

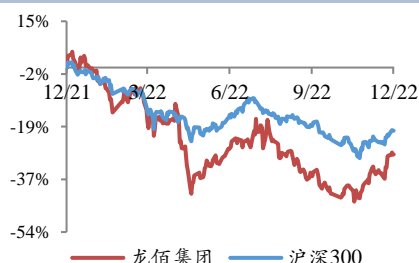
# 股权变更实现业务聚焦，并表振兴矿业资源自给提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-12-08

收盘价（元）	19.02
近 12 个月最高/最低（元）	28.01/14.89
总股本（百万股）	2,390
流通股本（百万股）	1,649
流通股比例（%）	68.98
总市值（亿元）	455
流通市值（亿元）	314

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

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. 钛白粉产能加速释放，新能源产业链双向布局 2022-10-25

2. 钛白粉产销创新高，新能源项目加速推进 2022-08-22

3. 业绩倍增创历史新高，新能源将打造第二增长曲线 2022-04-13

## 主要观点：

### ● 事件描述

12月6日晚间，公司发布公告，拟现金收购云南国钛金属股份有限公司持有的朝阳东锆新材料有限公司 100% 股权，子公司武定国钛金属有限公司拟现金收购龙佰武定钛业有限公司钛矿精选厂及高钛渣生产线相关资产。

### ● 股权结构变更后业务实现聚焦，公司专营化水平进一步提升

公司此次收购云南国钛金属股份有限公司持有的朝阳东锆新材料有限公司 100% 股权，是为了适应行业发展趋势，进一步实现业务聚焦，提升专业化经营水平，充分发挥规模化效应，降低生产成本，提高运营效率，优化资源配置。子公司武定国钛金属有限公司拟现金收购龙佰武定钛业有限公司钛矿精选厂及高钛渣生产线相关资产，目前该资产具备精选钛精矿产能 5 万吨/年，并同时有高钛渣产能 8 万吨/年，本次股权结构变更将有利于进一步优化公司及各子公司管理职能和业务职能，提升整体管理效率，降低管理成本，有利于公司可持续发展。

### ● 并表振兴矿业，公司钒钛磁铁矿资源储备量翻倍增长

公司全资子公司龙佰矿冶已分别与振兴基金、德原能源签署了《攀枝花振兴钒钛资源股权投资中心（有限合伙）有限合伙人合伙份额转让协议》，并已向振兴基金支付 2.23 亿元，向德原能源支付 1,686.89 万元，龙佰矿冶享有钒钛资源股权投资中心 99.9667% 的份额。钒钛资源股权投资中心持有振兴矿业 99.9565% 的股权，振兴矿业成为钒钛资源股权投资中心控股子公司，并被动成为公司合并报表范围内的子公司。振兴矿业拥有庙子沟铁矿和徐家沟铁矿，两者合计拥有钒钛磁铁矿资源 19744.56 万吨（如考虑徐家沟铁矿铁路及公路压覆则增加 14642.74 万吨），矿山服务年限将达到 20 年。而 2021 年底公司红格铁矿保有资源量 13310.72 万吨，本次被动并表后，公司控制的钒钛磁铁矿资源量增加超过一倍，有力保障了公司原材料供应，提高公司综合竞争力，提升公司盈利水平。

### ● 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 11X、10X、8X。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	11.08	9.76	8.22
P/B	3.61	1.97	1.64	1.37
EV/EBITDA	9.79	6.95	6.42	5.41

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
<b>流动资产</b>	15777	11929	15108	20219	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	45331	47349	55818	66305	<b>利润总额</b>	5519	4909	5602	6600
<b>流动负债</b>	19943	17810	21567	26454	所得税	783	766	896	1007
短期借款	4624	0	0	0	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	4676	4103	4660	5533
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	24542	22410	26166	31054					
少数股东权益	1871	1911	1957	2016					
股本	2381	2390	2390	2390					
资本公积	14084	14084	14084	14084					
留存收益	2453	6554	11221	16762					
归属母公司股东权益	18918	23028	27695	33235					
<b>负债和股东权益</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	4328	7093	8983	10201	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>投资活动现金流</b>	-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	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	20	-165	-193	-217	资产负债率 (%)	54.1%	47.3%	46.9%	46.8%
<b>筹资活动现金流</b>	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	<b>营运能力</b>				
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
<b>现金净增加额</b>	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	11.08	9.76	8.22
每股经营现金流薄)	1.81	2.97	3.76	4.27	P/B	3.61	1.97	1.64	1.37
每股净资产	7.91	9.63	11.59	13.91	EV/EBITDA	9.79	6.95	6.42	5.41

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。