

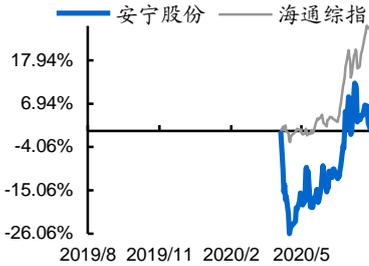
**投资评级 优于大市** 首次覆盖

## 品位提升+涨价促优质钛、铁矿公司腾飞

### 股票数据

08月12日收盘价(元)	38.03
52周股价波动(元)	28.46-47.17
总股本/流通A股(百万股)	401/41
总市值/流通市值(百万元)	15250/1544

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.8	8.8	14.0
相对涨幅(%)	-2.6	-7.4	-3.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 施毅

Tel: (021) 23219480

Email: sy8486@htsec.com

证书: S0850512070008

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 周慧琳

Tel: (021) 23154399

Email: zhl11756@htsec.com

证书: S0850519090001

分析师: 陈晓航

Tel: (021) 23154392

Email: cxh11840@htsec.com

证书: S0850519090003

分析师: 甘嘉尧

Tel: (021) 23154394

Email: gjy11909@htsec.com

证书: S0850520010002

联系人: 郑景毅

Email: zjy12711@htsec.com

### 投资要点:

- A股优质钛、铁精矿标的, 20H1 盈利大幅提升。**公司主营产品为钛精矿和钒钛铁精矿。2019年公司实现钛精矿产量54.52万吨, 钒钛铁精矿150.13万吨, 实现营业收入13.75亿元, 归母净利润5.19亿元。公司预计上半年实现营业收入8.50亿元, 同比增长22.77%, 实现归母净利润3.54亿元, 同比增长27.51%。
- 公司是攀西地区最大钛精矿外售企业, 下游客户渠道成熟, 议价能力强。**2019年我国钛精矿产量约为501万吨, 四川供应我国约80%钛精矿。攀西地区钒钛磁铁矿主要采选企业有攀钢矿业、龙蟒矿冶、重钢西昌矿业和安宁股份, 公司是攀西地区最大的外售钛精矿企业。此外公司钛精矿下游终端客户包括龙蟒佰利、蓝星大华、添光钛业、方圆钛白、东方钛业等国内大型钛白粉企业, 下游客户渠道成熟。
- 钒钛铁精矿品位升级, 单价大幅上涨, 预计增厚公司营收。**公司钒钛磁铁矿提质增效技改项目达产后 TFe 品位将从55% (±1%) 提高至60%以上, 产能预计从160万吨/年 (55%品位) 上升至184万吨/年 (60%品位以上)。
- 2019年公司己用128.94万吨钒钛磁铁矿 (55%) 生产出113.11万吨钒钛磁铁矿 (61%), 并实现对外销售99.26万吨。**从单价上看, 55%品位铁矿售价约341元/吨, 提升至61%品位则售价约为544元/吨, 单价提升200元/吨左右, 即2019年仅品位提升就为公司提高约1亿收入, 我们测算若公司全部铁精矿均变为61%品位, 则公司收入将继续增长6000万元。
- 我们预计钛价迎来上涨, 公司作为A股稀缺钛精矿标的, 盈利提升明显。**近期百川钛矿报价重新出现上涨, 我们认为主要源于地采竣工数据好转, 国内下游行业需求坚挺带来的需求回暖。全年看, 我们认为钛矿价格会继续上涨, 如果假设今年钛精矿均价上涨15%左右、产销约为53万吨, 则我们预计2020年公司钛精矿毛利上升1.5亿元, 涨幅约29%。我们认为由于公司开矿成本相对固定, 矿端企业最为受益于价格上涨。
- 高盈利、低负债。**2019年公司综合毛利率60%左右, 截止2020Q1, 公司年化ROA、ROE分别为25%、30%, 资产负债率仅为21%, 财务状况良好。
- 盈利预测及估值。**我们预计公司2020至2021年可实现归母净利润分别为7.00、7.58亿元, 对应EPS分别为1.75、1.89元。我们参考可比板块, 采用PE估值, 我们给予公司2020年30-32倍PE, 合理价值区间为52.50-56.00元, 首次覆盖给予公司“优于大市”评级。
 **风险提示:** 钛精矿价格涨幅低于预期; 公司钒钛铁精矿61%品位市场开拓速度较慢; 国际疫情影响等。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1228	1375	1648	1785	1938
(+/-)YoY(%)	-4.6%	11.9%	19.8%	8.3%	8.6%
净利润(百万元)	490	519	700	758	832
(+/-)YoY(%)	-10.9%	5.9%	34.8%	8.3%	9.8%
全面摊薄EPS(元)	1.22	1.29	1.75	1.89	2.08
毛利率(%)	59.1%	60.2%	63.2%	63.2%	63.5%
净资产收益率(%)	26.7%	22.1%	16.8%	15.4%	14.5%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. A 股优质钛、铁精矿标的，20H1 盈利大幅提升 .....	5
1.1 公司历史沿革及股权情况 .....	5
1.2 公司主营钛、铁精矿，20H1 盈利同比大幅提升 .....	5
2. 坐拥潘家田矿山，钛、铁精矿产量保持稳定 .....	6
2.1 坐拥潘家田矿山，保有矿石储量约 3 亿吨 .....	6
2.2 产销保持稳定 .....	6
3. 品位升级叠加价格上行，公司业绩有望大幅提升 .....	7
3.1 最大外售钛精矿企业，下游客户渠道成熟，议价能力强 .....	7
3.2 钒钛铁精矿品位升级，单价大幅上涨，预计增厚公司营收 .....	7
3.3 我们预计钛价迎来上涨，公司盈利提升明显 .....	8
4. 高盈利、低负债，公司财务较为健康 .....	9
4.1 公司综合毛利率 60%左右，成本控制得当 .....	9
4.2 ROE 处于高位，盈利水平好 .....	9
4.3 民营企业，资产负债率低，偿债能力优秀 .....	10
5. 盈利预测与估值 .....	10
5.1 盈利预测 .....	10
5.2 可比公司及估值 .....	11
5.3 风险提示 .....	11
财务报表分析和预测 .....	12

