下载日志已记录，仅供内部参考

横向收购钛矿资源+纵向延伸钛材产业链，一体化优势彰显

证券研究报告

2026 年 06 月 28 日

安宁股份（002978.SZ）首次覆盖报告

• 核心结论

【核心结论】我们预测，2026-2028 年，公司归母净利润分别为 7.12、8.09、9.00 亿元，EPS 为 1.51、1.71、1.91 元，PE 为 17、15、13 倍，给予 2026 年 24 倍 PE，对应目标价格为 35.60 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

【报告亮点】市场认为公司是跟随钛矿价格波动的β型品种，但是我们认为公司通过收购小黑箐经质铁矿增厚自身资源储备，将原有优势进一步增强；顺从产业发展趋势，下游延伸做“钛矿-钛（合金）材料 ”纵向一体化，资源属性强、成长性强、兼顾股东回报，核心竞争优势彰显，是稀缺的α型公司。

【主要逻辑】

一、**横向：钛属于稀缺的战略资源，收购小黑箐经质铁矿增厚钛矿资源储备。**钛在金属材料中被称为“全能金属”，被广泛应用于航空、航天、舰船及兵器等领域。2）无论是全球钛资源，还是作为产量贡献最大的中国钛资源，储量都在逐年下降，中国钛矿资源集中于四川攀西地区，四家龙头公司产量集中度较高、拥有较强话语权。3）2025 年，公司横向外延扩张收购小黑箐经质铁矿，小黑箐资源储量丰富，收购完成后可有效增加公司资源储备、减少两矿之间的潜在安全隐患和矛盾纠纷、赋能后实现更强的协同效应。

二、**纵向：向下游延伸 6 万吨钛合金项目，一体化优势彰显、市场空间广阔。**1）中国的海绵钛和钛材产业发展速度快，但是存在中低端产能过剩、高端供给不足的困境，行业面临结构性调整。2）过往钛行业需求长期依赖航空航天与化工两大领域，我们预计 2026 年将成为“军/民并重、民用为主”的转折点，民用需求占比将升至 60%-65%，民用市场潜力更大、空间更广阔。3）公司向下游延伸 6 万吨能源级钛合金材料全产业链项目，顺应产业一体化、高端化发展趋势，预计投产后净利润为 8.74 亿元/年、项目回收期为 8.24 年。

三、**钒钛铁精矿价格持续上涨，周边需求稳定、钒液流电池拓展新下游领域。**钒钛铁精矿价格连续三年上涨，一方面攀西及周边地区需求较为稳定；另一方面，全钒液流储能迎来较快发展机遇，钒钛铁精矿的成长天花板有望打开。

风险提示：宏观经济和政策、项目进展、下游需求、部分数据陈旧风险等。

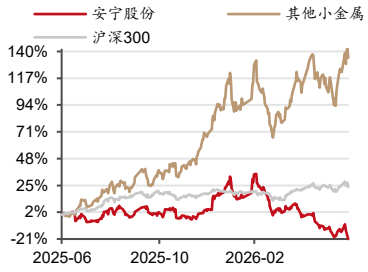
• 核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,857	2,009	2,010	2,218	2,398
增长率	0.1%	8.2%	0.1%	10.4%	8.1%
归母净利润（百万元）	852	720	712	809	900
增长率	-9.1%	-15.5%	-1.1%	13.6%	11.4%
每股收益（EPS）	1.80	1.53	1.51	1.71	1.91
市盈率（P/E）	13.9	16.4	16.6	14.6	13.1
市净率（P/B）	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	002978.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	25.01

近一年股价走势



分析师

刘博 S0800523090001

18811311450

liubo@research.xbmail.com.cn

李柔璇 S0800524100003

18217234343

lirouxuan@research.xbmail.com.cn

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

投资要点 4
关键假设 4
区别于市场的观点 4
股价上涨催化剂 5
估值与目标价 5
安宁股份核心指标概览 6
一、 公司简介：钒钛磁铁矿采选龙头，钛精矿是支柱业务、较重视股东回报 7
1.1 业务分析：价格下行使得成长性和盈利性承压，钛精矿仍是支柱业务 8
1.2 公司治理：股权激励绑定专业管理层，分红比例较高、重视股东回报 9
二、 横向：钛属于稀缺的战略资源，收购小黑箐经质铁矿增厚钛矿资源储备 10
2.1 钛属于战略和全能金属，下游钛白粉需求稳增长、产能过剩压制价格 10
2.2 全球钛资源储量逐年下降，国内资源集中于四川攀西、产能集中度高 12
2.3 横向外延扩张收购小黑箐经质铁矿，增厚资源储备同时消除安全隐患 13
三、 纵向：向下游延伸 6 万吨钛合金项目，一体化优势彰显、市场空间广阔 15
3.1 海绵钛和钛材：发展速度较快、中低端产能过剩，但是高端供给不足 15
3.2 相比过往钛工业集中应用的军工领域，民用市场的潜力和空间更广阔 16
3.3 纵向延伸 6 万吨钛合金材料项目，顺应产业发展方向彰显一体化优势 18
四、 钒钛铁精矿价格持续上涨，周边需求稳定、钒液流电池拓展新下游领域 19
4.1 钒钛铁精矿主要销售给攀西地区周边的钢铁企业，连续三年价格上涨 20
4.2 周边含钒钢材需求有望稳中有升，全钒液流储能拓展新下游应用场景 21
五、 盈利预测与估值 22
5.1 关键假设与盈利预测 22
5.2 估值与投资建议 23
六、 风险提示 23

图表目录

图 1：安宁股份核心指标概览图（单位：亿元、万吨） 6
图 2：钒钛磁铁矿、钛精矿、钒钛铁精矿的下游应用情况 7
图 3：2021-2025 年公司营收和归母净利润情况（亿元） 8
图 4：2021-2025 年公司的毛利率、净利率和 ROE 情况 8
图 5：2021-2025 年公司钛精矿业务的营收和毛利率情况（亿元） 9
图 6：2021-2025 年公司钒钛铁精矿业务的营收和毛利率（亿元） 9
图 7：2020-2025 年，公司的经营性净现金流情况（亿元） 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：2020-2025 年，公司的现金分红及分红比例情况（亿元）.....10
图 9：2021-2024 年中国钛白粉产量和同比增长情况（万吨）.....12
图 10：钛白粉价格目前处于自 2020 年以来的底部区域（元/吨）.....12
图 11：2018-2024 年全球、中国和澳大利亚钛资源储备（百万吨）.....13
图 12：2018-2024 年全球、中国和澳大利亚的钛矿产量（千吨）.....13
图 13：2022-2025 年钒钛、龙佰和安宁的钛精矿产量（万吨）.....13
图 14：2022-2025 年四家龙头公司钛精矿产量合计占比（万吨）.....13
图 15：公司收购的经质矿产的股权结构及控制关系.....14
图 16：经质矿产拥有完整的钒钛磁铁矿开采和洗选体系.....14
图 17：2016-2024 年中国海绵钛的产量及增速（万吨）.....16
图 18：2016-2024 年中国钛材的产量及增速（万吨）.....16
图 19：2023 年中国钛材的下游消费结构情况.....17
图 20：2024-2033 年中国航空航天用钛材消费量预测（万吨）.....17
图 21：2020-2025 年公司钒钛铁精矿的产销量情况（万吨）.....20
图 22：2020-2025 年公司钒钛铁精矿的销售价格（元/吨）.....20

表 1：截至 2025 年年末，公司在手的潘家田铁矿保有资源量情况.....7
表 2：钛的主要应用场景和相关性质.....11
表 3：截至 2023 年末，小黑箐经质铁矿采矿权内矿产资源量的详细情况（单位：万吨）...14
表 4：钛材设备与传统材料设备使用寿命的比较.....17
表 5：C919 及 ARJ21 钛合金需求规模预测（2023 年预测）.....17
表 6：公司测算的 2026、2027 年海绵钛产品市场占有率情况.....19
表 7：公司测算的募投项目实施后，主营业务收入的变化情况（万元、%）.....19
表 8：公司几项主要业务的营收和毛利率预测（单位：亿元）.....22
表 9：A 股同行业可比公司估值（对应 2026 年 6 月 26 日收盘价）.....23

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

关键假设

1）**钛精矿业务**：2023-2025 年产量为 49.47、45.20、46.90 万吨，销量为 49.30、44.42、44.65 万吨，测算出的售价（不含税）为 2331.13、2469.68、2077.27 元/吨。根据安宁股份 2025 年年报内容，公司 2026 年的钛精矿产量经营计划为 50 万吨左右，同时考虑到公司收购的小黑箐矿将于 2026 年年中逐步进入投产，因此我们预计 2026-2028 年，公司钛精矿产销量分别为 51.31、53.76、55.05 万吨，增速分别为 14.92%、4.77%、2.40%；价格方面，考虑到钛精矿价格目前虽然仍处于下降的过程中，但是未来存在航空航天等新兴领域的拉动，我们中性预测 2026-2028 年，公司钛精矿的售价分别为 1700.00、1734.00、1820.70 元/吨，增速分别为-18.16%、2.00%、5.00%，对应钛精矿业务营收分别为 8.72、9.32、10.02 亿元，增速分别为-5.95%、6.87%、7.52%；考虑到公司收购小黑箐矿之后，钛矿资源的协同效应，我们预计 2026-2028 年钛精矿业务的毛利率分别为 70.53%、71.53%、72.53%。

2）**钒钛铁精矿业务**：2023-2025 年产量为 105.86、106.99、132.52 万吨，销量为 110.44、104.87、132.52 万吨，测算出的售价（不含税）为 629.88、665.96、699.89 元/吨。根据安宁股份 2025 年年报内容，公司 2026 年的钒钛铁精矿产量经营计划为 130 万吨左右，同时考虑到公司收购的小黑箐矿将于 2026 年年中逐步进入投产，因此我们预计 2026-2028 年，公司钒钛铁精矿产销量分别为 128.98、138.47、141.60 万吨，增速分别为-2.67%、7.36%、2.26%；价格方面，考虑到钒钛铁精矿的下游相对较为稳定，且未来存在全钒液流储能等新兴领域的拉动，我们中性预测 2026-2028 年，公司钒钛铁精矿的售价分别为 750.00、787.50、826.88 元/吨，增速分别为 7.16%、5.00%、5.00%，对应钒钛铁精矿业务营收分别为 9.67、10.90、11.71 亿元，增速分别为 4.30%、12.73%、7.37%；考虑到公司收购小黑箐矿之后资源的协同效应，我们预计 2026-2028 年钒钛铁精矿业务的毛利率分别为 57.12%、59.12%、61.12%。

因此，我们预计公司，2026-2028 年，营收分别为 20.10、22.18、23.98 亿元，增速分别为 0.1%、10.4%、8.1%；综合毛利率分别为 61.8%、63.0%、64.3%。

