6</b>  | <b>7.84</b>  |
| 钒矿       |      |    | 共生矿产 | (111b) | 2826.3         | 0.15         |
|          |      |    | V2O5 | (122b) | 3097.4         | 0.15         |
|          |      |    |      | (333)  | 2525.9         | 0.15         |
|          |      |    | 合计   |        | <b>8449.6</b>  | <b>0.15</b>  |

资料来源:公司招股说明书, 信达证券研发中心

### 通过技改优化选矿比、钛铁比, 提升资源利用率

选矿比=原矿量/精矿产量(即公司生产一吨精矿所耗用的原矿)。公司自主研发的“低品位钒钛磁铁矿高效节能综合利用技术”将入选原矿含铁边界品位由15%下降到13%,使得在生产过程中能够配比使用更多的低品位矿,选矿比不断提升。选矿比的提升意味着在钛矿山资源量不变的情况下,公司可有效利用的资源量有所提升。

表2: 公司选矿比逐年提高

| 项目        | 备注 | 2017年度 | 2018年度 | 2019年度 |
|-----------|----|--------|--------|--------|
| 原矿吨位(万吨)  | A  | 779.54 | 855.53 | 891.54 |
| 钛精矿产量(万吨) | B  | 48.66  | 55.45  | 54.52  |

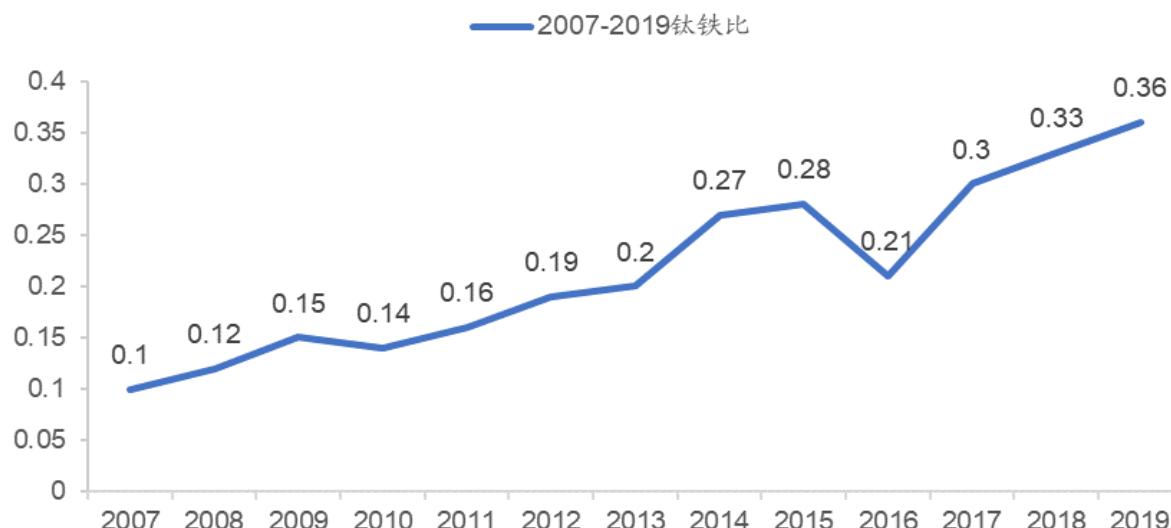
|                  |             |        |        |        |
|------------------|-------------|--------|--------|--------|
| 钒钛铁精矿(55%)产量(万吨) | C           | 161.13 | 166.96 | 150.13 |
| 选矿比              | $D=A/(B+C)$ | 3.72   | 3.85   | 4.36   |

资料来源:公司招股说明书, 信达证券研发中心

钛铁比=钛精矿产量/钒钛铁精矿产量。钛铁比指的是钒钛磁铁矿企业钛精矿产量与钒钛铁精矿产量的比例。公司通过20多年的发展,目前已经形成了技术先进、钛金属回收率高、产品质量稳定、规模化生产的钛精矿高效节能生产工艺,钛金属回收率领先行业平均水平,钛铁比逐年上升。基于钛精矿毛利率较高的产品特点,钛精矿的有效回收利用有助于提高公司的盈利水平。

值得说明的是,2016年度公司对钛精矿选矿工段进行技术改造,导致当年钛精矿产量低于其他年度,钛铁比略微下降。

图 10: 公司钛铁比呈上升趋势



资料来源:公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 钛精矿产能稳定，盈利能力提升

公司钛精矿产能稳定，主要通过技改提升产量。2016-2017年，公司对二车间选钛工段进行技术改造，钛精矿产能由45万吨/年增加到53万吨/年。随着公司采选技术的成熟，公司可以保障53万吨/年的钛精矿产能稳定生产，且产能利用率维持在100%附近，目前公司暂无钛精矿产能扩张计划，主要通过技改提升钛铁比和产量。公司2019年生产钛精矿54.5万吨，2020年上半年钛精矿产量为25.32万吨，销量为28.17万吨，同比增加8.18%。

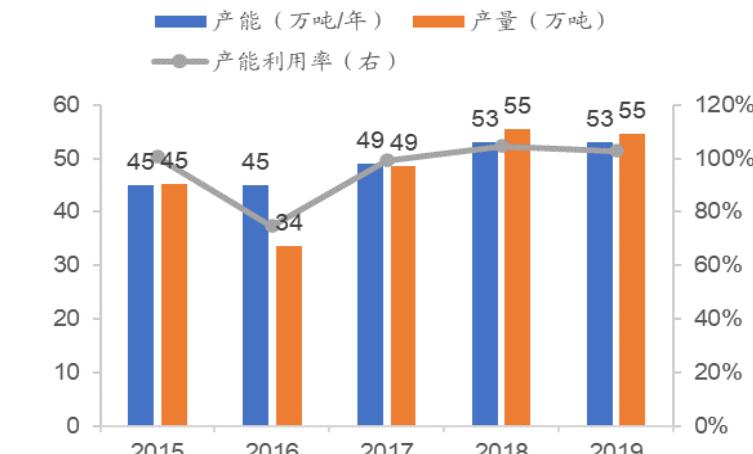
公司钛精矿成本波动较小。钛精矿的营业成本主要包含辅料及耗材和能源动力，单位成本整体变动幅度很小，过去两年有所提升。2018年成本上升主要是由于柴油市场价格上升带来的直接采矿成本的上升，2019年成本上升主要系原矿中钛品位略有降低，辅料及耗材使用量的增加（造成了11.7元/吨的单位成本增加），以及潘家田采矿权、开拓延伸费摊销增加引起（造成了10.38元/吨的单位成本增加）。

公司钛精矿盈利水平主要受价格波动影响。钛精矿价格由市场供需情况决定，具有较大弹性，而单位成本相比来说波动趋势较为平缓，因此公司钛精矿的毛利率主要随销售单价的波动而变化。公司钛精矿毛利率由2016年的62.85%大幅提升至2017年的81.8%，后因价格回落稳定在78.33%（2018年）、76.32%（2019年）的水平。目前钛矿供应收紧，下游钛白粉市场需求不减，预计未来钛精矿的价格继续上涨，公司钛精矿产品有望继续提升盈利能力。

公司钛精矿对市场销售规模第一，拥有较强的议价能力。国内钛精矿主要由攀西地区的钒钛磁铁矿采选企业供应，其中攀钢矿业钛精矿年产能为80万吨，龙蟒矿冶钛精矿年产能为60万吨，安宁钛精矿年产能为53万吨，重钢西昌矿业钛精矿年产能为40万吨。攀钢矿业及龙蟒矿冶钛精矿产品以其所属集团内部自用为主，而公司的钛精矿主要对市场销售，且对市场销售规模国内第一，在钛精矿市场中占有重要地位，对于下游钛白粉等客户有较强的议价能力。