## 图目录

图 1	公司实际控制人及主要参股公司 .....	5
图 2	公司历年营业收入变化 .....	5
图 3	公司历年归母净利润变化.....	5
图 4	我国房屋施工与竣工面积累计同比（%） .....	8
图 5	公司 ROA、ROE 处于较高水平 .....	9
图 6	公司资产负债情况.....	10
图 7	公司偿债能力（倍） .....	10

## 表目录

表 1	公司资源储量情况.....	6
表 2	公司历年产能、产量、销量情况.....	6
表 3	攀西地区主要钒钛磁铁矿企业 .....	7
表 4	公司近三年前 5 名钛精矿客户销售金额及收入占比.....	7
表 5	IPO 募投项目概况.....	7
表 6	公司钒钛磁铁矿产量、收入及价格 .....	8
表 7	公司品位提升对收入影响测算 .....	8
表 8	2020 年钛精矿价格上涨对公司业务毛利影响测算.....	9
表 9	2019 年公司分产品售价、成本、毛利情况（元/吨） .....	9
表 10	公司主营业务分项预测表.....	10
表 11	可比公司估值情况（2020-08-10 收盘价） .....	11

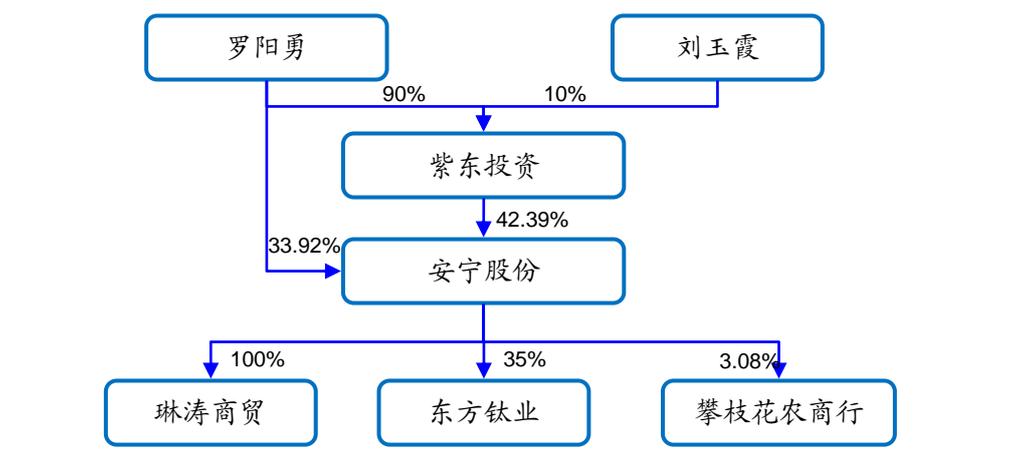
## 1. A 股优质钛、铁精矿标的，20H1 盈利大幅提升

### 1.1 公司历史沿革及股权情况

公司前身为成都无缝钢管公司潘家田矿产公司，1997 年公司名称变更为米易县安宁铁钛有限责任公司。2008 年安宁有限整体变更设立安宁股份，股权结构变更为紫东投资持股 50%，罗阳勇先生持股 35%。

