

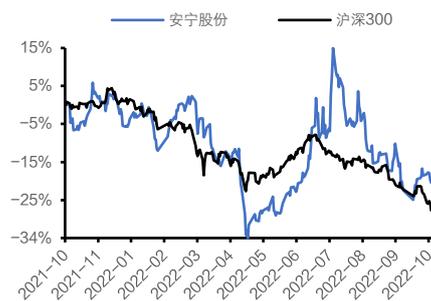
# 景气回调矿价承压，产业链延伸定调潜力

证券研究报告

## 投资评级：增持(首次)

基本数据	2022-10-28
收盘价(元)	34.00
流通股本(亿股)	0.95
每股净资产(元)	13.05
总股本(亿股)	4.01

## 最近 12 月市场表现



## 分析师 田源

SAC 证书编号: S0160522090003  
 tianyuan@ctsec.com

## 核心观点

- 事件：**公司发布三季报，2022 年前三季度分别实现营业收入和归母净利润 15.10 亿元、8.71 亿元，同比下降 18.21%、26.79%；Q3 单季度分别实现营业收入和归母净利润 4.34 亿元、2.14 亿元，同比下降 31.22%、49.75%，环比下降 9.77%、29.07%。前三季度 EPS 为 2.17 元/股。
- 产品价格回落，钛矿运输受疫情影响：**公司前三季度毛利率下降至 71.83%，同比下降 7.18pct。Q3 毛利率下降至 68.83%，环比下降 4.49pct，同比下降 14.74pct。Q3 公司产品价格回落，中国钢铁工业协会数据显示，Q3 季末品位 62%铁精矿均价下降至 814.03 元/吨，较年初-7%。Q3 钛精矿（攀 46）均价下降至 2070 元/吨，较年初-7%。同时由于疫情影响产品运输，钛精矿产品发货受阻，叠加下游厂商高温限电因素，销量有所下降。
- 钛矿阶段性需求仍有压力，长期价格有支撑：**第三季度钒钛铁精矿因房地产基建市场低迷，价格有所回落；钛精矿方面，下游钛白粉 Q3 开工率在 66%水平，低于年初 80%水平。预计明年初开始钛精矿整体走势低位反弹，首先是未来下游需求扩增，根据百川盈孚统计，2023 年钛白粉行业预计将新增产能 100 万吨，同比 2022 年增长 61%，下游产能扩充将有效拉动钛精矿需求；同时未来基建及房地产开工边际转好预期有望提振材料市场。预计 2023 年钛精矿需求将走出疲弱状态，叠加政策端发力及运输回归常态化，价格将获得有效支撑。
- 延伸钛材业务版图，布局新能源产业链：**公司 22 年 9 月宣布拟募资 72 亿元建设 6 万吨能源级钛（合金）产业链，建设周期 2 年。钛合金材料下游为航空航天、军工领域，未来需求空间广阔。公司对标全球龙头钛企标准，按照全球最大单体工厂设计建造，实现矿源-合金产业链一体化布局，有望降低成本，享受下游利润空间。公司测算，项目完全达产后预计实现年均销售收入 56.89 亿元、年均净利润 17.96 亿元。22 年 5 月公司宣布投资 5 亿元建设 5 万吨磷酸铁项目，原料磷酸亚铁为子公司东方钛业的副产品。公司立足自身资源禀赋布局下游领域，具备产业链配套优势及成本控制优势。并且子公司同处攀枝花市，当地水电资源丰富，电力价格低廉。本年度高温天气持续背景下，四川全境限电，但攀枝花全市未列入限电名单，企业的生产持续性得到保障。
- 投资建议：**不考虑钛合金项目和磷酸铁项目业绩贡献，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.60、15.08、16.25 亿元，EPS 为 2.89、3.76、4.05 元/股，当前股价对应的 PE 为 12.1x、9.3x、8.6x。给予公司“增持”评级。
- 风险提示：**疫情反复风险；钛精矿或铁精矿价格下跌风险；下游需求低迷风险；募投项目投产进度不及预期风险。

**盈利预测:**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1636	2303	1988	2433	2557
收入增长率 (%)	19.02	40.75	-13.69	22.39	5.08
归母净利润 (百万元)	701	1435	1160	1508	1625
净利润增长率 (%)	34.93	104.85	-19.17	30.00	7.76
EPS (元/股)	1.81	3.58	2.89	3.76	4.05
PE	25.36	11.81	12.09	9.30	8.63
ROE (%)	17.35	29.85	20.99	21.44	18.77
PB	4.55	3.53	2.54	1.99	1.62