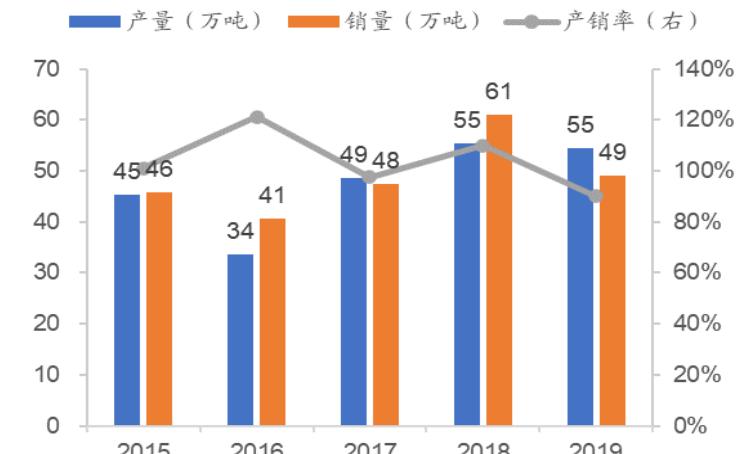
公司钛精矿的盈利水平高于其他金属矿产品。就钛精矿产品而言，上市公司中有钛精矿业务的主要为龙蟒佰利下属子公司龙蟒矿冶，但该公司钛精矿自产自用。因此将公司的钛精矿业务与有色金属行业中盈利水平较高的铅精矿相比，可以发现钛精矿毛利率连续三年高于铅精矿的毛利率。公司钛精矿产品较高的盈利水平除了与钛精矿下游稳定集中的应用结构有关，也与公司在钛精矿供应领域具有较强的定价能力有关。

图 11: 钛精矿产能利用率维持在 100% 左右



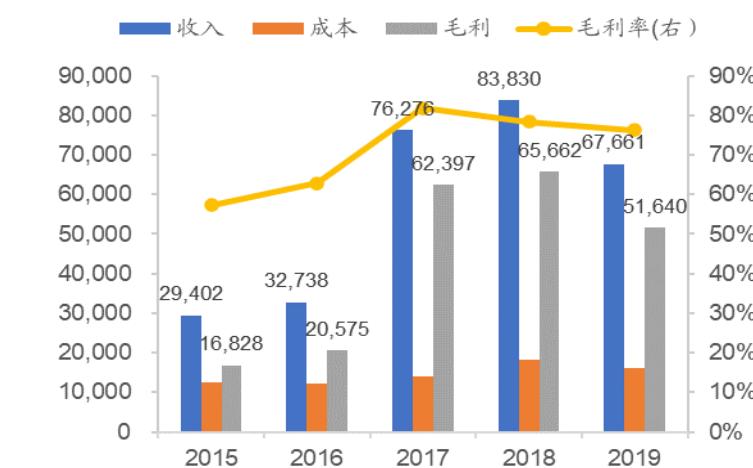
资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

图 12: 钛精矿产销率处于较高水平



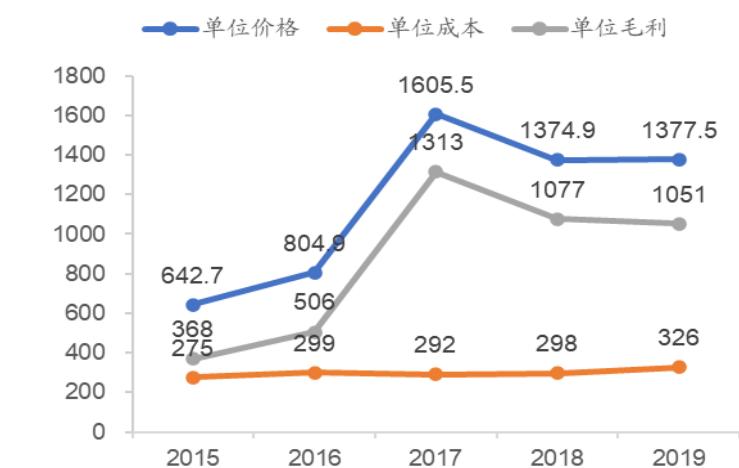
资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

图 13: 钛精矿毛利率较高 (万元)



资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

图 14: 钛精矿单位毛利主要受单位价格变化影响 (元/吨)



资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

表3: 钛精矿毛利率高于铅精矿毛利率

| 公司         | 精矿产品 | 2017年度        | 2018年度        | 2019年度        |
|------------|------|---------------|---------------|---------------|
| 盛达资源       | 铅精粉  | 87.12%        | 85.89%        | 81.79%        |
| 银泰黄金       | 铅精矿  | 90.19%        | 72.13%        | 54.45%        |
| 西藏珠峰       | 铅精矿  | 74.46%        | 69.15%        | -             |
| 华钰矿业       | 铅锑精矿 | 67.81%        | 62.66%        | -             |
| 国城矿业       | 铅精矿  | 62.85%        | 57.29%        | 47.97%        |
| 平均指标数      |      | <b>76.49%</b> | <b>69.42%</b> | <b>61.40%</b> |
| 安宁股份钛精矿毛利率 |      | <b>81.80%</b> | <b>78.33%</b> | <b>76.32%</b> |

资料来源:公司招股说明书, 信达证券研发中心

### 公司通过技改提升钒钛铁精矿产能和盈利能力

公司原有钒钛铁精矿(55%)的产能为160万吨/年, 经过提质增效技改后, 2020年起公司钒钛铁精矿产品品位全部由55%提升至61%, 目前钒钛铁精矿(61%)产能为120万吨/年。公司后续将通过IPO募集资金项目的实施, 将钒钛铁精矿产能将由TFe品位55%( $\pm$ 1%)的160万吨/年提升至TFe品位60%以上的184万吨/年。

公司铁精矿产品主要供应给攀西地区的钒钛钢铁企业, 主要包括攀钢集团、成渝钒钛、德胜钒钛, 公司产量约占上述三家企业年总耗用需求7.27%, 销量可提升性较大。

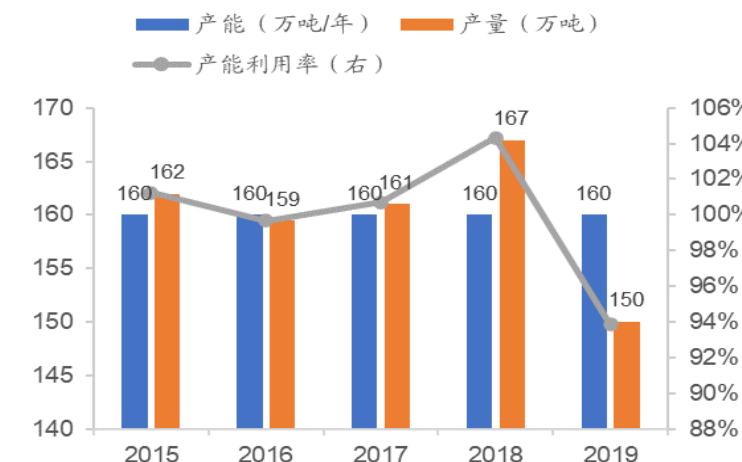
**钒钛铁精矿(61%)的盈利能力显著高于钒钛铁精矿(55%)。**2019年起, 公司钒钛铁精矿产品由55%向61%过渡, 全年销售钒钛铁精矿(55%)44.2万吨, 销售钒钛铁精矿(61%)99.3万吨。2019年, 钒钛铁精矿(61%)的销售均价为544元/吨, 明显高于钒钛铁精矿(55%)342元/吨的销售价格; 钒钛铁精矿61%和55%的毛利率分别为47%和36%。2020年上半年, 公司销售钒钛铁精矿(61%)70.04万吨, 同比增加102%, 毛利率提升至50%, 价格上涨带动盈利能力进一步增强。未来随着产能利用率的进一步提升, 公司钒钛铁精矿产品的利润贡献将继续提升。