此后经数次增资及股权转让，直至 2020 年公司上市，公司控股股东为紫东投资，持股 42.39%，实控人罗阳勇先生，直接持股 33.92%。

图1 公司实际控制人及主要参股公司



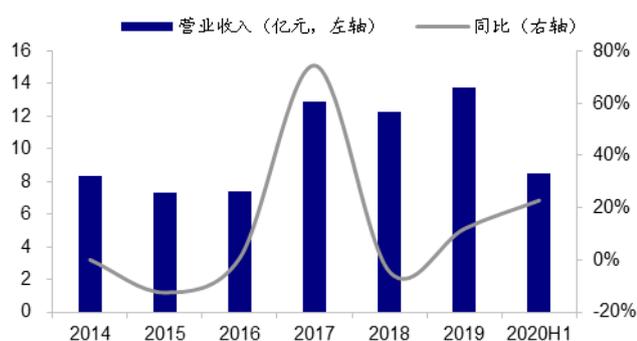
资料来源：Wind，公司首次公开发行股票上市公告书，海通证券研究所

### 1.2 公司主营钛、铁精矿，20H1 盈利同比大幅提升

公司主营钒钛磁铁矿的开采、洗选和销售，主要产品为钛精矿和钒钛铁精矿。2019 年公司实现钛精矿产量 54.52 万吨，钒钛铁精矿 150.13 万吨，实现营业收入 13.75 亿元，归母净利润 5.19 亿元。

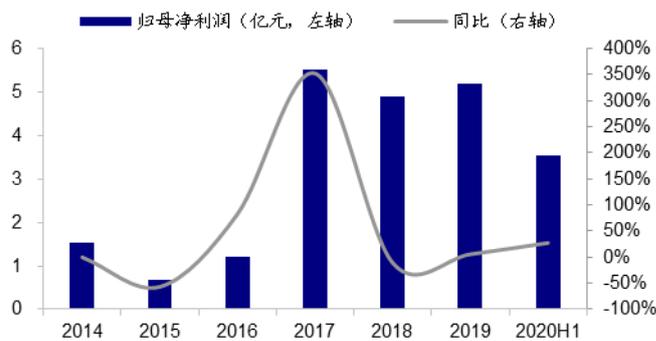
2020 年 7 月公司发布业绩快报，公司预计上半年实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 22.77%，实现归母净利润 3.54 亿元，同比增长 27.51%。公司利润增长较快主要源于公司报告期内营业收入增加所致，其中，上半年公司销售附加值高、毛利率更高的 61% 品位的钒钛磁铁矿，钒钛铁精矿销售收入增加 26.68%；钛精矿价格较上年同期上升了 136.34 元/吨，钛精矿销售收入增加了 18.88%。

图2 公司 2014-2020H1 营业收入变化



资料来源：Wind，海通证券研究所 注：20H1 为业绩快报数据

图3 公司 2014-2020H1 归母净利润变化



资料来源：Wind，海通证券研究所 注：20H1 为业绩快报数据

## 2. 坐拥潘家田矿山，钛、铁精矿产量保持稳定

### 2.1 坐拥潘家田矿山，保有矿石储量约 3 亿吨

公司 2015 年取得潘家田铁矿采矿许可证，矿区面积 3.9842 平方公里，有效期 30 年。潘家田铁矿的矿石位于海拔 1020m-1825m 之间，海拔 1825m 以上为覆盖土层和岩石，开采前需将覆盖土层和岩石剥离。公司确定海拔 1825m 以上为开拓延伸工程，海拔 1825m 以下为生产。

截止 2015 年末，公司保有钒钛磁铁矿矿石储量 2.96 亿吨，其中钛资源储量（以二氧化钛计）3201.51 万吨，钒资源储量（以五氧化二钒计）69.78 万吨。

表 1 公司资源储量情况

类型	资源储量类型	矿石量 (万吨)	铁品位 (TFe)	钛品位 (TiO <sub>2</sub> )	钒品位 (V <sub>2</sub> O <sub>5</sub> )
正常品位	(111b)	5794.80	29.72%	12.08%	0.27%
	(122b)	8230.00	29.72%	12.23%	0.27%
	(333)	7132.20	29.23%	11.67%	0.26%
	合计	<b>21157.00</b>	<b>29.55%</b>	<b>12.00%</b>	<b>0.27%</b>
低品位	(111b)	2826.30	18.37%	7.94%	0.15%
	(122b)	3097.40	17.49%	7.74%	0.15%
	(333)	2525.90	18.02%	7.87%	0.15%
	合计	<b>8449.60</b>	<b>17.94%</b>	<b>7.84%</b>	<b>0.15%</b>

