

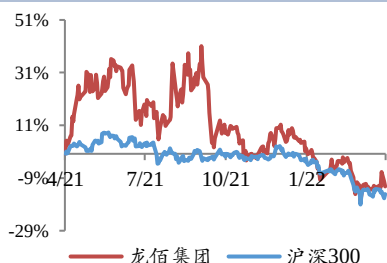
业绩倍增创历史新高，新能源将打造第二增长曲线

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-13

收盘价（元）	23.52
近12个月最高/最低（元）	37.90/22.00
总股本（百万股）	2,381
流通股本（百万股）	1,588
流通股比例（%）	66.68
总市值（亿元）	560
流通市值（亿元）	373

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13671583725

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. Q3 业绩再创新高，“钛白粉+新能源”双轮驱动 2021-10-26
2. 单季度业绩创新高，加码正极材料布局 2021-8-24
3. 加速新能源材料布局，构建产业链一体化优势 2021-08-13

主要观点：

● 事件描述

4月13日，公司发布2021年年报，2021年公司实现营业收入205.66亿元，同比增长45.77%；实现利润总额55.19亿元，同比增长95.70%；归属于上市公司股东净利润46.76亿元，同比增长104.33%。

● 业绩实现翻倍增长，钛白粉高景气度延续。

公司2021年业绩实现翻倍增长，归母净利润达到46.76亿元，同比增长104.33%，扣非后归母净利润为46.14亿元，同比增长83.97%。其中，Q4实现归母净利润8.46亿元，同比增长149.48%。公司业绩创历史新高，主要系钛白粉景气度持续上行，公司钛白粉产品延续量价双升趋势。自2021年以来钛白粉价格持续上涨，2021年钛白粉均价为19156元/吨，同比上涨37.33%。其中2021Q4钛白粉均价为19851元/吨，同比上涨34.34%，环比上涨1.47%。同时钛白粉市场产销两旺，公司围绕钛白粉产销“双九十”的目标，把握行情，提高钛白粉产能利用率，特别是氯化法产能有效释放，虽然原辅材料价格大幅上涨，但是公司垂直一体化的全产业链竞争优势充分显现，公司净利润同比大幅增长。2021年公司生产钛白粉90.22万吨，同比增长10.41%，其中生产硫酸法钛白粉64.61万吨，同比增长6.86%，氯化法钛白粉25.62万吨，同比增长20.52%；共销售钛白粉87.78万吨，同比增长5.46%，其中，国内销量占比51%，国际销量占比49%，销售硫酸法钛白粉62.12万吨，同比减少2.75%，销售氯化法钛白粉25.66万吨，同比增长32.52%。

● 扩建氯化法钛白粉产能，巩固钛白粉龙头地位。

公司作为国内唯一一家同时掌握大型硫酸法和沸腾氯化法两种钛白粉生产工艺全流程的行业龙头，继续扩大氯化法钛白粉产能。公司在50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程的基础上，投资新建20万吨氯化钛白粉及钒钨等稀有金属综合回收示范工程，同时配套建设100万吨/年高盐废水深度处理项目，实现攀枝花钒钛磁铁矿综合利用，继续扩大氯化法钛白粉的技术优势，提升市场竞争力。根据公告，20万吨氯化钛白粉及钒钨等稀有金属综合回收示范工程（配套100万吨高盐废水处理项目）年产高档氯化钛白粉20万吨，盐酸4.3万吨，烧碱10万吨，五氧化二钒400吨，氧化钨20吨，项目总投资35亿元，建设周期4年6个月，目前该项目已在盐边县发展和改革局完成备案。公司氯化法钛白粉产能扩张，有望巩固公司在国内氯化法钛白粉行业的先发优势，优化产品结构，增强市场竞争能力，提高市场占有率，未来将成为公司新的利润增长点。

● 加速布局新能源材料领域，培育第二增长曲线。

公司加速布局新能源材料领域，打造“钛白粉+新能源”双轮发展模式。目前公司在新能源材料领域共规划了 5 个项目，包括（1）年产 20 万吨磷酸铁项目，总投资 12 亿元，分三期建设。一、二期分别建设 5 万吨生产线，三期建设 10 万吨生产线，目前一期已经具备投产条件；

（2）年产 10 万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目，总投资 15 亿元，分二期建设。一期建设 2.5 万吨生产线，二期建设 7.5 万吨生产线，目前一期已经具备投产条件；（3）年产 20 万吨磷酸铁锂项目，总投资 20 亿元，分三期建设。一、二期分别建设 5 万吨生产线，三期建设 10 万吨生产线，目前一期已经进入试生产阶段；（4）年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目，总投资 35 亿元，分三期建设。一期、二期分别建设年产 5 万吨锂离子电池石墨负极材料生产线，三期建设年产 10 万吨锂离子电池石墨负极材料生产线。（5）年产 15 万吨电子级磷酸铁锂项目，总投资 20 亿元。

公司加速布局新能源材料领域，拓展磷酸铁及磷酸铁锂、人造石墨负极等电池材料，夯实钛产业优势的同时继续扩大氯化法钛白粉产能，未来有望形成“钛白粉+新能源”双轮发展模式，实现从资源综合利用到新材料生产的转型，持续向下游延伸构建一体化优势。

