

钛白粉全球龙头，具备钛产业链一体化优势

公司评级：增持（首次覆盖）

核心要点：

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-4.2	-5.5	-2.9
绝对收益	1.6	17.8	11.9

注：相对收益与沪深300相比

分析师：顾华昊

证书编号：S0500523080001

Tel: (8621)50293561

Email: ghh07400@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

□ 公司是钛白粉龙头企业，同时具有硫酸法工艺和氯化法工艺

公司主要产品为钛白粉、海绵钛等产品。钛白粉是一种性能优异的白色颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、橡胶等领域。海绵钛是一种钛金属单质，是生产钛合金及其他钛材料的重要原料。公司拥有钛白粉产能151万吨/年，海绵钛产能8万吨/年，规模双双位居全球第一。公司钛白粉产品品牌“雪莲”是钛白粉产品全球市场中最知名及最具影响力的品牌之一，在国内及国外超过110个国家及地区销售。

公司是钛白粉龙头企业，也是钛白粉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。按照产能计，公司是全球最大硫酸法钛白粉生产商，全球第三大、中国第一大氯化法钛白粉生产商。公司氯化法钛白粉生产技术比肩国际领先水准的同时，又能有效降低生产成本，实现了国产氯化法钛白粉产品在中国及全球市场的份额增长。

□ 公司拥有钛产业链一体化优势

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。公司使用自产的钛精矿及外购的钛精矿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，富钛料进一步加工生产四氯化钛、海绵钛、氯化法钛白粉。公司全产业链优势使公司上游生产出的产品或副产品可直接用作下游产品生产的原材料。

公司钛矿资源自供能力有望进一步提升，从而降低钛白粉生产成本。我国钛矿资源品位偏低，利用难度大，钛矿资源对外依存度高。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。公司通过原矿剥离，破碎、磨矿、选矿等工序生产钛精矿、铁精矿及硫钴精矿，钛精矿自用，铁精矿和硫钴精矿对外销售。2024年，公司自有矿山钛精矿自给率约50%。公司正积极推进“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”两大核心项目，力争在“十四五”末期实现自有矿山年产铁精矿产能760万吨、钛精矿产能248万吨，公司钛矿总体自给率将达到70%左右，公司钛矿资源自供能力有望进一步提升，从而降低钛白粉生产成本。

□ 公司布局新能源材料，积极拓展钒、铁等衍生品

公司布局新能源材料。钛白粉生产商生产磷酸铁锂具备成本优势。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，而这些元素大部分可在天然矿石找到。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，这种生产方式可为钛白粉企业处理大量副产品硫酸亚铁提供新途径，可有效利用资源，拓宽发展空间。公司拥有磷酸铁锂产能5万吨/年，磷酸铁产能10万吨/年。此外，公司还布局废酸废渣中提取钒等金属，为钒液流电池提供原料。

□ 公司三季度业绩环比增长

公司2024年1-9月实现营收208.85亿元，同比上升2.97%，归母净利润

25.64 亿元，同比上升 19.68%。第三季度实现营收 70.81 亿元，同比上升 0.85%，环比上升 8.77%。归母净利润 8.42 亿元，同比下降 4.29%，环比上升 9.33%。

根据百川盈孚，2024 年第三季度，钛白粉均价 15405 元/吨，环比下降 4.7%。但三季度是钛白粉需求旺季，预计公司钛白粉销量环比有所提升。钛精矿方面，钛精矿三季度市场均价 2135 元/吨，环比上升 2.0%。在钛精矿价格维持高位的情况下，公司利润充分受益于钛矿自供的优势。

公司注重分红。10 月 28 日，公司发布关于 2024 年第三季度利润分配预案的公告，拟向全体股东每 10 股派发人民币现金股利 3.00 元（含税），共计派发现金红利额 7.13 亿元（含税）。结合一季度的分红方案，公司 2024 年前三季度拟累计现金分红 21.44 亿元，股利支付率达到 83.65%。

□ 投资建议

公司形成了从钒钛磁铁矿采选，到高钛渣、合成金红石等原料精深加工，再到硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉、钛金属等产品的全产业链格局，钒、钛等衍生资源综合利用的绿色产业体系。公司未来钛矿资源自供能力有望进一步提升，从而降低生产成本。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 32.80、38.91、47.88 亿元，截至 11 月 13 日收盘，P/E 分别为 14.04、11.84、9.62。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

下游需求不及预期；产品价格大幅下降；项目投产进度不及预期等风险。

财务预测	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26794	27928	30345	33077
同比(%)	10.9%	4.2%	8.7%	9.0%
归属母公司净利润（百万元）	3226	3280	3891	4788
同比(%)	-5.6%	1.6%	18.7%	23.1%
毛利率(%)	26.8%	26.9%	27.9%	29.6%
ROE(%)	14.4%	13.9%	15.5%	17.4%
每股收益(元)	1.35	1.37	1.63	2.01
P/E	14.27	14.04	11.84	9.62
P/B	2.05	1.95	1.83	1.67
EV/EBITDA	9.53	8.71	7.65	6.59

