

# 钛白粉全球龙头，钛全产业链布局打造核心优势

■ 证券研究报告

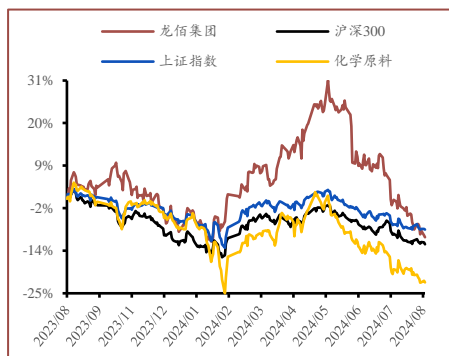
★ 投资评级:增持(首次)

## 基本数据

2024-08-27

收盘价(元)	15.36
流通股本(亿股)	23.65
每股净资产(元)	9.75
总股本(亿股)	23.86

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001  
bich@ctsec.com

分析师 梅宇鑫

SAC 证书编号: S0160524070002  
meiyx@ctsec.com

## 相关报告

## 核心观点

- ❖ **公司为全球钛白粉龙头企业，产能占比不断增长：**中国为钛白粉生产大国，2023 年产能占全球产能达 55%。公司当前具备钛白粉产能 151 万吨/年，产能占比全国达 25.91%。2019-2023 年，公司钛白粉产量从 62.99 万吨提升至 119.14 万吨，占全国总产量的比例也从 18.64% 提升至 29.81%，市占率稳步提升。依托于公司领先的产能规模以及产品质量优势，公司市占率有望突破 30%。
- ❖ **公司钛矿可部分自产，享有成本优势及技术优势：**钛矿具备较高稀缺属性，对进口的依赖度较高，我国钛精矿 2023 年进口依存度为 33.3%，价格维持高位。公司拥有钛精矿自产能力，2023 年自给率超过 50%，成本优势显著。在生产端，公司同时具备硫酸法及氯化法生产钛白粉能力，其中氯化法工艺领先，公司每吨氯化法钛白粉仅需要消耗 1.06 吨富钛料，相较于其他氯化法钛白粉生产企业单耗低约 7.5%-13%；单吨投资额约 700 元/吨，相较于其他氯化法钛白粉生产企业低约 71%-186%；同时，在钛矿可部分自给自产高钛渣的情况下可有效降低高钛渣价格波动对整体利润的影响。
- ❖ **海绵钛及新能源材料多点开花，为公司带来业绩增量：**我国海绵钛产量快速增长，2024 年上半年海绵钛实现零进口，从净进口国家转变为净出口国家。公司目前已成为全球最大的海绵钛生产企业，根据公司公告计算，2023 年，公司海绵钛市占率达到 22.41%；2024 年 5 月，云南国钛和甘肃国钛海绵钛项目顺利投产达产后，现共有 8 万吨/年海绵钛产能。新能源方面，公司拓展建成“钛、锆、锂”三条产业链，使得钛产业与锂电产业耦合发展、高效融合。
- ❖ **投资建议：**钛白粉龙头地位稳固，钛全产业链广度及深度助力增厚公司业绩。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 282.88/308.83/332.59 亿元，归母净利润 35.25/43.52/57.76 亿元。对应 PE 分别为 10.40/8.42/6.35 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**限售股解禁风险和股权质押风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险

## 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24113	26765	28288	30883	33259
收入增长率(%)	17.25	11.00	5.69	9.17	7.69
归母净利润(百万元)	3419	3226	3525	4352	5776
净利润增长率(%)	-26.88	-5.64	9.24	23.49	32.71
EPS(元/股)	1.46	1.38	1.48	1.82	2.42
PE	12.96	12.41	10.40	8.42	6.35
ROE(%)	16.42	14.35	14.83	16.99	20.57
PB	2.17	1.82	1.54	1.43	1.30

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 27 日收盘价计算)

## 内容目录

1	钛白粉领先制造商，上下游一体化优化成本.....	5
1.1	基本概况：专注钛白粉制造，全产业链布局整合先锋.....	5
1.2	公司股权结构稳定，多种激励方式展现发展信心.....	6
1.3	公司营收稳定增长，钛白粉为主要利润贡献来源.....	7
2	钛白粉全球龙头，成本、规模与技术铸造公司优势.....	9
2.1	行业：钛白粉国内需求稳步增长，欧洲税率影响有限.....	9
2.2	钛白粉产能全国第一，资源优势转化为成本优势.....	10
2.2.1	成本优势：公司钛矿自给率提升，合成工艺具备多重成本优势.....	11
2.2.2	产能优势：公司产能位居全国第一，市占率不断提升.....	16
2.2.3	技术优势：公司同时具备硫酸法和氯化法技术.....	17
3	新材料带来增量，可享一体化优势.....	19
3.1	海绵钛：我国产量快速增长，公司市占率不断提升.....	19
3.2	新能源材料：拓展产业链，具备一体化优势.....	21
4	盈利预测.....	22
5	风险提示.....	25

## 图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	钛白粉市场产业链.....	5
图 3.	公司股权结构稳定.....	6
图 4.	公司营收稳定上涨.....	8
图 5.	公司盈利能力较强.....	8
图 6.	钛白粉贡献公司主要营收，但占比逐年下降.....	8
图 7.	钛白粉贡献公司主要毛利.....	8
图 8.	2023 年钛白粉下游应用结构.....	9
图 9.	钛白粉出口增速高于产量增速（万吨）.....	9
图 10.	2023 年各地区钛白粉出口量占比.....	10
图 11.	我国出口到欧洲地区钛白粉占比较稳定（万吨）.....	10
图 12.	印度钛白粉出口占比不断提升（单位：吨）.....	10

图 13. 公司毛利率水平领先同业企业.....	11
图 14. 2022 年全球钛铁矿储量分布较集中.....	11
图 15. 2022 年全球金红石储量分布集中.....	11
图 16. 近年来钛铁矿储量逐年下降（单位：百万吨）.....	12
图 17. 18 年后金红石储量大幅下滑（单位：百万吨）.....	12
图 18. 钛精矿新增产能有限.....	12
图 19. 钛精矿价格近年来维持高位（万吨）.....	12
图 20. 钛精矿进口数量波动上涨（单位：万吨）.....	13
图 21. 钛精矿产量下降，进口依存度提高（单位：万吨）.....	13
图 22. 进口钛精矿与自产钛精矿价差较大（元/吨）.....	13
图 23. 国内钛精矿与自产钛精矿价差较大（元/吨）.....	13
图 24. 公司铁精矿产量逐年上升（万吨）.....	14
图 25. 公司钛精矿自给率高（万吨）.....	14
图 26. 公司铁精矿产量.....	14
图 27. 公司铁精矿收入.....	14
图 28. 硫酸价格及毛利波动较大（单位：元/吨）.....	15
图 29. 蒸汽价格（单位：元/吨）.....	15
图 30. 公司氯化法钛白粉单耗较低.....	15
图 31. 公司氯化法钛白粉投资额较低.....	15
图 32. 氯化法钛白粉-金红石价差波动较大（元/吨）.....	16
图 33. 硫酸法钛白粉-钛精矿价差波动相对稳定（元/吨）.....	16
图 34. 2023 年全球钛白粉产能统计（万吨/年）.....	16
图 35. 公司钛白粉产能占比高（单位：万吨/年）.....	17
图 36. 2024 年国内钛白粉供给格局（万吨/年）.....	17
图 37. 公司钛白粉产量占比逐年提升.....	17
图 38. 硫酸法钛白粉生产工艺.....	18
图 39. 氯化法钛白粉生产工艺.....	18
图 40. 海绵钛生产工艺.....	19
图 41. 2019 年全球海绵钛产能供给格局.....	19
图 42. 2023 年全球海绵钛产能供给格局.....	19
图 43. 中国海绵钛产量占比全球产量稳步提升（单位：万吨）.....	20
图 44. 中国海绵钛由净进口国转变为净出口国（单位：吨、美元/千克）.....	20
图 45. 公司海绵钛市占率逐年提升（单位：万吨）.....	21

图 46. 公司钛白粉生产和新能源材料结合的产业链.....	22
图 47. 龙佰集团具有较高毛利率.....	25
图 48. 龙佰集团具有较高 ROE.....	25
表 1. 公司主要产品及产能（万吨/年）.....	6
表 2. 公司 2021 年限制性股票激励计划.....	7
表 3. 公司新能源材料布局（万吨/年）.....	22
表 4. 公司主营业务及预测.....	24
表 5. 可比公司估值（市值单位：亿元）.....	25

## 1 钛白粉领先制造商，上下游一体化优化成本

### 1.1 基本概况：专注钛白粉制造，全产业链布局整合先锋

龙佰集团前身为 1955 年成立的焦作市硫磺矿，1998 年完成股份合作制改制，2002 年二次改制，更名为河南佰利联化学股份有限公司，2011 年登陆深交所上市。2014 年收购亨斯迈 TR52 钛白粉业务，2015 年氯化法钛白粉颜料工厂投产。2016 年公司并购成立龙蟒佰利联集团，2019 年公司收购东方锆业股权、并购云南新立钛业，同年氯化法 30 万吨/年竣工投产。2021 年公司更名为龙佰集团股份有限公司，2022 年顺利完成丰源矿业收购并稳定运营，同年钛白粉、海绵钛产能双双稳居全球第一。

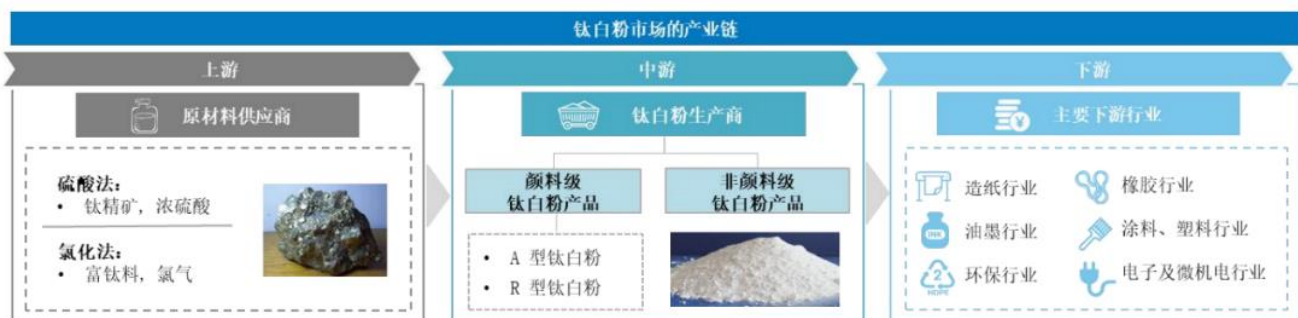
图1.公司发展历程



数据来源：公司公告、公司官网、财通证券研究所

钛白粉市场的产业链主要包括上游原材料供应商、中游钛白粉生产商以及下游行业。公司凭借多年在钛白粉产业中的成功经验，逐步拓展到新材料、新能源领域。目前，公司是中国唯一贯通钛全产业链的钛白粉生产企业，掌握优质矿产资源及深加工能力。

