

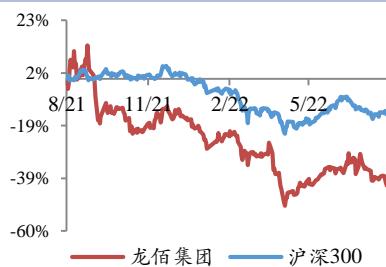
钛白粉产销创新高，新能源项目加速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-22

收盘价（元）	18.31
近 12 个月最高/最低（元）	35.97/15.76
总股本（百万股）	2,390
流通股本（百万股）	1,612
流通股比例（%）	67.45
总市值（亿元）	438
流通市值（亿元）	295

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: 13621792701

邮箱: wangqf@hazq.com

联系人：刘天文

执业证书号: S0010122070031

电话: 18811321533

邮箱: liutw@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月20日，公司发布2022年半年报，报告期内公司实现营业收入124.00亿元，同比增长26.04%；实现归母净利润22.66亿元，同比降低6.93%。

● 钛白粉产销稳步增长，原材料价格上涨致盈利能力承压

2022H1，公司实现营业收入124.00亿元，同比增长26.04%；实现利润总额27.35亿元，同比减少4.23%；归属于上市公司股东净利润22.66亿元，同比减少6.93%。归属于上市公司股东的净利润扣除2022年上半年度分摊的股权激励费用后，较去年同期仍保持正增长。公司收入稳步增长，主要受益于钛白粉产能利用率提升及氯化法新产能释放，报告期内，公司共销售钛白粉46.91万吨，同比增长7.17%。同时母公司海绵钛产销创历史新高，2022年上半年共生产海绵钛13,589.47吨，同比增长169.05%，销售海绵钛14,521.17吨，同比增长142.62%。公司盈利能力有所降低，主要是原辅材料价格大幅上涨所致。报告期内，公司硫酸法钛白粉原材料硫酸价格快速上涨，iFinD数据显示，2022H1硫酸平均价为952.1元/吨，而2021年同期硫酸价格仅为461.5元/吨。截止至2022.8.22，硫酸价格已经回落至394元/吨，公司下半年的营业成本有望回归正常水平。

● 钛白粉受下游需求不振景气度较低，公司新产能逐步释放提振业绩

公司是国内钛白粉行业龙头，现有钛白粉产能111万吨/年，海绵钛产能5万吨/年，规模均居世界前列。由于钛白粉下游终端需求主要为房地产产业链，受到地产行业低迷的影响，钛白粉年内价格整体呈回落趋势。根据iFinD数据显示，截止至2022.8.22，钛白粉现货价报价为1.78万元/吨，相比去年同期价格回落15.42%，行业仍处于下行周期。但是，考虑到目前原材料硫酸价格已经回归正常水平，叠加公司年产20万吨氯化法钛白粉生产线、50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目、年产30万吨硫氯耦合钛材料绿色制造项目也在有序推进中，相关产能有望逐步释放，为公司业绩带来新的增量。同时，根据iFinD数据显示，海绵钛价格仍处于高位且基本企稳，公司海绵钛业务有望维持较高盈利水平。

● 新能源材料产能加速释放，打造业绩第二增长极

从2021年上半年开始，公司充分利用自身优势转型新能源材料产业链，目前已经在磷酸铁、磷酸铁锂及石墨负极等领域实现了技术突破，相关生产线均已建成投产，产品已经形成正常销售，产能利用率正逐渐提升。公司筹划了年产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、年产10万吨锂离子电池用人造

相关报告

- 1.业绩倍增创历史新高，新能源将打造第二增长曲线 2022-04-13
- 2.Q3 业绩再创新高，“钛白粉+新能源”双轮发展 2021-10-26
- 3.单季度业绩创新高，加码正极材料布局 2021-08-24

石墨负极材料项目、年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目、年产 15 万吨电子级磷酸铁锂项目。目前公司具有磷酸铁产能 5 万吨/年, 磷酸铁锂 5 万吨/年, 石墨负极 2.5 万吨/年。预计今年三季度末新增 5 万吨/年石墨化产能, 今年四季度末磷酸铁新增产能 5 万吨/年。随着上述项目产能的加速释放, 有望打造公司业绩第二增长极。