**高品位钒钛铁精矿市场需求良好。**公司钒钛铁精矿实现了产品品位质的飞越, 目前攀西地区仅公司能够生产61%的钒钛铁精

矿，销售前景广阔。考虑到运输成本，国内大型的钒钛钢铁企业生产基地主要集中在攀西及周边地区，因此公司钒钛铁精矿主要在攀西地区销售。攀西地区的主要钒钛钢铁企业为攀钢集团、成渝钒钛、德胜钒钛，三家企业年耗用钒钛铁精矿超过2,200万吨。攀西地区主要的钒钛铁精矿生产企业为攀钢矿业、龙蟒矿冶、重钢西昌矿业、安宁股份，四家企业的钒钛铁精矿年产能约为1,840万吨，该产能并不能满足周边钒钛钢铁企业对钒钛铁精矿的需求，不足部分需由周边小型矿厂供应。

**钒钛铁精矿销售价格回升，进一步提升盈利水平。**钒钛铁精矿销售价格主要受国际铁矿石价格以及下游钢材价格影响。2019-2020年，进口铁矿石供应量下降，钢铁行业景气度持续提升，铁矿石价格有所上涨，公司铁精矿价格随之上涨，毛利率回升。

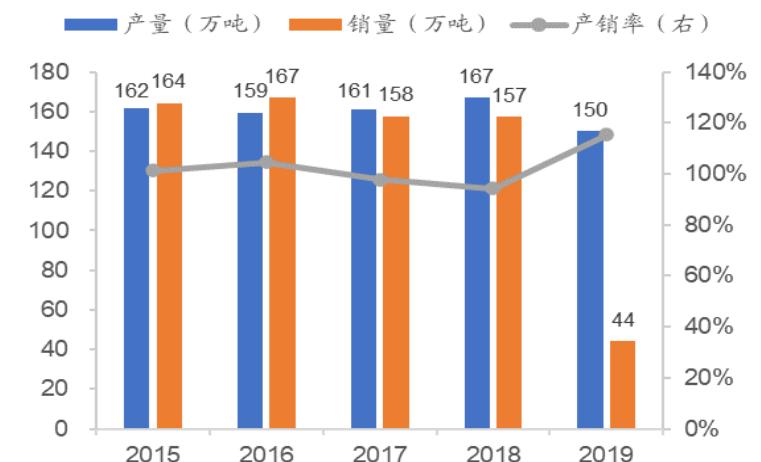
图 15：钒钛铁精矿（55%）产量下滑，向61%过渡



资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

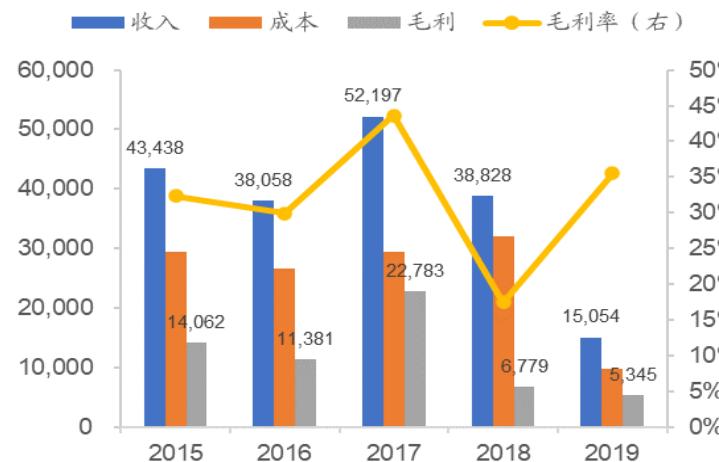
注: 2019年度钒钛磁铁矿（55%）的产销率为: [实际销量+生产钒钛铁精矿（61%）耗用]/产量。

图 16：钒钛铁精矿（55%）产销率较高



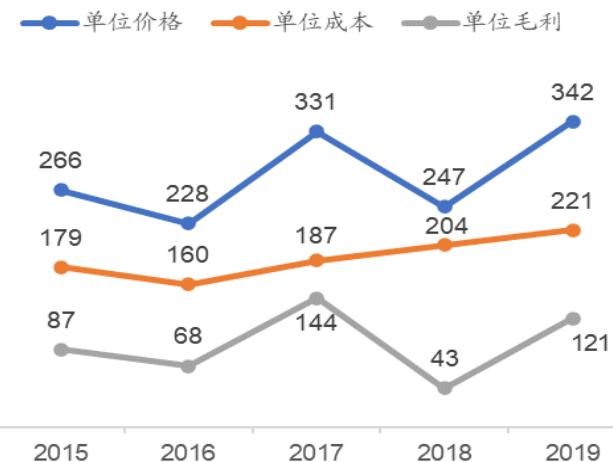
资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

图 17: 钒钛铁精矿 (55%) 盈利情况 (万元)



资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

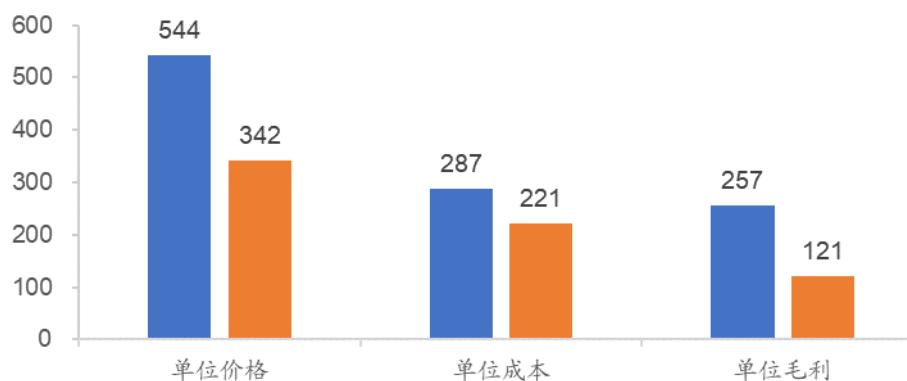
图 18: 钒钛铁精矿 (55%) 单位价格、成本及毛利 (元/吨)



资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

图 19: 钒钛铁精矿 (61%) 盈利能力优于钒钛铁精矿 (55%) (单位: 元/吨)

■ 钒钛铁精矿 (61%) ■ 钒钛铁精矿 (55%)