图2.钛白粉市场产业链



数据来源：公司公告、财通证券研究所

公司为钛白粉龙头企业，产品多样且产能不断扩大。公司生产主要产品包括：1) 钛白粉；2) 海绵钛；3) 锆制品；4) 锂电正负极材料，致力于钛、锆、锂等新材

料研发制造及产业深度整合。按产能计，公司是全球最大的钛白粉生产商，也是行业为数不多的同时具有硫酸法工艺和氯化法工艺的钛白粉供应商。

表1.公司主要产品及产能（万吨/年）

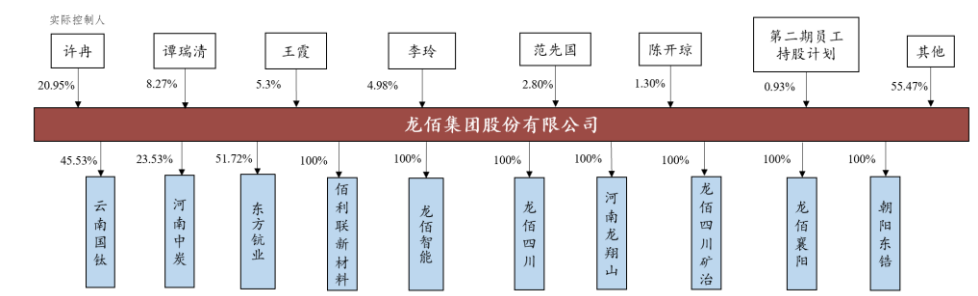
	现有产能	在建产能
钛白粉	151	
海绵钛	8	
磷酸铁锂	5	15
磷酸铁	10	10
石墨负极	2.5	7.5
石墨化	5	15

数据来源：公司公告，钛微媒公众号，财通证券研究所

### 1.2 公司股权结构稳定，多种激励方式展现发展信心

公司股权结构稳定，分布合理，保障了公司治理的稳定性和高效性。截至2024年8月28日，许冉持有公司20.95%的股份，为公司第一大股东及实际控制人。谭瑞清、王霞、李玲分别持有公司8.27%、5.30%、4.98%的股份，同时，为提高员工积极性，公司开展了员工持股计划，第二期员工持股计划合计占比0.93%。

图3.公司股权结构稳定



数据来源：ifind、财通证券研究所（数据截至2024年8月28日）

为促进公司良性发展，公司积极实施限制性股票激励计划。公司2023年扣除非经常性损益后归属于股东的净利润311,589.75万元，相比2017年度至2019年度扣除非归母净利润平均值236,536.81万元增长31.73%，满足在公司2021年限制性股票激励计划中首次授予(第三个解除限售期)及预留授予(第二个解除限售期)的解除限售条件。

表2.公司 2021 年限制性股票激励计划

激励计划	授予对象及人数	授予数量	授予价格	公司业绩考核要求	激励计划
第三期限限制性股票激励计划 (2021 年)	首次授予	管理层与核心技术人员共计 4859 人	首次授予 13,906.00 万股	15.64 元/股	<b>第一个解锁期：</b> 公司 2021 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 10% <b>第二个解锁期：</b> 公司 2022 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 20% <b>第三个解锁期：</b> 公司 2023 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 30%
	预留部分授予	管理层与核心技术人员共计 833 人	预留部分授予 997.50 万股	9.38 元/股	<b>第一个解锁期：</b> 公司 2022 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 20% <b>第二个解锁期：</b> 公司 2023 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 30%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

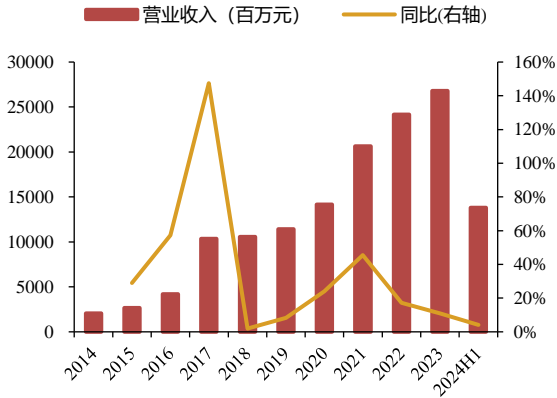
### 1.3 公司营收稳定增长，钛白粉为主要利润贡献来源

公司营收增长稳定，归母净利润维持高位。自 2018 年以来，公司营业收入实现连续 6 年增长。其中：

- **2021 年**，公司营收及归母净利润高速增长，主要得益于主营产品钛白粉市场处于景气周期，销售价格大幅上涨，且现有钛白粉产能利用率提升，公司氯化法产能有效释放。
- **2022 年**，公司归母净利润有所下滑，主要由于上半年硫磺、硫酸等原材料价格大幅上涨，下半年市场需求收缩，相比较原材料价格下跌，钛白粉、铁精矿跌价速度更快，但钛白粉、海绵钛产销齐升，营收仍然稳定增长。

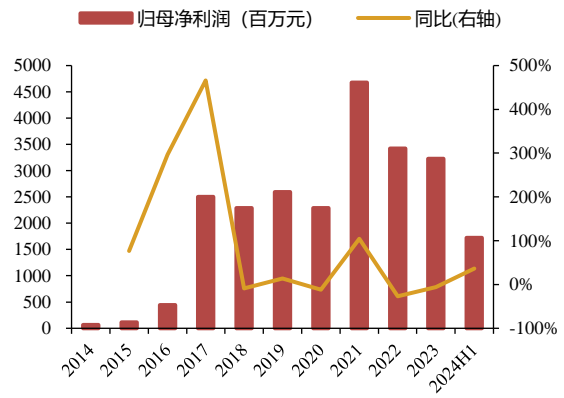
➤ **2024年上半年，公司有效提高钛白粉、海绵钛产能利用率，特别是氯化法钛白粉、海绵钛产能有效释放，钛白粉、海绵钛产销再创新高，归母净利润同比增长36.40%。**

图4.公司营收稳定上涨



数据来源：wind，财通证券研究所

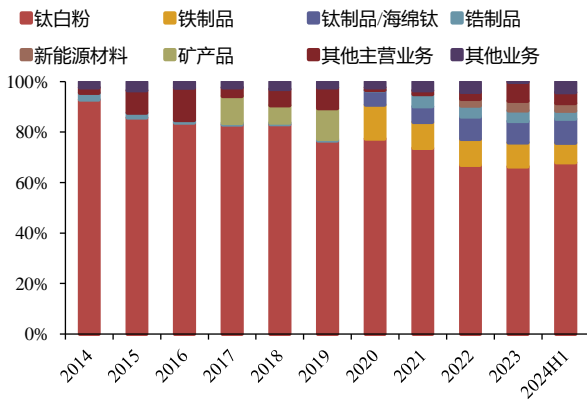
图5.公司盈利能力较强



数据来源：wind，财通证券研究所

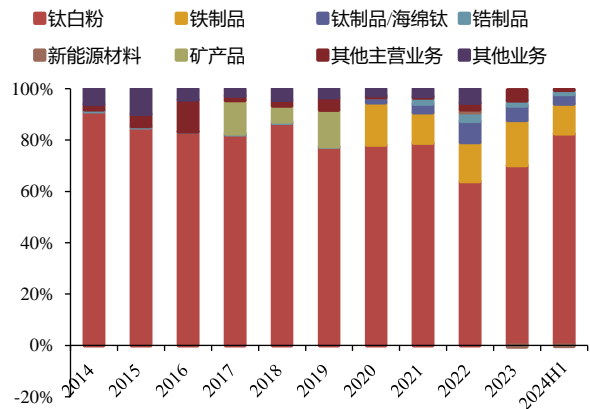
**钛白粉为公司主要产品，营收占比有所下降。**公司主要从事钛白粉、海绵钛、锆制品等产品的生产和销售。钛白粉贡献公司大部分营业收入，保证了公司的营收稳定增长和公司相对稳定的毛利结构。在公司坚持并购扩张与内生增长双轮驱动的发展模式下，构建了覆盖“钛、锆、钒、铁、钨”等元素相关产品的高质量产业发展体系，产品多元化提升，钛白粉营收占比从2017年的83%下降到2023年的66%。

图6.钛白粉贡献公司主要营收，但占比逐年下降



数据来源：wind，财通证券研究所

图7.钛白粉贡献公司主要毛利



数据来源：wind，财通证券研究所



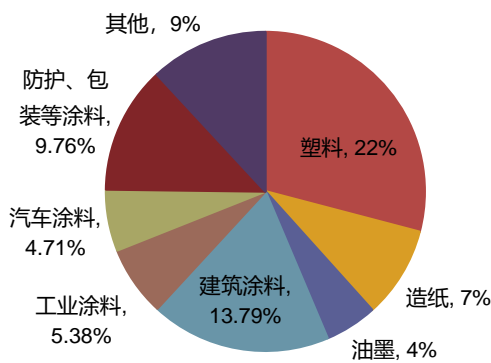
## 2 钛白粉全球龙头，成本、规模与技术铸造公司优势

### 2.1 行业：钛白粉国内需求稳步增长，欧洲税率影响有限

钛白粉应用场景众多，主要下游行业为涂料行业和塑料行业。涂料和塑料在各个行业应用也非常广泛。发展中国家由于经济不断发展及人口众多，建筑和基建行业快速增长，将刺激涂料及其上游钛白粉产品的需求增加。

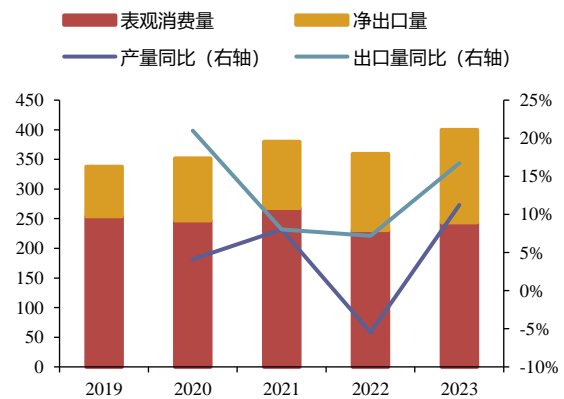
我国钛白粉产量增加，出口量高速增长。2023年我国钛白粉出口量达到164万吨，2019-2023年，钛白粉出口量CAGR达到13.09%。从出口占比来看，2021-2023年，国内钛白粉出口量占总产量的比例分别为34.51%、39.13%、41.07%，占比逐年提升，且钛白粉出口增速持续高于产量增速，一定程度上缓解了产量增长对国内供需关系的压力。随着国内钛白粉价格优势及氯化法产能的扩大，企业竞争力进一步提升，未来钛白粉出口有望保持高增长态势。

