



2024年04月01日

## 买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

周啸宇 S0630519030001

zhouxiaoy@longone.com.cn

## 联系人

赵敏敏

zmmin@longone.com.cn

数据日期	2024/04/01
收盘价	3.15
总股本(万股)	929,503
流通A股/B股(万股)	919,547/0
资产负债率(%)	18.24%
市净率(倍)	2.34
净资产收益率(加权)	10.11
12个月内最高/最低价	5.02/2.48



## 相关研究

《长时储能东风起，钒电需求待腾飞——电力设备与新能源行业深度报告》2023.10.12

# 钒钛股份（000629）：业绩短期承压，静待液流电池产业化东风

——公司简评报告

## 投资要点

- **事件：公司发布2023年年度报告，受行业供需影响，业绩短期承压。**2023年全年公司实现营业收入143.80亿元，同比-4.7%；归母净利润10.58亿元，同比-21.3%；毛利率14.4%，同比-1.9pct；净利率7.5%，同比-1.6pct。2023Q4单季公司实现营业收入32.24亿元，同比-12.9%、环比-8.6%；归母净利润1.89亿元，同比+61.4%、环比-28.9%；毛利率15.2%，同比+3.9pct、环比+1.6pct；净利率6.1%，同比+3.2pct、环比-1.6pct。
- **钒业务：产能布局全国领先，携手大连融科，非钢领域拓展渐深。**1) **产能：**国内钒制品产能受上游钢铁需求限制扩张较缓，截止2023年底国内五氧化二钒年产能约17.29万吨，其中公司产能达4.42万吨/年，约占国内产能的1/4。2) **资源端：**背靠攀钢集团（拥有攀枝花、白马两大矿区），原料钒渣供应稳定，约定采购价格为“攀钢提钒成本+不超过10%合理利润”，采购成本高度可控；此外，公司还与汉钢达成合作，后者每年将为公司提供约5-13万吨钒渣，公司原料保供优势进一步提升。3) **非钢领域应用：**深度绑定大连融科，公司为其钒储能原料优先供应商，2024年度钒产品约定采购量达1.6万吨；双方亦合作投建钒电解液产能，一阶段2000m<sup>3</sup>/年钒电解液产能已进入试生产阶段。
- **钛业务：经营稳健，氯化法钛白粉产能有序扩张。**1) **市场份额：**公司钛白粉业务经营稳健，产品品类齐全，产量口径市占率连续多年保持10%左右水平。2) **产能：**受环保等相关政策影响，氯化法钛白粉为未来行业扩产主要路线，公司积极布局氯化法钛白粉产能。截止2023年底，公司已建成22万吨/年硫酸法钛白粉产能、1.5万吨/年氯化法钛白粉产能+在建6万吨/年熔盐氯化法钛白粉产能+规划6万吨/年高炉渣提钛氯化法钛白粉产能。3) **资源端：**“渣改矿”工艺叠加国内新增产能释放，钛精矿等钛原料需求或将提升，公司为国内钛原料主要供应企业，钛渣产能处行业第一梯队；钛精矿方面，公司对控股股东钛精矿实行买断，截止2023年底公司钛精矿经营量已达176万吨，位居全国前列。
- **投资建议：**公司是国内钒制品龙头企业，有望深度受益全钒液流电池产业化东风，预计2024-2026年公司归母净利润分别为11.13/14.13/17.66亿元，EPS分别为0.12/0.15/0.19，以2024年4月1日收盘价计算，对应PE分别为25.57x/20.13x/16.11x。鉴于公司未来成长性、较宽盈利空间及较强的标的稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**钛白粉行业下游需求不及预期风险；全钒液流电池产业化进程不及预期风险。

## 盈利预测与估值简表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,380.14	15,233.22	16,443.99	17,784.13
(+/-)(%)	-4.69%	5.93%	7.95%	8.15%
归母净利润	1,057.66	1,112.53	1,413.30	1,765.86
(+/-)(%)	-21.32%	5.19%	27.03%	24.95%
EPS(元)	0.12	0.12	0.15	0.19
P/E	27.70	25.57	20.13	16.11

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年4月1日

## 正文目录

<b>1. 事件点评：受供需影响，业绩短期承压，长期有望受益钒储能电池产业化提速 .....</b>	<b>4</b>
<b>2. 公司亮点：钒为矛，钛为盾，公司业绩将迎量起 .....</b>	<b>6</b>
2.1. 钒业务：产能布局全国领先，非钢领域拓展渐深 .....	6
2.2. 钛业务：经营稳健，氯化法钛白粉产能有序扩张 .....	9
<b>3. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>11</b>
3.1. 盈利预测 .....	11
3.2. 投资建议 .....	12
<b>4. 风险提示 .....</b>	<b>12</b>