资料来源:公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 公司具备外延式扩张的潜力

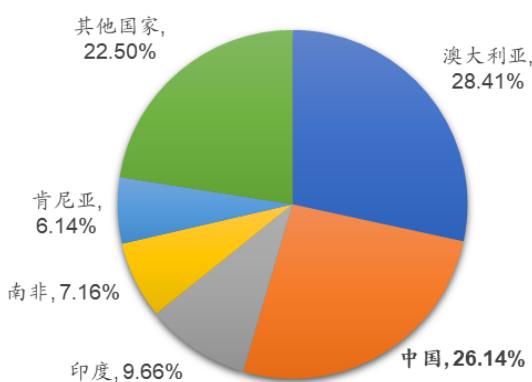
公司目前拥有的潘家田钛铁矿资源能够满足公司长期持续发展，但除此之外公司并没有其他储备资源，这将限制公司产能继续扩张。由于公司目前资产负债率低、现金流充裕，且融资渠道畅通，加之公司多年的钛铁矿开采运营经验和成熟的技术团队，公司具备外延式资源并购的能力；同时，攀西地区环保、安全不达标的小散矿山正面临退出压力，公司作为龙头企业，目前正是进行产能整合的最佳时期。公司在招股书中表示，将成立战略发展部，立足攀西，放眼全球，跟踪调研资源信息，寻找优质资源，为公司更进一步扩大资源储备奠定坚实的基础。

## 供给收缩，钛精矿价格有望继续上涨

### 2019 年全球钛矿资源储量和产量增速下滑

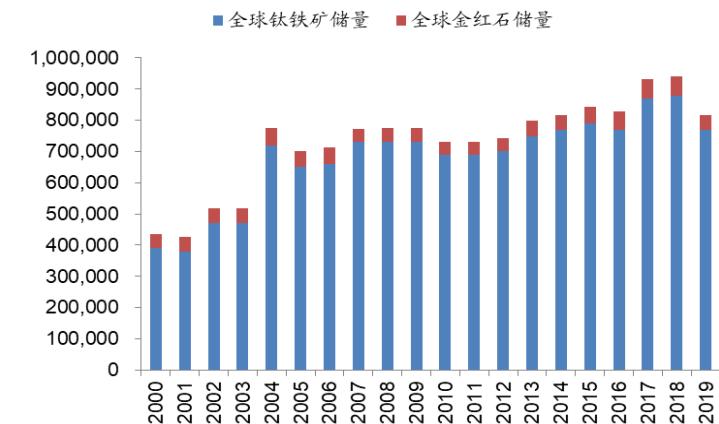
钛资源主要以钛铁矿和金红石两种形式存在，其中以钛铁矿为主。据 USGS，截至 2019 年末，全球钛资源储量 8.17 亿吨（以二氧化钛计），同比下滑 13%；其中钛铁矿储量占比 94%，金红石储量占比 6%。全球的钛铁矿资源主要集中在澳大利亚、中国、印度、南非和肯尼亚，其中澳大利亚占 28.41%，中国占 26.14%，位居全球储量第二。金红石则主要分布在澳大利亚、印度等地，我国金红石资源极少。

图 20：全球钛铁矿储量分布（以二氧化钛计）



资料来源:USGS, 信达证券研发中心

图 21：全球金钛资源储量变化（千公吨）



资料来源:USGS, 信达证券研发中心

全球钛矿产量增速下滑，供给处于收缩态势。近年来随着老矿山的陆续关停以及矿山罢工停产事件的出现，导致钛铁矿矿山在2014-2017年产量偏低，2018年增速快速上升，但2019年又开始下降。全球金红石产量增速在2015-2018年间大幅降低，2019年有所提升，但仍处于较低水平。近几年钛矿供给整体有所收缩，全球钛矿龙头力拓旗下有两个钛矿及肯梅尔和贝斯旗下矿山钛矿产量均有所下滑。

图 22: 全球钛铁矿产量及其变化 (千公吨)



资料来源:USGS, 信达证券研发中心

图 23: 全球金红石产量及其变化 (千公吨)



资料来源:USGS, 信达证券研发中心

表 4: 全球主要钛矿龙头企业钛资源储量及产量变化 (百万吨)

| 公司        | 矿山  | 钛资源         | 指标        | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|-----|-------------|-----------|------|------|------|------|
| 力拓        | QMM | 钛铁矿         | 资源量       | 449  | 447  | 405  | 382  |
|           |     |             | 资源量品位 (%) | 3.5  | 3.5  | 3.5  | 3.5  |
|           |     |             | 储量        | 1435 | 1413 | 1427 | 1427 |
|           |     |             | 储量品位 (%)  | 4.2  | 4.2  | 4.1  | 4.1  |
| Rio Tinto | RBM | 海滨砂型钛铁矿、金红石 | 产量        | 5.9  | 5.9  | 5.7  | 5.3  |
|           |     |             | 资源量       | 1801 | 1686 | 1584 | 1500 |
|           |     |             | 资源量品位 (%) | 2.2  | 2.3  | 2.4  | 2.4  |
|           |     |             | 储量        | 16   | 15   | 15   | 13   |

|                |        |         |           |          |       |       |       |
|----------------|--------|---------|-----------|----------|-------|-------|-------|
|                |        |         | 储量品位 (%)  | 14.8     | 14.6  | 13.3  | 13.8  |
|                |        |         | 产量        | 12.7     | 12.5  | 11.9  | 11.7  |
|                |        |         | 资源量       | 128      | 120   | 119   | 149   |
|                |        |         | 资源量品位 (%) | 83.1     | 83.2  | 83.2  | 80.3  |
| RTFT           | 钛铁矿    |         | 储量        | 19       | 19    | 19    | 27    |
|                |        |         | 储量品位 (%)  | 84.6     | 84.6  | 81.6  | 84.6  |
|                |        |         | 产量        | 42.2     | 39.6  | 39.1  | 47.4  |
| 肯梅尔<br>Kenmare | Moma   | 钛铁矿、金红石 | 矿石量       | 6507     | 6307  | 6333  | 6371  |
|                |        |         | 重矿品位 (%)  | 2.9      | 2.9   | 2.9   | 2.9   |
|                |        |         | 钛铁矿品位 (%) | 2.4      | 2.4   | 2.4   | 2.4   |
|                |        |         | 金红石品位 (%) | 0.05     | 0.052 | 0.052 | 0.052 |
|                |        |         | 矿石量       | 1525     | 1742  | 1678  | 1584  |
|                |        |         | 重矿品位 (%)  | 3.2      | 3.4   | 3.3   | 3.3   |
| 贝斯<br>Base     | Kwale  | 钛铁矿、金红石 | 钛铁矿品位 (%) | 2.6      | 2.8   | 2.7   | 2.7   |
|                |        |         | 金红石品位 (%) | 0.6      | 0.061 | 0.06  | 0.06  |
|                |        |         | 产量        | 钛铁矿      | 903   | 998   | 958   |
|                |        |         | (千吨)      | 金红石      | 7.8   | 9.1   | 8.2   |
|                |        |         | 资源量       | 矿石量      | 134.6 | 147.3 | 134   |
|                |        |         |           | 重矿品位 (%) | 4.2   | 3.5   | 3.1   |
| Ranobe         | Ranobe | 钛铁矿、金红石 | 钛铁矿品位 (%) | 57       | 57    | 57    | 52    |
|                |        |         | 金红石品位 (%) | 13       | 13    | 13    | 13    |
|                |        |         | 储量        | 矿石量      | 102.5 | 91.3  | 80    |
|                |        |         |           | 品位 (%)   | 4.6   | 4.3   | 3.9   |
|                |        |         | 钛铁矿品位 (%) | 58       | 58    | 56    | 57    |
|                |        |         | 金红石品位 (%) | 13       | 13    | 13    | 13    |
|                |        |         | 产量        | 钛铁矿      | 470   | 453   | 341   |
|                |        |         | (千吨)      | 金红石      | 91    | 96    | 79    |
|                |        |         | 资源量       | 矿石量      |       | 857   | 1293  |
|                |        |         |           | 重矿品位 (%) |       | 6.2   | 5.1   |

|            |           |    |     |
|------------|-----------|----|-----|
|            | 钛铁矿品位 (%) | 72 | 72  |
|            | 金红石品位 (%) | 2  | 2   |
| <b>储量</b>  | <b>总量</b> |    | 586 |
|            | 品位 (%)    |    | 6.5 |
|            | 钛铁矿品位 (%) |    | 75  |
|            | 金红石品位 (%) |    | 1.1 |
| <b>未投产</b> |           |    |     |

