

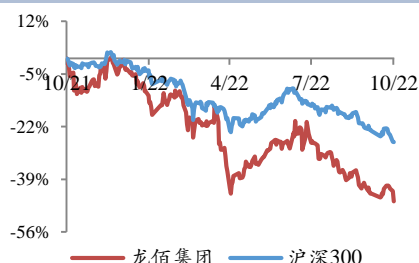
钛白粉产能加速释放，新能源产业链双向布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-25

收盘价(元) 15.06
近12个月最高/最低(元) 28.33/15.06
总股本(百万股) 2,390
流通股本(百万股) 1,659
流通股比例(%) 69.42
总市值(亿元) 360
流通市值(亿元) 250

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

相关报告

1. 钛白粉产销创新高，新能源项目加速推进 2022-08-22

2. 业绩倍增创历史新高，新能源将打造第二增长曲线 2022-04-13

3. Q3 业绩再创新高，“钛白粉+新能源”双轮发展 2021-10-26

主要观点：

● 事件描述

10月24日晚间，公司发布2022年三季报，报告期间公司实现营业收入180.30亿元，同比增长18.08%；实现归母净利润31.73亿元，同比降低17.17%。

● 钛白粉价格低位拖累公司利润，钛产业链加速建设未来增量可观

2022前三季度，公司实现营业收入180.30亿元，同比增长18.08%；实现归母净利润31.73亿元，同比降低17.17%；实现扣非归母净利润31.00亿元，同比减少17.58%。单季度来看，2022年第三季度，公司实现营业收入56.30亿元，同比增长2.95%，环比减少11.09%；归母净利润9.07亿元，同比减少35.02%，环比减少24.54%。公司收入稳步增长，盈利能力有所降低，主要是下游需求低迷导致钛白粉价格下跌拖累了公司利润。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9.27日开始保持不变，锐钛型和金红石型报价分别为1.42万元/吨和1.55万元/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。综上，预计公司钛白粉盈利能力一段时间内将维持稳定。同时，公司也在积极推进新项目的建设，钛白粉方面，年产20万吨氯化法钛白粉生产线建设项目（第一条线10万吨/年）已建成并成功试生产，年产20万吨氯化法钛白粉生产线建设项目（第二条线10万吨/年）正在建设，预计2022年12月建成投产。海绵钛方面，公司投产产能达5万吨/年，形成了云南和甘肃两大海绵钛生产基地，并且9月份已经达到设计产能。此外，公司在建海绵钛产能3万吨/年，建成投产后公司海绵钛产能将达到8万吨/年。钛金属方面，公司拟与甬金股份、焦作汇鸿合资设立河南中源钛业有限公司，建设年产6万吨钛合金新材料项目。随着公司新建产能的相继投产，将为公司带来新的业绩增量，增厚公司利润。

● 新能源材料纵向一体化布局降成本，横向延伸氢能拓展新业务

公司从钛白粉产业链出发，充分利用自身技术和成本优势发展新能源材料，目前进展顺利。公司中报披露，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。根据公司最新公告，年产20万吨电池材料级磷酸铁项目（一期5万吨/年磷酸铁）、年产20万吨锂离子电池材料产业化项目（一期5万吨/年磷酸铁锂）生产线均已建成投产，目前生产线平稳运行，达到预期产能水平。同时，公司积极向上游原材料布局，拟投资建设金昌冶炼副产硫酸资源及氯碱废电石渣综合利用生产40万吨合成金红石项目，预计可形成年产40万吨合成金红石和年产100万吨硫酸亚铁的生产能力，保障了磷酸铁锂原材料硫酸亚铁自给自足。而且，公司正与开源矿业境外子公司

司河南亚非地质工程（坦桑尼亚）有限公司就一宗硬岩锂矿探矿权开展合作，业务进一步延伸至锂资源。此外，公司还将新能源业务横向延伸至氢能领域，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的战略合作，共同推进氢能的发展。