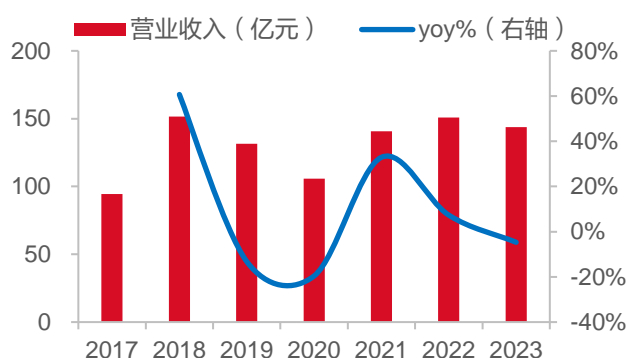
## 图表目录

图 1 2017-2023 年公司营业收入及增速（单位：亿元，%） .....	4
图 2 2017-2023 年公司归母净利润（单位：亿元，%） .....	4
图 3 2017-2023 年公司毛、净利率（单位：%） .....	4
图 4 2017-2023 年公司期间费用率（单位：%） .....	4
图 5 2022-2023 年公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%） .....	5
图 6 2022-2023 年公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%） .....	5
图 7 2022-2023 年公司单季度毛利率（单位：%） .....	5
图 8 2022-2023 年公司单季度净利率（单位：%） .....	5
图 9 钒钛两大业务为公司经营重心（单位：%） .....	6
图 10 钒业务为公司毛利最主要来源（单位：%） .....	6
图 11 2023 年受供需影响公司钒业务营收略有下滑（单位：亿元，%） .....	6
图 12 2018-2023 年公司钒业务营收 CAGR 为 9.0%（单位：亿元，%） .....	6
图 13 2023 年公司钒业务毛利率略有下滑（单位：%） .....	6
图 14 2018-2023 年公司钒产品售价企稳（单位：万元/吨） .....	6
图 15 国内钒产能扩张受限（单位：万吨/年） .....	7
图 16 公司约占国内钒产能的 1/4（单位：%） .....	7
图 17 公司背靠攀钢集团钒原料优势显著 .....	7
图 18 公司与大连融科合作渐深 .....	8
图 19 公司钒产品销量快速提升（单位：万吨，%） .....	9
图 20 公司钒制品连续多年满产满销（单位：%） .....	9
图 21 2016-2023 年公司钛白粉产、销量 CAGR 分别为 11.0%、11.1%（单位：万吨，%） .....	9
图 22 2018 年至今公司钛白粉市占率连续多年保持 10%左右水平（单位：%） .....	9
图 23 海外钛白粉企业扩产意愿极低（单位：万吨/年，%） .....	10
图 24 公司规划钛白粉产能 35.5 万吨/年（单位：万吨/年） .....	10
图 25 2016-2023 年公司高钛渣销量 CAGR 约 4.8%（单位：万吨，%） .....	10
表 1 盈利预测 .....	11
附录：三大报表预测值 .....	13

## 1.事件点评：受供需影响，业绩短期承压，长期有望受益钒储能电池产业化提速

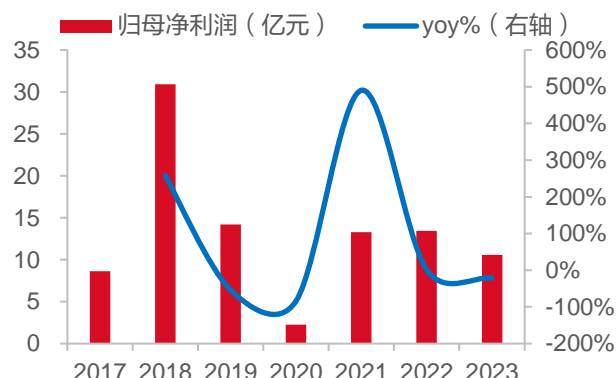
**事件：公司发布 2023 年年报。**2023 年公司实现营收 143.80 亿元，同比-4.7%；归母净利润 10.58 亿元，同比-21.3%。从盈利水平来看，公司全年毛利率为 14.4%，同比-1.9pct；净利率为 7.5%，同比-1.6pct；期间费用率为 5.8%，同比+0.1pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.8%、1.6%、3.9%、-0.5%，同比分别基本持平、+0.3pct、+0.1pct、-0.3pct。

图1 2017-2023 年公司营业收入及增速(单位:亿元,%)



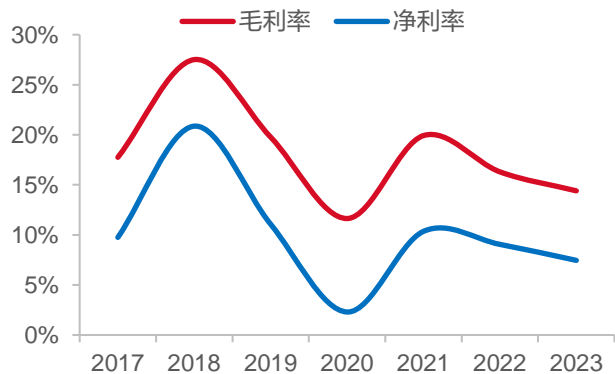
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 2017-2023 年公司归母净利润(单位:亿元,%)



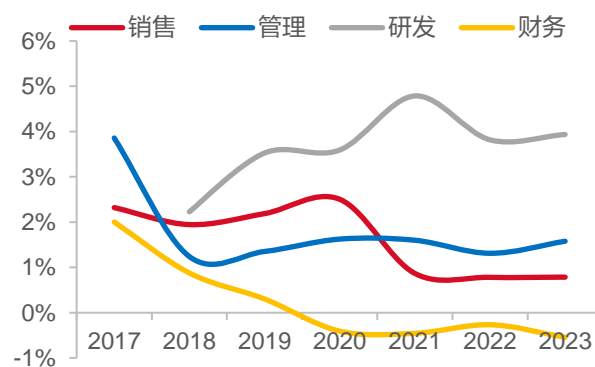
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 2017-2023 年公司毛、净利率(单位:%)



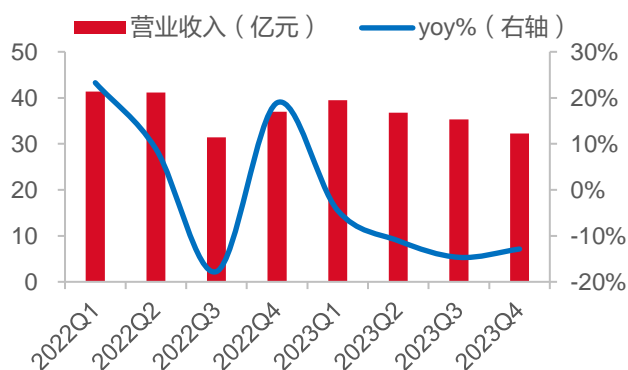
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 2017-2023 年公司期间费用率(单位:%)

