

2021年02月02日

主业钛白粉景气提升，拟投资建设 50 万吨磷酸铁锂

中核钛白 (002145)

评级:	增持	股票代码:	002145
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	8.68/3.45
目标价格:		总市值(亿)	162
最新收盘价:	7.88	自由流通市值(亿)	125
		自由流通股数(百万)	1,591.07

事件概述

公司于 1 月 30 日公告，全资子公司甘肃东方钛业收到白银高新区经济发展局签发的《水溶性磷酸一铵（水溶肥）资源循环项目》和《年产 50 万吨磷酸铁锂项目》的备案。前者拟投资 9.9 亿元分两期建设 50 万吨水溶性磷酸一铵、45 万吨氮磷肥装置，后者拟投资 121 亿元分三期建设 50 万吨磷酸铁锂（一期 10 万吨、二期 20 万吨、三期 20 万吨）。

分析判断:

► 主业钛白粉景气度持续提升。

公司拥有 33 万吨硫酸法钛白粉，为国内第二大钛白粉生产企业。受益于海外同行的停产及海外终端需求旺盛，近期数十家钛白粉企业集体发函宣布涨价，龙头企业普遍排单至今年 4 月份。去年 9 月以来，钛白粉价格从底部 12600 元/吨持续上涨至目前 16500 元/吨，产品涨价驱动因素包括（1）钛精矿从 1450 元/吨上涨至 1975 元/吨；（2）出口需求旺盛。考虑到钛精矿的景气周期有望维持数年，且疫情好转的大环境下，钛白粉终端需求也将持续旺盛，公司主业有望持续高景气。

► 新建项目“硫-磷-铁-钛-锂”产业链一体化优势凸显。

（1）此次公司宣布建设的水溶性磷酸一铵（水溶肥）为高品质的磷酸一铵，俗称“工业一铵”，根据卓创资讯信息显示，目前工业一铵均价为 3500-3600 元/吨，且近年来工业一铵市场整体供不应求，价格均维持在 3000-4000 元/吨这一水平，参考行业龙头三泰控股 35%的毛利率，50 万 t/a 的水溶性磷酸一铵（水溶肥）项目建成可贡献 17 亿元营业收入和近 6 亿元毛利润。

（2）磷酸铁锂拥有广阔空间，价格有望持续上涨。根据中汽协数据显示，2020 年国内新能源汽车销量为 136.7 万辆，同比增长 11%，其中 12 月单月销量为 24.8 万辆，同比增长 49.5%，环比增长 22.0%，单月销量再创年内新高。电池装机方面，根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示，2020 年国内动力电池装机 63.6GWh，同比上升 2.3%，其中，三元电池装机量为 38.9GWh，占比 61.1%，同比下降 4.1%，LFP 电池装机量为 24.4GWh，占比 38.3%，同比增长 20.6%，LFP 电池的返潮是驱动全年动力电池装机量上涨的主要因素。根据 GGII 报价数据显示，2020 年国内 LFP 正极材料出货量为 12.4 万吨，同比增长 41%，未来随着 LFP 在动力电池领域的占比回升，以及在光伏、风电带动下储能市场的提升，LFP 有广阔的市场空间。目前 LFP 正极材料市场报价 3.5-4.5 万元/t，且有持续涨价的趋势。若按目前的产品价格，50 万吨 LPF 投产后可贡献 200 亿元营收。

投资建议

考虑到钛白粉景气超预期，我们上调公司盈利预测。预计 2020-2022 年营业收入为 40.5、50.7、53.2 亿元（前次预测 2020-2021 年营收为 40.5、45.6 亿元），归母净利润为 5.0、6.8、7.2 亿元（前次预测 2020-2021 年归母净利润为 4.5、6.3 亿元），对应 EPS 分别为 0.25、0.33、0.35 元，目前股价对应 PE 分别为 32.1、23.7、22.6 倍，维持“增持”评级。