区别于市场的观点

市场普遍认为，公司是跟随钛矿价格涨跌的 β 型公司，但是我们有不一样的见解，我们认为公司立足钛矿，一方面，通过收购小黑箐经质铁矿增厚自身资源储备，将原有优势进一步增强；另一方面，顺从产业一体化、高端化的发展趋势，向下游延伸，做“钛矿-钛（合金）材料 ”纵向一体化，资源属性强、成长性强、兼顾股东回报，核心竞争优势彰显，是比较稀缺的 α 型公司。

一、**横向：钛属于稀缺的战略资源，收购小黑箐经质铁矿增厚钛矿资源储备**。1）钛在金属材料中被称为“全能金属”，是继铁、铝之后极具发展前景的“第三金属”，被广泛应用于航空、航天、舰船及兵器等领域。2）无论是全球钛资源，还是作为产量贡献最大的中国钛资源，储量都在逐年下降，中国钛矿资源集中于四川攀西地区，四家龙头公司产量加总后，2022-2025 年占比国内钛矿产量分别为 54.63%、59.51%、57.64%、57.73%，集中度较高、拥有较强话语权。3）2025 年，公司横向外延扩张收购小黑箐经质铁矿，小黑箐资源储量丰富，收购完成后可有效增加公司资源储备；由于潘家田铁矿与小黑箐铁矿同属

WESTERN SECURITIES 西部证券

下载日志已记录，仅供内部参考

一个矿脉，收购完成后有助于减少两矿之间的潜在安全隐患和矛盾纠纷，同时可以加快公司对收购资产赋能，实现更强的协同效应。

二、**纵向：向下游延伸 6 万吨钛合金项目，一体化优势彰显、市场空间广阔**。1）中国的海绵钛和钛材产业发展速度快，在全球钛工业领域地位愈发重要，但是存在中低端产能过剩、高端供给不足的困境，行业面临结构性调整。2）过往钛行业需求长期依赖航空航天与化工两大领域，我们预计 2026 年将成为“军/民并重、民用为主”的转折点，民用需求占比将升至 60%-65%，其中化工、民航、3D 打印、生物医疗、钛合金保温杯均保持 2 位数以上需求复合增长，市场潜力更大、空间更广阔。3）公司向下游延伸 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目，顺应钛行业一体化、高端化的产业发展趋势，预计投产后有望净利润为 8.74 亿元/年、净利率为 19.91%、项目回收期为 8.24 年。

股价上涨催化剂

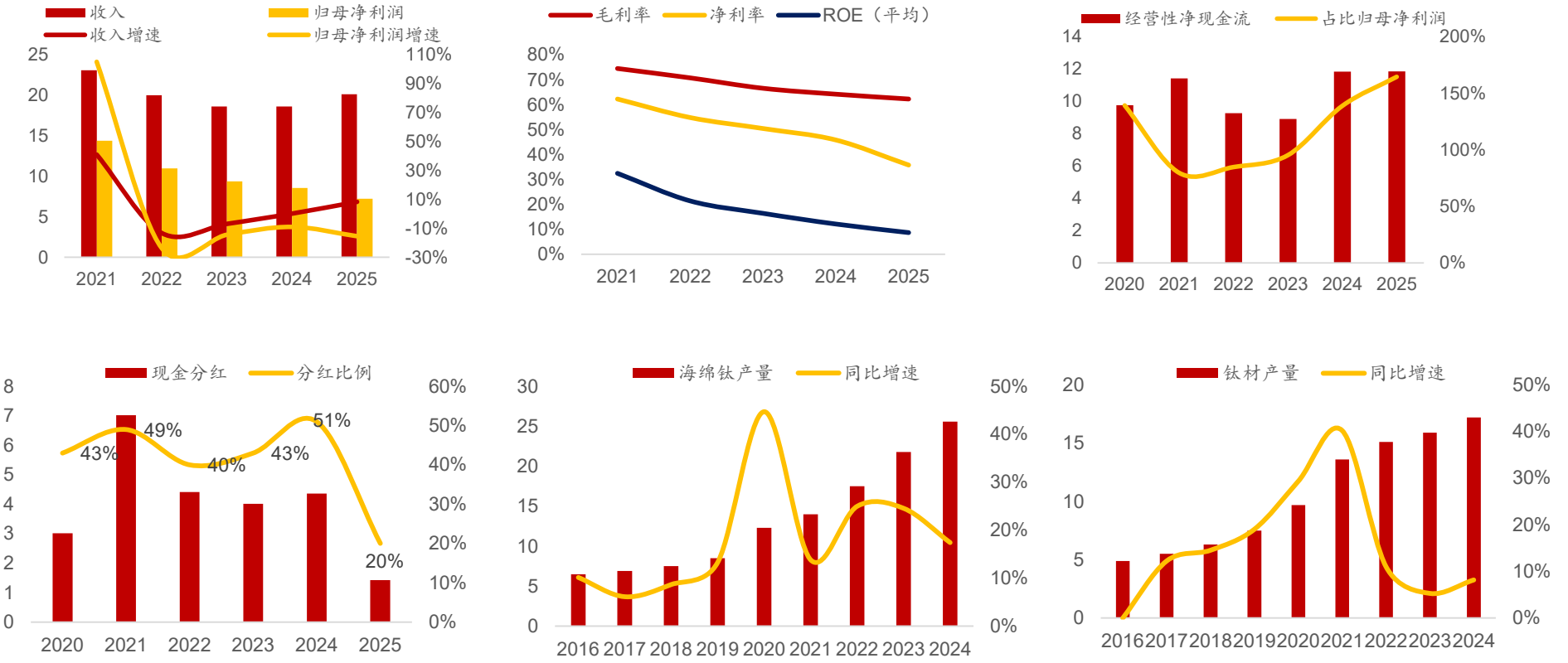
1）钛矿及钛材价格上涨；2）更多内需相关政策落地，拉动宏观经济企稳回升；3）价格指标（PPI、CPI 等）企稳回升；4）公司分红比例超预期、回购措施出台等。

估值与目标价

我们预测，2026-2028 年，公司营收分别为 20.10、22.18、23.98 亿元，增速分别为 0.1%、10.4%、8.1%；归母净利润分别为 7.12、8.09、9.00 亿元，增速分别为-1.1%、13.6%、11.4%，EPS 分别为 1.51、1.71、1.91 元，PE 为 17、15、13 倍（对应 2026 年 6 月 26 日收盘价）。我们选取 A 股钛矿及钛材产业链 3 家可比公司钒钛股份、西部超导、龙佰集团作为比较（钒钛股份的主营业务是钒钛制品生产、加工和应用，是国家级资源类开发试验区--攀西战略资源创新开发试验区内的核心企业；西部超导的主营业务是高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售；龙佰集团的主营业务是钛白粉、海绵钛、锆制品、锂电正负极材料等产品的生产与销售，是全球钛白粉生产龙头企业），计算出可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 40、25、20 倍（对应 2026 年 6 月 26 日收盘价），考虑到公司：1）横向：钛属于稀缺的战略资源，收购小黑箐经质铁矿增厚钛矿资源储备；2）纵向：向下游延伸 6 万吨钛合金项目，一体化优势彰显、市场空间广阔；3）钒钛铁精矿价格持续上涨，周边需求稳定、钒液流电池拓展新下游领域，因此我们给予公司估值为行业平均水平的 60%，对应 2026 年 24 倍 PE，对应目标价格为 35.60 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

安宁股份核心指标概览

图 1：安宁股份核心指标概览图（单位：亿元、万吨）



资料来源：iFind、宝钛股份转债募集说明书，西部证券研发中心

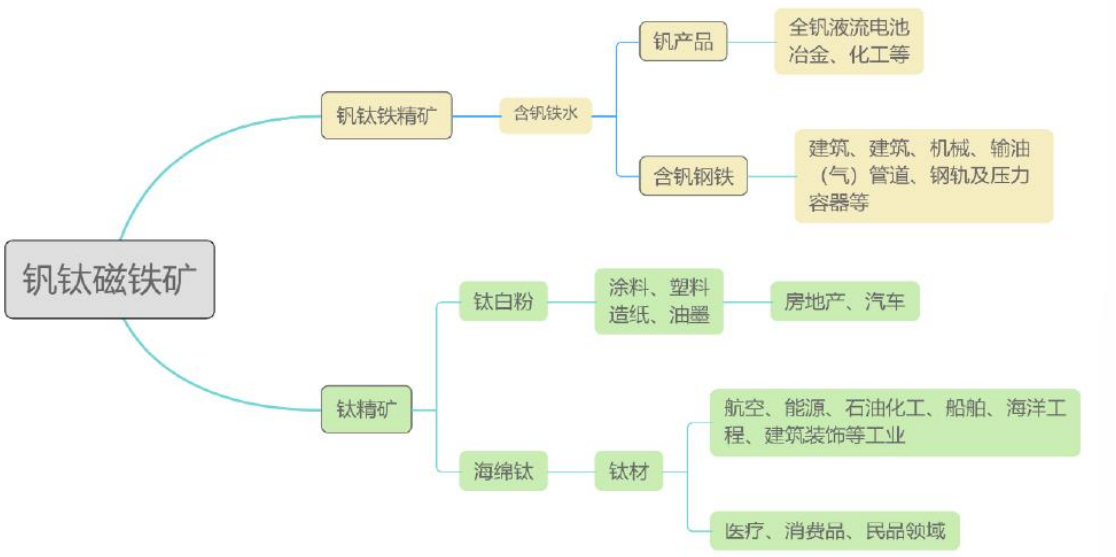
下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司简介：钒钛磁铁矿采选龙头，钛精矿是支柱业务、较重视股东回报

公司是一家以先进技术对多金属共伴生矿进行采选的钒钛资源综合利用循环经济企业，主要从事钒钛磁铁矿的开采、洗选和销售，**主要产品为钛精矿、钒钛铁精矿（61%）、综合利用产品**。公司拥有储量丰富的钒钛磁铁矿资源，并在三十多年的发展过程中，通过持续的研发投入，不断探索下游领域技术和工艺。凭借得天独厚的矿产资源优势和多年积累形成的采选技术优势，公司已成为国内主要的钒钛磁铁矿采选企业之一，被评为国家首批矿产资源综合利用示范基地企业、国家级绿色矿山企业、中国冶金矿山企业 50 强。

在手资源方面：根据公司 2025 年年报内容，截至 2025 年末，1）**潘家田铁矿**，产能为工业品位矿 600 万吨/年，低品位矿 300 万吨/年，保有矿石量合计约为 24403.30 万吨，其中：1、公司采矿权范围内保有工业品位铁矿石资源量 18041.50 万吨，TFe 品位 29.44%；伴生 TiO2 的量为 2166.54 万吨，TiO2 品位 12.01%；伴生 V2O5 的量为 48.83 万吨，V2O5 品位 0.27%。2、保有低品位铁矿石量 6361.80 万吨。2）**小黑箐经质铁矿**，截至 2023 年底，保有矿石资源量为 1.13 亿吨，伴生 TiO2 的量为 1066.3 万吨，现设计产能规模为工业品位矿 260 万吨/年，公司正在积极推动扩大产能规模相关工作。