图8.2023年钛白粉下游应用结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

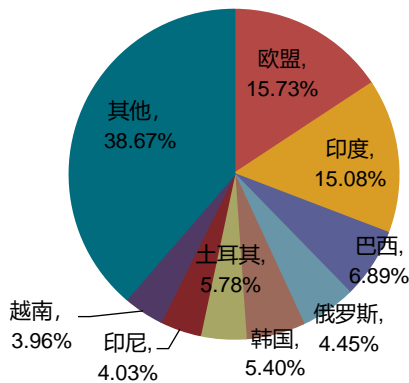
图9.钛白粉出口增速高于产量增速（万吨）



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所（注：产量=表观消费量+净出口量）

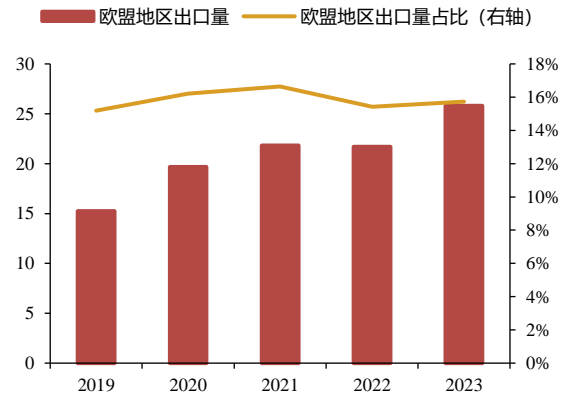
**欧盟地区：合计出口量占比约16%，加征反倾销税对钛白粉出口整体影响有限。**我国钛白粉出口目的地主要集中在亚洲和欧洲，2023年欧盟合计占比约15.73%。受制于环保和成本影响，欧洲本土钛白粉企业竞争力下降，进口钛白粉量增多。2024年7月11日，中涂协发布欧盟对华钛白粉反倾销调查的初裁情况通报，欧盟按倾销幅度计算，公司反倾销关税税率39.7%，高税率可能会影响我国钛白粉对欧盟出口数量及盈利能力。但欧盟地区占中国钛白粉出口总额比例常年在16%左右，整体影响较为有限。

图10.2023年各地区钛白粉出口量占比



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所

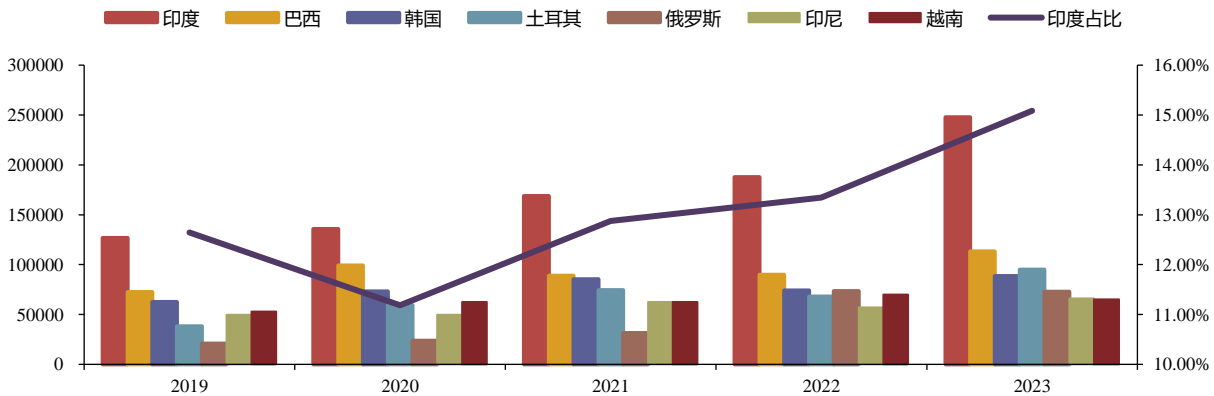
图11.我国出口到欧洲地区钛白粉占比较稳定（万吨）



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所

**新兴市场：印度和巴西市场钛白粉需求快速增长，占比提升，有望提振出口市场。**亚洲是钛白粉消费的新兴地区，其中印度、越南、印尼等地区的建筑等行业快速发展，钛白粉需求旺盛。以2023年数据为例，印度占比约15.08%，成为我国第一大目标出口国；韩国、印尼、越南占比分别为5.40%、4.03%、3.96%。同时巴西市场需求较好，是仅次于印度的第二大单一国家市场，2023年占比约6.89%。东南亚、巴西等新兴市场的需求有望进一步带动我国钛白粉出口市场的持续增长。

图12.印度钛白粉出口占比不断提升（单位：吨）

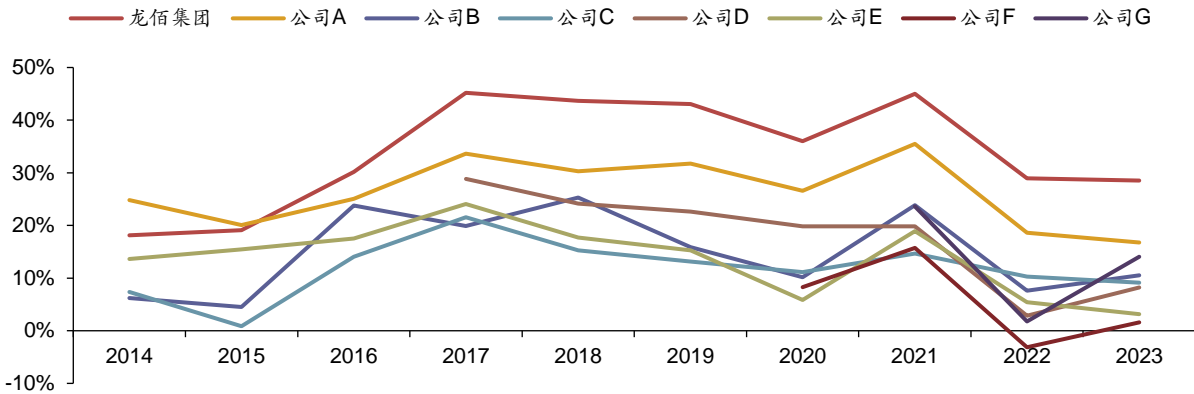


数据来源：百川盈孚，财通证券研究所

## 2.2 钛白粉产能全国第一，资源优势转化为成本优势

公司毛利率显著高于钛白粉其他同业企业。作为国内钛白粉行业领先企业，公司成本优势显著，毛利率常年高于业内同业公司。我们分析公司主要具备：通过自给钛精矿和关键原材料金红石、副产铁精矿、并且依托领先的合成工艺打造的成本优势；日积月累形成的产能优势；同时具备成熟硫酸法钛白粉和领先氯化法钛白粉的技术优势。

图13.公司毛利率水平领先同业企业

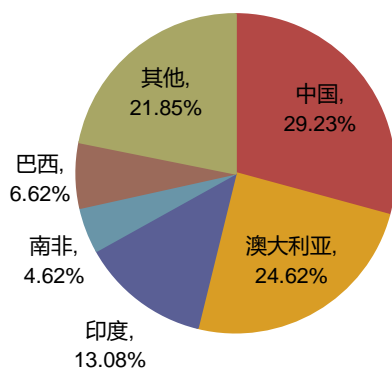


数据来源：各公司公告，财通证券研究所

### 2.2.1 成本优势：公司钛矿自给率提升，合成工艺具备多重成本优势

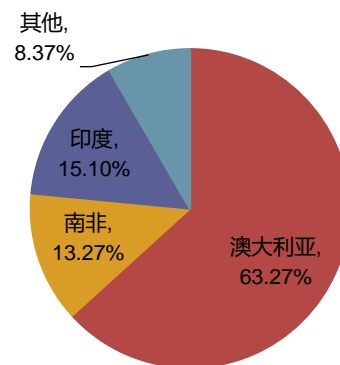
全球钛矿分布集中，中国为钛铁矿第一大储量国。钛属于稀有金属，钛矿石主要包括钛铁矿、金红石及其他含钛矿石，其中钛铁矿为最主要的矿产资源，可通过选矿选为钛精矿，并进一步加工成富钛料，例如高钛渣及合成金红石。根据2022年美国地质调查局数据，全球钛铁矿资源主要集中在中国、澳大利亚、印度、南非及巴西，钛铁矿储量分别占全球钛铁矿储量的29.23%、24.62%、13.08%、4.62%和6.62%，CR5高达78.15%；全球金红石资源主要集中在澳大利亚、南非及印度，金红石储量分别占全球63.27%、13.27%、15.10%，CR3高达91.63%。中国钛资源虽然丰富，但主要以原生钛铁矿型的形式存在，缺乏高品位的金红石型钛矿。

图14.2022年全球钛铁矿储量分布较集中



数据来源：wind，财通证券研究所

图15.2022年全球金红石储量分布集中

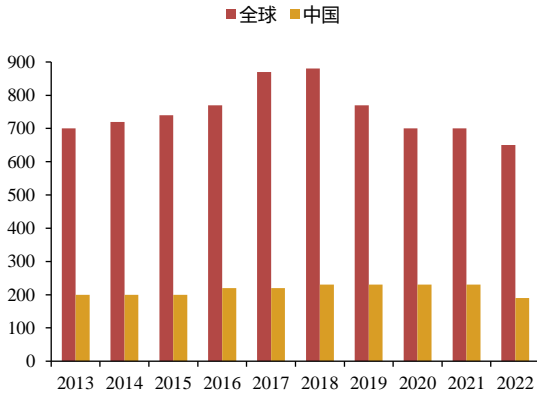


数据来源：wind，财通证券研究所

近年来钛资源稀缺性日渐凸显，钛铁矿储量逐年下降。2018年，全球钛铁矿及金红石储量均达到高点，分别为8.8亿吨以及0.62亿吨，随后呈下降趋势。钛铁矿储量下降的主要原因在于国外部分老矿山关停，新矿山勘探缓慢，近期基本没有

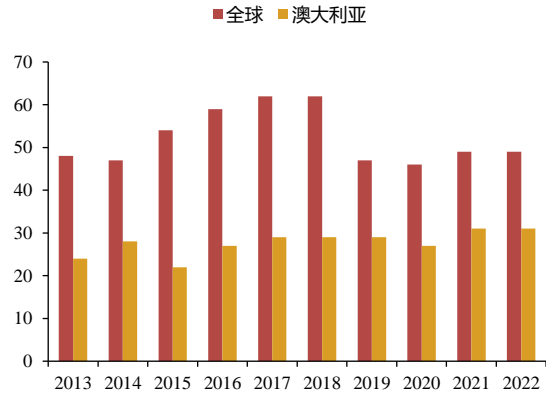
新增产能，同时部分矿山经过长期开采以后，面临着资源枯竭的问题，全球钛矿供给短缺态势有望持续，钛矿资源稀缺性凸显。

图16.近年来钛铁矿储量逐年下降（单位：百万吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

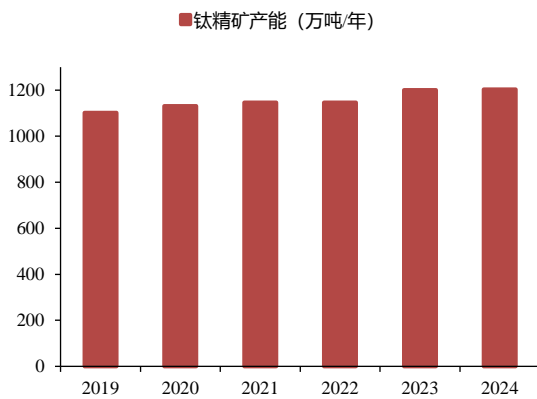
图17.18年后金红石储量大幅下滑（单位：百万吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