资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

注: 肯梅尔公司钛铁矿和金红石品位为原矿品位; 贝斯公司钛铁矿和金红石品位为重矿物中的品位。

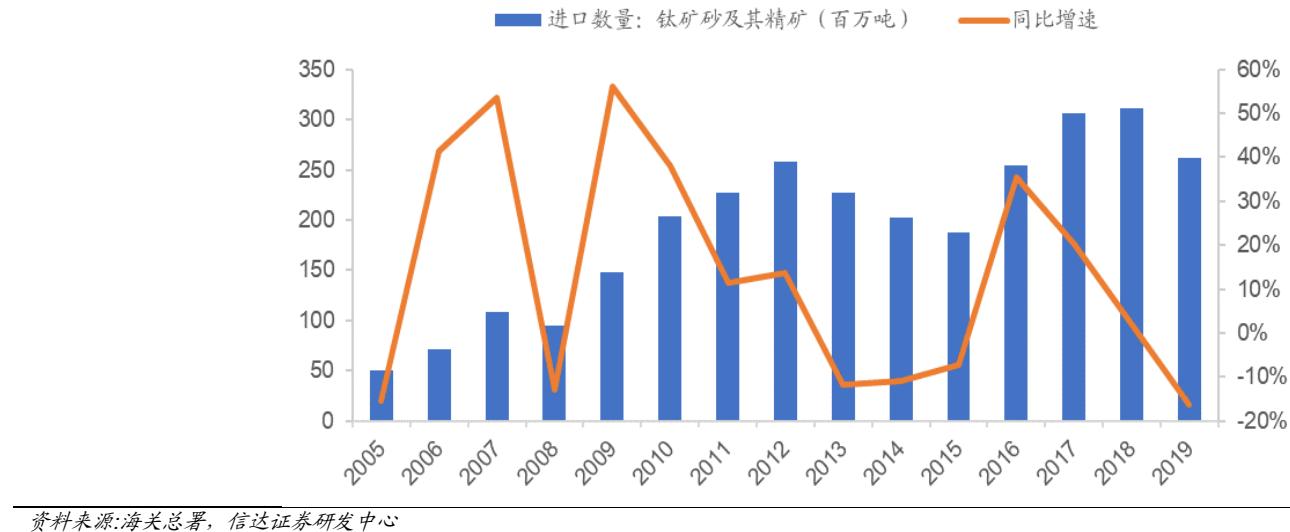
### 国内钛资源高品位产品主要依赖进口, 2019 年进口开始下滑

中国钛资源均为多金属伴生矿, 存在品位低、开采难度大的特点。中国钛资源主要以钛铁矿的形式存在于四川地区的钒钛磁铁矿中, 虽资源丰富, 但品位较低, 采选冶炼技术难度较大, 对于高品位优质钛精矿的需求只能通过进口来满足。

海外资源供应收紧, 钛矿进口量开始下滑。近年来, 中国钛铁矿产量占全球比例不断提高 (2019 年占比 30%), 四川钛精矿产量占全国比例也不断提高 (2019 年占比 79%), 叠加海外钛矿供应收紧, 中国钛矿进口增速有所下降。2019 年中国钛白粉总产量达到 323.98 万吨, 根据钛精矿消耗量/钛白粉产量=2.3 的比例推算, 2019 年国内生产钛白粉消耗的钛精矿约为 745.15 万吨, 加上海绵钛等对钛精矿的部分需求, 钛精矿供给缺口大于 268 万吨。钛精矿产量不足部分从莫桑比克、澳大利亚、肯尼亚、越南、南非、印度等国家进口, 2018 年中国进口钛精矿的总量为 311.8 万吨, 约占全国总需求量的 46%; 2019 年中国进口钛精矿的总量为 285.99 万吨, 约占全国总需求量的 38.38%, 进口下滑明显。

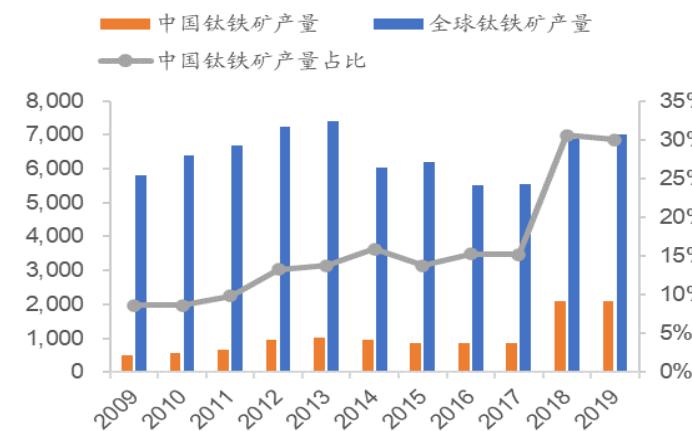
我国钛精矿产能龙头集中度有望进一步提升。与海外龙头钛矿公司相比, 我国的钛矿产能集中度仍偏低, 未来随着环保趋严, 小企业产能将逐步退出, 龙头企业通过并购整合, 产业集中度有望进一步提升。同时, 今年以来部分龙头钛矿企业也同样面临产量下滑的窘境。

图 24: 2019 年我国钛矿进口量下滑



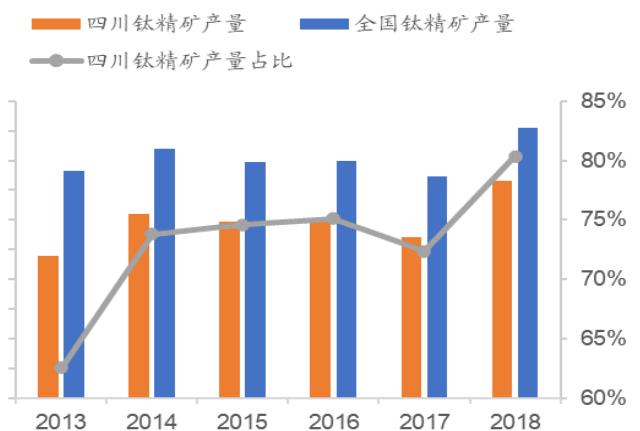
资料来源:海关总署, 信达证券研发中心

图 25: 中国钛铁矿产量占全球比例不断提高 (千公吨)



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 26: 四川钛精矿产量占全国比例不断提高 (万吨)