图 2：钒钛磁铁矿、钛精矿、钒钛铁精矿的下游应用情况



资料来源：安宁股份 2023 年年报、西部证券研发中心

表 1：截至 2025 年年末，公司在手的潘家田铁矿保有资源量情况

	万吨	品位
保有矿石量合计	24403.30	

下载日志已记录，仅供内部参考

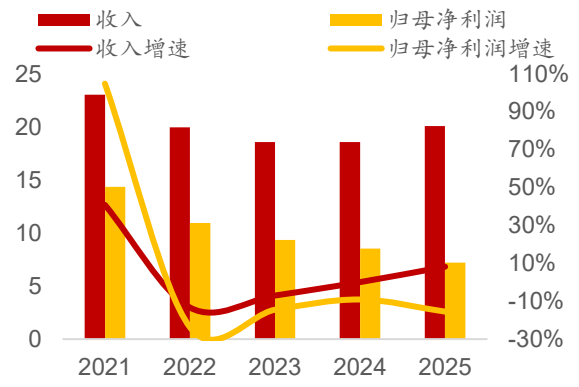
其中：工业品位铁矿石量	18041.50	29.44%（TFe）
伴生：TiO2	2166.54	12.01%
V2O5	48.83	0.27%
低品位铁矿石量	6361.80	

资料来源：安宁股份 2025 年年报，西部证券研发中心

1.1 业务分析：价格下行使得成长性和盈利性承压，钛精矿仍是支柱业务

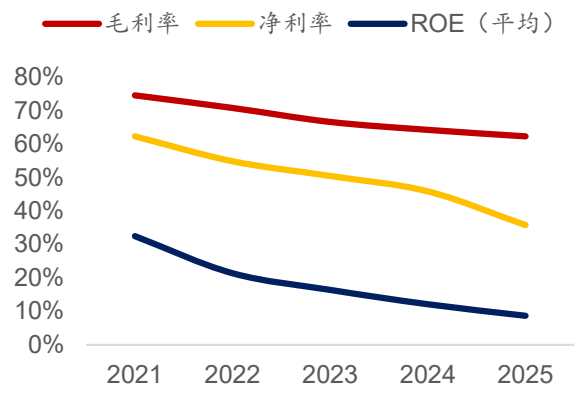
2021-2025 年，公司营业收入分别为 23.03、19.96、18.56、18.57、20.09 亿元，增速分别为 40.75%、-13.35%、-7.01%、0.06%、8.17%；归母净利润分别为 14.35、10.95、9.36、8.52、7.20 亿元，增速分别为 104.85%、-23.72%、-14.46%、-9.05%、-15.46%。盈利能力方面，2021-2025 年，公司毛利率分别为 74.50%、70.75%、66.59%、64.23%、62.30%，净利率分别为 62.31%、54.85%、50.45%、45.84%、35.76%，ROE（平均）分别为 32.44%、21.33%、16.34%、12.04%、8.59%，总体来看，**在钛精矿价格持续下行的情况下，公司无论是成长性，还是盈利能力，均承压**。分业务来看：

图 3：2021-2025 年公司营收和归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 4：2021-2025 年公司的毛利率、净利率和 ROE 情况



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

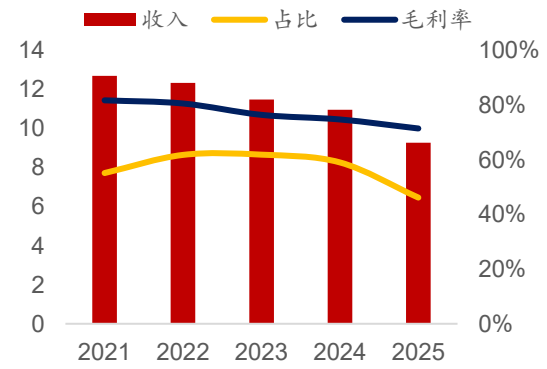
- **钛精矿业务**：钛精矿是钛白粉、金属钛的主要原料，其中：1）钛白粉主要用于生产涂料、塑料、造纸及油墨等领域；2）金属钛具有密度小、比强度高、导热系数低、耐高温低温性能好，耐腐蚀能力强、生物相容性好等突出特点，可广泛应用于航空、能源、生物医疗、石油化工、船舶、消费品、海洋工程、建筑、运动户外用品等领域。2021-2025 年，公司钛精矿产量分别为 53.60、49.30、49.47、45.20、46.90 万吨，销量分别为 53.76、51.31、49.30、44.42、44.65 万吨，营收分别为 12.71、12.34、11.49、10.97、9.28 亿元，占比总营收分别为 55.18%、61.83%、61.92%、59.08%、46.19%，虽然占比自 2023 年以来逐年下降，但是仍然是公司营收占比最高的业务，毛利率分别为 81.78%、80.63%、76.50%、74.81%、71.53%。

- **钒钛铁精矿业务**：钒钛铁精矿是钒钛钢铁企业提钒炼钢的主要原料。钒是一种重要的合金元素，主要用于钢铁工业、储能领域；含钒钢具有强度高、韧性大、耐磨性好等优良特性，因而广泛应用于机械、汽车、造船、铁路、桥梁、电子技术等行业。2021-2025 年，公司钒钛铁精矿产量分别为 141.65、130.47、105.86、106.99、132.52 万吨，

下载日志已记录，仅供内部参考

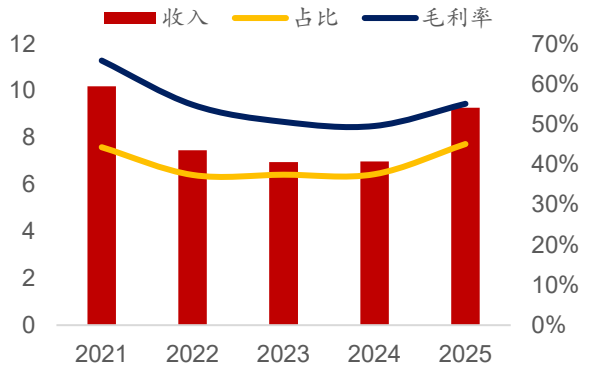
销量分别为 141.60、138.47、110.44、104.87、132.52 万吨，营收分别为 10.20、7.47、6.96、6.98、9.28 亿元，占比总营收分别为 44.27%、37.42%、37.48%、37.61%、46.19%，是公司营收占比并列最高的业务，毛利率分别为 65.84%、54.87%、50.63%、49.61%、55.12%。

图 5：2021-2025 年公司钛精矿业务的营收和毛利率情况（亿元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 6：2021-2025 年公司钒钛铁精矿业务的营收和毛利率（亿元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

1.2 公司治理：股权激励绑定专业管理层，分红比例较高、重视股东回报

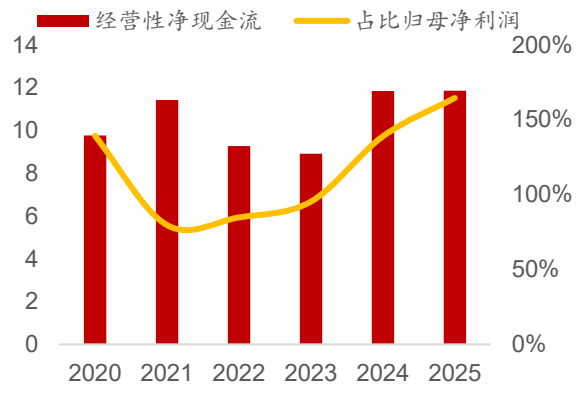
管理层专业人做专业事，股权激励绑定核心管理团队。1）截至 2026 年 Q1 末，公司实控人为董事长罗阳勇，直接持有公司 28.81%股权，并通过成都紫东投资持有公司 36.02%股权。2）公司核心高管中：**董事长罗阳勇深耕产业**，1998-2003 年任盐边县弘扬选矿厂厂长，2003-2021 年任公司董事长兼总经理，2021 年至今任公司董事长，是公司的生产核心技术带头人。**副总经理李建科**，2007-2018 年历任攀钢工程特种分公司大红山项目部技术员、技术部主任、总工程师，2019 年至今历任公司采矿工程师、车间副主任、车间主任、总经理助理。**副总经理田亚东**，2007-2012 年历任攀枝花东方钛业有限公司各车间主任，2012-2014 年任甘肃东方钛业有限公司工程建设执行组长，2014-2023 年历任攀枝花东方钛业有限公司生产部部长、副总经理，2023 年至今任公司总经理助理。**副总经理陈德明**，2003-2008 年任攀钢集团研究院主任工程师，2008-2015 年任攀枝花钢企欣宇化工有限公司总工程师，2015-2016 年任攀枝花钢城集团有限公司工程技术中心总工程师。**副总经理龚发祥**，1998-2009 年选公司钛厂螺旋班长、选钛厂螺旋工段长、调度员、二车间厂长助理、四车间主任等职务，2010-2023 年任公司生产部副部长、二车间主任、采矿车间主任、生产管理委员会召集人等职务，2020 年至今任公司副总经理。**公司核心高管全部来自于技术、产品和市场，一句话总结，专业人做专业事**。3）2025 年 12 月，公司公告限制性股票激励计划（草案），拟以 20.60 元/股的价格向 33 名激励对象授予 72.26 万股股份，股票来源为公司从二级市场回购，解锁条件为以 2023-2025 年营业收入或主营业务产品销售量平均值为基数，2026、2027 年营业收入或销售量增长率分别不低于 12%、35%，解锁比例分别为 50%、50%，股权激励绑定核心管理团队。

2025 年以前持续超过 40%现金分红，充分重视股东回报。1）**分红方面**，公司自 2020 年上市以来，2020-2024 年现金分红分别为 3.01、7.02、4.41、4.01、4.36 亿元，分红比例分别为 43%、49%、40%、43%、51%，慷慨分红重视股东回报；2025 年因为收购小黑