● 产业链一体化优势明显，打造“大化工、低成本”标杆企业

公司打造“钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金”完整钛产业链，拥有 101 万吨/年产能，将充分受益本轮钛白粉景气周期并实现规模化和一体化优势。此外公司在氯化法全产业链、技术改进及国产化等方面具有明显优势，公司原料钛矿的配套、规模效应和循环经济效应所带来的高质量低成本竞争优势也已逐步显现。同时，氯化法生产工艺在节能环保方面具备显著优势，长期来看，符合国家“碳达峰”、“碳中和”的政策要求。公司先后共规划 30 万吨氯化法钛白粉产能，进一步调整公司产品结构，提高公司钛白粉产品在高端领域应用中的比例，提高市占率，同时优化资源配置，增强公司可持续发展能力，同时加大新能源正极材料、负极材料产业布局，坚持在产业化中落实“大化工”和“低成本”两大目标，打造循环经济标杆企业。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 56.85、68.74、75.77 亿元，同比增速为 21.6%、20.9%、10.2%。对应 PE 分别为 10、8、7 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- （1）原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- （2）安全生产风险；
- （3）环境保护风险；
- （4）项目投产进度不及预期

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20566	27327	30933	25724
收入同比 (%)	45.8%	32.9%	13.2%	-16.8%
归属母公司净利润	4676	5685	6873	7576
净利润同比 (%)	104.3%	21.6%	20.9%	10.2%
毛利率 (%)	41.9%	38.5%	39.1%	47.6%
ROE (%)	24.7%	23.1%	21.8%	19.4%
每股收益 (元)	2.12	2.39	2.89	3.18
P/E	14.56	9.85	8.15	7.39
P/B	3.60	2.28	1.78	1.43
EV/EBITDA	9.86	6.50	5.49	5.15

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15777	14679	19000	15672	营业收入	20566	27327	30933	25724
现金	6287	1984	5054	4684	营业成本	11943	16810	18845	13470
应收账款	1967	3248	3561	2910	营业税金及附加	272	320	371	317
其他应收款	38	64	67	56	销售费用	468	1263	944	853
预付账款	598	1041	1129	794	管理费用	1114	1011	1145	952
存货	4516	6050	6843	4911	财务费用	176	160	83	15
其他流动资产	2370	2291	2345	2317	资产减值损失	-51	-62	-66	-66
非流动资产	29554	35421	40710	46086	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2317	2317	2317	2317	投资净收益	-104	-180	-204	-156
固定资产	11053	14242	16913	19662	营业利润	5554	6802	8262	9037
无形资产	2770	3473	4065	4633	营业外收入	11	20	20	20
其他非流动资产	13414	15389	17416	19475	营业外支出	46	20	20	20
资产总计	45331	50099	59710	61759	利润总额	5519	6802	8262	9037
流动负债	19943	18962	21625	16009	所得税	783	1061	1322	1380
短期借款	4624	0	0	0	净利润	4735	5741	6940	7658
应付账款	3551	5023	5615	4016	少数股东损益	59	56	67	81
其他流动负债	11768	13939	16010	11993	归属母公司净利润	4676	5685	6873	7576
非流动负债	4599	4599	4599	4599	EBITDA	7271	9121	10239	10982
长期借款	3799	3799	3799	3799	EPS（元）	2.12	2.39	2.89	3.18
其他非流动负债	800	800	800	800					
负债合计	24542	23562	26225	20609					
少数股东权益	1871	1927	1994	2076					
股本	2381	2381	2381	2381					
资本公积	14084	14084	14084	14084					
留存收益	2453	8145	15026	22609					
归属母公司股东权益	18918	24611	31491	39075					
负债和股东权益	45331	50099	59710	61759					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	4328	8973	10660	7293	营业收入	45.8%	32.9%	13.2%	-16.8%
净利润	4676	5685	6873	7576	营业利润	96.2%	22.5%	21.5%	9.4%
折旧摊销	1513	2181	1786	1828	归属于母公司净利润	104.3%	21.6%	20.9%	10.2%
财务费用	335	331	220	220	获利能力				
投资损失	104	180	204	156	毛利率（%）	41.9%	38.5%	39.1%	47.6%
营运资金变动	-2340	439	1412	-2659	净利率（%）	22.7%	20.8%	22.2%	29.5%
其他经营现金流	7058	5402	5626	10406	ROE（%）	24.7%	23.1%	21.8%	19.4%
投资活动现金流	-5245	-8328	-7377	-7450	ROIC（%）	16.1%	18.4%	18.3%	16.7%
资本支出	-2749	-8061	-7075	-7184	偿债能力				
长期投资	-2516	-80	-90	-100	资产负债率（%）	54.1%	47.0%	43.9%	33.4%
其他投资现金流	20	-187	-212	-165	净负债比率（%）	118.1%	88.8%	78.3%	50.1%
筹资活动现金流	1291	-4955	-220	-220	流动比率	0.79	0.77	0.88	0.98
短期借款	528	-4624	0	0	速动比率	0.53	0.40	0.51	0.62
长期借款	330	0	0	0	营运能力				
普通股增加	349	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.55	0.52	0.42
资本公积增加	4505	0	0	0	应收账款周转率	10.45	8.41	8.69	8.84
其他筹资现金流	-4421	-331	-220	-220	应付账款周转率	3.36	3.35	3.36	3.35
现金净增加额	355	-4303	3070	-370	每股指标（元）				
					每股收益	2.12	2.39	2.89	3.18
					每股经营现金流（薄）	1.82	3.77	4.48	3.06
					每股净资产	7.94	10.34	13.22	16.41
					估值比率				
					P/E	14.56	9.85	8.15	7.39
					P/B	3.60	2.28	1.78	1.43
					EV/EBITDA	9.86	6.50	5.49	5.15

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、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。