

外需有望推动景气复苏，公司强化全产业链布局提升竞争力

核心观点

- 新兴国家需求持续增长有望推动钛白粉景气修复。**市场对钛白粉景气度预期较低，主要是担忧钛白粉作为宏观经济相关性较高的大宗化工品，内需层面恐受到持续拖累，然而我们认为内需的压力已被普遍认知，外需的增长才是需求侧最需要关注的边际变化。我们前期深度报告《从巴菲特收购 OxyChem 看化工景气复苏机遇》有所论述，PVC 在新兴国家需求崛起的过程中出口量持续增长，且由于化工大宗品生产的高技术、能源壁垒属性，新兴国家难以自主建设产能以满足需求。事实上钛白粉与 PVC 类似，近年来我国钛白粉对亚洲地区出口量已占总出口 50%以上，其中印度是第一出口目的地；且 2025 年底印度终止对华钛白粉反倾销税也再次演绎了我们的逻辑。另一方面，中国钛白粉产能已占全球 50%以上，近年来部分欧美传统钛白粉龙头企业因为经营压力频繁关停或出售产能，中国钛白粉产业在全球的话语权持续提升。我们认为在此背景下，新兴国家需求的刚性增长及中国产能的不可替代性有望推动钛白粉景气的修复，带来以公司为代表的龙头企业量利齐升的机会。
- 出海布局钛白粉及加大钛矿配套持续增强竞争力。**公司现有钛白粉产能 151 万吨，其中氯化法产能 66 万吨，硫酸法产能 85 万吨，是全球最大的钛白粉生产商，技术和产业链优势突出。在近年欧亚经济联盟、欧盟、巴西等地区对我国钛白粉发起反倾销措施的背景下，公司积极实施出海布局。2025 年 10 月公司公告计划分别设立马来西亚和英国子公司，并公告拟收购 Venator UK 的钛白粉资产，该资产是 Venator 旗下唯一生产氯化钛白的工厂，设计产能 15 万吨，公司出海方向进一步明确。另一方面，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；通过将红格北矿区及庙子沟矿区联合开发，将使公司钛精矿产能达到 248 万吨，进一步提升钛精矿自给率。公司有望通过下游产能出海及上游钛矿扩能持续提升全系统竞争力。

盈利预测与投资建议

- 由于近年主要原材料硫磺等价格大幅上涨及产品端钛白粉价格下跌，我们下调公司 25-27 年归母净利润预测为 18.47、28.25、33.20 亿元（原 25-26 年预测为 40.29、46.33 亿元），按照可比公司 26 年 20 倍 PE，给以目标价 23.80 元并维持增持评级。

风险提示

- 需求复苏不及预期；项目进度不及预期；原材料和产品价格及贸易政策波动风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,765	27,513	27,823	33,349	35,980
同比增长(%)	11.0%	2.8%	1.1%	19.9%	7.9%
营业利润(百万元)	3,917	2,924	2,306	3,468	4,050
同比增长(%)	-4.1%	-25.4%	-21.1%	50.4%	16.8%
归属母公司净利润(百万元)	3,226	2,169	1,847	2,825	3,320
同比增长(%)	-5.6%	-32.8%	-14.8%	53.0%	17.5%
每股收益(元)	1.35	0.91	0.77	1.19	1.39
毛利率(%)	26.7%	25.0%	21.1%	22.6%	23.4%
净利率(%)	12.1%	7.9%	6.6%	8.5%	9.2%
净资产收益率(%)	14.9%	9.5%	8.0%	12.0%	13.3%
市盈率	15.5	23.0	27.0	17.7	15.0
市净率	2.2	2.2	2.2	2.1	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2026年02月06日）	20.95元
目标价格	23.80元
52周最高价/最低价	23/15.33元
总股本/流通A股（万股）	238,425/198,760
A股市值（百万元）	49,950
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年02月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-5.46	0.19	17.7	22.06
相对表现%	-4.13	3.26	18.76	1.22
沪深300%	-1.33	-3.07	-1.06	20.84



证券分析师	
万里扬	执业证书编号：S0860519090003 wanliyang@orientsec.com.cn 021-63326320
倪吉	执业证书编号：S0860517120003 niji@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
看好钛白粉龙头的对外扩张趋势不变	2024-11-19

表 1：可比公司估值（截至 2026/2/6）

可比公司	最新 价格	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
川发龙蟒	11.69	0.28	0.34	0.42	0.50	41.41	34.63	27.96	23.48
安宁股份	35.80	1.80	1.75	2.13	2.28	19.84	20.40	16.85	15.73
兴发集团	37.60	1.43	1.69	2.05	2.42	26.22	22.22	18.33	15.53
万华化学	86.70	4.16	4.15	5.23	6.18	20.82	20.90	16.59	14.02
荣盛石化	14.47	0.07	0.19	0.34	0.47	199.59	76.72	42.10	30.79
川恒股份	38.15	1.57	2.11	2.49	2.93	24.24	18.09	15.33	13.04
调整后平均						28.17	24.54	19.93	17.19

