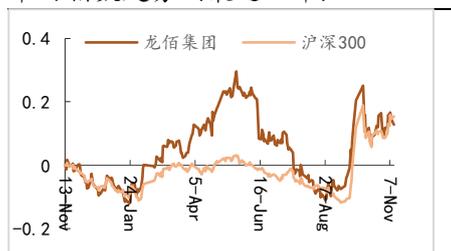


评级： 买入

翟绪丽
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522010001
zhaixuli@sczq.com.cn
电话: 010-81152683

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	19.45
一年内最高/最低价 (元)	22.85/14.52
市盈率 (当前)	12.72
市净率 (当前)	1.94
总股本 (亿股)	23.86
总市值 (亿元)	464.13

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 连续三个季度盈利环比改善，钛白粉景气触底回升
- 单季度盈利环比持续改善，钛白粉景气有望触底回升
- 钛白粉景气有望触底回升，新能源板块开始放量

核心观点

- **事件:** 公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 208.85 亿元，同比+2.97%；归母净利润 25.64 亿元，同比+19.68%，其中 Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 9.51/7.70/8.42 亿元，同比分别为+64.15%/+12.85%/-4.29%，环比分别为-12.29%/-19.00%/+9.33%。
- **前三季度钛白粉价稳量增带来公司业绩增长。**2024 年前三季度，国内钛白粉行业供需双双增长，据百川盈孚数据，国内钛白粉产量 348.64 万吨，同比增长 20.81%，钛白粉出口量 144.02 万吨，同比增长 14.80%，进口量 7.15 万吨，同比增长 27.19%，国内表观消费量 211.77 万吨，同比增长 25.48%。公司虽未披露第三季度钛白粉产销量，但据半年报数据，2024 上半年钛白粉产量增长 9.70%，销量增长 3.70%，同时参考前三季度行业数据供需同比均为增长，公司作为行业龙头，预计前三季度钛白粉产销量同比也是增长的态势。价格价差方面，据 wind 和百川盈孚数据，2024 年前三季度金红石型钛白粉均价 15839 元/吨，同比上涨 1.77%，由于原料钛精矿价格有所上涨，钛白粉价差为 9044 元/吨，同比下滑 5.17%。前三季度公司销售毛利率为 26.95%，同比提升 0.51pct，销售净利率 12.25%，同比提升 1.26pct。
- **稳步拓展上游钛矿资源。**钛矿作为钛白粉的原材料，也是一种矿产资源，近年来由于国家对矿产资源开发的严格监管，价格稳中有升。2024 年前三季度，钛精矿均价 2103 元/吨，同比上涨 4.16%。公司是国内唯一贯通钛全产业链的钛白粉生产企业，已经拥有多处矿权。2024 年 8 月，公司与四川资源集团签订战略合作框架协议，有利于在矿山共同开发利用方面开展合作。2024 年 9 月，下属子公司武定矿产竞拍成功云南省武定县长冲钛矿普查探矿权新立项目，不断扩宽原材料供应渠道。
- **钛白粉、海绵钛龙头地位稳固，全产业链布局不断壮大。**截至 2024 年上半年，公司具有钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 8 万吨/年，规模均居世界前列，钛系产品龙头地位愈加稳固。同时公司不断向上游钛矿领域拓展，壮大全产业链布局。
- **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 32.76/40.52/46.67 亿元，EPS 分别为 1.37/1.70/1.96 元，对应 PE 分别为 14/12/10 倍，**考虑公司钛白粉龙头地位稳固，产业链一体化优势明显，积极向上游钛矿资源领域拓展，维持“买入”评级。**
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑，新项目进展不及预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	267.94	290.42	322.77	350.51
营收增速 (%)	11.1%	8.4%	11.1%	8.6%
归母净利润 (亿元)	32.26	32.76	40.52	46.67
归母净利润增速 (%)	-5.6%	1.5%	23.7%	15.2%
EPS (元/股)	1.35	1.37	1.70	1.96
PE	15	14	12	10