资料来源：公司首次公开发行股票招股说明书，海通证券研究所

注：111b—探明的经可行性研究的经济的基础储量；122b—控制的经预可行性研究的经济的基础储量；333—推断的经概略(可行性)研究的内蕴经济的资源量

### 2.2 产销保持稳定

公司 2016 年对选钛工段进行技术改造，2017 年 7 月改造完成，钛精矿年产能从 45 万吨增加至 53 万吨。截止 2019 年公司拥有 53 万吨钛精矿产能、160 万吨钒钛铁精矿产能。

2019 年公司实际生产钛精矿 54.52 万吨，销售 49.12 万吨，钒钛铁精矿方面，由于公司“钒钛磁铁矿提质增效技改项目”实施，公司部分钒钛铁精矿品位从 55% 上升至 61%，2019 年公司生产 55% 钒钛铁精矿 150.13 万吨，其中耗用 128.94 万吨 55% 品位铁精矿生产 61% 品位铁精矿 113.11 万吨，对外销售 99.26 万吨 61% 品位铁精矿及 44.21 万吨 55% 品位铁精矿。

表 2 公司历年产能、产量、销量情况 (万吨)

产品	指标	2019	2018	2017
钛精矿	产能	53	53	49
	产量	54.52	55.45	48.66
	产能利用率	102.87%	104.62%	99.31%
	销量	49.12	60.97	47.51
	产销率	90.09%	109.95%	97.64%
钒钛铁精矿 (55%)	产能	160	160	160
	产量	150.13	166.95	161.13
	产能利用率	93.83%	104.34%	100.71%
	销量	173.15	157.29	157.74
	产销率	115.33%	94.21%	97.90%

资料来源：公司首次公开发行股票招股说明书，海通证券研究所

注：2019 年公司部分钒钛铁精矿品位从 55% 上升至 61%，表中产销均换算为 55% 品位计算。

### 3. 品位升级叠加价格上行, 公司业绩有望大幅提升

#### 3.1 最大外售钛精矿企业, 下游客户渠道成熟, 议价能力强

公司攀西地区最大的外售钛精矿企业。根据安宁招股说明书显示, 攀西地区钒钛磁铁矿主要采选企业有攀钢矿业、龙蟒矿冶、重钢西昌矿业和安宁股份, 钛精矿产能第一的攀钢矿业仅有少量钛精矿外销, 而排名第二的龙蟒矿冶钛精矿则全部自用并不外销, 而公司仅做矿端, 钛精矿全部外售, 因此公司其实可以算作攀西地区最大的外售钛精矿企业。据公司招股说明书披露, 公司市场销售规模全国第一, 我们认为钛精矿供给端集中, 公司议价能力较强。

表 3 攀西地区主要钒钛磁铁矿企业

公司名称	公司性质	主要矿场	主要产品及产能规模	对外销售情况
攀钢矿业	大型央企攀钢集团下属公司	兰尖、朱家包包、白马	钛精矿约 80 万吨; 钒钛铁精矿约 1200 万吨	钛精矿 (少量)
龙蟒矿冶	上市公司龙蟒佰利下属公司	红格	钛精矿约 60 万吨; 钒钛铁精矿约 300 万吨	钒钛铁精矿
重钢西昌矿业	大型国有企业重庆钢铁下属公司	太和	钛精矿约 40 万吨; 钒钛铁精矿约 180 万吨	钛精矿; 钒钛铁精矿
安宁股份	民营企业	潘家田	钛精矿 53 万吨; 钒钛铁精矿 (55%) 160 万吨	钛精矿; 钒钛铁精矿

资料来源: 安宁股份招股说明书, 海通证券研究所

下游客户渠道成熟。此外, 公司也与主要终端客户签订长期合作框架协议, 公司钛精矿下游终端客户包括龙蟒佰利、蓝星大华、添光钛业、方圆钛白、东方钛业等国内大型钛白粉企业, 下游客户渠道成熟。

表 4 公司近三年前 5 名钛精矿客户销售金额 (万元) 及收入占比

公司	2019		2018		2017	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
龙蟒佰利	17370.67	25.67%	14889.65	17.76%	12173.77	15.96%
东方钛业	13643.63	20.16%	22464.57	26.80%	13592.89	17.82%
蓝星大华	11278.47	16.67%	13143.64	15.68%		
添光钛业	10248.94	15.15%	9844.75	11.74%	9512.48	12.47%
方圆钛白	6320.73	9.34%	7060.49	8.42%	7387.23	9.68%
占比	58862.45	87.00%	67403.1	80.40%	42666.37	55.93%