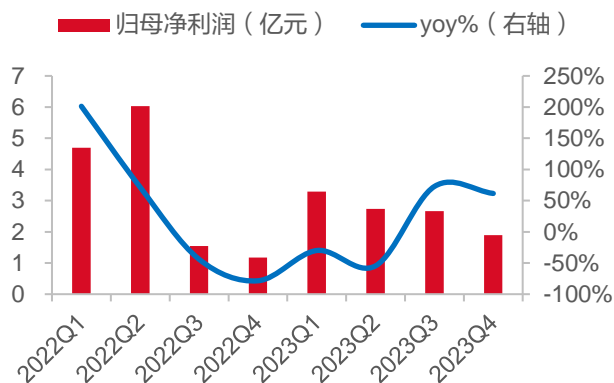


资料来源：Wind，东海证券研究所

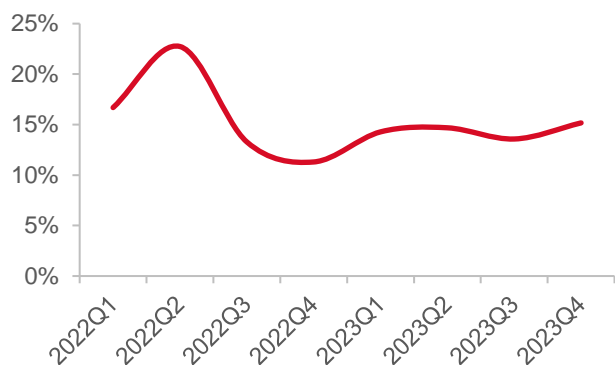
**分季度来看：**2023Q4 公司单季度实现营收 32.24 亿元，同比-12.9%、环比-8.6%；归母净利润 1.89 亿元，同比+61.4%、环比-28.9%；毛利率为 15.2%，同比+3.9pct、环比+1.6pct；净利率为 6.1%，同比+3.2pct、环比-1.6pct。受行业供需影响，2023 年公司钒钛产品价格下滑，盈利端短期承压。

**图5 2022-2023 年公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元, %)**


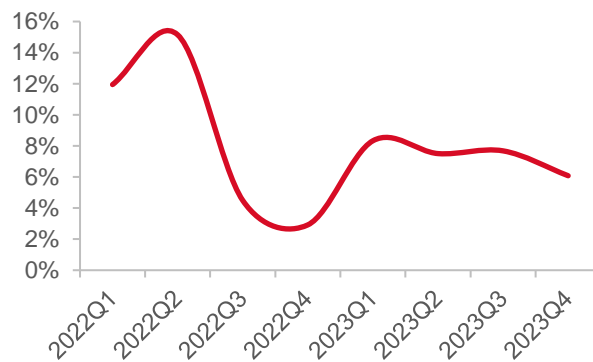
资料来源: Wind, 东海证券研究所

**图6 2022-2023 年公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)**


资料来源: Wind, 东海证券研究所

**图7 2022-2023 年公司单季度毛利率 (单位: %)**


资料来源: Wind, 东海证券研究所

**图8 2022-2023 年公司单季度净利率 (单位: %)**


资料来源: Wind, 东海证券研究所

分业务来看，钒、钛业务为公司经营重心，其中钒业务为公司利润的重要来源。公司主营业务包括钒、钛、电力和钢铁业务，2023 年营收占比分别为 36.4%、45.6%、13.2%和 1.6%。

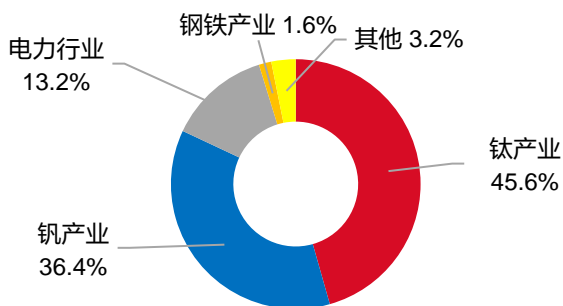
1) 钒业务：公司利润的重要来源，短期承压，长期有望受益钒液流电池产业化所带来的量利齐升。2023 年公司钒产品销量达 5.03 万吨，同比+2.4%，实现营收 52.33 亿元，同比-10%，毛利润为 14.36 亿元，占公司毛利的 69.3%，为公司利润的重要来源。国内钢铁领域用钒需求缩减使得行业整体供过于求，公司钒产品价格出现阶段性下滑，2023 年公司钒产品单吨售价为 10.40 万元，同比-12.1%，毛利率相应下滑至 27.4%，同比-4.6pct。但从长期看，随着钒电池产业加速发展，钒制品供需或将逐步趋向紧平衡，公司钒业务盈利能力有望回暖。

2) 钛业务：经营稳健，近五年 CAGR 为 9.0%。公司钛业务稳健增长，2018-2023 年营业收入由 42.62 亿元增长至 65.70 亿元，CAGR 为 9.0%，其中 2023 年实现营收 65.70 亿元，同比+3.3%，毛利率为 7.9%，同比+1.6pct。

3) 电力及钢铁业务：营收相对稳定。2023 年电力及钢铁业务营收分别为 19.05 亿元、2.32 亿元，分别同比变动-0.6%、-12.1%，毛利率分别为 3.6%、-0.9%。

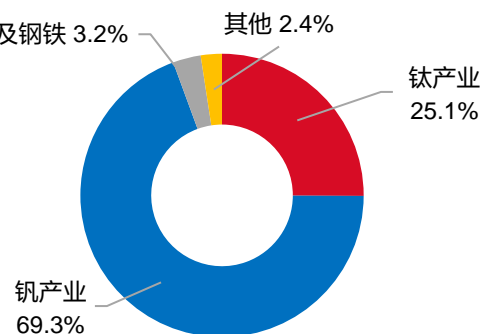
2024 年公司计划分别完成钒产品、钛白粉、钛渣产量 5 万吨、26.9 万吨和 21.6 万吨，实现营收 143 亿元。

图9 钒钛两大业务为公司经营重心 (单位: %)



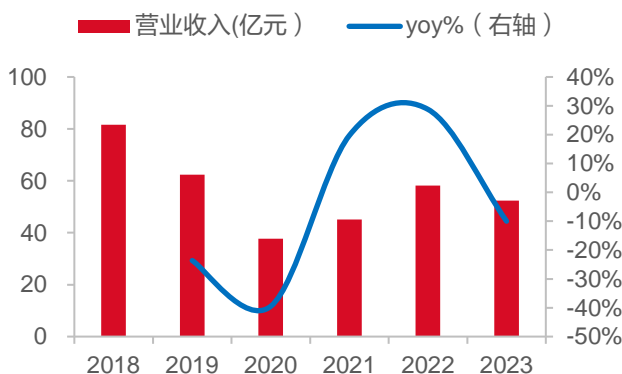
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 钒业务为公司毛利最主要来源 (单位: %)