风险提示

钛白粉景气度低于预期。新建项目进度低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,089	3,377	4,052	5,065	5,319
YoY (%)	-5.1%	9.3%	20.0%	25.0%	5.0%
归母净利润(百万元)	403	431	504	684	716
YoY (%)	3.7%	6.9%	16.9%	35.7%	4.8%
毛利率 (%)	29.7%	31.8%	29.5%	30.2%	29.7%
每股收益 (元)	0.20	0.21	0.25	0.33	0.35
ROE	12.5%	13.1%	13.0%	14.6%	13.0%
市盈率	40.15	37.55	32.12	23.67	22.60

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

研究助理：陈凯茜

邮箱：chenkq1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

研究助理：毛晓龙

邮箱：maoxl@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,377	4,052	5,065	5,319	净利润	431	504	684	716
YoY (%)	9.3%	20.0%	25.0%	5.0%	折旧和摊销	188	118	118	118
营业成本	2,304	2,857	3,536	3,739	营运资金变动	-167	5	-19	1
营业税金及附加	38	45	56	59	经营活动现金流	560	687	843	895
销售费用	109	142	177	186	资本开支	-225	0	0	0
管理费用	266	284	355	372	投资	-7	0	0	0
财务费用	40	41	22	-1	投资活动现金流	-229	0	0	0
资产减值损失	-53	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-14	0	0	0	债务募资	1,120	0	0	0
营业利润	480	603	819	858	筹资活动现金流	-204	-60	-60	-60
营业外收支	28	0	0	0	现金净流量	132	627	783	835
利润总额	508	603	819	858	主要财务指标				
所得税	77	100	135	142	成长能力				
净利润	431	504	684	716	营业收入增长率	9.3%	20.0%	25.0%	5.0%
归属于母公司净利润	431	504	684	716	净利润增长率	6.9%	16.9%	35.7%	4.8%
YoY (%)	6.9%	16.9%	35.7%	4.8%	盈利能力				
每股收益	0.21	0.25	0.33	0.35	毛利率	31.8%	29.5%	30.2%	29.7%
资产负债表 (百万元)					净利率率	12.8%	12.4%	13.5%	13.5%
货币资金	645	1,272	2,055	2,889	总资产收益率 ROA	7.5%	7.6%	8.9%	8.3%
预付款项	31	39	48	51	净资产收益率 ROE	13.1%	13.0%	14.6%	13.0%
存货	530	658	814	861	偿债能力				
其他流动资产	700	809	972	1,013	流动比率	0.97	1.25	1.54	1.84
流动资产合计	1,907	2,777	3,888	4,813	速动比率	0.68	0.94	1.20	1.49
长期股权投资	22	22	22	22	现金比率	0.33	0.57	0.81	1.10
固定资产	2,980	2,973	2,965	2,957	资产负债率	42.8%	41.0%	39.2%	36.1%
无形资产	224	218	213	207	经营效率				
非流动资产合计	3,829	3,816	3,803	3,789	总资产周转率	0.59	0.61	0.66	0.62
资产合计	5,736	6,593	7,691	8,603	每股指标 (元)				
短期借款	790	790	790	790	每股收益	0.21	0.25	0.33	0.35
应付账款及票据	899	1,114	1,379	1,459	每股净资产	1.60	1.89	2.28	2.68
其他流动负债	281	314	359	371	每股经营现金流	0.27	0.33	0.41	0.44
流动负债合计	1,970	2,219	2,528	2,620	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	298	298	298	298	估值分析				
其他长期负债	189	189	189	189	PE	37.55	32.12	23.67	22.60
非流动负债合计	487	487	487	487	PB	2.74	2.93	2.44	2.07
负债合计	2,457	2,706	3,016	3,107					
股本	1,591	1,591	1,591	1,591					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,279	3,887	4,675	5,495					
负债和股东权益合计	5,736	6,593	7,691	8,603					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。