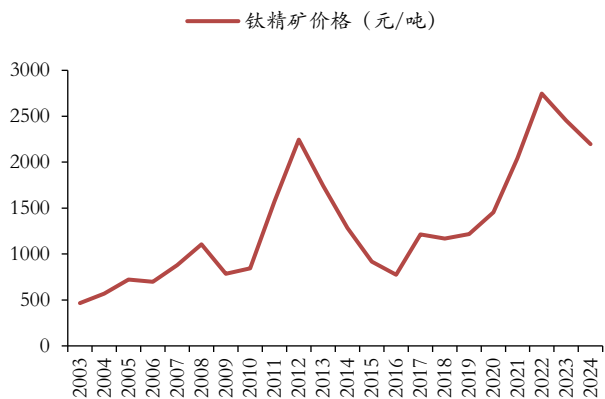
国内钛精矿供给新增有限，价格有望维持高位。国内的钛资源以钒钛磁铁矿为主，选矿分离比较困难，资源主要集中于攀西地区，短期来看国内钛精矿新增产能较为有限，同时国内钛资源获取成本有所提升，国产钛矿及进口钛矿供需处于紧平衡状态，价格有望继续保持。

图18.钛精矿新增产能有限



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所（2024年为截至7月数据）

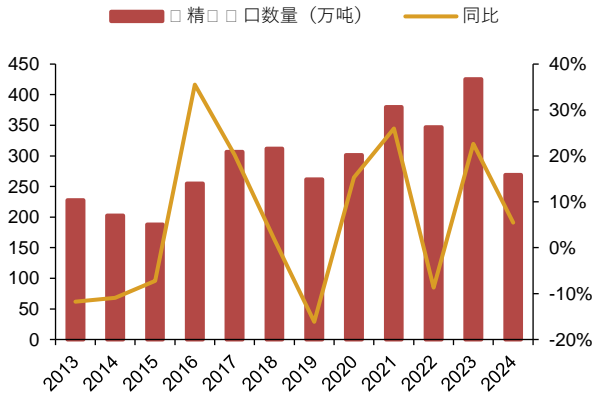
图19.钛精矿价格近年来维持高位（万吨）



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所（2024年为1-7月数据）

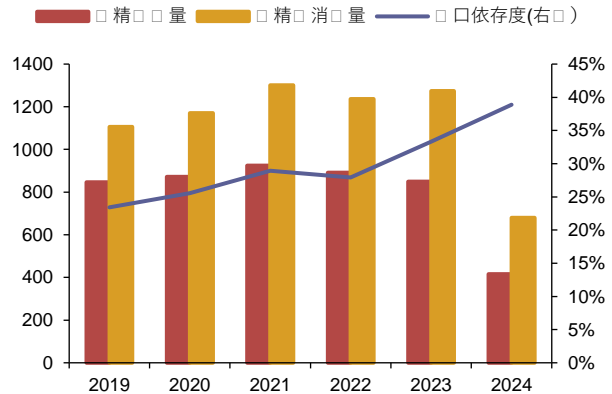
钛矿对进口的依赖度较高，且不断上升。从进口方面来看，由于国内钛矿产量有所下滑，导致进口数量波动上涨，对外依存度不断提升，根据我国钛精矿产量及消费量计算，我国钛精矿2019年进口依存度为23.4%，2023年为33.3%，对外依赖度仍然维持较高水平。

图20.钛精矿进口数量波动上涨（单位：万吨）



数据来源：wind，财通证券研究所（2024年数据为1-7月份）

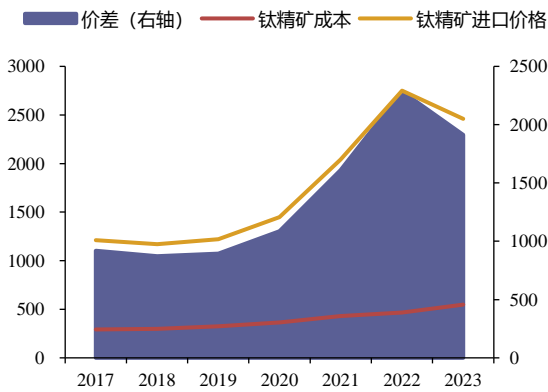
图21.钛精矿产量下降，进口依存度提高（单位：万吨）



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所（注：进口依存度=1-产量/消费量，2024年数据为1-7月份）

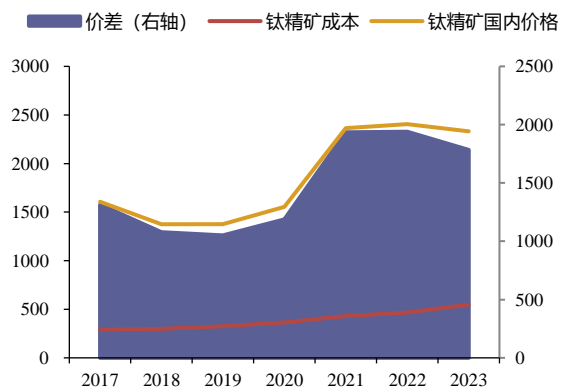
- **钛矿部分自给：公司拥有钛矿资源生产下游钛白粉，可享有资源优势。**钛精矿是从钛铁矿中采选出来的以二氧化钛（TiO<sub>2</sub>）为主要成分的矿粉，用作生产钛白粉的主要原料。2023年，以公开数据作为参考，钛精矿自产成本与外购进口钛精矿相比，价差约为1912元/吨；与外购国内钛精矿相比，价差约为1783元/吨。因此公司在拥有具备较高稀缺属性的钛精矿自产能力的情况下，成本优势显著优于依赖外采钛精矿的钛白粉生产企业。

图22.进口钛精矿与自产钛精矿价差较大（元/吨）



数据来源：安宁股份公司公告及招股说明书，wind，财通证券研究所

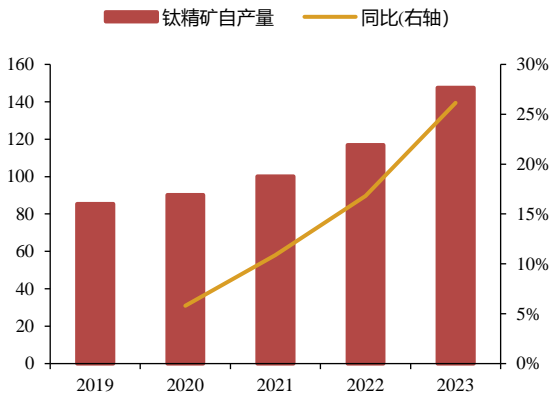
图23.国内钛精矿与自产钛精矿价差较大（元/吨）



数据来源：安宁股份公司公告及招股说明书，wind，财通证券研究所

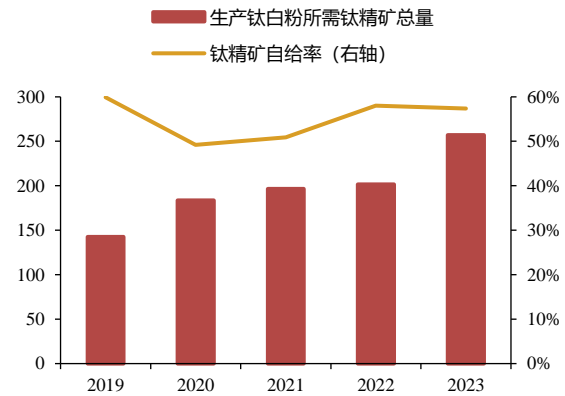
- 公司钛精矿产量逐年提升，自给率超过50%。公司在国内外拥有多处钛矿资源，其中最大钛矿资源为攀枝花钒钛磁铁矿，可自产钛精矿并自用，用于进一步加工生产硫酸法钛白粉、富钛料（包括高钛渣、合成金红石）及生铁，富钛料可进一步加工生产氯化法钛白粉。2023年，公司生产钛精矿147.4万吨，同比增长26.14%，全部内部自用，自给率约57%，有效保障公司原料供应并降低成本。

图24.公司铁精矿产量逐年上升（万吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图25.公司钛精矿自给率高（万吨）

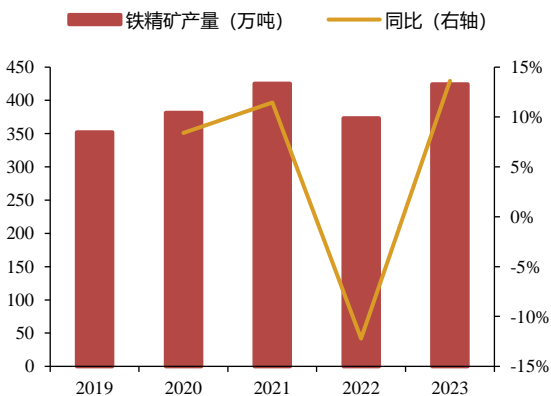


数据来源：公司公告，财通证券研究所（钛精矿自给率=钛精矿自产量/生产钛白粉所需钛精矿总量）

公司持续推进两矿联合开发，提升资源自给能力。2023年，公司两大核心项目“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”取得进展，旨在增强资源自给能力。为了强化资源基础，公司收购了四川龙蟒钛业股份有限公司、云南冶金新立钛业有限公司、金川集团股份有限公司钛厂资产、湖南东方钽业股份有限公司等公司。为了在“十四五”末期达成年产铁精矿760万吨、钛精矿248万吨的目标，公司持续进行红格矿区两矿整合，加速推进徐家沟开发项目。

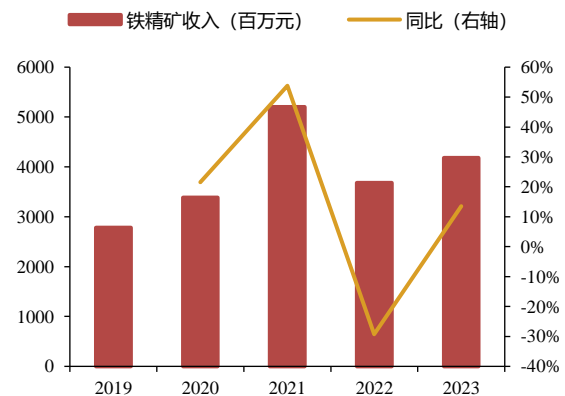
➤ **副产铁矿石创收：**钒钛磁铁矿通过原矿剥离，破碎、磨矿、选矿等工序生产钛精矿以外，还可以生产铁精矿及硫钴精矿等产品对外销售。2023年，公司生产铁精矿424.08万吨，同比增加13.63%。未来随着公司原矿自给能力进一步增强，铁精矿有望贡献更高额外收入。

图26.公司铁精矿产量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图27.公司铁精矿收入

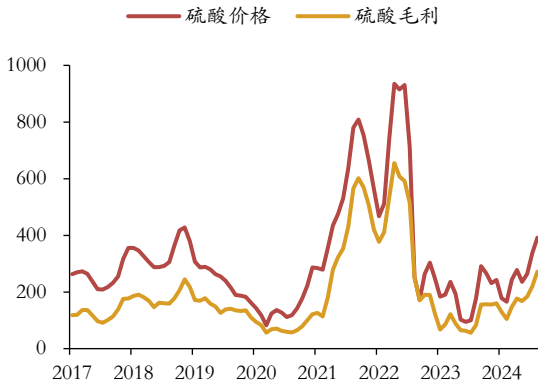


数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

➤ **硫酸法钛白粉原料优势：**以硫磺自供硫酸、自产蒸汽，可节约一定原料及能源成本。根据公司环评，生产1吨钛白粉需要消耗2.40吨硫酸及6.25吨蒸汽，公司采用硫磺制酸工程自产硫酸，并优先依托厂区自有蒸汽进行钛白粉