● 积极推进钒电池技术研发, 一体化生产模式逐步成型

全钒液流电池凭借高安全性、高电流耐受能力、超长循环寿命、易扩容、可回收利用等优势, 在长时储能领域具备巨大应用空间。随着全钒液流电池产业化的提速, 这将拉动钒资源需求快速增长。公司拥有丰富的钒资源储备, 截至 2021 年末, 保有钒钛磁铁矿资源量达 13310.72 万吨, 其中钒金属氧化物资源量 32.36 万, 丰富的资源储量使得公司有望充分收益于全钒液流电池产业化带来的红利。同时, 公司也具备高效提钒的技术, 目前公司可以同时从钛白粉生产过程中的废酸和铁精矿中提取钒氧化物, 公司钒钛磁铁矿资源综合利用水平正不断提高, 资源优势正逐步转化为产品竞争优势。而且, 公司还在积极推进钒电池技术的研发。目前, 公司电池材料研究所正在积极推进钒电池相关技术的储备, 未来公司将根据钒电池市场情况, 积极推动钒电池材料产业化, 公司资源+电池一体化的生产模式正逐步成型。

● 投资建议

预计公司 2022 年-2024 年分别实现营业收入 244.87、289.35、351.40 亿元, 实现归母净利润 45.01、53.35、61.97 亿元, 对应 PE 分别为 12X、11X、9X。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

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20566	24487	28935	35140
收入同比 (%)	45.8%	19.1%	18.2%	21.4%
归属母公司净利润	4676	4501	5335	6197
净利润同比 (%)	104.3%	-3.7%	18.5%	16.1%
毛利率 (%)	0.0%	35.7%	34.9%	33.7%
ROE (%)	24.7%	19.2%	18.5%	17.7%
每股收益 (元)	2.12	1.89	2.24	2.60
P/E	14.56	12.44	10.50	9.04
P/B	3.60	2.39	1.95	1.60
EV/EBITDA	-53.03	8.17	7.31	6.35

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					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15777	8603	10987	15069	营业收入	20566	24487	28935	35140
现金	6287	-1861	-733	1360	营业成本	20566	15736	18842	23307
应收账款	1967	2911	3331	3975	营业税金及附加	272	287	347	433
其他应收款	38	57	63	76	销售费用	468	1131	883	1165
预付账款	598	810	898	1068	管理费用	1114	906	1071	1300
存货	4516	4417	5100	6188	财务费用	176	160	166	139
其他流动资产	2370	2270	2328	2402	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	-162	-191	-214
固定资产	11053	14242	16913	19662	营业利润	5554	5386	6414	7392
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	44023	51697	61156	利润总额	5519	5386	6414	7392
流动负债	19943	14082	16361	19549	所得税	783	840	1026	1128
短期借款	4624	0	0	0	净利润	4735	4545	5388	6263
应付账款	3551	3721	4244	5133	少数股东损益	59	44	52	67
其他流动负债	11768	10361	12117	14416	归属母公司净利润	4676	4501	5335	6197
非流动负债	4599	4599	4599	4599	EBITDA	-1351	7727	8479	9427
长期借款	3799	3799	3799	3799	EPS (元)	2.12	1.89	2.24	2.60
其他非流动负债	800	800	800	800					
负债合计	24542	18681	20960	24148					
少数股东权益	1871	1915	1968	2034					
股本	2381	2381	2381	2381					
资本公积	14084	14084	14084	14084					
留存收益	2453	6961	12304	18508					
归属母公司股东权	18918	23427	28769	34973					
负债和股东权益	45331	44023	51697	61156					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4328	5106	8703	9822					
净利润	4676	4501	5335	6197					
折旧摊销	1513	2181	1786	1828					
财务费用	335	331	220	220					
投资损失	104	162	191	214					
营运资金变动	-2340	-2210	1023	1199					
其他经营现金流	7058	6852	4461	5163					
投资活动现金流	-5245	-8306	-7362	-7516					
资本支出	-2749	-8057	-7073	-7193					
长期投资	-2516	-80	-90	-100					
其他投资现金流	20	-169	-199	-223					
筹资活动现金流	1291	-4955	-220	-220					
短期借款	528	-4624	0	0					
长期借款	330	0	0	0					
普通股增加	349	0	0	0					
资本公积增加	4505	0	0	0					
其他筹资现金流	-4421	-331	-220	-220					
现金净增加额	355	-8148	1128	2093					

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阅。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形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。