资料来源: 安宁股份招股说明书, 海通证券研究所

#### 3.2 钒钛铁精矿品位升级, 单价大幅上涨, 预计增厚公司营收

公司 IPO 项目之一即为钒钛磁铁矿提质增效技改项目, 项目达产后, 公司钒钛铁精矿 TFe 品位将从 55% ( $\pm 1\%$ ) 提高至 60% 以上, 产能预计从 160 万吨/年 (55% 品位) 上升至 184 万吨/年 (60% 品位以上)。

表 5 IPO 募投项目概况

项目	总投资 (万元)	项目概述	预计利润增加 (万元)
钒钛磁铁矿提质增效技改项目	36390	提升钒钛铁精矿 TFe 品位, 从 55% ( $\pm 1\%$ ) 提高至 60% 以上, 产能预计从 160 万吨/年 (55% 品位) 上升至 184 万吨/年 (60% 品位以上)	10714
潘家田铁矿技改扩能项目	67665	选厂改造优化、采场和排土场扩容基建、运输道路建设、新增供配电、防排洪工程等	10163
补充营运资金	10000		

资料来源: 安宁股份招股说明书, 海通证券研究所

此前公司钒钛铁精矿品位 55% 左右, 与国际大宗交易铁矿品位 62% 相差较大, 产品单价低。2019 年公司已用 128.94 万吨钒钛磁铁矿 (55%) 生产出 113.11 万吨钒钛磁铁矿 (61%), 并实现对外销售 99.26 万吨。

**表 6 公司钒钛磁铁矿产量、收入及价格**

	2019	2018	2017
<b>产量 (万吨)</b>			
钒钛铁精矿 (61%)	99		
钒钛铁精矿 (55%)	44	157	158
<b>销售收入 (万元)</b>			
钒钛铁精矿 (61%)	53991.55		
钒钛铁精矿 (55%)	15053.67	38828.44	52197.35
<b>平均价格 (元/吨)</b>			
钒钛铁精矿 (61%)	<b>543.92</b>		
钒钛铁精矿 (55%)	<b>340.53</b>	<b>246.86</b>	<b>330.91</b>

资料来源: 安宁股份招股说明书, 海通证券研究所

从单价上看, 55%品位铁矿售价约 341 元/吨, 提升至 61%品位则售价约为 544 元/吨, 单价提升 200 元/吨左右, 即 2019 年仅品位提升就为公司提高约 1 亿收入, 我们测算若公司全部铁精矿均变为 61%品位, 则公司收入将继续增长 6000 万元。

我们预计今年公司 61%钒钛磁铁矿产量将继续增加, 也将进一步增厚公司营收。

**表 7 公司品位提升对收入影响测算**

	2019	假设全为 55%品位测算	假设全为 61%品位测算
钒钛铁精矿 (61%) 产量 (万吨)	99.26		138.04
钒钛铁精矿 (55%) 产量 (万吨)	44.21	173.15	
单价 (元/吨)	481	341	544
收入 (万元)	69045	58962	75084
收入变动 (万元)		<b>-10084</b>	<b>6039</b>

资料来源: 安宁股份招股说明书, 海通证券研究所

### 3.3 我们预计钛价迎来上涨, 公司盈利提升明显

我们预计今年下半年钛矿价格将继续上涨。近期百川钛矿报价重新出现上涨, 我们认为主要源于地产竣工数据好转, 国内下游行业需求坚挺带来的需求回暖。2018-2019 年我国房屋竣工面积增速走弱, 但 2019 年末, 我国房屋竣工面积增速逐步回升, 至 2019 年 12 月累计竣工面积同比转正。今年年初受疫情影响, 房屋竣工再次走低, 但我们认为随着生产逐步恢复, 竣工也将逐渐好转。我们预计房地产用钛白粉需求迎来回升, 利好钛白粉及上游钛精矿价格。

此外, 我们认为国外疫情目前不确定性大, 可能在未来影响钛矿进口, 或也将继续提振价格。

**图 4 我国房屋施工与竣工面积累计同比 (%)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

按百川钛矿报价攀枝花地区品位 46%钛矿 20H1 均价 1473 元/吨, 去年同期 1162 元/吨, 同比约有 27%增长, 主要源于同期基数较低和年初价高导致。考虑到一般大厂价格相对市价较为坚挺, 我们预计涨幅低于市价。

全年看, 我们认为钛矿价格会继续上涨, 如果假设今年钛精矿均价上涨 15%左右, 产销约为 53 万吨, 则我们预计 2020 年公司钛精矿毛利上升 1.5 亿元, 涨幅约 29%。我们认为由于公司开矿成本相对固定, 矿端企业最为受益于价格上涨。