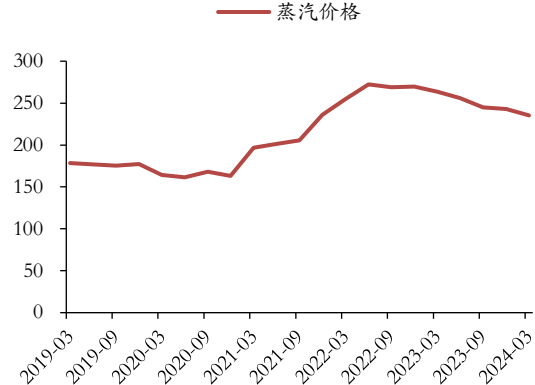
的生产。根据 wind 和百川盈孚数据，2023 年自制硫酸+自产蒸汽，可节省成本约 1529 元/吨（以毛利计算）。

图28.硫酸价格及毛利波动较大（单位：元/吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

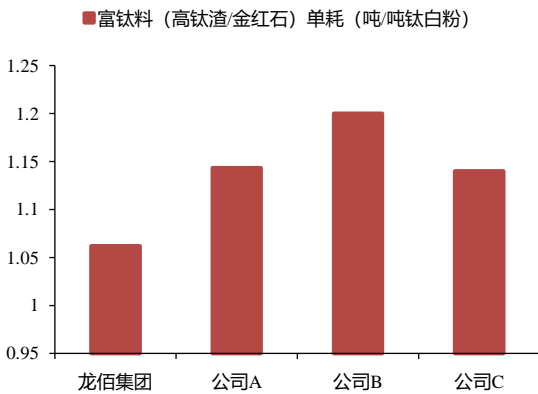
图29.蒸汽价格（单位：元/吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

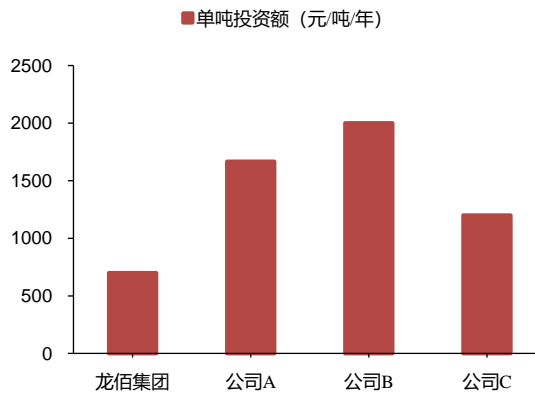
- **氯化法钛白粉具备多重成本优势：公司氯化法钛白粉原料单耗较低，投资额较低，且具备自产高钛渣能力。**
  - ①公司氯化法工艺领先，原材料单耗相对同行业公司较低，根据公开数据，公司生产每吨氯化法钛白粉需要消耗的富钛料，相较于其他氯化法钛白粉生产企业单耗低约 7.5%-13%，原料成本优势显著。
  - ②公司氯化法工艺及投资具备优势，公司项目单吨投资额约 700 元/吨，相较于其他氯化法钛白粉生产企业低约 71%-186%，对资金需求相对较低且单吨折旧压力较小。

图30.公司氯化法钛白粉单耗较低



数据来源：各公司环评，财通证券研究所

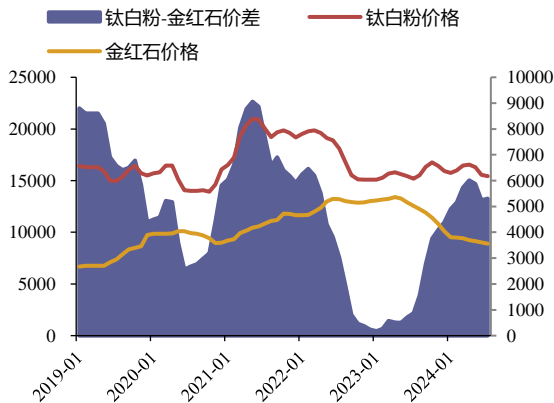
图31.公司氯化法钛白粉投资额较低



数据来源：各公司环评，财通证券研究所（单吨投资额以折旧 10 年计）

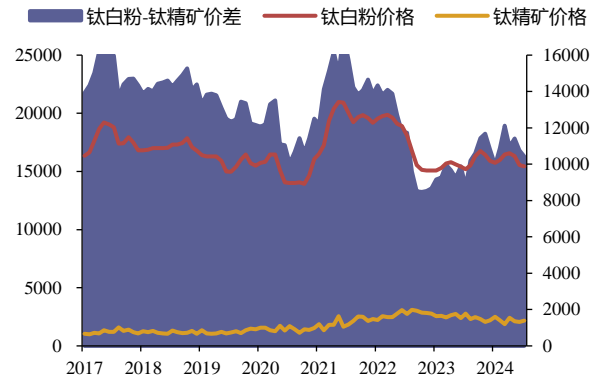
- ③公司能够自产高钛渣，可有效降低高钛渣价格波动对整体利润的影响。氯化法钛白粉工艺需要以金红石或高钛渣为原料，由于金红石的价格相对钛精矿的价格更高，且波动更大，因此通过直接外采金红石生产钛白粉的价差波动显著。而公司拥有“钛精矿-金红石（高钛渣）-氯化法钛白粉”完整的产业链，一定程度上可以平滑钛矿和中间原料金红石的价格波动对利润的影响，同时自产金红石也可实现利润增厚。

图32.氯化法钛白粉-金红石价差波动较大(元/吨)



数据来源:公司公告,财通证券研究所(钛白粉-金红石价差=钛白粉价格-1.14×金红石价格)

图33.硫酸法钛白粉-钛精矿价差波动相对稳定(元/吨)



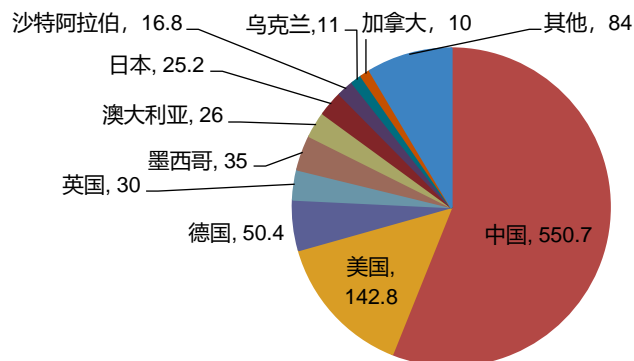
数据来源:wind,公司环评,财通证券研究所(钛白粉-钛精矿价差=钛白粉价格-2.32×钛精矿价格)

综合来看,公司作为国内同时拥有硫酸法钛白粉和氯化法钛白粉技术的龙头公司,其具备多重成本优势,包括自身拥有钛精矿产能,超一半以上的需求能够自给、且未来仍具备增长空间;副产铁矿石外售实现利润增厚;硫酸法钛白粉自产硫酸和蒸汽、降低生产成本;氯化法钛白粉单耗及单吨投资额业内领先;自产中间体金红石(高钛渣)增厚利润、平滑产品整体盈利水平。

### 2.2.2 产能优势:公司产能位居全国第一,市占率不断提升

海外钛白粉产能收缩,国内钛白粉占比进一步提升。根据涂多多统计,2023年全球钛白粉产能共有981.9万吨,中国产能占全球产能达55%,且产能增长主要为国内钛白粉产能增加;受国际市场需求及钛白市场行业运行情况影响,科慕、泛能拓部分产能退出,中国钛白粉产能份额有望继续扩大,未来随着国内氯化法钛白粉产能扩产,国内钛白粉企业在技术、成本、环保等方面有望提升优势。

图34.2023年全球钛白粉产能统计(万吨/年)

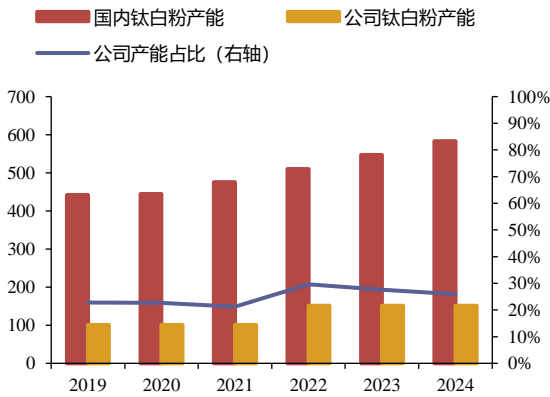


数据来源:涂多多、财通证券研究所



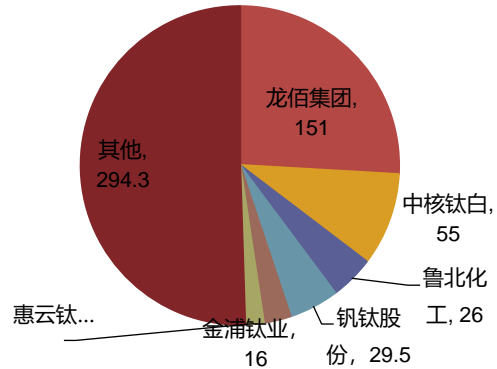
**产能：**公司为全国钛白粉龙头，产能居国内首位。2022年公司新增钛白粉产能投产，市占率进一步提升，2024年具备钛白粉产能151万吨/年，产能占比达到全国的25.91%，规模居于世界前列，公司钛产业基地布局河南、四川、湖北、云南、甘肃等五省六地市，初步形成从钛的矿物采选加工，到钛白粉和钛金属制造，衍生资源综合利用的绿色产业链。

图35.公司钛白粉产能占比高（单位：万吨/年）



数据来源：百川盈孚，公司公告，财通证券研究所

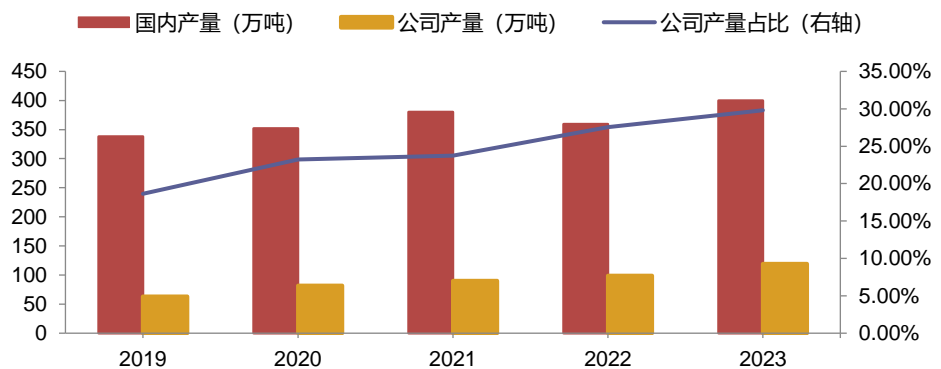
图36.2024年国内钛白粉供给格局（万吨/年）



数据来源：百川盈孚，各公司公告，财通证券研究所

**产量：**公司钛白粉产量逐年提升，同时市占率不断提升。在产能提升的同时，公司钛白粉产量持续提升。2019-2023年，公司钛白粉产量从62.99万吨提升至119.14万吨，占全国总产量的比例也从18.64%提升至29.81%，市占率稳步提升。依托于公司领先的产能规模，公司市占率有望突破30%。