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 公司财务报表及相应指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表						
		单位:百万元						单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
流动资产	20119	20653	21822	23135	营业收入	26794	27928	30345	33077		
货币资金	7007	7007	7007	7007	营业成本	19617	20423	21869	23278		
应收账款	3013	3140	3412	3719	税金及附加	362	378	410	447		
其他应收款	158	165	179	195	销售费用	546	569	618	674		
预付账款	309	321	344	366	管理费用	999	1041	1132	1234		
存货	7328	7629	8303	9062	研发费用	1014	1057	1149	1252		
其他流动资产	2304	2391	2576	2785	财务费用	237	511	475	411		
非流动资产	43698	44240	44470	44382	信用减值损失	-65	-65	-65	-65		
长期股权投资	860	860	860	860	资产减值损失	-183	-50	-50	-50		
固定资产	23511	24625	25429	26114	公允价值变动收益	0	0	0	0		
在建工程	4764	4164	3564	2764	投资收益	-68	-68	-68	-68		
无形资产	6734	6738	6743	6747	营业利润	3917	3982	4725	5814		
其他非流动资产	7830	7853	7874	7897	营业外收入	33	33	33	33		
资产总计	63817	64892	66291	67517	营业外支出	33	33	33	33		
流动负债	26614	27734	28607	28401	利润总额	3917	3982	4724	5813		
短期借款	8198	8650	8140	6374	所得税	671	682	809	996		
应付账款	5929	6172	6692	7263	净利润	3246	3299	3915	4817		
其他流动负债	12487	12913	13775	14764	少数股东损益	20	20	24	29		
非流动负债	12179	10979	9979	8979	归属母公司净利润	3226	3280	3891	4788		
长期借款	10757	9557	8557	7557	EBITDA	6715	7352	8369	9713		
其他非流动负债	1421	1421	1421	1421	EPS (元)	1.35	1.37	1.63	2.01		
负债合计	38793	38713	38585	37380							
归属母公司股东权益	22482	23617	25120	27522	主要财务比率						
股本	2385	2385	2385	2385	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
资本公积	14413	14413	14413	14413	成长能力						
留存收益	6241	7373	8878	11280	营业收入	10.9%	4.2%	8.7%	9.0%		
少数股东权益	2543	2562	2586	2615	营业利润	-4.1%	1.6%	18.6%	23.1%		
负债和股东权益	63817	64892	66291	67517	归属母公司净利润	-5.6%	1.6%	18.7%	23.1%		
					获利能力						
现金流量表					毛利率(%)	26.8%	26.9%	27.9%	29.6%		
					净利率(%)	12.0%	11.7%	12.8%	14.5%		
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	14.4%	13.9%	15.5%	17.4%		
经营活动现金流	3404	6756	7635	8804	ROIC(%)	9.0%	9.5%	11.0%	13.2%		
净利润	3246	3299	3915	4817	偿债能力						
资产减值准备	183	34	74	84	资产负债率(%)	60.8%	59.7%	58.2%	55.4%		
折旧摊销	2561	2859	3169	3488	流动比率	0.76	0.74	0.76	0.81		
财务费用	406	511	475	411	速动比率	0.48	0.47	0.47	0.50		
投资损失	68	68	68	68	利息保障倍数	7.47	6.98	8.55	11.43		
营运资金变动	-3216	-22	-75	-72	营运能力						
其他经营现金流	157	7	9	8	总资产周转率	0.44	0.43	0.46	0.49		
投资活动现金流	-2977	-3431	-3431	-3431	应收账款周转率	9.21	8.26	8.42	8.44		
资本支出	2941	2900	2900	2900	存货周转率	2.77	2.66	2.67	2.61		
长期投资	-72	4	5	5	每股指标 (元)						
其他投资现金流	-108	-527	-527	-527	每股收益(最新摊薄)	1.35	1.37	1.63	2.01		
筹资活动现金流	-1220	-3325	-4204	-5373	每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	2.83	3.20	3.69		
短期借款	2581	451	-510	-1766	每股净资产(最新摊薄)	9.42	9.90	10.53	11.53		
长期借款	2352	-1200	-1000	-1000	估值比率						
普通股增加	-5	0	0	0	P/E	14.27	14.04	11.84	9.62		
资本公积增加	-129	0	0	0	P/B	2.05	1.95	1.83	1.67		
其他筹资现金流	-6018	-2577	-2694	-2607	EV/EBITDA	9.53	8.71	7.65	6.59		
现金净增加额	-804	0	0	0							

资料来源: 天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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%以上；
- 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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财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客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。