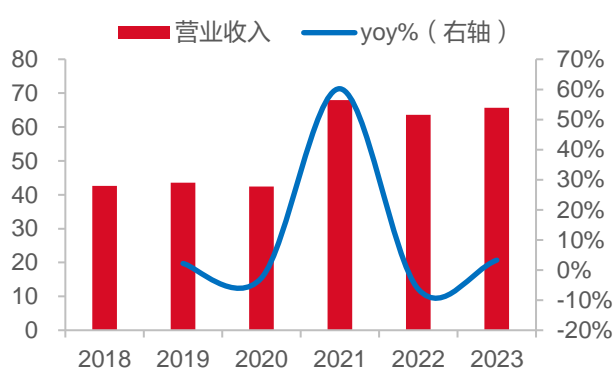
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 2023 年受供需影响公司钒业务营收略有下滑 (单位: 亿元, %)



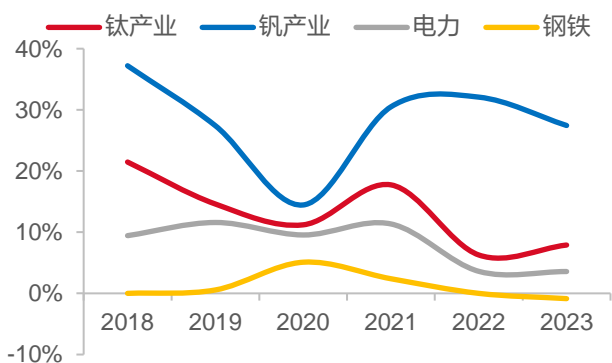
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 2018-2023 年公司钛业务营收 CAGR 为 9.0% (单位: 亿元, %)



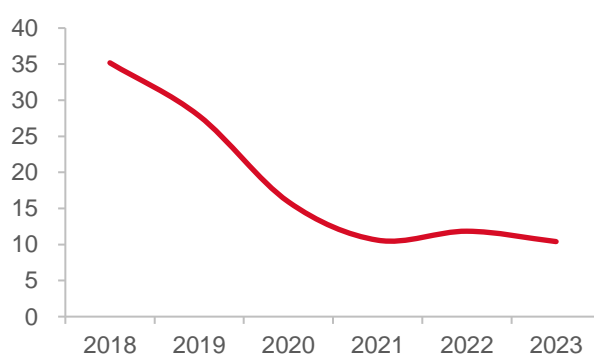
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 2023 年公司钒业务毛利率略有下滑 (单位: %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 2018-2023 年公司钒产品售价企稳 (单位: 万元/吨)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.公司亮点: 钒为矛, 钛为盾, 公司业绩将迎量起

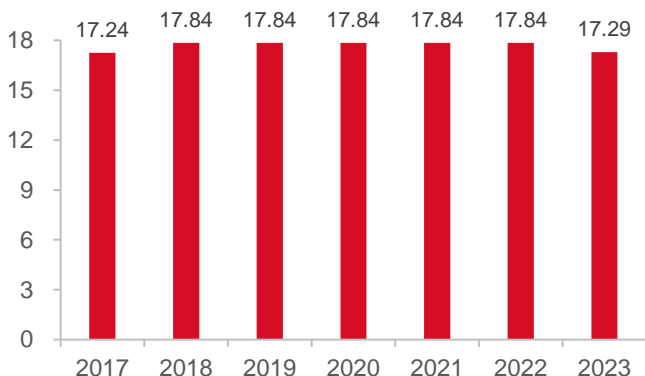
### 2.1.钒业务: 产能布局全国领先, 非钢领域拓展渐深

钒电池商业化背景下, 钒产品供需趋紧, 公司作为国内钒企龙头 (截止 2023 年底公司钒产品产能占国内总产能的 25.6%) 有望深度受益。

**从需求看：**钒下游需求主要来自钢铁、钛合金及化工、储能等三大领域，其中：1) 钢铁领域受到全球性行业减产及螺纹钢亏损影响，整体用钒需求有所下降。2) 疫情影响渐退，航空等领域的钒铝合金需求企稳复苏，预计未来合金领域用钒需求保持稳定增长。3) **全钒液流电池产业化发展提速，储能领域用钒需求有望成为未来钒产业的重要增长点。**新型电力系统建设背景下，风光等可再生能源发电渗透率快速提升，消纳及调峰调频需求增加使得储能长时化发展趋势不断明确，全钒液流电池安全性高、长周期循环几乎无容量衰减、边际成本随储能时长递减，在长时储能领域竞争优势突出。当前每 GWh 全钒液流电池需要约 0.89-1.07 万吨五氧化二钒原料，钒电池商业化进程加速有望推动钒产品需求进一步释放。

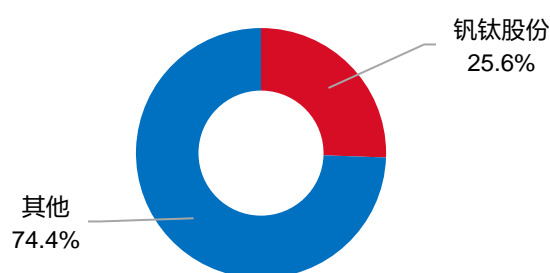
**从供给看：**钒产品主要来源于钒渣提钒，产能受上游钢铁限制扩张较缓，**截止 2023 年底国内五氧化二钒产能约 17.29 万吨，其中公司贡献产能约 4.42 万吨/年，占比约 25.6%，为国内钒制品生产龙头企业。**

图15 国内钒产能扩张受限 (单位: 万吨/年)