图37.公司钛白粉产量占比逐年提升



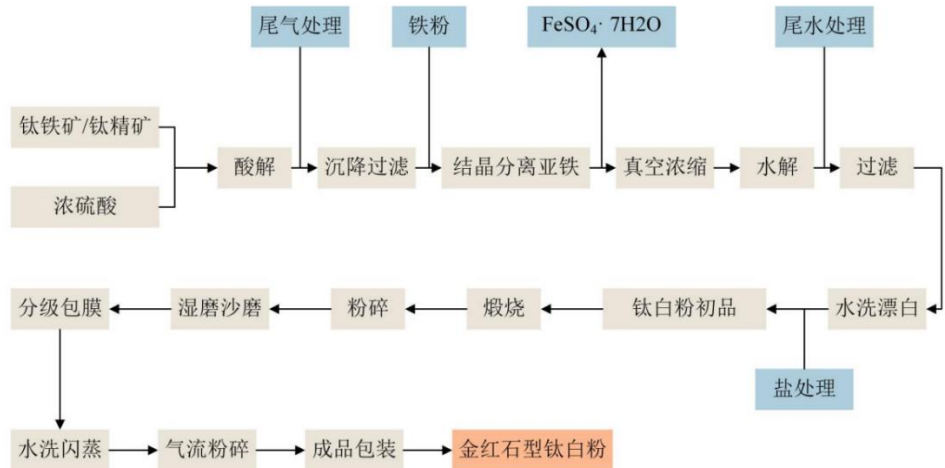
数据来源：百川盈孚，公司公告，财通证券研究所

### 2.2.3 技术优势：公司同时具备硫酸法和氯化法技术

公司具备两种钛白粉生产工艺，分别为硫酸法和氯化法。其中硫酸法是目前国内应用最广泛的钛白粉生产方法。硫酸法工艺的主要原料为钛精矿和硫酸。硫酸法的工艺流程：将钛精矿或钛渣与浓硫酸进行反应生成硫酸氧钛，经水解生成偏钛酸，再经过煅烧、粉碎等工序得到钛白粉产品。硫酸法具有原料价格较低、技术

壁垒较低、环境污染偏高的特点，整体工艺较成熟。2023年我国钛白粉行业具备正常生产条件的全流程型生产商共42家，其中37家都是纯硫酸法工艺，同时具有硫酸法工艺和氯化法工艺的有3家，包含公司、攀钢钒钛、鲁北集团。

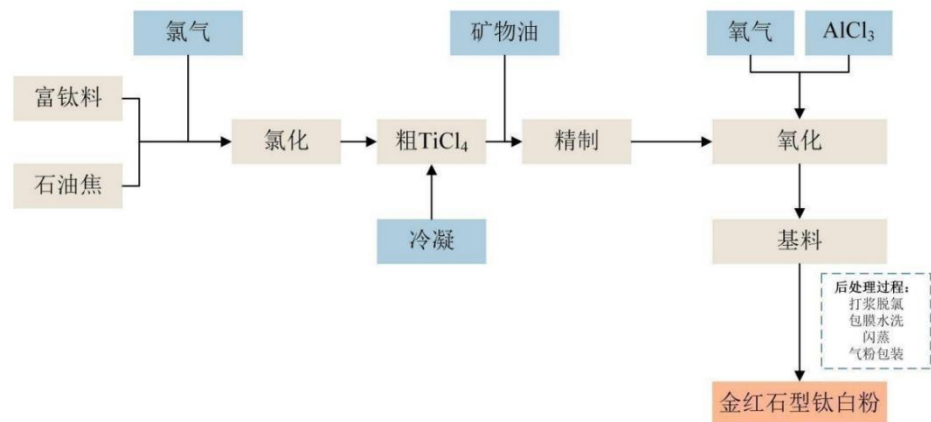
图38.硫酸法钛白粉生产工艺



数据来源：公司公告、财通证券研究所

氯化法具有流程较短、原料成本高的特点，是未来的发展趋势。氯化法主要以金红石或富钛料作为原料，与氯气反应生成四氯化钛等，再将精制后的四氯化钛进行气相氧化获得粗二氧化钛，处理获得高品质的钛白粉。相比硫酸法，氯化法生产的钛白粉具有纯度更高、流程较短、排放废气少等优势，更适应国家环保政策，是钛白粉行业的发展趋势，但对原料的要求较高，导致该方法成本较高。国家目前限制硫酸法钛白粉，鼓励氯化法钛白粉，拥有低成本、成熟大型氯化法钛白粉的企业更有优势。除此之外，氯化法流程还可以用于生产海绵钛。公司为国内氯化法钛白粉生产工艺的领军者，掌握大型沸腾氯化法钛白粉技术。

图39.氯化法钛白粉生产工艺



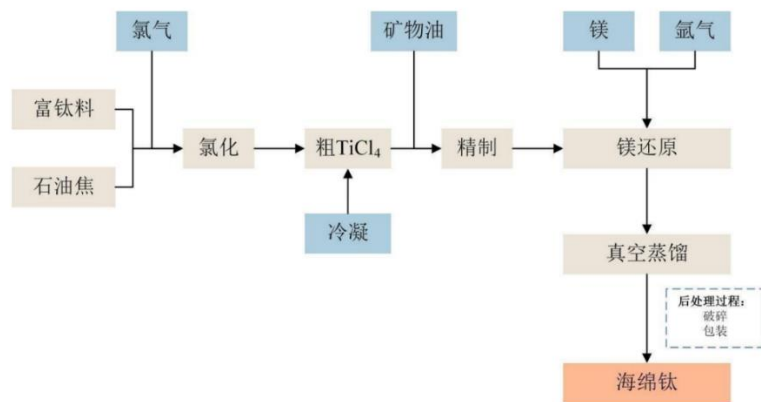
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3 新材料带来增量，可享一体化优势

#### 3.1 海绵钛：我国产量快速增长，公司市占率不断提升

海绵钛是一种钛金属单质，通过富钛料氯化后还原制成。海绵钛一般为浅灰色颗粒或多孔状，纯度越高，海绵钛质量越好。海绵钛一般不直接使用，需要熔铸加工成钛锭或研磨加工成钛粉，而钛锭可用于生产各类钛材和钛合金，广泛应用于航空航天、舰船兵器、生物医药、化工冶金、海洋工程、体育休闲等领域。海绵钛的工艺流程中，将富钛料氯化精制后得到产物四氯化钛，通过加入镁，充以氩气，还原四氯化钛可以制造海绵钛。

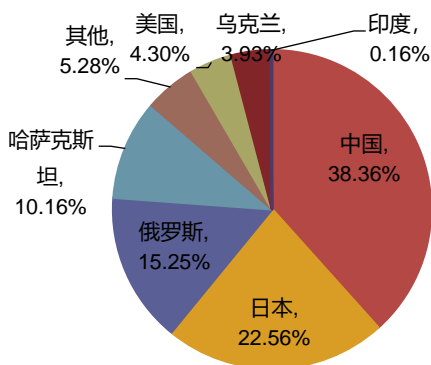
图40.海绵钛生产工艺



数据来源：公司公告、财通证券研究所

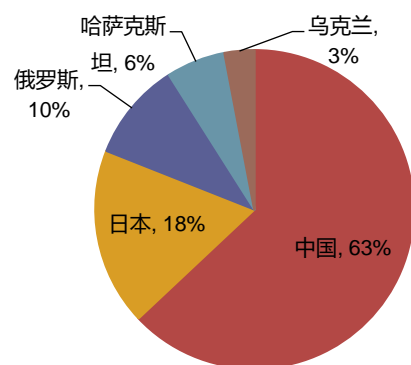
全球海绵钛格局改变，中国产能占比显著提升。2019年，中国海绵钛产能15.8万吨/年，占比全球产能约38.36%；2023年全球海绵钛产能为44.4万吨，中国产能占比为63%，产能显著提升。一方面：我国多家企业突破海绵钛技术，且产品获得下游客户认可，产能与产量均有所增长；另一方面：受地缘政治及俄乌冲突影响，乌克兰海绵钛工厂受到影响，海绵钛产能供应减少约1.2万吨/年，全球海绵钛产能供应格局变化显著。

图41.2019年全球海绵钛产能供给格局



数据来源：晨源钛业公众号，财通证券研究所

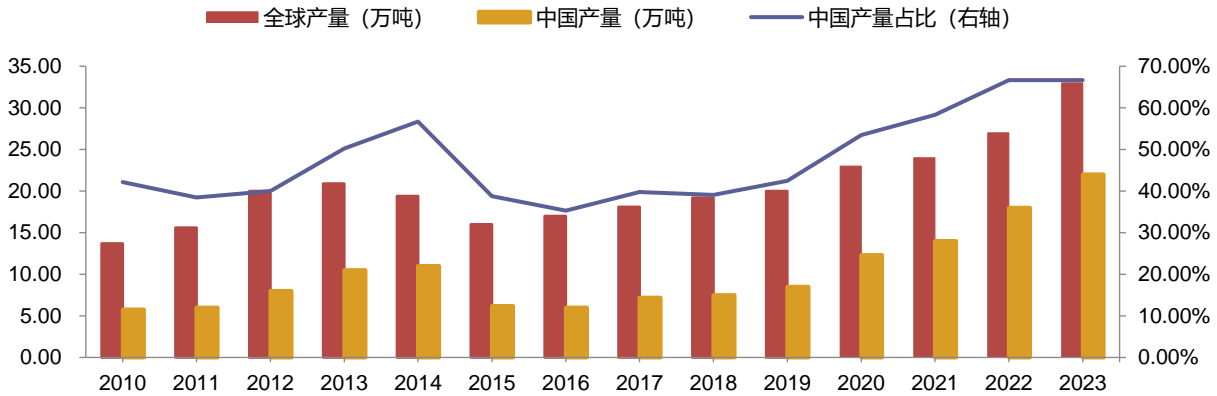
图42.2023年全球海绵钛产能供给格局



数据来源：钛资讯公众号，财通证券研究所

目前全球海绵钛产量近7成来源于中国，未来有望占比继续提升。2015年主要海绵钛生产国产量阶段性下滑后，全球总产量持续上涨，2015-2023年，总产量由16万吨增长至约33万吨，年复合增速约8.38%；反观国内产量则从6.20万吨增长至约22万吨，年复合增速约15.11%。因此全球产量的增加主要由我国产量增量贡献，我国2023年产量占比约66.67%。同时，我国仍有部分在建海绵钛项目，未来我国产量占比有望进一步提升。