下载日志已记录，仅供内部参考

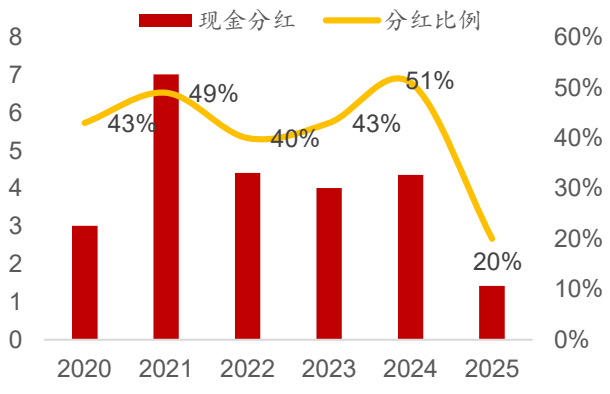
箐经质铁矿，以及布局下游 6 万吨钛合金项目，现金分红金额为 1.42 亿元，分红比例下降至 20%。2）**财务稳健**，2020-2025 年，公司经营性净现金流分别为 9.77、11.43、9.28、8.92、11.84、11.86 亿元，占比归母净利润分别为 139%、80%、85%、95%、139%、165%；资产负债率分别为 15%、14%、17%、15%、14%、49%（2025 年收购小黑箐经质铁矿资产导致），报表扎实、财务状况稳健。

图 7：2020-2025 年，公司的经营性净现金流情况（亿元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 8：2020-2025 年，公司的现金分红及分红比例情况（亿元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

二、横向：钛属于稀缺的战略资源，收购小黑箐经质铁矿增厚钛矿资源储备

1）钛在金属材料中被称为“全能金属”，是继铁、铝之后极具发展前景的“第三金属”，被广泛应用于航空、航天、舰船及兵器等领域。2）无论是全球钛资源，还是作为产量贡献最大的中国钛资源，储量都在逐年下降，中国钛矿资源集中于四川攀西地区，四家龙头公司产量加总后，2022-2025 年占比国内钛矿产量分别为 54.63%、59.51%、57.64%、57.73%，集中度较高、拥有较强话语权。3）2025 年，公司横向外延扩张收购小黑箐经质铁矿，小黑箐资源储量丰富，收购完成后可有效增加公司资源储备；由于潘家田铁矿与小黑箐经质铁矿同属一个矿脉，收购完成后有助于减少两矿之间的潜在安全隐患和矛盾纠纷，同时可以快速公司对收购资产赋能，实现更强的协同效应。

2.1 钛属于战略和全能金属，下游钛白粉需求稳增长、产能过剩压制价格

钛位于元素周期表中第 IVB 族，呈银白色，硬度大，熔点 1668℃，是一种难熔轻金属，也是国家重要的战略金属之一。钛具有密度低、强度高、耐高温低温性能好、耐腐蚀能力强及成形性能优良等突出特性，在金属材料中被称为“全能金属”，是继铁、铝之后极具发展前景的“第三金属”，被广泛应用于航空、航天、舰船及兵器、生物医疗、化工冶金、海洋工程、体育休闲等领域，被誉为“空间金属”和“战略金属”。钛工业产业链有两条不同的分支：

下载日志已记录，仅供内部参考

- 第一条是钛白粉工业（**钛矿的主要下游需求，2023 年占比约为 80%**），是从钛铁矿和金红石采选开始，通过硫酸法和氯化法生成化工中间产品—**钛白粉**，钛白粉是目前世界上性能最好、应用最广的白色颜料，**广泛应用于生产涂料、塑料、橡胶、纸张、油墨、陶瓷、玻璃等行业中**，被称为经济发展的晴雨表。

- 第二条是钛材工业（钛及合金行业），从钛铁矿和金红石采选开始，**制造海绵钛（2023 年占比钛矿的下游约为 10%），海绵钛是钛金属单质，一般为浅灰色颗粒或海绵状，是生产钛及钛合金的重要原材料，然后制成各种金属产品，用于航空、航天、航海、化工、民用等领域**。钛材工业主要包括四个阶段。首先，是以金红石和钛铁矿为主要原料，经选矿、富集后得到天然金红石精矿和钛铁精矿，再通过镁还原法等提取工艺获得海绵钛；其次，以海绵钛为主要原料，经熔铸等工序得到钛锭，或添加中间合金熔炼为钛合金铸锭；第三，采用锻造、轧制、挤压、拉拔等工艺的变形处理、热处理和机械加工等生产出不同规格（形状）的钛产品；最后，在部分行业和工业品产业中，可通过深加工工艺将钛材制造成钛及钛合金零部件或装备。

表 2：钛的主要应用场景和相关性质

应用领域		材料使用特性	应用部位
军工领域	航空装备-机体	在 300℃以下，比强度高	防火壁、蒙皮、大梁、起落架、翼肋、隔框、紧固件、导管、舱门、拉杆等
	航空装备-发动机	在 500℃以下具有高的屈服强度/密度比和疲劳强度/密度比，良好的热稳定性，优异的抗大气腐蚀性能，可减轻结构质量	500℃以下部位：压气盘、静叶片、动叶片、机壳、燃烧室外壳、排气机构外壳、中心体、喷气管等
	航天装备	比强度高，具有足够的韧性和塑性，耐高温低温	高压容器、燃料贮箱、火箭发动机及导弹壳体、飞船船舱蒙皮及结构骨架、主起落架、登月舱等
	舰船及水下装备	比强度高，在海水及海洋气氛下具有优异的耐腐蚀性	耐压舱体，结构件，浮力系统球体，水上船舶泵体、管道和甲板配件，快艇推进器，推进轴，鞭状天线等
	地面兵装	比强度高，耐腐蚀性好	火炮尾架，迫击炮底板，火箭炮炮管、药室、喷管及火炮套箍，坦克车轮、履带，扭力棒，战车驱动轴、装甲板等
民用领域	石油化工	在氧化性和中性介质中具有良好的耐蚀性，在还原性介质中也可以通过合金化改善其耐蚀性	在石油化工，化肥，酸碱，钠，氯气及海水淡化等工业中，作热交换器，反应塔，蒸馏器，洗涤塔，合成器，高压釜，阀门，导管，泵，管道等
	冶金工业	有良好的化学活性和耐蚀性	在镍、钴等有色金属冶炼中作耐蚀材料，在钢铁冶炼中是良好的脱氧剂和合金元素
	生物医疗	对人体体液有极好的耐蚀性，无毒无磁，与肌肉组织亲和性良好，且有形状记忆功能	医疗器械及外科矫形材料：钛制牙，心脏内瓣，隔膜、骨关节及固定螺钉，手术器械等
	超高真空	较高的化学活性，能吸附氧、氮、氢、一氧化碳、二氧化碳、甲烷等气体	钛离子泵
	3C 通讯	耐蚀性好，质量轻，良好的综合力学性能和工艺性能，较高的热稳定性，线胀系数小	电子产品结构件、外观件
	电站		全钛凝汽器，冷凝器、管板、冷油管、蒸汽涡轮叶片等
	机械仪表		精密天平秤杆、表壳、光学仪器等
	纺织		亚漂机、亚漂罐中耐蚀零、部件
	医药		加料机、加热器、分离器、反应罐、搅拌器、压滤罐、出料管道等

WESTERN SECURITIES 西部证券

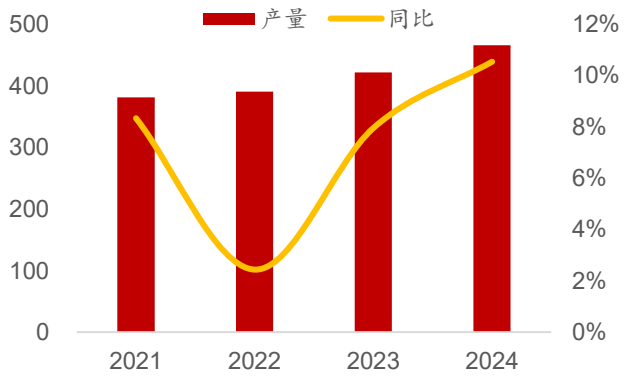
下载日志已记录，仅供内部参考

	体育用品		羽毛球拍、登山器械、钓鱼杆等
	工艺美术		航模、笔筒、钛版画、胸针等
	建筑		建筑物屋顶、外壁、栏杆、管道等

资料来源：金天钛业招股说明书，西部证券研发中心

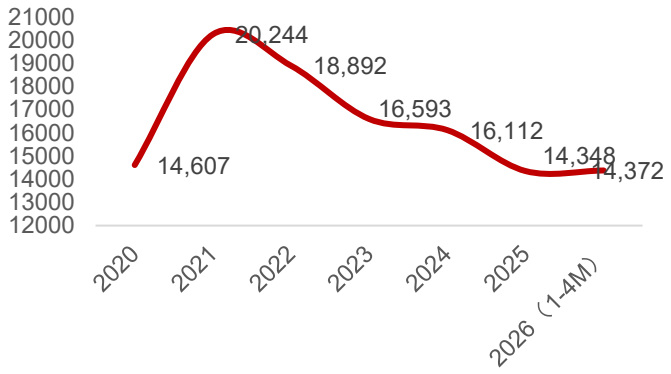
钛白粉是钛矿下游最重要的应用领域，需求保持稳定增长，但是供给过剩压制价格表现。1）**需求端**：根据龙佰集团债券募集说明书内容，2022-2025 年（截至上半年），中国钛白粉表观消费量分别为 259.2、289.5、341.8、142.8 万吨，消费量逐年增长；同时根据龙佰集团 2025 年半年报内容，预计 2025 年全年全球钛白粉表观消费量呈现温和增长趋势，达到 783.5 万吨。2）**供给端**：根据安宁股份 2021-2024 年年报内容，2021-2024 年，中国钛白粉产量分别为 381.35、390.67、421.77、466.22 万吨，增速分别为 8.34%、2.44%、7.96%、10.54%，在宏观经济相对较弱的情况下，产量一直保持稳定增长。根据龙佰集团 2025 年年报内容，2025 年中国钛白粉全行业的有效产能为 570 万吨/年，综合产能 610 万吨/年（含停产、半停产的产能），中国钛白粉产能占据全球市场的主导地位。受国际市场需求及今年钛白市场行业运行情况影响，2023-2025 年科慕、特诺、泛能拓部分产能退出，中国钛白产能份额继续逐步扩大。3）**价格端**：虽然钛白粉需求稳定增长，但是受到供给端产能过剩的影响，2022-2026 年（截至 4 月份）钛白粉年均价分别为 18892、16593、16112、14348、14372 元/吨，**目前价格处于自 2020 年以来的底部区域**。

图 9：2021-2024 年中国钛白粉产量和同比增长情况（万吨）



资料来源：安宁股份 2021-2024 年年报、西部证券研发中心

图 10：钛白粉价格目前处于自 2020 年以来的底部区域（元/吨）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