资料来源: 百川盈孚, 东海证券研究所

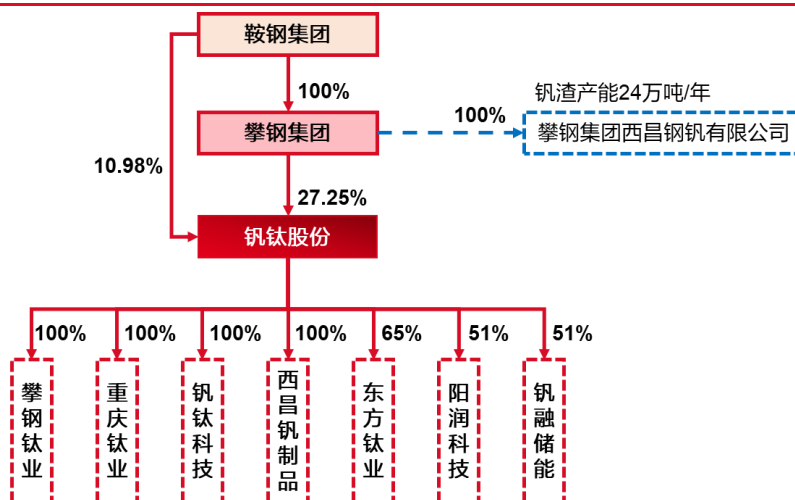
图16 公司约占国内钒产能的 1/4 (单位: %)



资料来源: 百川盈孚, 公司公告, 东海证券研究所

**背靠攀钢集团，钒渣供给“量足价稳”；携手汉钢，原料保供优势再提升。**攀钢集团地处钒钛磁铁矿资源丰富的攀西地区，拥有攀枝花、白马两大矿区，其全资子公司西昌钢钒具备 24 万吨/年钒渣生产能力，公司背靠攀钢集团，以“攀钢提钒成本+不超过 10%合理利润”的定价方式向其采购钒渣，反映公司原材料供应稳定且采购成本高度可控（钒渣无市场公允价格）。此外，2023 年 9 月公司与陕钢集团汉钢公司签订《钒渣委托加工合同》，约定至 2028 年 2 月 15 日，汉钢公司所产钒渣将全部交由公司加工（预计每年提供钒渣 5-13 万吨），所生产出的片状五氧化二钒产品全部由公司买断，此协议签订后公司原料端资源保供能力进一步提升。

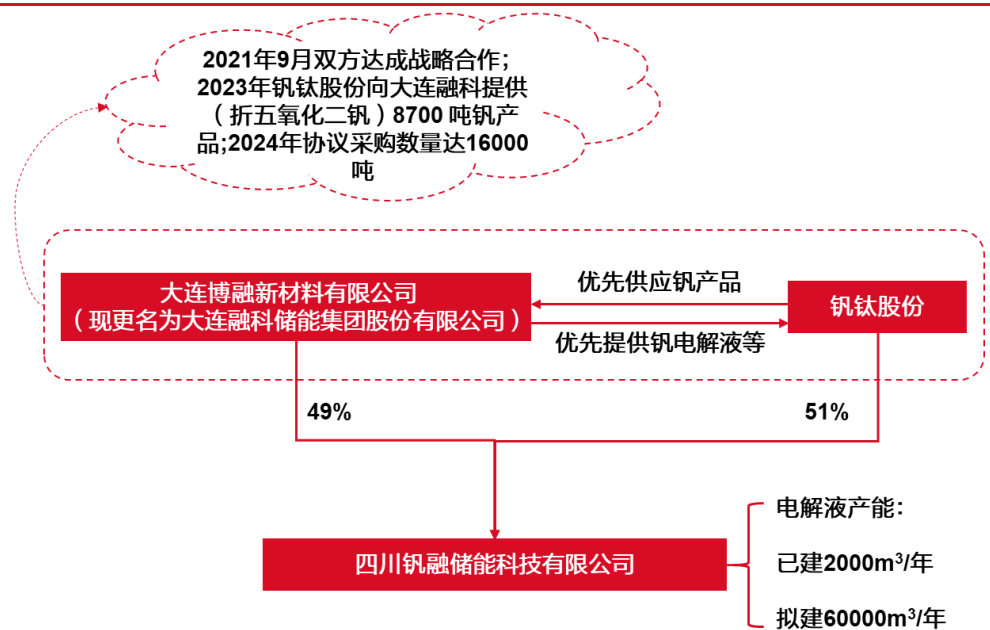
图17 公司背靠攀钢集团钒原料优势显著



资料来源: Wind, 东海证券研究所

积极拓展非钢领域钒产品应用，深度绑定大连融科，公司为其钒储能原料优先供应商，2024 年度钒产品约定采购量达 1.6 万吨；此外，双方合资共建的 2000m<sup>3</sup>/年钒电解液产能亦已进入试生产阶段。2021 年 9 月公司与大连博融（现大连融科，国内最大钒电池全产业链供应商，背靠大连化物所，技术实力雄厚）达成战略合作，正式将业务布局向下拓展至电解液领域，随后双方合作不断深化。2022 年 10 月双方宣布共同设立子公司以投建钒电解液项目（公司持股 51%），其中一阶段 2000m<sup>3</sup>/年电解液产能已实现达产达效、二阶段 60000m<sup>3</sup>/年电解液产能将视行业发展情况择期启动建设。此外，公司与大连融科先后于 2022、2023 年达成钒储能原料供应年度框架协议，根据约定大连融科在钒储能领域所需的原材料将优先向公司采购，2023 年公司实际向大连融科销售钒产品约 8700 吨（折五氧化二钒），超过约定数量 700 吨；前期履约顺利背景下，2024 年双方年度框架采购数量实现翻倍，预计年度采购数量将达 16000 吨。

图18 公司与大连融科合作渐深



资料来源：公司公告，东海证券研究所

下游需求快速释放，多举措提升产能紧抓行业发展机遇期。钒电池商业化发展带动钒产品需求快速提升，2016-2023 年公司钒制品销量由 1.19 万吨增加至 5.03 万吨，CAGR 为 22.9%；下游需求释放，公司钒业务连续多年满产满销，2023 年钒制品产销率及产能利用率分别达 101.0%、112.7%，同比-3.7pct、+3.6pct。在此背景下，为顺应行业发展东风，公司前瞻布局，通过外延并购不断提升产能：2021 年 10 月公司正式收购西昌钒制品，同年公司钒产品产能（以 V<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 计）提升至 4 万吨/年；2023 年 8 月收购阳润科技 51% 股权，阳润科技拥有片状 V<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 产能 4200 吨/年；截止 2023 年底公司钒制品年产能已达 4.42 万吨。