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

表 5：全球主要钛矿公司 TiO<sub>2</sub> 产能对比

| 矿业公司        | 国家/地区 | 矿山分布               | 钛原料产品                | TiO <sub>2</sub> 产能 (万吨/年) |
|-------------|-------|--------------------|----------------------|----------------------------|
| 力拓 RioTinto | 英国    | 加拿大 RTFT、马达加斯加 QMM | 金红石、氯化渣、酸溶渣          | 170                        |
| 爱禄卡 iluka   | 澳大利亚  | 西澳大利亚州、维多利亚州       | 钛精矿、金红石              | 110                        |
| 特诺 Tronox   | 美国    | 南非 KZN、澳大利亚 Tiwest | 钛精矿、钛渣、人造金红石、金红石、白钛石 | 75                         |
| 克罗诺斯 Kronos | 挪威    | 挪威 Tellnes         | 钛精矿                  | 40                         |
| 肯梅尔 Kenmare | 爱尔兰   | 莫桑比克 Moma          | 钛精矿、金红石              | 33                         |
| 科斯特 Cristal | 澳大利亚  | 澳大利亚 Bunbury       | 钛精矿、金红石、白钛石          | 27                         |
| 攀钢矿业        | 四川    | 白马、朱家包包            | 钛精矿                  | 80                         |
| 龙蟒矿冶        | 四川    | 红格                 | 钛精矿                  | 60                         |
| 重钢西昌        | 四川    | 太和 (西昌)            | 钛精矿                  | 40                         |
| 安宁股份        | 四川    | 潘家田                | 钛精矿                  | 53                         |

资料来源:《全球钛资源现状概述》，信达证券研发中心

### 钛白粉、海绵钛对钛精矿的需求稳定增长

钛精矿的下游产品主要为钛白粉和海绵钛，其中 90%集中在钛白粉的生产，仅有约 8%用于海绵钛的生产。钛白粉作为目前世界上品质最好的白色颜料，主要用于生产涂料、塑料、造纸及油墨；海绵钛经加工为钛材后应用于航空航天、建筑、石油

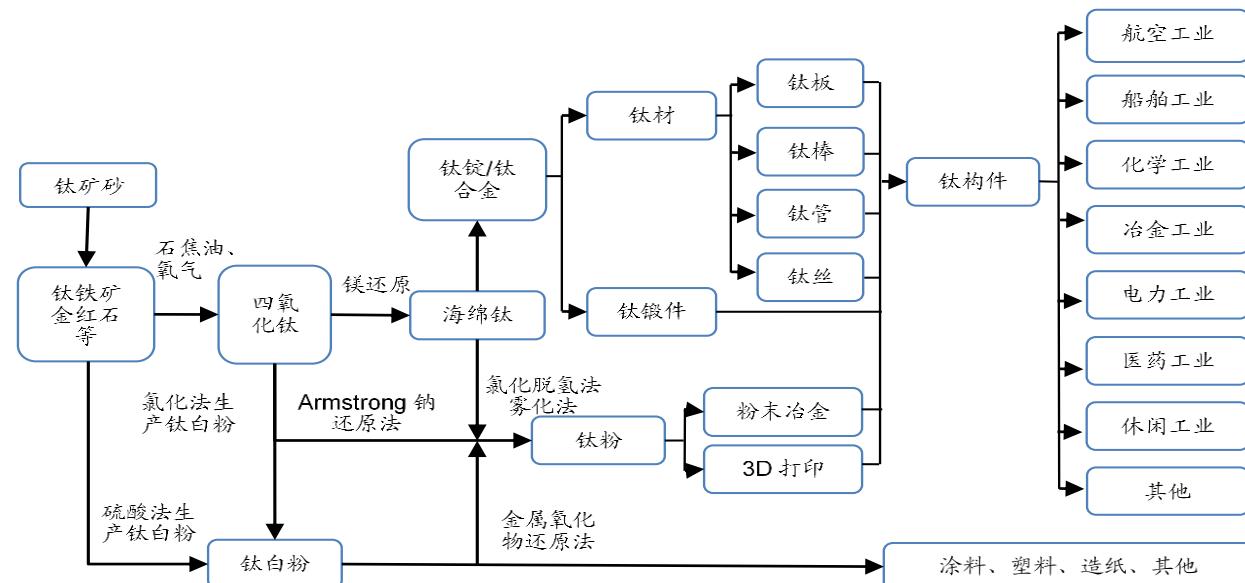
化工、舰船、医疗等军工和高端工业领域。

**中国是全球钛白粉生产和消费第一大国。**钛白粉广泛应用于涂料、塑料、造纸、油墨等领域，是国民经济发展的晴雨表。我国是全球钛白粉生产和消费第一大国（2019年中国钛白粉产能占全球42%），过去十年，钛白粉产能产量逐年上涨，2009年-2019年，国内钛白粉年产量从104.7万吨增长到323.98万吨，复合增长率为12%。

与欧美国家相比，我国的钛白粉人均消费量还有较大的增长空间。目前欧美国家钛白粉人均消费量达4千克，我国人均消费量约2千克，存在一定差距。近年来，钛白粉的需求逐步上涨，以占据钛白粉市场份额60%的涂料为例，产量年增长率在5%-10%之间，增速较为稳定。未来随着我国经济经济的不断发展，钛白粉行业对钛精矿的需求将会持续稳定的增加。

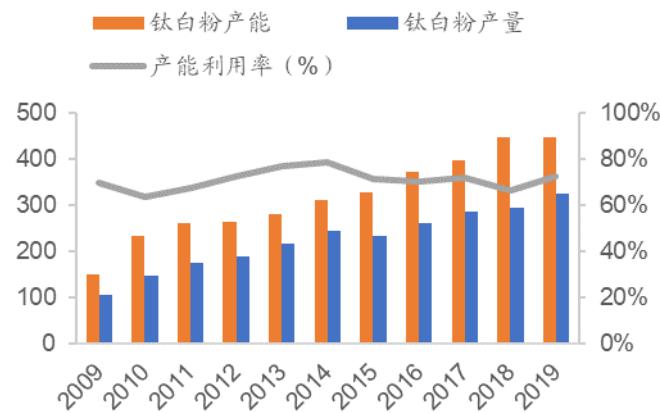
**中国产业升级和高端制造业发展将带动海绵钛需求快速增长。**海绵钛经过进一步熔铸后用于加工成为高附加值和高技术壁垒的钛材，应用于航空航天、建筑、石油化工、舰船、医疗等军工和高端工业领域。未来随着我国经济结构的不断调整，高端制造业突飞猛进，对海绵钛的需求将会不断增长。尤其军工、航空领域高端钛材的需求将进入加速增长期，也将有效带动钛矿需求的增长。

图 27: 钛产业链



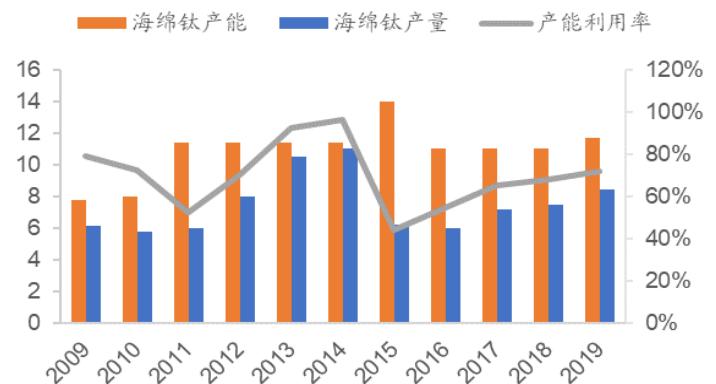
资料来源:信达证券研发中心

图 28: 中国钛白粉产能不断增加 (万吨)