● 投资建议

预计公司 2022 年-2024 年分别实现营业收入 239.44、279.69、341.86 亿元，实现归母净利润 41.03、46.60、55.33 亿元，对应 PE 分别为 9X、8X、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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20617	23944	27969	34186
收入同比（%）	45.6%	16.1%	16.8%	22.2%
归属母公司净利润	4676	4103	4660	5533
净利润同比（%）	104.3%	-12.3%	13.6%	18.7%
毛利率（%）	42.1%	34.3%	32.6%	31.8%
ROE（%）	24.7%	17.8%	16.8%	16.6%
每股收益（元）	2.12	1.72	1.95	2.31
P/E	14.61	8.77	7.72	6.51
P/B	3.61	1.56	1.30	1.08
EV/EBITDA	9.79	5.65	5.19	4.32

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	11929	15108	20219	营业收入	20617	23944	27969	34186
现金	6287	130	1546	4024	营业成本	11943	15736	18842	23307
应收账款	1967	2839	3211	3857	营业税金及附加	272	280	336	421
其他应收款	38	56	60	74	销售费用	468	1106	852	1132
预付账款	598	975	1129	1374	管理费用	1114	886	1035	1265
存货	4516	5664	6842	8497	财务费用	176	160	123	90
其他流动资产	2370	2265	2320	2393	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	-158	-185	-208
固定资产	11053	14242	16913	19662	营业利润	5554	4909	5602	6600
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	47349	55818	66305	利润总额	5519	4909	5602	6600
流动负债	19943	17810	21567	26454	所得税	783	766	896	1007
短期借款	4624	0	0	0	净利润	4735	4143	4705	5592
应付账款	3551	4702	5614	6949	少数股东损益	59	40	46	59
其他流动负债	11768	13108	15952	19505	归属母公司净利润	4676	4103	4660	5533
非流动负债	4599	4599	4599	4599	EBITDA	7322	7254	7627	8590
长期借款	3799	3799	3799	3799	EPS（元）	2.12	1.72	1.95	2.31
其他非流动负债	800	800	800	800					
负债合计	24542	22410	26166	31054					
少数股东权益	1871	1911	1957	2016					
股本	2381	2381	2381	2381					
资本公积	14084	14084	14084	14084					
留存收益	2453	6563	11230	16770					
归属母公司股东权	18918	23028	27695	33235					
负债和股东权益	45331	47349	55818	66305					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4328	7093	8983	10201	成长能力				
净利润	4676	4103	4660	5533	营业收入	45.6%	16.1%	16.8%	22.2%
折旧摊销	1513	2181	1786	1828	营业利润	96.2%	-11.6%	14.1%	17.8%
财务费用	335	331	220	220	归属于母公司净利	104.3%	-12.3%	13.6%	18.7%
投资损失	104	158	185	208	获利能力				
营运资金变动	-2340	184	1992	2255	毛利率（%）	42.1%	34.3%	32.6%	31.8%
其他经营现金流	7058	4055	2807	3435	净利率（%）	22.7%	17.1%	16.7%	16.2%
投资活动现金流	-5245	-8301	-7355	-7509	ROE（%）	24.7%	17.8%	16.8%	16.6%
资本支出	-2749	-8056	-7072	-7192	ROIC（%）	16.3%	14.2%	14.1%	14.2%
长期投资	-2516	-80	-90	-100	偿债能力				
其他投资现金流	20	-165	-193	-217	资产负债率（%）	54.1%	47.3%	46.9%	46.8%
筹资活动现金流	1291	-4955	-220	-220	净负债比率（%）	118.1%	89.9%	88.2%	88.1%
短期借款	528	-4624	0	0	流动比率	0.79	0.67	0.70	0.76
长期借款	330	0	0	0	速动比率	0.53	0.30	0.33	0.39
普通股增加	349	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	4505	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.51	0.50	0.52
其他筹资现金流	-4421	-331	-220	-220	应收账款周转率	10.48	8.43	8.71	8.86
现金净增加额	355	-6157	1415	2478	应付账款周转率	3.36	3.35	3.36	3.35

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	2.12	1.72	1.95	2.31	P/E	14.61	8.77	7.72	6.51
每股经营现金流薄)	1.81	2.97	3.76	4.27	P/B	3.61	1.56	1.30	1.08
每股净资产	7.91	9.63	11.59	13.91	EV/EBITDA	9.79	5.65	5.19	4.32

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。