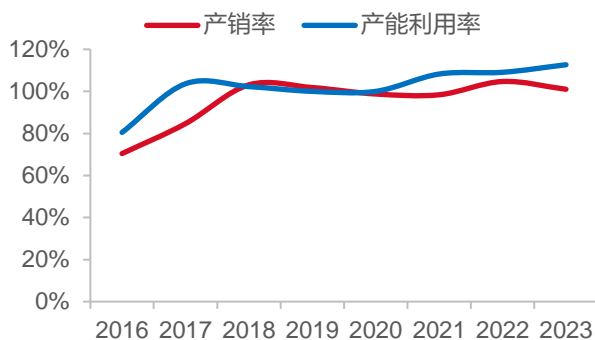


图19 公司钒产品销量快速提升（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 公司钒制品连续多年满产满销（单位：%）

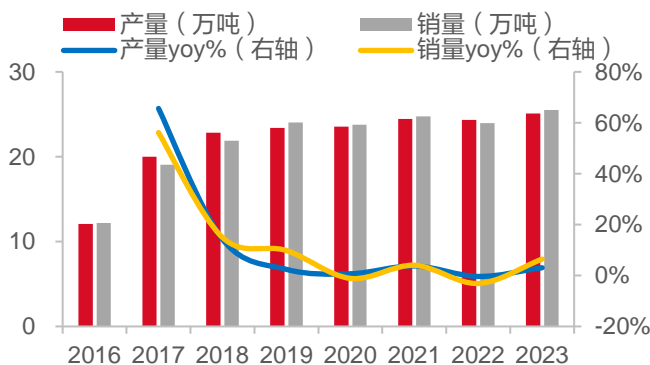


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.2. 钛业务：经营稳健，氯化法钛白粉产能有序扩张

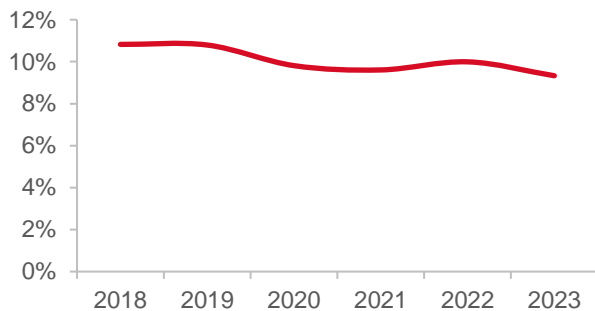
公司钛白粉业务经营稳健，产品品类齐全，产量口径市占率连续多年保持 10%左右水平。根据下游应用钛白粉可以分为颜料级和非颜料级钛白粉，其中颜料级钛白粉主要用于涂料、油墨、塑料、橡胶、玻璃、造纸等领域，非颜料级钛白粉主要用于搪瓷、电焊条、陶瓷、电子、冶金等领域。公司钛白粉产品品类齐全，拥有塑料专用钛白粉产品 R-248、R-249、R5568、CR-340；造纸专用产品 R5567；通用型产品 R-298、R5569、CR350，在涂料、塑料、造纸、油墨行业中得到用户广泛认可。2016-2023 年公司钛白粉产量、销量分别由 12.07 万吨、12.20 万吨增长至 25.10 万吨、25.52 万吨，CAGR 分别为 11.0%、11.1%；从产量口径来看，公司行业地位稳固，市占率连续多年保持 10%左右水平。

图21 2016-2023 年公司钛白粉产、销量 CAGR 分别为 11.0%、11.1%（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 2018 年至今公司钛白粉市占率连续多年保持 10%左右水平（单位：%）

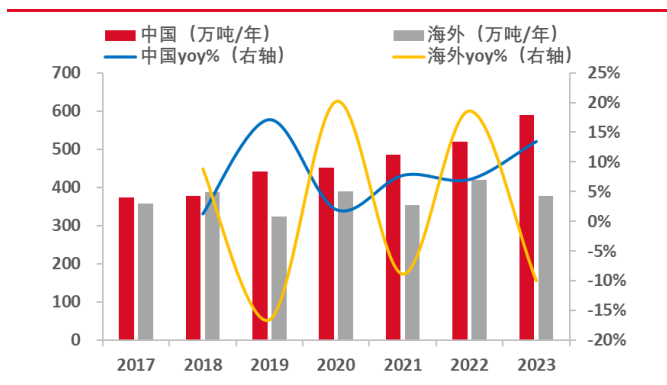


资料来源：Wind，cbc 金属网，东海证券研究所

氯化法钛白粉为未来行业扩产主要路线，公司氯化法钛白粉远期规划产能达 13.5 万吨/年。2017-2023 年全球钛白粉产能由 730 万吨增至 967.4 万吨，CAGR 为 4.8%；其中海外钛白粉产能自 2017 年 356.6 万吨增长至 2023 年 378.2 万吨，CAGR 为 1.0%，在成本高企及设备老化等因素影响下，海外钛白粉企业扩产意愿极低；从国内来看，2017-2023 年国内钛白粉产能由 373.4 万吨增至 589.2 万吨，CAGR 为 7.9%，尽管增速领先于国外、但仍相对较缓，主要系污染严重的硫酸法钛白粉扩产受限所致。2019 年国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，明确限制新建硫酸法钛白粉单线产能，鼓励单线产能 3 万吨/年及以上氯化法钛白粉生产，未来氯化法将成为钛白粉企业产能扩张的主要路线。截止 2023 年底，公司已建成 22 万吨/年硫酸法钛白粉产能、1.5 万吨/年氯化法钛白粉产能+在建 6 万吨/年熔盐氯化法钛白粉产能（预计 2024 年投产）+规划 6 万吨/年高炉渣提钛氯化法钛