2.2 全球钛资源储量逐年下降，国内资源集中于四川攀西、产能集中度高

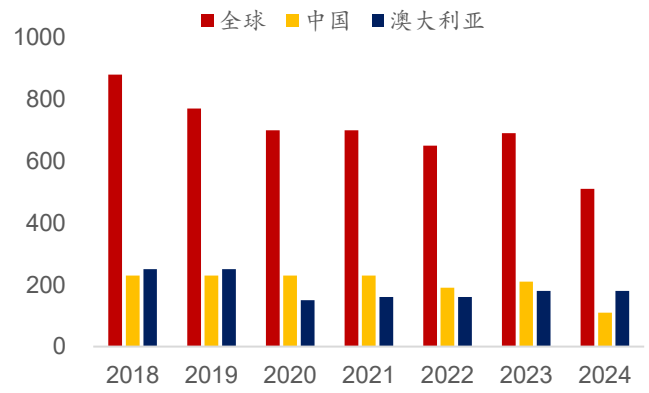
根据美国地质调查局的数据：1）**储量方面**，2018 年全球钛储量达到 8.8 亿吨的巅峰，之后一路下降，到 2024 年全球钛储量缩减至 5.1 亿吨，相比巅峰时期下降 42.05%。其中，中国和澳大利亚是钛储量最大的国家，2018 年，中国钛储量为 2.3 亿吨、占比为 26.14%，澳大利亚为 2.5 亿吨、占比为 28.41%；2024 年，中国钛储量为 1.1 亿吨、占比为 21.57%，澳大利亚为 1.7 亿吨、占比为 33.33%。2）**矿产量方面**，2018-2025 年，全球钛精矿矿产量从 687 万吨增长至 940 万吨，CAGR 为 4.58%；其中中国钛精矿矿产量从 210 万吨增长至 320 万吨，CAGR 为 6.20%，2025 年中国占比为 34.04%；澳大利亚钛精矿矿产量从 72 万吨增长至 78 万吨，CAGR 为 1.15%，2025 年澳大利亚占比为 8.30%。**因此我们**

下载日志已记录，仅供内部参考

可以发现，无论是全球钛资源，还是作为产量贡献最大的中国钛资源，储量都在逐年下降。

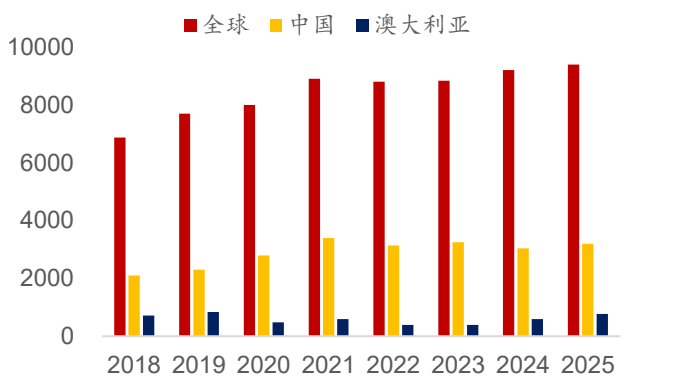
中国钛矿资源集中于四川攀西地区，四家龙头公司产量集中度高。根据安宁股份 2025 年年报内容，中国钛资源较多为共生型原矿，主要以原生钛（磁）铁矿型的形式存在，金红石型钛矿短缺，主要产于四川攀西（攀枝花-西昌）地区。根据中国有色金属工业协会的公开数据，2023、2024 年四川攀西（攀枝花-西昌）地区钛矿产量占比中国钛矿总产量分别为 89%+、87%；而攀西地区产能规模最大的 4 家企业分别为攀钢集团、龙佰集团、安宁股份、西昌矿业。根据 4 家公司的年报数据，2022-2025 年，钒钛股份（前身为攀钢钒钛）钛精矿产量分别为 150.00、176.00、185.00、162.00 万吨；龙佰集团钛精矿产量分别为 116.89、147.45、149.30、144.78 万吨；安宁股份钛精矿产量分别为 49.30、49.47、45.20、46.90 万吨；西昌矿业未上市，2021 年钛精矿产量为 46 万吨，我们假设 2022-2025 年维持 46 万吨年产量不变，**四家企业产量加总后，2022-2025 年占比国内钛矿产量分别为 54.63%、59.51%、57.64%、57.73%，集中度较高。**

图 11：2018-2024 年全球、中国和澳大利亚钛资源储备（百万吨）



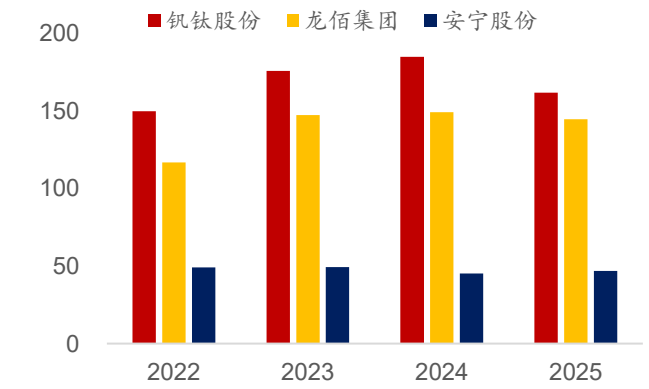
资料来源：美国地质调查局、西部证券研发中心

图 12：2018-2024 年全球、中国和澳大利亚的钛矿产量（千吨）



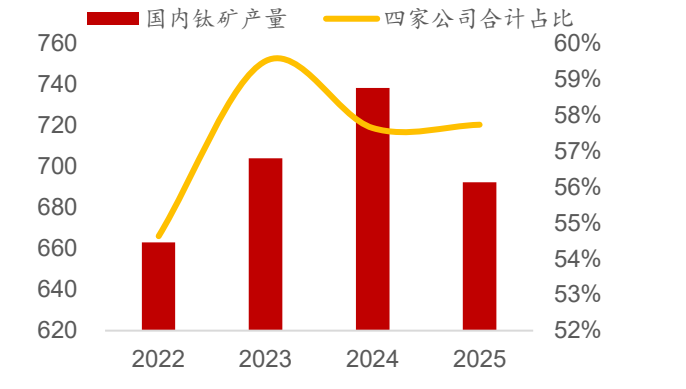
资料来源：美国地质调查局、西部证券研发中心

图 13：2022-2025 年钒钛、龙佰和安宁的钛精矿产量（万吨）



资料来源：三家公司 2022-2025 年年报、西部证券研发中心

图 14：2022-2025 年四家龙头公司钛精矿产量合计占比（万吨）



资料来源：钒钛、龙佰和安宁 2022-2025 年年报、西部证券研发中心

2.3 横向外延扩张收购小黑箐经质铁矿，增厚资源储备同时消除安全隐患

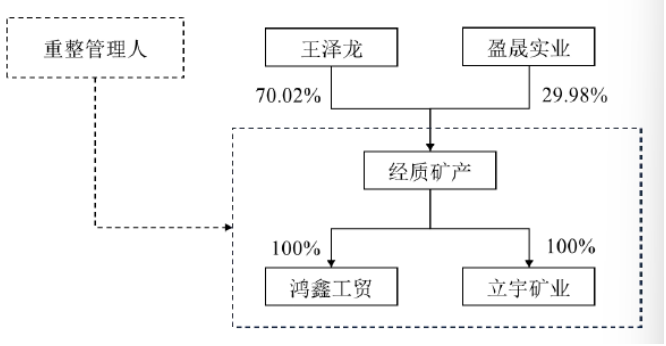
2025 年 2 月，公司公告筹划重大资产重组暨签署《重整投资意向协议》，拟以分期支付现

下载日志已记录，仅供内部参考

金 65.08 亿元的方式，参与经质矿产及其关联企业鸿鑫工贸、立宇矿业的实质合并重整，并最终取得经质矿产 100%股权。本次交易完成后，经质矿产将成为上市公司的全资子公司，上市公司通过经质矿产持有鸿鑫工贸、立宇矿业 100%股权。2025 年 9 月，标的公司及相关资产完成了工商变更登记手续。

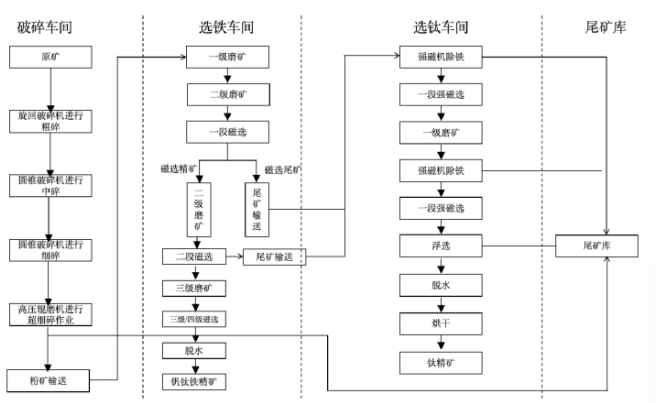
- **主要资产**：经质矿产的主要资产为**会理县小黑箐经质铁矿的采矿权**，鸿鑫工贸主要资产为选钛设备及尾矿库，立宇矿业的主要资产为选铁设备，三家公司共同组成原矿开采、铁精矿与钛精矿洗选及排尾一体化系统，生产线相互链接，核心资产配套使用，构成完整的钒钛磁铁矿开采和洗选体系。

图 15：公司收购的经质矿产的股权结构及控制关系



资料来源：安宁股份重大资产购买报告书（草案）（修订稿）、西部证券研发中心

图 16：经质矿产拥有完整的钒钛磁铁矿开采和洗选体系



资料来源：安宁股份重大资产购买报告书（草案）（修订稿）、西部证券研发中心

- **复产节奏**：截至2026年5月，标的公司及相关资产处于停产停工状态，公司正在积极有序地推进该矿的复工复产工作。在经质矿产小黑箐经质铁矿达到开采条件前，拟优先对立宇矿业排土场已堆放的低品位矿石进行回采；小黑箐经质铁矿采选工程计划在2027年年底前达到开采、生产条件。

- **协同效应**：公司本身主要从事钒钛磁铁矿的开采、洗选和销售，主要产品为钛精矿和钒钛铁精矿，自身拥有的资源储量是持续发展的重要基础。而此次收购的会理县小黑箐经质铁矿的采矿权，资源储量丰富，根据公司关于回复深圳证券交易所《关于对四川安宁铁钛股份有限公司重大资产购买的问询函》的公告内容， 2018年《储量核实报告》显示：小黑箐经质铁矿的工业品位铁矿储量7511.5万吨，伴生TiO2的量为826.27万吨；2024年《再评价报告》显示：截至2023年底，小黑箐经质铁矿保有矿石资源量1.13亿吨，伴生TiO2的量为1066.3万吨。收购完成后，**公司自身已探明的资源储量将大幅增加，且未来可进一步在周边区域内勘探，潜在资源储量丰富，可有效增加公司资源储备，有利于增强持续经营能力**。

表 3：截至 2023 年末，小黑箐经质铁矿采矿权内矿产资源量的详细情况（单位：万吨）

项目	资源量类型	单位	主矿产：铁	共生矿产：钛（TiO2）	伴生矿产：钒（V2O5）	伴生矿产：镍（Ni）	伴生矿产：钴（Co）
本次再评价	探明	金属量	-	725.47	13.84	-	-