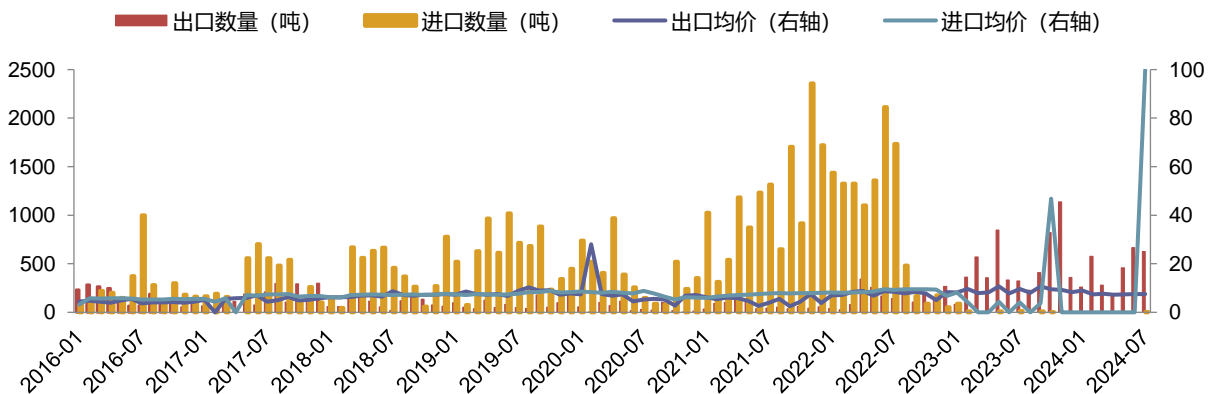
图43.中国海绵钛产量占比全球产量稳步提升（单位：万吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

我国海绵钛产量快速增长，从净进口国家转变为净出口国家。随着我国航空航天等领域的发展，对钛合金的需求量逐步增长，推动海绵钛需求量随之上涨。自2023年1月开始，我国海绵钛进口量趋近于零，根据海关总署数据统计，2023年我国海绵钛合计进口量仅133.84吨，相较于2022年的11364.43吨下滑显著。主要系两方面因素：一方面国内产能产量快速增长，在满足国内需求的情况下仍存在一定富裕产量；另一方面受国际地区冲突，部分海绵钛出口国生产受限、导致产量降低。因此我国目前已经成为海绵钛的净出口国，且多种型号产品基本不依赖进口，2024年1-7月份海绵钛基本零进口（合计仅约2公斤）。

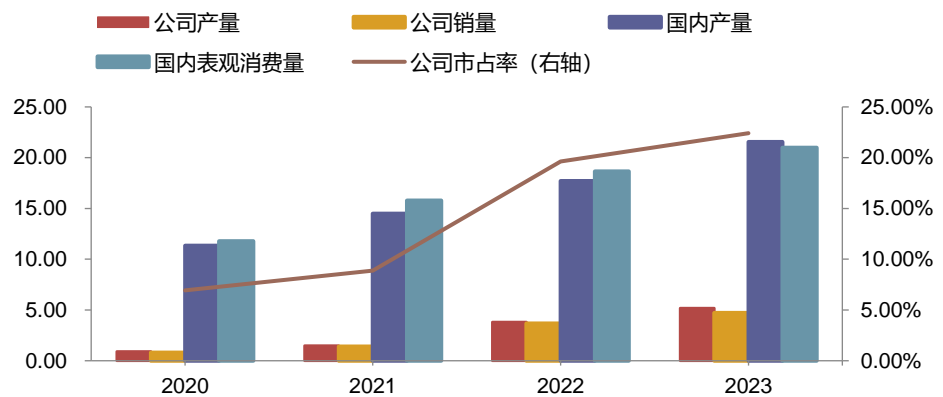
图44.中国海绵钛由净进口国转变为净出口国（单位：吨、美元/千克）



数据来源：wind，海关总署，财通证券研究所

公司海绵钛产量逐年提升，目前已成为全球最大的海绵钛生产企业。2023年，公司海绵钛市占率达到22.41%；2024年5月，云南国钛年产3万吨转子级海绵钛智能制造技改项目二期（1.5万吨）和甘肃国钛3万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目二期（1.5万吨）顺利投产达产后，现共有**8万吨/年海绵钛产能**，依托公司成熟的大型沸腾氯化技术、熔盐氯化技术及产业链优势，将持续降低生产成本。转子级海绵钛具有低氧、低氮、无缺陷特点，生产从材料源头把关，工艺把控，质量要求判定严格，公司建设转子级海绵钛，提升了海绵钛的质量。

图45.公司海绵钛市占率逐年提升（单位：万吨）

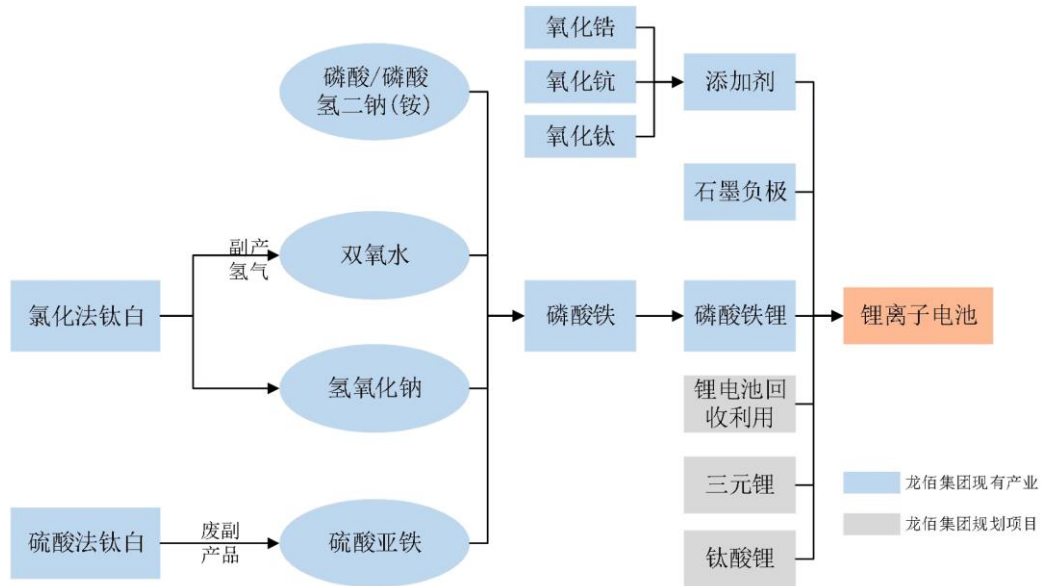


数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3.2 新能源材料：拓展产业链，具备一体化优势

公司依托原有化工资源，拓展至新能源产业，建成“钛、锆、锂”三条产业链，将钛白粉生产和锂电项目材料结合，使得钛产业与锂电产业耦合发展、高效融合。2023年公司新能源材料营业收入10.47亿元，比上年同期增加59.71%。

图46.公司钛白粉生产和新能源材料结合的产业链



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司具有技术研发、管理和供应链优势，可规模化生产磷酸铁、磷酸铁锂及石墨负极，目前磷酸铁锂产能5万吨/年，磷酸铁产能10万吨/年，石墨负极产能2.5万吨/年，提升了核心竞争力和盈利能力；同时公司可用于锂电池材料生产的原材料有废副产品硫酸亚铁，富余产能烧碱、硫酸、蒸汽、氢气等，降低了公司的生产成本。

表3.公司新能源材料布局（万吨/年）

项目名称	产品	现有产能
年产20万吨电池材料级磷酸铁项目	磷酸铁	10
年产20万吨锂离子电池材料产业化项目	磷酸铁锂	5
年产10万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目	石墨负极	2.5
年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目	石墨化	5

数据来源：公司公告，财通证券研究所

钛白粉生产企业生产磷酸铁锂具备一定的成本优势。生产磷酸铁锂的前驱体主要是磷酸铁，这类高纯度铁盐大多是将矿石进行一系列的除杂工序后得到。然而，使用这些高纯度材料制备磷酸铁锂时，需要加入对磷酸铁锂电化学性能有利的元素，如Mg、Mn、Al、Cr等，而该等元素大部分可在天然矿石找到，导致工序重复且生产成本增加。以硫酸亚铁等钛白粉生产过程中的副产品为原料生产磷酸铁锂，可避免生产工序重复，降低生产成本。同时，这种生产方式将为钛白粉企业处理大量副产品硫酸亚铁提供高附加值应用的新途径，可有效利用资源，拓宽发展空间。

## 4 盈利预测

- **钛白粉：**公司是同时拥有硫酸法和氯化法钛白粉生产工艺的龙头公司，共有151万吨/年钛白粉产能，规模优势显著。同时公司还拥有钛精矿的生产能力，2023年产量达到了147.45万吨，预计与四川资源集团在红格矿区钒钛磁铁矿项目合作后，公司自给钛精矿能力将继续提升。根据公司规划，力争在“十四五”末期实现自有矿山钛精矿产能248万吨/年。因此我们预计钛白粉业务2024-2026年营收可实现186.79/195.39/202.96亿元，毛利率分别为30.33%/32.76%/37.75%。
- **铁制品：**工艺通过自身拥有的矿产生产钛精矿的同时，还可以生产铁矿石，根据公司规划，力争在“十四五”末期实现自有矿山铁精矿产能760万吨/年，该板块盈利能力有望加强。因此我们预计铁制品业务2024-2026年营收可实现23.58/29.21/39.87亿元，毛利率分别为49.00%/49.00%/49.00%。
- **海绵钛：**公司现拥有海绵钛产能8万吨/年，是国内该产品龙头企业。尽管海绵钛价格有所下滑，但是一方面公司具备全产业链的生产技术，可节省成本；另一方面公司积极布局转子级海绵钛，突破高端产品品质。因此我们预计海绵钛业务2024-2026年营收可实现26.40/30.58/29.95亿元，毛利率分别为16.08%/17.20%/17.31%。
- **新能源材料：**公司现拥有多种新能源材料，包括10万吨/年磷酸铁、5万吨/年磷酸铁锂、2.5万吨/年石墨负极等产能，且未来仍有扩建计划。尽管当前该板块盈利能力较弱，但是依托于公司钛白粉产业副产的硫酸亚铁等产品打造的成本优势，未来该板块有望快速实现盈利。因此我们预计新能源材料业务2024-2026年营收可实现12.32/17.04/20.31亿元，毛利率分别为-4.00%/1.00%/3.00%。
- **税金及费用率：**结合公司过去三年及2024年上半年税金及费用率水平，我们预计，在2024-2026年税金率为1.20%/1.20%/1.20%、销售费率为1.80%/1.70%/1.60%、管理费率为4.00%/3.90%/3.80%、研发费率为4.20%/4.20%/4.20%。