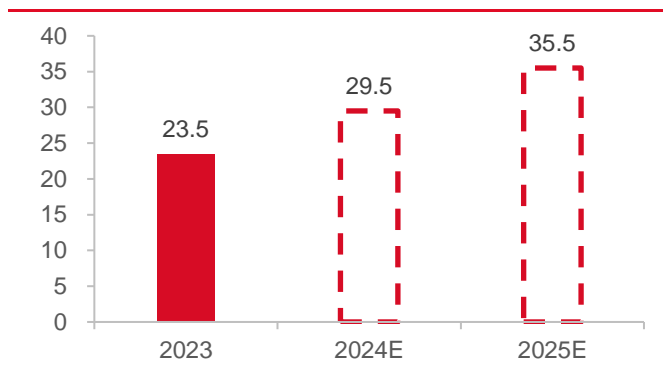
白粉产能(预计2025年底投产),随着优质产能提升,公司未来在钛白粉领域的市场影响力将进一步增强。

图23 海外钛白粉企业扩产意愿极低(单位:万吨/年,%)



资料来源:百川盈孚,涂多多,东海证券研究所

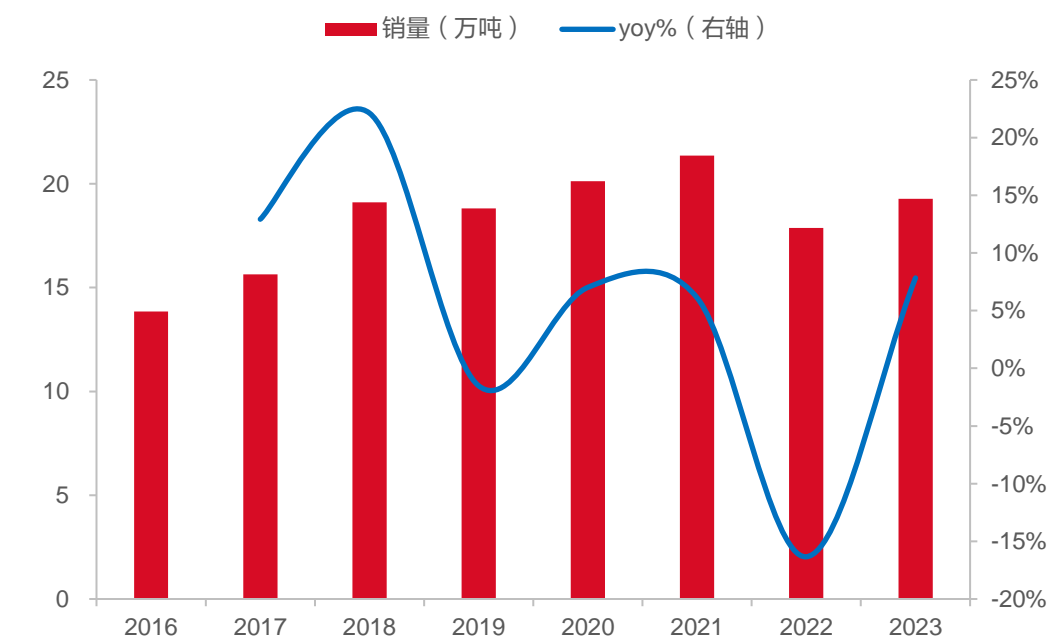
图24 公司规划钛白粉产能35.5万吨/年(单位:万吨/年)



资料来源:公司公告,东海证券研究所

“渣改矿”工艺下,公司灵活调整高钛渣产量,对控股股东钛精矿实行买断,资源优势进一步凸显。2023年国内钛白粉产能为589.2万吨,同比+13.4%,新增产能释放拉动原材料钛精矿等供需趋紧。公司为国内钛原料主要供应企业,钛渣产能处行业第一梯队,2016-2023年公司高钛渣销量由13.85万吨增至19.27万吨,CAGR为4.8%,其中2022年受部分硫酸法钛白粉企业“渣改矿”工艺影响,公司钛渣销量略有下滑。与此同时,“渣改矿”工艺下,公司钛精矿资源优势进一步显现:对控股股东钛精矿实行买断,截止2023年底公司钛精矿经营量已达176万吨,位居全国前列。

图25 2016-2023年公司高钛渣销量CAGR约4.8%(单位:万吨,%)



资料来源:Wind,东海证券研究所

## 3.盈利预测与投资建议

### 3.1.盈利预测

**营收：1) 钛业务：**随着经济形势逐渐向好，下游需求稳步复苏，预计 2024-2026 年公司钛白粉销量及价格稳步提升，假设销量及单吨售价分别约 27/28/32 万吨及 1.34/1.35/1.36 万元，对应营收约 36/38/43 亿元。钛原料方面，随国内新建产能释放，钛渣及钛精矿需求量有望提升，公司 2024-2026 年预计形成钛渣等其他钛业务收入约 34/38/41 亿元。**2) 钒业务：**受益于钒电池产业化进程加速，预计公司钒业务将迎放量，且公司作为钒产业龙头企业具备一定议价能力，故假设 2024-2026 年公司钒制品销量及单吨售价分别约 5.0/5.3/5.6 万吨及 11.0/11.6/11.8 万元，对应钒业务营收约 55/61/66 亿元。**3) 其他业务：**预计呈小幅稳定增长态势。