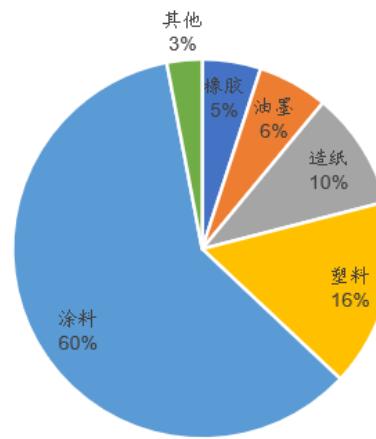
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 29: 中国海绵钛产量不断增加 (万吨)



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 30: 钛白粉终端应用领域 (60%为涂料)



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 31: 涂料产量稳步增长



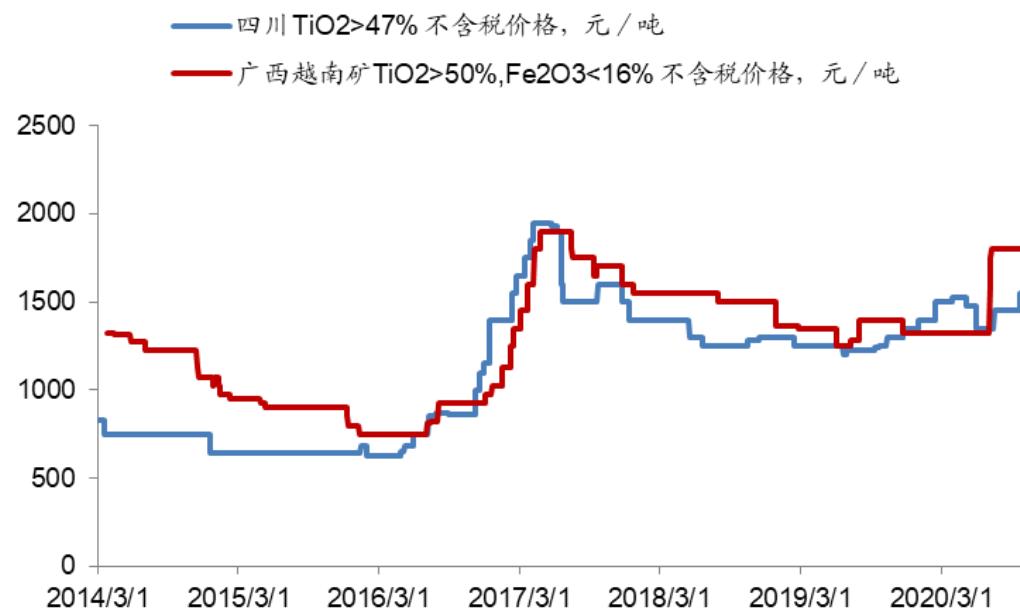
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

## 供给紧缩，需求复苏，钛精矿价格有望继续缓慢上涨

中国目前 50%以上的钛精矿依赖进口，受疫情影响，海外钛矿供应收紧，2020 年 Q3 中国钛精矿进口量环比下滑 14.5%。国内方面，随着环保、安全等不合规的小型钒钛磁铁矿采选企业的陆续关停，预计将有一段时间的矿山整合期，小产能逐步出清。供给的整体收紧加上钛白粉需求的稳定增长，钛精矿价格持续上涨，四川钛精矿价格年初以来上涨了约 40%，未来有望继续缓慢上涨。

进口钛精矿由于运抵内陆省份具有较高的运输成本，因此进口钛精矿价格略高于国内价格，国内钛精矿产品在价格竞争上具有相对优势，对钛精矿享有议价权的龙头公司将明显受益。

图 32：国内钛精矿和进口钛精矿价格均上涨（元/吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

随着公司“钒钛磁铁矿提质增效技改项目”和潘家田铁矿技改扩能项目“的实施，未来钛精矿继续维持 53 万吨/年的产能，但随着技改项目推进，产能利用率有望进一步提升，产量仍有小幅上涨空间，假设 2020-2022 年产销量每年维持 10%的增速；而钒钛铁精矿将由 160 万吨 55%品位的产能逐渐提升至 180 万吨 61%品位的产能，我们假设 2020-2022 年产能为 150 万吨/年，产销量每年维持 10%的增长。

目前钛精矿和钒钛铁精矿供需关系紧张，预计未来钛精矿和铁精矿价格继续维持小幅上涨趋势，我们假设 2020-2022 年钛精矿税后价格分别为 1550、1783、2050 元/吨，钒钛铁精矿（61%）税后价格为 611.1、672.2、739.4 元/吨。钛精矿和铁精矿成本总体维持稳定，我们假设 2020-2022 年钛精矿的单位成本维持 2020 年上半年 375 元/吨的水平，钒钛铁精矿（61%）的单位成本维持 2020 年上半年 292.4 元/吨的水平。

表 6：盈利预测关键条件假设

| 产品         | 项目   | 单位       | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|------------|------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 钛精矿        | 产能   | 万吨/年     | 53      | 53      | 53      | 53      |
|            | 产量   | 万吨       | 54.52   | 54.52   | 59.97   | 65.97   |
|            | 销量   | 万吨       | 49.12   | 54.52   | 59.97   | 65.97   |
|            | 销售均价 | 元/吨（不含税） | 1377    | 1,550   | 1,783   | 2,050   |
|            | 单位成本 | 元/吨（不含税） | 326     | 375     | 375     | 375     |
| 钒钛铁精矿（61%） | 产能   | 万吨/年     | 120     | 150     | 150     | 150     |
|            | 产量   | 万吨       | 113     | 128     | 141     | 155     |
|            | 销量   | 万吨       | 99      | 140     | 141     | 155     |
|            | 销售均价 | 元/吨（不含税） | 544     | 611.1   | 672.2   | 739.4   |
|            | 单位成本 | 元/吨（不含税） | 287     | 292.4   | 292.4   | 292.4   |
| 合计         | 营业收入 | 万元       | 137,488 | 170,841 | 202,136 | 250,300 |
|            | 营业成本 | 万元       | 54,752  | 61,918  | 64,115  | 70,474  |
|            | 毛利   | 万元       | 82,736  | 108,923 | 138,021 | 179,826 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

## 估值与投资评级

结合公司产能技改节奏和产品价格趋势，预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 7.08、9.45、12.63 亿元，EPS 分别为 1.77、2.36、3.15 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 21x、16x、12x。由于公司是 A 股唯一的钛矿采选标的，在钛矿子行业无可比公司，因此我们选取有色金属行业中盈利水平（毛利率）及市值规模与公司相近的铅锌银矿采选企业作为可比公司，发现公司估值低于可比公司平均估值。考虑公司未来钒钛铁精矿产能提升且钛精矿价格有望继续上涨，以及公司健康的财务状况，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 7：可比公司估值比较表（2020-11-6）

| 公司名称 | 公司代码      | 主营业务   | 市值<br>(亿元) | 净利润（百万元） |       |       |      | PE (x) |       |  |
|------|-----------|--------|------------|----------|-------|-------|------|--------|-------|--|
|      |           |        |            | 2019     | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E  | 2021E |  |
| 盛达资源 | 000603.SZ | 铅锌银矿采选 | 106        | 448      | 456   | 579   | 23   | 23     | 16    |  |
| 银泰黄金 | 000975.SZ | 金银矿采选  | 293        | 864      | 1356  | 1668  | 31   | 22     | 18    |  |
| 华钰矿业 | 601020.SH | 铅锌锑矿采选 | 140        | 125      | 160   | 380   | 38   | 40     | 17    |  |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

新冠疫情秋冬季节的二次爆发及持续对全球经济影响超预期，导致钛精矿的进出口以及钛白粉需求受到影响，进而影响钛精矿价格，使公司盈利出现较大波动；公司的提质增效技改项目进度低于预期。