下载日志已记录，仅供内部参考

保有资源量		矿石量	7450.50	-	-	-	-
	推断	金属量	-	340.82	6.50	3.38	1.58
		矿石量	3817.30	-	-	-	-

资料来源：安宁股份重大资产购买报告书（草案）（修订稿），西部证券研发中心

- **消除安全隐患，对收购资产赋能**：矿山安全生产是保障矿业企业稳定发展、维护员工生命健康的关键所在，公司自身所属的潘家田铁矿与小黑箐经质铁矿同属一个矿脉，两矿区相邻开采存在一定的安全隐患，收购完成后有助于减少两矿之间的潜在安全隐患和矛盾纠纷，有助于公司进一步集中精力发展生产经营，在增强竞争实力的同时减少潜在竞争者。另外，由于潘家田铁矿与小黑箐经质铁矿同属一个矿脉，交易完成后公司可在两矿权的矿区范围内制定协同开采方案，最大程度地开发利用矿区内的矿产资源，减少资源浪费。上市公司在采选工艺、综合利用产品、生产成本管控、销售渠道等多方面的优势，可以快速对收购资产赋能，使得复工复产后达到或接近上市公司现有的生产经营效果，实现经济效益最大化。

三、纵向：向下游延伸6万吨钛合金项目，一体化优势彰显、市场空间广阔

1）中国的海绵钛和钛材产业发展速度快，在全球钛工业领域地位愈发重要，但是存在中低端产能过剩、高端供给不足的困境，行业面临结构性调整。2）过往钛行业需求长期依赖航空航天与化工两大领域，我们预计 2026 年将成为“军/民并重、民用为主”的转折点，民用需求占比将升至 60%-65%，其中化工、民航、3D 打印、生物医疗、钛合金保温杯均保持 2 位数以上需求复合增长，市场潜力更大、空间更广阔。3）公司向下游延伸 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目，顺应钛行业一体化、高端化的产业发展趋势，预计投产后有望净利润为 8.74 亿元/年、净利率为 19.91%、项目回收期为 8.24 年。

3.1 海绵钛和钛材：发展速度较快、中低端产能过剩，但是高端供给不足

根据宝钛股份的转债募集说明书内容，中国钛工业自上世纪 50 年代开始，从无到有、从弱到强，1）20 世纪末中国海绵钛产量较低，钛合金应用范围偏窄，行业处于导入期。2）2006 年开始，伴随着大化工的发展，中国钛工业首次实现产量激增，中国也一跃成为全球最大的钛生产国与消费国。3）2016 年后，随着行业需求的高端化，行业内企业逐渐转型升级，中国钛行业也由过去的中低端化工、冶金等行业需求，快速转向中高端航空航天、能源、石油化工、海洋工程、民用消费品、医疗等行业，行业利润由中低端领域正逐步快速向高端领域转移，行业整体向高端领域迈进。

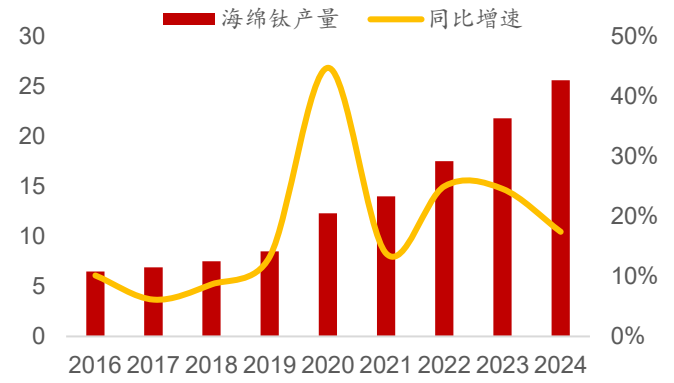
- **发展速度快，中国是世界第一大钛生产国和消费国，在全球钛工业领域拥有重要的地位**。1）**海绵钛**：根据中国有色金属工业协会钛锆铪钒分会统计，2024年，中国海绵钛产量为25.6万吨，在全球占比67.32%；从2015年至2024年的十年间，中国海绵钛产量增长迅速，年均复合增长率为17.58%。2）**钛材**：近年来，中国航空航天、船舶、

下载日志已记录，仅供内部参考

化工等领域钛材需求增长明显，促进中国钛加工材产量不断攀升。根据中国有色金属工业协会钛锆铪分会统计，2024年中国钛成品加工材约17.2万吨，在全球占比约66.15%。近十年增长幅度明显，年均复合增长率达15.08%。

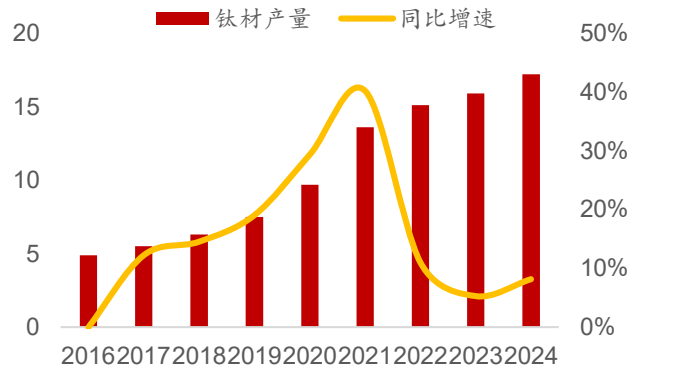
- **海绵钛产能提升迅速，行业面临结构性调整；中国钛材认可度不断提升，但高端产品仍供给不足**。1）**海绵钛**：产能从2016年的11万吨/年增长至2024年的26万吨/年，8年间增长了约1.36倍；低端海绵钛产品大量过剩，而优质的海绵钛产品供不应求。民用市场的海绵钛品质要求相对较低，供应厂商较多，供需处于基本平衡状态；航空、航天及航海领域对海绵钛的品质要求较高，只有少数几家企业可以供货，国内市场对海外进口较为依赖。2）**钛材**：2019-2024年，中国钛加工材出口量从21916吨增长至31361吨，年均复合增长率为7.43%；同期，钛加工材进口量则从8166吨下降至7285吨，年均复合增长为-2.27%。中国钛材加工产业中低端产品产能过剩、高端产品供给不足，2024年中国对欧美钛加工材出口价格仅为进口价格的1/3，反映出高端钛材仍对国外有一定依赖。在航空航天、船舶、3C等高端领域，中国仅有少数几家企业具备供应能力。

图 17：2016-2024 年中国海绵钛的产量及增速（万吨）



资料来源：宝钛股份转债募集说明书、西部证券研发中心

图 18：2016-2024 年中国钛材的产量及增速（万吨）



资料来源：宝钛股份转债募集说明书、西部证券研发中心

3.2 相比过往钛工业集中应用的军工领域，民用市场的潜力和空间更广阔

钛及钛合金材料广泛应用于化工、航空航天、电力、体育休闲等领域，从下游消费结构来看，2023 年，化工为第一大应用领域，占比为 49.76%；航空航天排名第二，占比为 19.79%；电力排名第三，占比为 4.78%。过往来看，钛行业需求长期依赖航空航天与化工两大领域，2025 年全球钛合金消费量达 20 万吨，其中民品领域占比首次过半；**考虑到中国民品钛合金用量年均增长率高达 28%，我们预计 2025-2026 年将成为“军/民并重、民用为主”的转折点，民用需求占比将升至 60%-65%**。

- **化工**：金属钛具有优秀的耐腐蚀性和力学性能，可以代替不锈钢作为耐腐蚀材料，延长设备使用年限、降低成本、防止污染和提高生产率，在化工装备更新改造方面具有十分重要的意义。近年来，中国化工用钛的范围在不断扩大，用量逐年增加，钛已成为化工装备中主要的防腐蚀材料之一，根据中国有色金属工业协会钛锆铪钒分会的数据显示，钛材在化工行业的消费量自 2017 年以来一直维持在 2 万吨以上，**2023 年达到 7.6 万吨（含制盐），CAGR 为 24.92%**，相比其他下游行业，化工领域对钛材

下载日志已记录，仅供内部参考

的消费量排名第一。

表 4：钛材设备与传统材料设备使用寿命的比较

装置及设备名称	原用材料	寿命	改用材料	预期寿命	提高倍数
氨碱、湿氯冷却器	石墨	3-6 个月	钛	10-20 年	40
联碱、结晶外冷器	碳钢	2.5 年	钛	18 年	7.2
制盐预热器	碳钢	小于 1 年	钛	15 年	大于 15
防老剂丁冷却器碳	碳钢	7-40 天	钛	15 年	770-135
T 酸尾气吸收器	铅	1 年	钛	10 年	10
己内酰胺经胺换热器	石墨	1 年	钛	10 年	10

资料来源：天工股份招股说明书，西部证券研发中心

- **民航**：根据中国民用航空局统计，中国民用航空的机队规模已从 2014 年的 4168 架增长至 2023 年的 7573 架，年均复合增长率约为 6.86%；根据《中国商飞公司市场预测年报（2022-2041）》预测，到 2041 年中国的机队规模将达到 10007 架，占全球客机机队 21.1%，中国航空市场将成为全球最大的单一航空市场。根据上海市科学技术委员会发布的《2023 上海科技进步报告》，截至 2023 年底，C919 累计获得 1061 架订单；ARJ21 已获得 775 架订单，累计交付 122 架飞机。假设钛合金加工损耗比例以 80%计算，未来 C919 及 ARJ21 机型将带来约 2.47 万吨钛合金需求量。根据中国有色金属工业协会钛锆铪分会统计，2014-2023 年中国航空航天用钛材销量年均复合增长率约为 22.13%，虽然增长迅速、但是钛材占比仅为 19.79%，远低于全球范围内航空航天用钛材占钛材总需求 50%的比例，**假设年均复合增长率保持不变，未来 10 年中国航空航天用钛材需求量预计约为 103.46 万吨**。

表 5：C919 及 ARJ21 钛合金需求规模预测（2023 年预测）

机型	钛使用比例	空机重量（吨）	单机含钛量（吨）	订单（架）	加工损耗比例	钛合金需求量（吨）
C919	9.30%	42.10	3.92	1061	80%	20770.67
ARJ21	4.80%	24.96	1.20	653	80%	3911.73