**表 8 2020 年钛精矿价格上涨对公司业务毛利影响测算**

	2019	假设钛矿价格上涨幅度		
		10%	15%	20%
销量 (万吨)	49.12	53	53	53
收入 (万元)	67661	80307	83957	87607
成本 (万元)	16021	17287	17287	17287
毛利 (万元)	51640	63020	66670	70320
毛利上涨 (万元)		11380	15030	18680
涨幅		22.04%	29.11%	36.17%

资料来源: Wind, 安宁股份招股说明书, 海通证券研究所测算

注: 假设 2020 年公司钛精矿产销基本平衡, 假设公司单位开矿成本保持不变。

## 4. 高盈利、低负债, 公司财务较为健康

### 4.1 公司综合毛利率 60%左右, 成本控制得当

公司专注矿端, 不参与下游冶炼, 毛利率较高。公司矿山为露天开采方式, 技术稳定、相对地下开采成本要低。据公司招股说明书披露, 2019 年公司钛精矿单位成本 326 元, 钒钛铁精矿 (55%) 单位成本 220 元, 钒钛铁精矿 (61%) 单位成本 287 元, 而公司钛精矿售价基本在 1300 元以上, 毛利率 70%以上, 钒钛磁铁矿 55%品位售价较低, 但毛利率也达到了 35%, 而随着 61%品位铁精矿投产, 售价大幅跃升但成本仅提升几十元, 也较好的促进公司毛利率提升。

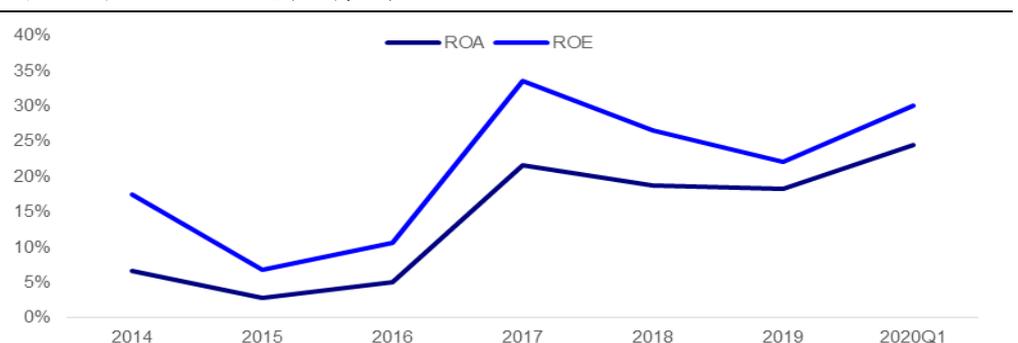
**表 9 2019 年公司分产品售价、成本、毛利情况 (元/吨)**

	钛精矿	钒钛铁精矿 (55%)	钒钛铁精矿 (61%)
单位售价	1377.51	340.53	543.92
单位成本	326.18	219.62	287.12
毛利率	76.32%	35.51%	47.21%

资料来源: Wind, 安宁股份招股说明书, 海通证券研究所

### 4.2 ROE 处于高位, 盈利水平好

公司盈利水平处于高位。截止 2020Q1, 公司年化 ROA、ROE 分别为 25%、30%, 处于较高水平, 盈利水平优质。

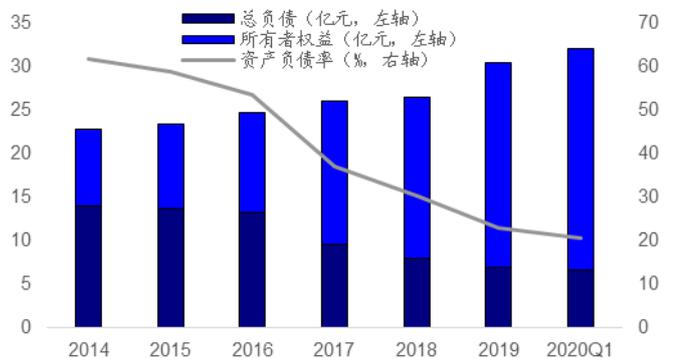
**图5 公司 ROA、ROE 处于较高水平**


资料来源: wind, 海通证券研究所

### 4.3 民营企业，资产负债率低，偿债能力优秀

截止 20Q1，公司资产负债率仅为 21%，流动比率 2.57 倍，资产负债率健康，偿债能力优秀。

图6 公司资产负债情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 公司偿债能力 (倍)



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

钛精矿方面我们认为公司今年产销基本平衡，预计销量可以达到 53 万吨左右。价格方面，我们认为下半年随着地产竣工好转，钛白粉需求有望保持增长，预计全年钛白粉价格有 15% 增长。钒钛铁精矿方面我们认为随着公司技改推进，今年铁精矿有望全部变为 61% 品位外售，但考虑到从 55% 到 61% 产量有所消耗，预计今年 61% 品位产量约 140 万吨。