利润表

| 会计年度              | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>       | 1375  | 1708  | 2021  | 2503  |
| %同比增速             | 12%   | 24%   | 18%   | 24%   |
| <b>营业成本</b>       | 548   | 619   | 641   | 705   |
| <b>毛利</b>         | 827   | 1089  | 1380  | 1798  |
| %营业收入             | 60%   | 64%   | 68%   | 72%   |
| <b>税金及附加</b>      | 42    | 53    | 62    | 77    |
| %营业收入             | 3%    | 3%    | 3%    | 3%    |
| <b>销售费用</b>       | 107   | 103   | 121   | 150   |
| %营业收入             | 8%    | 6%    | 6%    | 6%    |
| <b>管理费用</b>       | 85    | 77    | 91    | 113   |
| %营业收入             | 6%    | 5%    | 5%    | 5%    |
| <b>研发费用</b>       | 41    | 51    | 61    | 75    |
| %营业收入             | 3%    | 3%    | 3%    | 3%    |
| <b>财务费用</b>       | 7     | -6    | -30   | -45   |
| %营业收入             | 1%    | 0%    | -1%   | -2%   |
| <b>资产减值损失</b>     | -9    | -42   | -42   | -42   |
| <b>信用减值损失</b>     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| <b>其他收益</b>       | 16    | 19    | 23    | 28    |
| <b>投资收益</b>       | 42    | 26    | 30    | 38    |
| <b>净敞口套期收益</b>    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>公允价值变动收益</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产处置收益</b>     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>       | 598   | 816   | 1087  | 1453  |
| %营业收入             | 43%   | 48%   | 54%   | 58%   |
| <b>营业外收支</b>      | -2    | -3    | -3    | -3    |
| <b>利润总额</b>       | 596   | 813   | 1084  | 1450  |
| %营业收入             | 43%   | 48%   | 54%   | 58%   |
| <b>所得税费用</b>      | 77    | 105   | 140   | 187   |
| <b>净利润</b>        | 519   | 708   | 945   | 1263  |
| %营业收入             | 38%   | 41%   | 47%   | 50%   |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | 519   | 708   | 945   | 1263  |
| %同比增速             | 6%    | 36%   | 33%   | 34%   |
| <b>少数股东损益</b>     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>EPS (元/股)</b>  | 1.29  | 1.77  | 2.36  | 3.15  |

基本指标

| 会计年度             | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>EPS</b>       | 1.29  | 1.77  | 2.36  | 3.15  |
| <b>BVPS</b>      | 5.85  | 10.40 | 12.76 | 15.91 |
| <b>PE</b>        | 0.00  | 21.07 | 15.80 | 11.81 |
| <b>PEG</b>       | 0.00  | 0.58  | 0.47  | 0.35  |
| <b>PB</b>        | 0.00  | 3.58  | 2.92  | 2.34  |
| <b>EV/EBITDA</b> | -     | 9.99  | 8.83  | 7.43  |
| <b>ROE</b>       | 22%   | 17%   | 18%   | 20%   |
| <b>ROIC</b>      | 21%   | 17%   | 18%   | 18%   |

单位: 百万元

资产负债表

| 会计年度                | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>货币资金</b>         | 335   | 760   | 290   | 250   |
| <b>交易性金融资产</b>      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>应收账款及应收票据</b>    | 591   | 734   | 868   | 1075  |
| <b>存货</b>           | 96    | 109   | 112   | 124   |
| <b>预付账款</b>         | 10    | 11    | 12    | 13    |
| <b>其他流动资产</b>       | 6     | 7     | 8     | 10    |
| <b>流动资产合计</b>       | 1038  | 1621  | 1291  | 1472  |
| <b>可供出售金融资产</b>     |       |       |       |       |
| <b>持有至到期投资</b>      |       |       |       |       |
| <b>长期股权投资</b>       | 267   | 267   | 267   | 267   |
| <b>投资性房地产</b>       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>固定资产合计</b>       | 1077  | 2154  | 3230  | 4307  |
| <b>无形资产</b>         | 315   | 630   | 945   | 1260  |
| <b>商誉</b>           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>递延所得税资产</b>      | 17    | 17    | 17    | 17    |
| <b>其他非流动资产</b>      | 333   | 266   | 199   | 132   |
| <b>资产总计</b>         | 3046  | 4954  | 5948  | 7454  |
| <b>短期借款</b>         | 0     | 0     | 0     | 147   |
| <b>应付票据及应付账款</b>    | 320   | 362   | 375   | 412   |
| <b>预收账款</b>         | 122   | 152   | 180   | 223   |
| <b>应付职工薪酬</b>       | 30    | 34    | 35    | 39    |
| <b>应交税费</b>         | 34    | 42    | 50    | 62    |
| <b>其他流动负债</b>       | 2     | 2     | 2     | 3     |
| <b>流动负债合计</b>       | 509   | 593   | 643   | 886   |
| <b>长期借款</b>         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>应付债券</b>         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>递延所得税负债</b>      | 5     | 5     | 5     | 5     |
| <b>其他非流动负债</b>      | 185   | 185   | 185   | 185   |
| <b>负债合计</b>         | 698   | 782   | 832   | 1075  |
| <b>归属于母公司的所有者权益</b> | 2348  | 4171  | 5116  | 6379  |
| <b>少数股东权益</b>       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>股东权益</b>         | 2348  | 4171  | 5116  | 6379  |
| <b>负债及股东权益</b>      | 3046  | 4954  | 5948  | 7454  |

单位: 百万元

现金流量表

| 会计年度              | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流量净额</b> | 656   | 1264  | 1480  | 1759  |
| <b>投资</b>         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资本性支出</b>      | -114  | -1981 | -1980 | -1980 |
| <b>其他</b>         | 29    | 26    | 30    | 38    |
| <b>投资活动现金流量净额</b> | -84   | -1955 | -1950 | -1943 |
| <b>债权融资</b>       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>股权融资</b>       | 0     | 41    | 0     | 0     |
| <b>银行贷款增加(减少)</b> | 0     | 0     | 0     | 147   |
| <b>筹资成本</b>       | -7    | 0     | 0     | -3    |
| <b>其他</b>         | -108  | 1075  | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流量净额</b> | -114  | 1115  | 0     | 144   |
| <b>现金净流量</b>      | 129   | 425   | -470  | -39   |

单位: 百万元

## 研究团队简介

**娄永刚**, 金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会, 曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心, 担任金属和新材料行业首席分析师。

**黄礼恒**, 金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学(北京)矿床学硕士, 2017年任广发证券有色金属行业研究员, 2020年4月加入信达证券研究开发中心, 从事有色及新能源研究。

**董明斌**, 中国科学技术大学物理学硕士, 2020年4月加入信达证券研究开发中心, 从事建材及钢铁研究。

**云琳**, 乔治华盛顿大学金融学硕士, 2020年3月加入信达证券研究发展中心, 从事贵金属及小金属研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁泉  | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张华  | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 唐蕾  | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |
| 华北 | 魏冲  | 18340820155 | weichong@cindasc.com     |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com  |
| 华东 | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsya@cindasc.com       |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com  |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com  |
| 华南 | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                | 行业投资评级          |
|---|-----------------------|-----------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入：股价相对强于基准 20% 以上；   | 看好：行业指数超越基准；    |
|   | 增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性：行业指数与基准基本持平； |
|   | 持有：股价相对基准波动在±5%之间；    | 看淡：行业指数弱于基准。    |
|   | 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。    |                 |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。