资料来源：金天钛业招股说明书，西部证券研发中心

图 19：2023 年中国钛材的下游消费结构情况

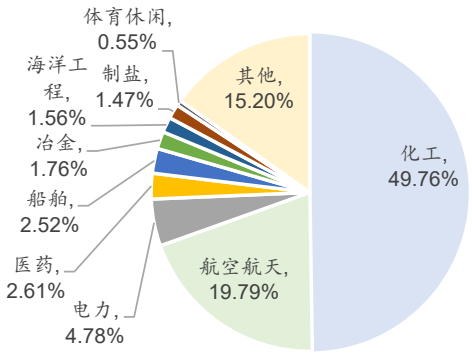
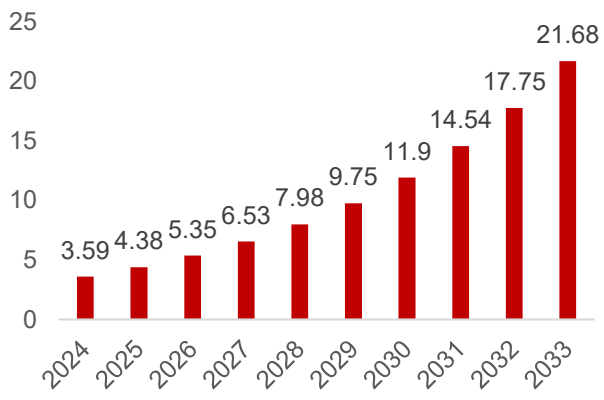


图 20：2024-2033 年中国航空航天用钛材消费量预测（万吨）



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：金天钛业招股说明书，西部证券研发中心

资料来源：金天钛业招股说明书，西部证券研发中心

- **3D 打印**：随着激光选区熔化（SLM）制造和电子束选区熔化（EBSM）制造等钛合金直接制造技术的迅速发展，定制化功能件的钛合金 3D 打印制造技术亦越来越成熟，钛合金材料的定制化功能件成型、工艺和设备已成为研究热点。钛合金 3D 打印是目前航空航天、医疗领域中广泛使用的一种产品成型方式，产品通过选区激光熔化（SLM）增材制造设备成形后，所得零部件的微观组织均匀致密、具有快速凝固的特征，打印零件内部尺寸精度高，具备的高比强度及中等的高温力学性能使零件具有良好的承力能力及应力能力，符合航空航天等安全关键型应用要求，未来随着 3D 打印制造技术的进一步发展，钛及钛合金有望因其优秀性能而得到更广泛应用。

- **生物医疗**：钛及钛合金有耐蚀性好、比强度高、弹性模量较低、耐疲劳、生物相容性好等特点，钛合金的弹性模量仅为不锈钢的约 53%，与人体自然骨的弹性模量更为接近，因此在医学领域获得广泛青睐，被广泛用作人工关节（髋、膝、肩肘关节等）、骨创伤产品（髓内钉、固定板等）、颅骨修复植入物、脊柱固定器、心血管支架、牙科植入物等医用材料。根据天工股份的招股说明书内容，**钛材在医药行业的消费量从 2015 年的 884 吨增长至 2023 年的 3876 吨，复合增长率为 20.29%**。

- **钛合金保温杯**：根据南方日报官方账号发布的文章内容，钛的民用消费市场天地广阔，以钛代钢将是未来大势，**即便钛只能替代 1%的不锈钢，也是 40 万吨/年的市场；若达到 5%，便是 200 万吨/年，而目前国内钛的总用量还不到 30 万吨/年**。其中，钛合金保温杯是钛合金民用领域中较为具有增长潜力的领域，根据 QY Research 最新调研报告显示，**预计 2030 年全球钛保温杯市场规模将达到 1.63 亿美元，未来 5 年复合增长率 CAGR 为 10.5%**。可以预见，随着技术进步与成本曲线的下移，以钛杯为代表的日用消费品，有望成为钛金属需求加速释放的第一个“出海口”。

3.3 纵向延伸6万吨钛合金材料项目，顺应产业发展方向彰显一体化优势

2025 年 1 月，公司公告定向增发 A 股上市公告书，以 24.00 元/股的价格向 16 名特定对象发行 0.71 亿股股份，募集资金 17.04 亿元，用于年产 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目。

- **项目介绍**：公司年产 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目的具体建设内容主要包括钛渣、四氯化钛、海绵钛和钛锭等四个生产环节，项目建成后最终产品主要包括 6 万吨钛锭、0.1 万吨钛粉、0.5 万吨外钛及副产品，项目建设总投资为 72 亿元，建设期为 2 年，预计将于 2026 年 6 月底进入试生产状态。

- **效益测算**：根据公司公告的定向增发募集说明书内容，项目达产后，营业收入为 43.89 亿元/年、税金及附加为 0.49 亿元/年、总成本费用为 31.74 亿元/年、利润总额为 11.66 亿元/年、所得税为 2.91 亿元/年，**净利润为 8.74 亿元/年、净利率为 19.91%、项目回收期为 8.24 年**。

- **发展前景**：公司坚持以钒钛磁铁矿资源为发展核心，立足攀西，**横向并购资源、纵向延伸产业链，致力成为具有国际影响力的矿材一体化企**。随着中国钛材由过去中低端化工、冶金等行业需求，正快速转向中高端石油化工、航空航天、能源、海洋工程、民用消费品、医疗等行业，行业利润由中低端领域正逐步快速向高端领域转移，中高

下载日志已记录，仅供内部参考

端行业需求增加以及应用领域扩展的带动下，钛材市场将稳步发展。公司目前主要产品钛精钒是募投项目产品的主要原材料，**启动该项目有助于公司切入产业链下游市场，实现“钛矿-钛（合金）材料 ”纵向一体化的产业链布局，推动矿材一体化企业的建设**。

表 6：公司测算的 2026、2027 年海绵钛产品市场占有率情况

项目	产能释放程度	产能规模（万吨）	市场规模（万吨）	市场占有率
2026 年	60%	3.96	31.38	12.62%
2027 年	100%	6.60	35.99	18.34%

资料来源：安宁股份 2022 年度定向增发股份募集说明书，西部证券研发中心

表 7：公司测算的募投项目实施后，主营业务收入的变化情况（万元、%）

项目	募投项目实施前		募投项目实施后	
	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	184488.09	99.40	565016.25	99.80
其中：钛锭等产品			438894.00	77.53
钛精矿	114924.57	61.92	56558.92	9.99
钒钛铁精矿	69563.52	37.48	69563.52	12.29
其他业务收入	1111.61	0.60	1111.61	0.20
合计	185599.70	100.00	566128.06	100.00

资料来源：安宁股份 2022 年度定向增发股份募集说明书，西部证券研发中心

顺应产业发展趋势，彰显一体化、高端化核心竞争力。根据天工股份的招股说明书，**钛行业未来发展趋势**：1）**一体化**，为确保产品质量，钛及钛合金材料尤其是高端钛材对钛原料品质要求较高；此外，能获取高品质的海绵钛对钛及钛合金材料生产企业至关重要。因此钛及钛合金材料生产企业联合上游资源开发企业，获取或控制优势钛资源具有重要意义，将成为未来行业发展趋势之一。2）**高端化**，中国已成为全球主要的钛及钛合金材料产销国，但化工、冶金、传统电力等领域处于成熟期，增长空间有限。但随着国民经济结构战略性调整以及产业转型升级，未来钛行业在航天航空、消费电子、生物医疗、休闲生活等技术门槛较高的领域的需求看好，预计高端钛材将成为未来行业发展高地。3）**国际化**，自 1996 年以来，美国 Timet 公司先后兼并英国的 IMI 公司和法国的欧洲锆（Cezus）公司，控制欧洲市场，还兼并美国的 A.Johnson 金属有限公司，并与欧洲最大制管公司——法国的 Valinox 焊管公司合并，组建 Valtimet 合资公司，这些兼并措施使 Timet 公司的实力大大增强。**公司此次 6 万吨钛合金材料项目投产后，实现“钛矿-钛（合金）材料 ”纵向一体化的产业链布局，顺应产业发展趋势，彰显一体化、高端化核心竞争力**。

四、钒钛铁精矿价格持续上涨，周边需求稳定、钒液流电池拓展新下游领域

下载日志已记录，仅供内部参考

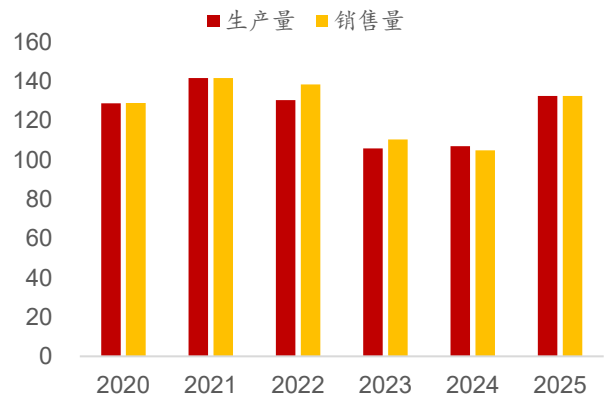
2023-2025 年，公司的钒钛铁精矿价格同比分别增长 16.77%、5.73%、5.10%，连续三年价格上涨，一方面，钒钛铁精矿主要销售于攀西及周边地区的大型钒钛钢铁企业，需求较为稳定，同时高性能钢材用量提升拉动了钒在钢铁领域的应用；另一方面，全钒液流储能作为重要的安全、长时、大规模储能技术路线，迎来较快发展机遇，拓展了新的下游应用场景，钒钛铁精矿的成长天花板有望打开。

4.1 钒钛铁精矿主要销售给攀西地区周边的钢铁企业，连续三年价格上涨

钒钛铁精矿是钒钛钢铁企业提钒炼钢的主要原料，由于钒钛铁精矿取自钒钛磁铁矿，因此国内的钒钛铁精矿主要由攀西地区的钒钛磁铁矿采选企业供应。攀西地区钒钛铁精矿平均品位为 55%，低于国内主流的 62%品位的铁矿石产品，但相比于其他地区的铁矿石产品，钒钛铁精矿钒含量高，钒钛钢铁企业以此为原料在冶炼钢铁的同时也能提取钒，增加钒钛钢铁企业效益；提取钒后的钢水冶炼的钢材因仍含有一定量钒，在强度、硬和韧性等方面比普通钢材更具优势，被用于重轨及抗震钢筋等高强度钢的生产。考虑到运输成本，国内大型的钒钛钢铁企业生产基地主要集中在攀西及周边地区，因此钒钛铁精矿主要在攀西地区销售。攀西地区的主要钒钛钢铁企业攀钢集团、成渝钒钛、德胜钒钛，三家企业年耗用钒钛铁精矿超过 2200 万吨。攀西地区主要的钒钛铁精矿生产企业为攀钢矿业、龙蟒矿冶、重钢西昌矿业、安宁股份，四家企业的钒钛铁精矿年产能约为 1840 万吨，该产能不能满足周边钒钛钢铁企业对钒钛铁精矿的需求，不足部分由周边小型矿厂供应。