我们预计公司 2020 年营收同比增长 20% 左右，综合毛利率继续提升。

表 10 公司主营业务分项预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>钛精矿</b>					
产量 (万吨)	60.97	49.12	53.05	54.64	55.73
平均售价(元/吨)	1375	1377	1584	1663	1746
收入 (百万元)	838.30	676.61	840.36	908.84	973.37
成本 (百万元)	181.68	160.21	184.88	190.86	194.67
<b>钒钛铁精矿 (61%)</b>					
产量 (万吨)		99.26	140.00	160.00	180.00
平均售价(元/吨)		544	571	543	532
收入 (百万元)		539.92	799.59	868.13	957.11
成本 (百万元)		285.01	415.79	460.11	507.27
<b>钒钛铁精矿 (55%)</b>					
产量 (万吨)	157.29	44.21			
平均售价(元/吨)	247	341			
收入 (百万元)	388.28	150.54			
成本 (百万元)	320.49	97.09			
<b>营业收入合计 (亿元)</b>	<b>1228.38</b>	<b>1374.88</b>	<b>1647.76</b>	<b>1784.79</b>	<b>1938.30</b>
<b>同比增长率 (%)</b>	<b>-4.57%</b>	<b>11.93%</b>	<b>19.85%</b>	<b>8.32%</b>	<b>8.60%</b>
<b>营业成本合计 (亿元)</b>	<b>502.27</b>	<b>547.52</b>	<b>605.88</b>	<b>656.18</b>	<b>707.16</b>
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>59.11%</b>	<b>60.18%</b>	<b>63.23%</b>	<b>63.23%</b>	<b>63.52%</b>

资料来源：Wind，2018-2019 年报，海通证券研究所

## 5.2 可比公司及估值

公司主营之一为钛精矿，在 A 股上市公司中仅有龙蟒佰利下属子公司龙蟒矿冶与公  
交存在可比性，但是公司钛精矿仅做上游矿端，而龙蟒佰利钛精矿则全部自用生产钛白  
粉等，主要为下游冶炼，从毛利等角度有较大不同，我们认为并不适用作为可比公司。

公司另一主营产品为钒钛铁精矿，上市公司中宏达矿业、西藏矿业、海南矿业均为  
铁精矿，但原矿并非钒钛铁精矿，与公司也有一定差别，我们认为也不适合作为可比公  
司。

由于没有较为相近的可比公司，我们认为选取中信指数中铁矿石、工业金属、稀有  
金属板块、证监会黑色金属矿采选、有色金属矿采选板块等作为可比板块较为合理。

我们预计公司 2020 至 2021 年可实现归母净利润分别为 7.00、7.58 亿元，对应 EPS  
分别为 1.75、1.89 元。我们参考可比板块，采用 PE 估值，我们给予公司 2020 年 30-32  
倍 PE，合理价值区间为 52.50-56.00 元，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

表 11 可比公司估值情况 (2020-08-12 收盘价)

板块代码	板块名称	PB(LF)	PE(TTM)	市盈率 (倍)	
				2020E	2021E
CI005231.WI	铁矿石 (中信)	1.72	21.32	20.23	58.80
CI005107.WI	工业金属 (中信)	1.75	80.63	51.35	25.27
CI005188.WI	稀有金属 (中信)	3.57	0.00	160.14	42.82
883146.WI	证监会黑色金属矿采选	2.59	34.31	35.08	38.33
883147.WI	证监会有色金属矿采选	3.04	57.25	40.89	28.58
	平均	2.53	38.70	61.54	38.76