表4.公司主营业务及预测

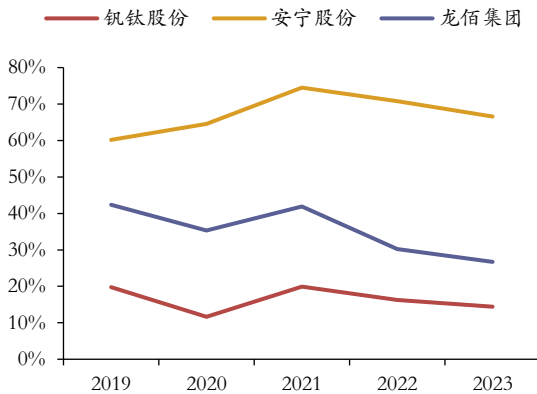
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24155.15	26793.89	28288.3	30883.04	33258.54
YOY	17.16%	10.92%	5.58%	9.17%	7.69%
毛利率	30.31%	26.79%	27.62%	29.28%	32.83%
钛白粉					
营收(百万元)	16178.13	17767.74	18679.2	19538.58	20296.46
YOY	6.44%	9.83%	5.13%	4.60%	3.88%
毛利率	28.93%	28.51%	30.33%	32.76%	37.75%
铁制品					
营收(百万元)	2483.83	2573.17	2357.52	2920.97	3986.57
YOY	17.72%	3.60%	-8.38%	23.90%	36.48%
毛利率	44.79%	49.15%	49.00%	49.00%	49.00%
海绵钛					
营收(百万元)	2133.92	2267.65	2640.27	3058.41	2994.69
YOY	65.12%	6.27%	16.43%	15.84%	-2.08%
毛利率	28.45%	17.87%	16.08%	17.20%	17.31%
新能源材料					
营收(百万元)	655.65	1047.14	1232.3	1703.54	2030.97
YOY		59.71%	17.68%	38.24%	19.22%
毛利率	12.35%	-3.31%	-4.00%	1.00%	3.00%
锆制品					
营收(百万元)	1049.48	1101.88	1179.01	1261.54	1349.85
YOY	7.39%	4.99%	7.00%	7.00%	7.00%
毛利率	23.50%	13.34%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务					
营收(百万元)	1654.13	2036.31	2200	2400	2600
YOY	59.24%	23.10%	8.04%	9.09%	8.33%
毛利率	35.87%	16.12%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源: wind、财通证券研究所

公司为国内具备钛矿资源的钛白粉龙头,因此我们选取了生产钒产品、钛白粉、钛渣的领先企业钒钛股份、钛矿龙头安宁股份作为可比公司。预计 2024-2026 年公司可实现归母净利润为 35.25/43.52/57.76 亿元,同比+9.2%/+23.5%/+32.7%;EPS 分别为 1.48/1.82/2.42 元。我们以 2024 年 8 月 27 日的收盘价计算,对应 PE 平均水平为 10.40/8.42/6.35 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

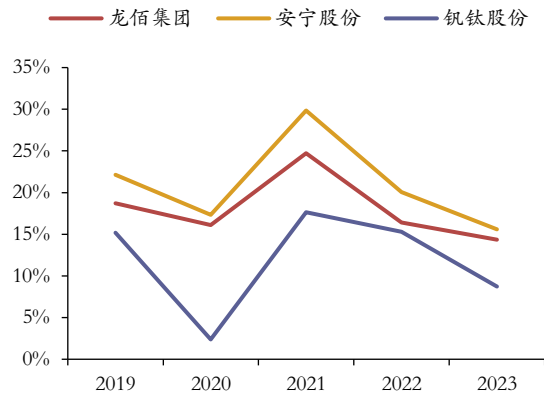


图47.龙佰集团具有较高毛利率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图48.龙佰集团具有较高ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表5.可比公司估值 (市值单位: 亿元)

	代码	市值	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
钒钛股份	000629.SZ	211	0.16	0.11	0.09	0.11	0.13	30.27	28.83	26.09	20.65	17.43
安宁股份	002978.SZ	100	2.73	2.34	2.39	2.64	3.18	12.22	13.56	10.31	9.32	7.74
平均								21.25	21.20	18.20	14.99	12.59
龙佰集团	002601.SZ	372	1.46	1.38	1.48	1.82	2.42	12.96	12.41	10.40	8.42	6.35

数据来源: 财通证券研究所 (可比公司预测数据来自于 wind 一致预期, 参考日期为 2024 年 8 月 27 日)

## 5 风险提示

- **限售股解禁风险和股权质押风险:** 公司大股东未解押股权质押数占总股本比例为 14.54%, 存在出质人信用缺失下的道德风险, 可能会对公司产生不利影响; 2024 年 7 月 8 日, 公司解除限售股份上市流通, 数量为 3824.7 万股, 占当时总股本比例 1.6028%, 可能会对公司造成一定的股价波动;
- **原材料价格波动的风险:** 公司生产钛白粉的原材料钛精矿具备资源稀缺性, 价格波动较大, 若原材料价格较高, 可能对公司盈利能力产生不利影响;
- **汇率波动的风险:** 公司钛白粉产品部分出口, 且钛白粉原材料钛精矿由于国内资源不足部分依赖进口, 若受宏观环境影响, 汇率波动较大, 将对公司营收产生不利影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>24112.97</b>	<b>26764.88</b>	<b>28288.30</b>	<b>30883.04</b>	<b>33258.54</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	16834.14	19617.04	20475.42	21839.00	22341.16	营业收入增长率	17.2%	11.0%	5.7%	9.2%	7.7%
营业税费	277.44	362.38	339.46	370.60	399.10	营业利润增长率	-26.4%	-4.1%	6.9%	23.5%	32.7%
销售费用	427.56	546.01	509.19	525.01	532.14	净利润增长率	-26.9%	-5.6%	9.2%	23.5%	32.7%
管理费用	1424.01	999.22	1131.53	1204.44	1263.82	EBITDA 增长率	-18.2%	13.4%	8.8%	14.7%	21.7%
研发费用	1013.68	1014.12	1188.11	1297.09	1396.86	EBIT 增长率	-26.6%	-0.6%	10.7%	21.2%	29.3%
财务费用	102.03	237.43	528.72	545.52	529.61	NOPLAT 增长率	-25.7%	-5.2%	13.6%	21.2%	29.3%
资产减值损失	-30.38	-183.16	-22.00	-32.00	-42.00	投资资本增长率	27.9%	19.8%	5.8%	4.6%	5.6%
加:公允价值变动收益	1.55	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	11.9%	7.6%	5.2%	7.2%	9.0%
投资和汇兑收益	-90.69	-67.78	-56.58	-61.77	-66.52	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>4085.60</b>	<b>3917.38</b>	<b>4189.39</b>	<b>5173.21</b>	<b>6865.28</b>	毛利率	30.2%	26.7%	27.6%	29.3%	32.8%
加:营业外净收支	-12.90	-0.25	-1.00	-1.00	-1.00	营业利润率	16.9%	14.6%	14.8%	16.8%	20.6%
<b>利润总额</b>	<b>4072.70</b>	<b>3917.13</b>	<b>4188.39</b>	<b>5172.21</b>	<b>6864.28</b>	净利润率	14.7%	12.1%	12.6%	14.2%	17.5%
减:所得税	535.81	671.14	628.26	775.83	1029.64	EBITDA/营业收入	24.9%	25.5%	26.2%	27.6%	31.1%
<b>净利润</b>	<b>3419.36</b>	<b>3226.44</b>	<b>3524.53</b>	<b>4352.41</b>	<b>5776.29</b>	EBIT/营业收入	17.8%	15.9%	16.7%	18.5%	22.2%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	8726.31	7007.03	6220.06	8148.24	10513.33	固定资产周转天数	218	280	325	330	319
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-112</b>	<b>-97</b>	<b>-64</b>	<b>-55</b>	<b>-48</b>
应收账款	2253.11	3012.73	3148.14	3441.45	3525.62	流动资产周转天数	268	271	257	252	263
应收票据	124.38	379.80	392.89	428.93	461.92	应收账款周转天数	32	35	39	38	38
预付账款	630.13	308.65	409.51	436.78	446.82	存货周转天数	118	127	135	135	135
存货	6546.61	7328.18	7972.67	8391.62	8407.94	总资产周转天数	780	827	826	788	762
其他流动资产	620.89	555.00	475.00	425.00	375.00	投资资本周转天数	521	579	615	593	579
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	16.4%	14.4%	14.8%	17.0%	20.6%
长期股权投资	336.95	860.13	860.13	860.13	860.13	ROA	5.8%	5.1%	5.3%	6.3%	8.0%
投资性房地产	94.36	108.69	120.69	132.69	144.69	ROIC	9.5%	7.5%	8.1%	9.3%	11.4%
固定资产	18117.54	23511.00	27572.45	29005.59	29906.52	费用率					
在建工程	5795.86	4763.66	3175.93	2117.39	1411.67	销售费用率	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%
无形资产	7042.16	6733.66	6631.66	6529.66	6427.66	管理费用率	5.9%	3.7%	4.0%	3.9%	3.8%
其他非流动资产	906.18	887.46	672.53	672.53	672.53	财务费用率	0.4%	0.9%	1.9%	1.8%	1.6%
<b>资产总额</b>	<b>59188.96</b>	<b>63817.24</b>	<b>66028.53</b>	<b>69085.35</b>	<b>71757.62</b>	三费/营业收入	8.1%	6.7%	7.7%	7.4%	7.0%
短期债务	5616.90	8198.17	9998.17	10198.17	10398.17	<b>偿债能力</b>					
应付账款	5775.61	5928.74	5118.86	5399.09	5275.00	资产负债率	60.7%	60.8%	60.1%	59.1%	57.1%
应付票据	9254.07	4350.08	4550.09	4853.11	4654.41	负债权益比	154.4%	155.0%	150.7%	144.7%	133.2%
其他流动负债	65.68	44.64	54.64	64.64	74.64	流动比率	0.77	0.76	0.70	0.77	0.86
长期借款	8405.43	10757.28	9557.28	9757.28	9957.28	速动比率	0.46	0.44	0.38	0.45	0.54
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	10.10	7.66	7.44	8.95	11.34
<b>负债总额</b>	<b>35921.82</b>	<b>38792.54</b>	<b>39691.18</b>	<b>40851.62</b>	<b>40989.25</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	2448.68	2542.62	2578.22	2622.18	2680.53	DPS(元)	1.20	0.90	0.84	1.05	1.38
股本	2390.15	2384.67	2386.29	2386.29	2386.29	分红比率	0.84	0.67	0.57	0.57	0.57
留存收益	5167.87	6244.86	7801.37	9653.78	12130.08	股息收益率	6.3%	5.3%	5.5%	6.8%	9.0%
<b>股东权益</b>	<b>23267.14</b>	<b>25024.70</b>	<b>26337.35</b>	<b>28233.73</b>	<b>30768.37</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	1.46	1.38	1.48	1.82	2.42
净利润	3419.36	3226.44	3524.53	4352.41	5776.29	BVPS(元)	8.71	9.42	9.96	10.73	11.77
加:折旧和摊销	1724.84	2560.63	2704.28	2793.39	2962.80	PE(X)	13.0	12.4	10.4	8.4	6.3
资产减值准备	30.38	183.16	17.00	27.00	37.00	PB(X)	2.2	1.8	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	-1.55	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	248.34	406.08	633.82	638.82	651.83	P/S	1.9	1.5	1.3	1.2	1.1
投资收益	90.69	67.78	56.58	61.77	66.52	EV/EBITDA	8.7	8.2	7.2	6.1	4.9
少数股东损益	117.53	19.55	35.60	43.96	58.35	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2445.39	-3151.15	-1281.15	-68.89	-449.65	PEG	—	—	1.1	0.4	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3196.91</b>	<b>3404.36</b>	<b>5678.23</b>	<b>7858.73</b>	<b>9114.12</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-5588.38</b>	<b>-2976.59</b>	<b>-4972.04</b>	<b>-3192.03</b>	<b>-3197.49</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2893.08</b>	<b>-1219.52</b>	<b>-1525.12</b>	<b>-2738.52</b>	<b>-3551.53</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 27 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。