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,007	8,399	7,449	8,731	9,420	营业收入	26,765	27,513	27,823	33,349	35,980
应收票据、账款及款项融资	4,504	5,086	5,143	6,165	6,651	营业成本	19,628	20,631	21,955	25,806	27,571
预付账款	309	674	682	817	882	销售费用	535	387	434	464	490
存货	7,328	7,737	8,233	9,677	10,340	管理费用	999	1,101	1,143	1,313	1,438
其他	971	942	933	964	978	研发费用	1,014	1,175	1,234	1,323	1,417
流动资产合计	20,119	22,838	22,440	26,354	28,271	财务费用	237	701	500	527	523
长期股权投资	860	862	826	826	826	资产、信用减值损失	248	384	50	174	184
固定资产	23,501	25,078	25,733	26,313	28,115	公允价值变动收益	0	(6)	0	0	0
在建工程	4,632	3,492	4,449	5,385	4,229	投资净收益	(68)	(64)	(64)	(64)	(64)
无形资产	6,734	6,531	6,220	5,909	5,598	其他	(117)	(141)	(137)	(209)	(243)
其他	7,971	7,400	7,326	7,286	7,286	营业利润	3,917	2,924	2,306	3,468	4,050
非流动资产合计	43,698	43,363	44,555	45,720	46,055	营业外收入	33	39	39	39	39
资产总计	63,817	66,201	66,994	72,074	74,325	营业外支出	33	50	50	50	50
短期借款	8,198	9,368	9,368	10,787	10,176	利润总额	3,917	2,912	2,294	3,457	4,038
应付票据及应付账款	10,279	12,211	12,995	15,274	16,319	所得税	671	672	344	519	606
其他	8,137	8,315	8,321	8,433	8,486	净利润	3,246	2,240	1,950	2,938	3,432
流动负债合计	26,614	29,895	30,684	34,494	34,982	少数股东损益	20	72	103	113	112
长期借款	10,757	9,213	9,213	9,213	9,213	归属于母公司净利润	3,226	2,169	1,847	2,825	3,320
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.35	0.91	0.77	1.19	1.39
其他	1,421	1,301	1,301	1,301	1,301						
非流动负债合计	12,179	10,514	10,514	10,514	10,514	主要财务比率					
负债合计	38,793	40,409	41,198	45,008	45,496		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2,543	2,788	2,891	3,004	3,117	成长能力					
实收资本(或股本)	2,385	2,384	2,384	2,384	2,384	营业收入	11.0%	2.8%	1.1%	19.9%	7.9%
资本公积	13,731	14,213	14,413	14,413	14,413	营业利润	-4.1%	-25.4%	-21.1%	50.4%	16.8%
留存收益	6,241	6,279	5,980	7,137	8,788	归属于母公司净利润	-5.6%	-32.8%	-14.8%	53.0%	17.5%
其他	126	128	128	128	128	获利能力					
股东权益合计	25,025	25,792	25,796	27,066	28,829	毛利率	26.7%	25.0%	21.1%	22.6%	23.4%
负债和股东权益总计	63,817	66,201	66,994	72,074	74,325	净利率	12.1%	7.9%	6.6%	8.5%	9.2%
						ROE	14.9%	9.5%	8.0%	12.0%	13.3%
						ROIC	8.0%	5.9%	5.0%	6.9%	7.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	60.8%	61.0%	61.5%	62.4%	61.2%
净利润	3,246	2,240	1,950	2,938	3,432	净负债率	59.7%	54.1%	57.7%	55.5%	47.6%
折旧摊销	2,407	2,769	2,260	2,401	2,590	流动比率	0.76	0.76	0.73	0.76	0.81
财务费用	237	701	500	527	523	速动比率	0.47	0.50	0.46	0.48	0.51
投资损失	68	64	64	64	64	营运能力					
营运资金变动	(7,520)	2,706	217	(379)	(195)	应收账款周转率	9.2	7.6	7.1	7.7	7.4
其它	4,966	(4,683)	50	174	184	存货周转率	2.8	2.7	2.7	2.9	2.7
经营活动现金流	3,404	3,797	5,041	5,726	6,598	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(6,021)	(2,516)	(3,528)	(3,601)	(3,043)	每股指标(元)					
长期投资	(538)	(0)	36	0	0	每股收益	1.35	0.91	0.77	1.19	1.39
其他	3,582	958	(53)	(64)	(64)	每股经营现金流	1.43	1.59	2.11	2.40	2.77
投资活动现金流	(2,977)	(1,559)	(3,545)	(3,666)	(3,107)	每股净资产	9.43	9.65	9.61	10.09	10.78
债权融资	3,387	(874)	0	0	0	估值比率					
股权融资	596	481	200	0	0	市盈率	15.5	23.0	27.0	17.7	15.0
其他	(5,203)	(816)	(2,646)	(778)	(2,802)	市净率	2.2	2.2	2.2	2.1	1.9
筹资活动现金流	(1,220)	(1,209)	(2,446)	(778)	(2,802)	EV/EBITDA	10.3	10.5	13.3	10.5	9.4
汇率变动影响	(13)	69	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.2	18.6	24.0	16.9	14.7
现金净增加额	(804)	1,098	(950)	1,282	689						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。