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,119	23,185	25,590	30,856	经营活动现金流	3,404	11,661	8,431	9,278
现金	7,007	8,502	9,523	13,760	净利润	3,226	3,276	4,053	4,667
应收账款	3,013	3,226	3,330	3,681	折旧摊销	2,541	3,037	3,644	4,195
其它应收款	3	3	4	4	财务费用	406	206	229	234
预付账款	309	938	859	837	投资损失	68	194	114	116
存货	7,328	7,870	8,802	9,427	营运资金变动	-3,016	4,944	-98	-329
其他	2,082	2,409	2,742	2,819	其它	159	-15	464	366
非流动资产	43,698	50,019	54,683	57,404	投资活动现金流	-2,977	-9,845	-8,643	-7,146
长期投资	860	946	1,041	1,145	资本支出	-6,630	-9,113	-8,155	-6,793
固定资产	23,501	29,251	34,468	37,801	长期投资	-523	-86	-95	-104
无形资产	6,734	7,060	7,354	7,619	其他	4,176	-646	-393	-249
其他	7,804	7,958	8,009	8,022	筹资活动现金流	-1,220	-322	1,234	2,105
资产总计	63,817	73,204	80,273	88,260	短期借款	6,021	2,298	3,795	4,547
流动负债	26,613	33,340	36,304	39,173	长期借款	3,440	965	2,437	2,981
短期借款	8,198	9,531	10,889	12,456	其他	-5,508	-846	-624	-470
应付账款	5,929	6,574	7,293	7,912	现金净增加额	-792	1,495	1,022	4,236
其他	1,480	1,628	1,791	1,970					
非流动负债	12,179	13,816	16,232	19,165	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	10,757	12,759	15,081	17,901	成长能力				
其他	1,422	1,057	1,151	1,264	营业收入	11.1%	8.4%	11.1%	8.6%
负债合计	38,792	47,156	52,536	58,338	营业利润	-4.1%	-3.3%	23.7%	15.2%
少数股东权益	2,543	2,562	2,587	2,615	归属母公司净利润	-5.6%	1.5%	23.7%	15.2%
归属母公司股东权益	22,482	23,486	25,150	27,307	获利能力				
负债和股东权益	63,817	73,204	80,273	88,260	毛利率	26.8%	26.9%	27.8%	28.8%
					净利率	12.1%	11.3%	12.6%	13.4%
					ROE	12.9%	12.6%	14.6%	15.6%
					ROIC	9.7%	8.9%	9.8%	9.8%
					偿债能力				
					资产负债率	60.8%	64.4%	65.4%	66.1%
					净负债比率	93.3%	97.1%	105.2%	113.1%
					流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8
					速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转率	10.2	9.3	9.8	10.0
					应付账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.3
					每股指标(元)				
					每股收益	1.35	1.37	1.70	1.96
					每股经营现金	1.43	4.89	3.53	3.89
					每股净资产	9.42	9.84	10.54	11.44
					估值比率				
					P/E	14.6	14.4	11.6	10.1
					P/B	2.1	2.0	1.9	1.7
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	26,794	29,042	32,277	35,051					
营业成本	19,617	21,216	23,292	24,952					
营业税金及附加	362	356	401	446					
营业费用	546	722	699	753					
研发费用	1,014	1,162	1,291	1,402					
管理费用	999	1,397	1,550	1,729					
财务费用	208	206	229	234					
资产减值损失	-183	-67	-83	-91					
公允价值变动收益	0	0	0	1					
投资净收益	-68	-194	-114	-117					
营业利润	3,917	3,789	4,687	5,397					
营业外收入	33	32	32	33					
营业外支出	33	33	33	33					
利润总额	3,917	3,788	4,686	5,397					
所得税	671	492	609	702					
净利润	3,246	3,296	4,077	4,695					
少数股东损益	20	20	25	28					
归属母公司净利润	3,226	3,276	4,052	4,667					
EBITDA	6,667	7,031	8,560	9,826					
EPS (元)	1.35	1.37	1.70	1.96					

分析師簡介

翟緒麗，化工行業首席分析師，清華大學化工專業博士，有 6 年實業工作經驗和 6 年金融從業經驗，曾就職於太平洋證券，2022 年 1 月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

	評級	說明
1. 投資建議的比較標準		
投資評級分為股票評級和行業評級	股票投資評級	買入 相對滬深 300 指數漲幅 15% 以上
以報告發布後的 6 個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深 300 指數的漲跌幅為基準	增持	相對滬深 300 指數漲幅 5%-15% 之間
	中性	相對滬深 300 指數漲幅 -5%-5% 之間
	減持	相對滬深 300 指數跌幅 5% 以上
2. 投資建議的評級標準	行業投資評級	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深 300 指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現