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1636</b>	<b>2303</b>	<b>1988</b>	<b>2433</b>	<b>2557</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	580	587	541	584	603	营业收入增长率	19%	41%	-14%	22%	5%
营业税费	55	84	67	84	89	营业利润增长率	38%	102%	-19%	30%	7%
销售费用	94	3	2	2	2	净利润增长率	35%	105%	-19%	30%	8%
管理费用	79	81	68	78	77	EBITDA 增长率	32%	72%	-18%	29%	6%
研发费用	53	78	64	79	84	EBIT 增长率	39%	87%	-15%	29%	6%
财务费用	-14	-27	-33	-42	-56	NOPLAT 增长率	36%	89%	-15%	28%	6%
资产减值损失	-8	0	0	0	0	投资资本增长率	72%	21%	15%	27%	23%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净资产增长率	72%	19%	15%	27%	23%
投资和汇兑收益	26	154	48	87	108	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>825</b>	<b>1666</b>	<b>1347</b>	<b>1757</b>	<b>1889</b>	毛利率	65%	74%	73%	76%	76%
加:营业外净收支	-3	-2	-2	-2	-2	营业利润率	50%	72%	68%	72%	74%
<b>利润总额</b>	<b>822</b>	<b>1664</b>	<b>1346</b>	<b>1756</b>	<b>1887</b>	净利润率	43%	62%	58%	62%	64%
减:所得税	121	229	186	248	262	EBITDA/营业收入	58%	72%	68%	72%	72%
<b>净利润</b>	<b>701</b>	<b>1435</b>	<b>1160</b>	<b>1508</b>	<b>1625</b>	EBIT/营业收入	48%	64%	64%	67%	67%
<b>资产负债表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1116	2189	2775	3717	5763	固定资产周转天数	228	159	184	146	136
交易性金融资产	560	0	0	0	0	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>149</b>	<b>50</b>	<b>26</b>	<b>93</b>	<b>13</b>
应收帐款	4	4	3	5	3	流动资产周转天数	520	479	617	728	911
应收票据	558	728	505	1017	520	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
预付帐款	4	4	4	4	4	存货周转天数	55	51	50	50	53
存货	81	86	65	98	79	总资产周转天数	859	811	1077	1049	1230
其他流动资产	0	1	1	1	1	投资资本周转天数	901	773	1033	1075	1261
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	17%	30%	21%	21%	19%
长期股权投资	261	367	463	548	644	ROA	15%	26%	18%	19%	17%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	17%	26%	19%	20%	17%
固定资产	1022	1003	1001	976	953	<b>费用率</b>					
在建工程	17	44	138	177	224	销售费用率	6%	0%	0%	0%	0%
无形资产	307	298	375	396	425	管理费用率	5%	3%	3%	3%	3%
其他非流动资产	5	84	84	84	84	财务费用率	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
<b>资产总额</b>	<b>4766</b>	<b>5611</b>	<b>6284</b>	<b>7900</b>	<b>9577</b>	三费/营业收入	10%	2%	2%	2%	1%
短期债务	0	64	95	127	170	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	131	81	111	93	114	资产负债率	15%	14%	12%	11%	10%
应付票据	163	140	133	167	142	负债权益比	18%	17%	14%	12%	11%
其他流动负债	34	23	23	23	23	流动比率	4.24	5.20	6.28	7.54	9.17
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	4.08	5.04	6.15	7.38	9.05
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	265.48	286.09	435.81	400.32	317.92
<b>负债总额</b>	<b>728</b>	<b>803</b>	<b>757</b>	<b>865</b>	<b>918</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	DPS(元)	0.75	1.75	0.60	0.00	0.00
股本	401	401	401	401	401	分红比率					
留存收益	2552	3285	4004	5512	7137	股息收益率	2%	4%	2%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>4039</b>	<b>4808</b>	<b>5527</b>	<b>7035</b>	<b>8660</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	1.81	3.58	2.89	3.76	4.05
净利润	701	1435	1160	1508	1625	BVPS(元)	10.07	11.99	13.78	17.54	21.60
加:折旧和摊销	164	166	86	115	116	PE(X)	25.36	11.81	12.09	9.30	8.63
资产减值准备	8	4	0	0	0	PB(X)	4.55	3.53	2.54	1.99	1.62
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	3	7	3	4	5	P/S	11.24	7.36	7.05	5.76	5.48
投资收益	-26	-154	-48	-87	-108	EV/EBITDA	18.05	8.99	8.39	5.99	4.58
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	119	-311	170	-476	531	PEG	0.73	0.11	—	0.31	1.11
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>977</b>	<b>1143</b>	<b>1372</b>	<b>1065</b>	<b>2169</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1139</b>	<b>433</b>	<b>-375</b>	<b>-150</b>	<b>-160</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1003</b>	<b>-505</b>	<b>-412</b>	<b>28</b>	<b>37</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 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

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。

### 行业评级

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。

### 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。