**毛利率：1) 钒业务：**储能领域用钒需求提升且钒产能提升有限背景下，预计钒产品价格提升，公司钒业务毛利率相应提升。**2) 其他业务：**假设毛利率保持相对稳定。

**费用率：**假设规模效应下，公司费用端持续改善。

表1 盈利预测

业务	项目	2023	2024E	2025E	2026E
钛业务	收入：亿元	65.70	70.54	75.79	83.96
	yoy: %	3.3%	7.4%	7.5%	10.8%
	成本：亿元	60.51	65.69	70.94	78.13
	毛利：亿元	5.19	4.85	4.86	5.83
	毛利率：%	7.9%	6.9%	6.4%	6.9%
钒业务	收入：亿元	52.33	55.25	61.31	65.72
	yoy: %	-10.0%	5.6%	11.0%	7.2%
	销量：万吨	5.03	5.04	5.27	5.59
	单价：万元/吨	10.40	10.97	11.64	11.75
	成本：亿元	37.97	39.23	41.35	42.27
	毛利：亿元	14.36	16.02	19.96	23.45
	毛利率：%	27.4%	29.0%	32.6%	35.7%
电力	收入：亿元	19.05	19.62	20.21	20.82
	yoy: %	-0.6%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本：亿元	18.38	18.64	19.20	19.78
	毛利：亿元	0.67	0.98	1.01	1.04
	毛利率：%	3.5%	5.0%	5.0%	5.0%
钢铁及其他	收入：亿元	6.72	6.92	7.13	7.34
	yoy: %	-32.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本：亿元	6.23	6.49	6.65	6.74
	毛利：亿元	0.49	0.43	0.48	0.60
	毛利率：%	7.3%	6.2%	6.7%	8.2%
合计	收入：亿元	143.80	152.33	164.44	177.84
	yoy: %	-4.7%	5.9%	7.9%	8.1%
	成本：亿元	123.09	130.06	138.13	146.91
	毛利：亿元	20.71	22.28	26.31	30.93
	毛利率：%	14.4%	14.6%	16.0%	17.4%

资料来源：公司公告，东海证券研究所测算

## 3.2.投资建议

公司是国内钒制品龙头企业，有望深度受益全钒液流电池产业化东风，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.13/14.13/17.66 亿元，EPS 分别为 0.12/0.15/0.19，以 2024 年 4 月 1 日收盘价计算，对应 PE 分别为 25.57x/20.13x/16.11x。鉴于公司未来成长性、较宽盈利空间及较强的标的稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 4.风险提示

**(1) 钛白粉行业下游需求不及预期风险：**钛白粉行业需求受地产、汽车等行业影响，存在一定不确定性。

**(2) 全钒液流电池产业化进程不及预期风险：**全钒液流电池尚处于产业化进程的初期，若未来无法顺利实现规模化量产，将影响公司业绩放量。

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,645	1,906	2,513	3,622
应收票据及账款	245	224	240	254
预付账款	64	45	51	57
交易性金融资产	0	0	0	0
存货	1,104	1,137	1,196	1,284
其他流动资产	3,456	3,802	4,176	4,340
<b>流动资产总计</b>	<b>6,513</b>	<b>7,114</b>	<b>8,176</b>	<b>9,557</b>
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	5,549	5,676	5,717	5,764
在建工程	883	1,258	1,685	2,139
无形资产	412	428	435	449
长期待摊费用	9	7	9	8
其他非流动资产	1,963	2,026	2,091	2,155
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,821</b>	<b>9,401</b>	<b>9,943</b>	<b>10,522</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,334</b>	<b>16,514</b>	<b>18,119</b>	<b>20,078</b>
短期借款	66	65	68	71
应付票据及账款	850	829	898	959
其他流动负债	1,245	1,311	1,407	1,512
<b>流动负债合计</b>	<b>2,162</b>	<b>2,204</b>	<b>2,374</b>	<b>2,543</b>
长期借款	61	61	61	61
其他非流动负债	575	575	575	575
<b>非流动负债合计</b>	<b>636</b>	<b>636</b>	<b>636</b>	<b>636</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,798</b>	<b>2,841</b>	<b>3,010</b>	<b>3,179</b>
股本	9,295	9,295	9,295	9,295
资本公积	5,235	5,235	5,235	5,235
留存收益	-2,405	-1,286	127	1,893
归属母公司权益	12,125	13,244	14,657	16,423
少数股东权益	412	430	452	476
<b>股东权益合计</b>	<b>12,537</b>	<b>13,674</b>	<b>15,109</b>	<b>16,899</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15,334</b>	<b>16,514</b>	<b>18,119</b>	<b>20,078</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	999	1,090	1,388	1,727
折旧与摊销	344	378	349	371
财务费用	-78	-45	-52	-69
其他经营资金	-1002	-216	-200	17
<b>经营性现金净流量</b>	<b>263</b>	<b>1,207</b>	<b>1,485</b>	<b>2,046</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-3,204</b>	<b>-951</b>	<b>-881</b>	<b>-940</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>2,210</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-725</b>	<b>260</b>	<b>608</b>	<b>1,109</b>

## 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,380	15,233	16,444	17,784
营业成本	12,309	13,006	13,813	14,691
营业税金及附加	80	89	94	102
销售费用	113	117	125	133
管理费用	227	236	255	276
研发费用	566	594	641	694
财务费用	-78	-45	-52	-69
其他经营损益	38	0	0	0
投资收益	32	24	26	30
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,211	1,268	1,599	1,992
其他非经营损益	-29	-25	-21	-25
利润总额	1,182	1,243	1,577	1,967
所得税	110	112	142	177
净利润	1,072	1,131	1,435	1,790
少数股东损益	14	19	22	24
归属母公司股东净利润	1,058	1,113	1,413	1,766
EBITDA	1,445	1,576	1,874	2,269
NPOLAT	999	1,090	1,388	1,727
EPS(元)	0.12	0.12	0.15	0.19

## 主要财务比率

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收成长率	-4.7%	5.9%	7.9%	8.1%
EBIT增长率	-20.6%	8.8%	27.3%	24.5%
EBITDA增长率	-15.5%	9.1%	18.9%	21.1%
净利润增长率	-21.5%	5.5%	26.9%	24.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	14.4%	14.6%	16.0%	17.4%
净利率	7.5%	7.4%	8.7%	10.1%
ROE	8.7%	8.4%	9.6%	10.8%
ROA	6.9%	6.7%	7.8%	8.8%
ROIC	7.9%	7.9%	9.1%	10.1%
<b>偿债能力</b>				
总负债/净资产	22.3%	20.8%	19.9%	18.8%
资产负债率	18.2%	17.2%	16.6%	15.8%
<b>估值倍数</b>				
P/E	27.70	25.57	20.13	16.11
P/S	2.05	1.87	1.73	1.60
P/B	2.51	2.15	1.94	1.73
EV/EBITDA	20.08	16.95	13.93	11.02

资料来源：携宁，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8621) 20333275  
 手机:18221959689  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8610) 59707105  
 手机:18221959689  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089