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 板块数据均采用 Wind 一致预期数据

## 5.3 风险提示

钛精矿价格涨幅低于预期; 公司钒钛铁精矿 61%品位市场开拓速度较慢; 国际疫情  
影响等。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1375</b>	<b>1648</b>	<b>1785</b>	<b>1938</b>
每股收益	1.29	1.75	1.89	2.08	营业成本	548	606	656	707
每股净资产	5.85	10.38	12.27	14.35	毛利率%	60.2%	63.2%	63.2%	63.5%
每股经营现金流	0.82	1.43	1.94	2.02	营业税金及附加	42	48	53	57
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	3.1%	2.9%	3.0%	2.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	107	132	141	154
P/E	29.37	21.79	20.12	18.33	营业费用率%	7.8%	8.0%	7.9%	7.9%
P/B	6.50	3.66	3.10	2.65	管理费用	85	95	105	114
P/S	9.97	9.25	8.54	7.87	管理费用率%	6.2%	5.8%	5.9%	5.9%
EV/EBITDA	-0.47	16.89	15.23	13.65	EBIT	552	718	776	849
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	7	-10	-18	-22
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.5%	-0.6%	-1.0%	-1.1%
毛利率	60.2%	63.2%	63.2%	63.5%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	37.8%	42.5%	42.5%	42.9%	投资收益	42	66	66	73
净资产收益率	22.1%	16.8%	15.4%	14.5%	<b>营业利润</b>	<b>598</b>	<b>814</b>	<b>881</b>	<b>968</b>
资产回报率	17.0%	14.3%	13.3%	12.6%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	20.5%	14.8%	13.6%	12.7%	<b>利润总额</b>	<b>596</b>	<b>814</b>	<b>881</b>	<b>968</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	708	806	870	941
营业收入增长率	11.9%	19.8%	8.3%	8.6%	所得税	77	114	123	135
EBIT 增长率	11.9%	30.0%	8.0%	9.4%	有效所得税率%	12.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	5.9%	34.8%	8.3%	9.8%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>519</b>	<b>700</b>	<b>758</b>	<b>832</b>
资产负债率	22.9%	15.0%	13.9%	12.7%					
流动比率	2.04	4.62	4.90	5.32	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.83	4.38	4.66	5.08	货币资金	335	1642	1999	2407
现金比率	0.66	3.00	3.32	3.72	应收账款及应收票据	591	747	803	874
<b>经营效率指标</b>					存货	96	107	116	125
应收帐款周转天数	1.77	5.48	4.24	4.65	其它流动资产	16	35	32	37
存货周转天数	64.02	64.48	64.33	64.38	流动资产合计	1038	2532	2949	3443
总资产周转率	0.45	0.34	0.31	0.29	长期股权投资	267	267	267	267
固定资产周转率	1.28	1.34	1.30	1.27	固定资产	1077	1227	1377	1527
					在建工程	1	1	1	1
					无形资产	315	525	770	1003
					非流动资产合计	2008	2368	2763	3146
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3046</b>	<b>4900</b>	<b>5712</b>	<b>6590</b>
净利润	519	700	758	832	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	320	349	378	408
非现金支出	161	88	94	92	预收账款	122	109	132	138
非经营收益	-31	-66	-66	-74	其它流动负债	66	90	92	102
营运资金变动	-322	-148	-7	-40	流动负债合计	509	548	602	647
<b>经营活动现金流</b>	<b>328</b>	<b>573</b>	<b>779</b>	<b>810</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-114	-447	-488	-474	其它长期负债	190	190	190	190
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	190	190	190	190
其他	29	66	66	73	<b>负债总计</b>	<b>698</b>	<b>737</b>	<b>792</b>	<b>837</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-84</b>	<b>-381</b>	<b>-423</b>	<b>-401</b>	实收资本	360	401	401	401
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2348	4163	4921	5753
股权募资	0	41	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-114	1075	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3046</b>	<b>4900</b>	<b>5712</b>	<b>6590</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-114</b>	<b>1115</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>129</b>	<b>1307</b>	<b>356</b>	<b>409</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

施毅	有色金属行业
刘威	基础化工行业
周慧琳	钢铁行业
陈晓航	有色金属行业
甘嘉尧	有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 久立特材,方大特钢,赤峰黄金,赣锋锂业,博威合金,新钢股份,雅化集团,万顺新材,华菱钢铁,海亮股份,紫金矿业,永兴材料,川能动力,沙钢股份,宝钢股份,中信特钢,太钢不锈,天华超净,华友钴业,四通新材,菲利华,南钢股份,金诚信,银泰黄金,中矿资源,盛达资源,洛阳钼业

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长  
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长  
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长  
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长  
 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理  
 (021)23219747 tll5535@htsec.com

 余文心 所长助理  
 (0755)82780398 ywx9461@htsec.com

**宏观经济研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
 联系人  
 应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

**金融工程研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

**金融产品研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
 联系人  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
 联系人  
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
 张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com  
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
 周旭辉 zxh12382@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 zzw10402@htsec.com  
 李姝醒 lxx11330@htsec.com  
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 郑子勤(021)23219733 zzz12149@htsec.com  
 联系人  
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

**中小市值团队**

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
 联系人  
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
 联系人  
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
 联系人  
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
 联系人  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
 房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com  
 郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

**公用事业**

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
 联系人  
 马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com  
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

**互联网及传媒**

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

**有色金属行业**

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
 联系人  
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
 谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
 杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

**电子行业**

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

**煤炭行业**

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 联系人  
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com  
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com  
 张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com  
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com  
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**银行行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 许樱之 xyz11630@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
 联系人  
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 程云鹤 cyh13230@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: [www.htsec.com](http://www.htsec.com)