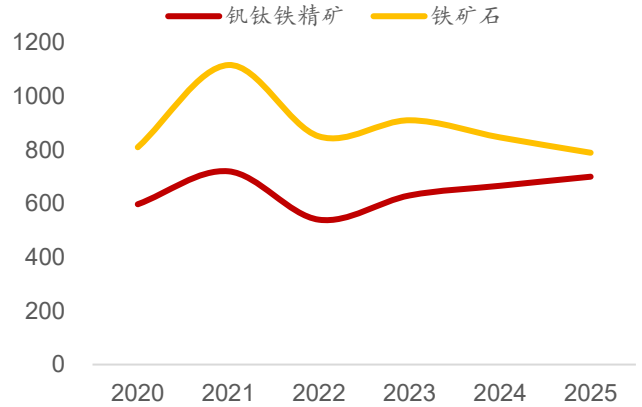
根据公司 2020-2025 年年报内容，2020-2025 年，公司钒钛铁精矿产量分别为 128.74、141.65、130.47、105.86、106.99、132.52 万吨，销量分别为 128.98、141.60、138.47、110.44、104.87、132.52 万吨，产销量基本维持在 100%左右；价格方面，2021-2025 年，公司钒钛铁精矿售价分别 720.07、539.42、629.88、665.96、699.89 元/吨，同比分别为 20.61%、-25.09%、16.77%、5.73%、5.10%，**从价格变化趋势来看，2024 年以前，公司钒钛铁精矿的价格变动和铁矿石价格变动较为一致，但是 2024、2025 年公司铁精矿价格上涨，而同期铁矿石价格是下跌的**。

图 21：2020-2025 年公司钒钛铁精矿的产销量情况（万吨）



资料来源：安宁股份 2020-2025 年年报，西部证券研发中心

图 22：2020-2025 年公司钒钛铁精矿的销售价格（元/吨）



资料来源：安宁股份 2020-2025 年年报、iFinD，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 周边含钒钢材需求有望稳中有升，全钒液流储能拓展新下游应用场景

攀西周边地区含钒钢材需求稳定，高性能钢材用量提升拉动钒在钢铁领域的需求量提升。我们在前文中已经介绍，国内大型的钒钛钢铁企业攀钢集团、成渝钒钛、德胜钒钛，生产基地主要集中在攀西及周边地区，因此钒钛铁精矿主要在攀西地区销售。根据鞍山钢铁集团 2026 年第三期中期票据募集说明书内容，2022-2024 年，鞍山钢铁集团采购铁矿石量分别为 3880、3813、3309 万吨（国内采购铁矿石为铁精矿；集团采购铁矿石含铁精矿、球团矿、烧结矿），其中进口量分别为 1825、1735、1319 万吨；集团采购量分别为 1811、1832、1752 万吨；国内采购量分别为 244、246、238 万吨，**因此可以看出，作为钒钛铁精矿最主要的下游企业之一，鞍山钢铁集团的需求较为稳定**。根据安宁股份 2025 年年报内容，雅鲁藏布江水电站开工建设以及中央反“内卷式”竞争战略行动深入推进，有望带动钒在钢铁领域的需求，有利于含钒钢材需求量的提升。2025 年尽管国内粗钢产量同比下降 4.4%，尤其是螺纹钢产量同比下降 4.3%，但随着机械、能源、造船用高性能钢材用量增加，**钒在这些钢中消耗增量抵减了螺纹钢中消耗减量，整体表现为钒在钢中的消耗增幅 1.8%**。

全钒液流储能拓展新的下游应用场景，钒成长天花板有望打开。随着可再生能源迅猛发展，中国正在构建新型电力系统，加快智能电网建设，发展新型储能，扩大绿电应用。全钒液流储能作为重要的安全、长时、大规模储能技术路线，以其全生命周期综合优势，在大型长时新型储能领域关注度不断攀升，十四五期间装机量大幅提升。钒产业正逐步摆脱对钢铁行业的单一依赖，向“能源金属”的战略定位迈进。2026 年 1 月 27 日，国家发改委、国家能源局联合发布《关于完善发电侧容量电价机制的通知》，首次在国家层面明确建立“电网侧独立新型储能容量电价机制”，预计将加快中国新型储能发展速度，全钒液流储能迎来重大发展机遇。

- **典型示范项目层出不穷**：1）云南省，首个全钒液流储能项目——禄丰市全钒液流储能项目总投资 12.37 亿元，占地面积 53.09 亩，建设一套 100 兆瓦/400 兆瓦时的全钒液流储能系统，采用户外集装箱布置，配套新建 220 千伏升压站及双回 8.7 千米 220 千伏线路。项目定位为电网侧共享储能，设计运行期 25 年，建成后年充电量约 2.4 亿千瓦时，放电量约 1.68 亿千瓦时，可实现年产值 1.08 亿元，同时为新能源项目提供 30 万千瓦容量租赁服务。2）四川省，攀枝花 100MW/500MWh 全钒液流储能电站项目由国电投集团投资建设，电站单日可完成约 8.5 万千瓦时充电、6 万千瓦时放电，放电 5 小时可满足 200 户家庭一年的用电需求，同时满足电能在工业园区就地消纳。

- **差异化竞争与协同发展，与锂电池竞合格局显现**：据中国科学院金属研究所研究员唐慕测算，在 4 小时以上长时储能场景中，钒电池全生命周期成本约 0.48 元/kWh，而锂电池在 4 小时以内场景成本优势显著。二者的相辅相成势必将释放储能系统的最佳效能。钒电池在安全性与寿命方面优势也十分突出。住友电工已实现全钒液流电池 30 年寿命，循环次数超 12400 次衰减仅 5%。中国化学与物理电源行业协会储能应用分会秘书长刘勇指出，全钒液流电池功率与容量解耦特性，使其在电网侧关键节点、构网型储能等场景具有不可替代性。2025 年新疆乌什全球最大钒液流电池储能电站的并网运行，就验证了其在大规模储能中的可靠性。

下载日志已记录，仅供内部参考

五、盈利预测与估值

5.1 关键假设与盈利预测

1）**钛精矿业务**：2023-2025 年产量为 49.47、45.20、46.90 万吨，销量为 49.30、44.42、44.65 万吨，测算出的售价（不含税）为 2331.13、2469.68、2077.27 元/吨。根据安宁股份 2025 年年报内容，公司 2026 年的钛精矿产量经营计划为 50 万吨左右，同时考虑到公司收购的小黑菁矿将于 2026 年年中逐步进入投产，因此我们预计 2026-2028 年，公司钛精矿产销量分别为 51.31、53.76、55.05 万吨，增速分别为 14.92%、4.77%、2.40%；价格方面，考虑到钛精矿价格目前虽然仍处于下降的过程中，但是未来存在航空航天等新兴领域的拉动，我们中性预测 2026-2028 年，公司钛精矿的售价分别为 1700.00、1734.00、1820.70 元/吨，增速分别为-18.16%、2.00%、5.00%，对应钛精矿业务营收分别为 8.72、9.32、10.02 亿元，增速分别为-5.95%、6.87%、7.52%；考虑到公司收购小黑菁矿之后，钛矿资源的协同效应，我们预计 2026-2028 年钛精矿业务的毛利率分别为 70.53%、71.53%、72.53%。

2）**钒钛铁精矿业务**：2023-2025 年产量为 105.86、106.99、132.52 万吨，销量为 110.44、104.87、132.52 万吨，测算出的售价（不含税）为 629.88、665.96、699.89 元/吨。根据安宁股份 2025 年年报内容，公司 2026 年的钒钛铁精矿产量经营计划为 130 万吨左右，同时考虑到公司收购的小黑菁矿将于 2026 年年中逐步进入投产，因此我们预计 2026-2028 年，公司钒钛铁精矿产销量分别为 128.98、138.47、141.60 万吨，增速分别为-2.67%、7.36%、2.26%；价格方面，考虑到钒钛铁精矿的下游相对较为稳定，且未来存在全钒液流储能等新兴领域的拉动，我们中性预测 2026-2028 年，公司钒钛铁精矿的售价分别为 750.00、787.50、826.88 元/吨，增速分别为 7.16%、5.00%、5.00%，对应钒钛铁精矿业务营收分别为 9.67、10.90、11.71 亿元，增速分别为 4.30%、12.73%、7.37%；考虑到公司收购小黑菁矿之后资源的协同效应，我们预计 2026-2028 年钒钛铁精矿业务的毛利率分别为 57.12%、59.12%、61.12%。

因此，我们预计公司，2026-2028 年，营收分别为 20.10、22.18、23.98 亿元，增速分别为 0.1%、10.4%、8.1%；综合毛利率分别为 61.8%、63.0%、64.3%。

表 8：公司几项主要业务的营收和毛利率预测（单位：亿元）

钛精矿	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10.97	9.28	8.72	9.32	10.02
Yoy	-4.54%	-15.45%	-5.95%	6.87%	7.52%
毛利率	74.81%	71.53%	70.53%	71.53%	72.53%
钒钛铁精矿	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
营业收入	6.98	9.28	9.67	10.90	11.71
Yoy	0.40%	32.80%	4.30%	12.73%	7.37%
毛利率	49.61%	55.12%	57.12%	59.12%	61.12%
合计	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
营业收入	18.57	20.09	20.10	22.18	23.98
Yoy	0.1%	8.2%	0.05%	10.37%	8.11%
毛利率	64.2%	62.3%	61.8%	63.0%	64.3%

资料来源：iFinD、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 估值与投资建议

我们预测，2026-2028 年，公司营收分别为 20.10、22.18、23.98 亿元，增速分别为 0.1%、10.4%、8.1%；归母净利润分别为 7.12、8.09、9.00 亿元，增速分别为-1.1%、13.6%、11.4%，EPS 分别为 1.51、1.71、1.91 元，PE 为 17、15、13 倍（对应 2026 年 6 月 26 日收盘价）。我们选取 A 股钛矿及钛材产业链 3 家可比公司钒钛股份、西部超导、龙佰集团作为比较（钒钛股份的主营业务是钒钛制品生产、加工和应用，是国家级资源类开发试验区--攀西战略资源创新开发试验区内的核心企业；西部超导的主营业务是高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售；龙佰集团的主营业务是钛白粉、海绵钛、锆制品、锂电正负极材料等产品的生产与销售，是全球钛白粉生产龙头企业），计算出可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 40、25、20 倍（对应 2026 年 6 月 26 日收盘价），考虑到公司：1）横向：钛属于稀缺的战略资源，收购小黑箐经质铁矿增厚钛矿资源储备；2）纵向：向下游延伸 6 万吨钛合金项目，一体化优势彰显、市场空间广阔；3）钒钛铁精矿价格持续上涨，周边需求稳定、钒液流电池拓展新下游领域，因此我们给予公司估值为行业平均水平的 60%，对应 2026 年 24 倍 PE，对应目标价格为 35.60 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：A 股同行业可比公司估值（对应 2026 年 6 月 26 日收盘价）

公司名称	证券代码	收盘价	归母净利润（亿元）			归母净利润增速			归母净利润	PE（倍）		
		（元/股）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	CAGR	2026E	2027E	2028E
钒钛股份	000629.SZ	3.21	4.85	10.28	-	619%	112%	-	-	62	29	-
西部超导	688122.SH	53.1	9.84	11.56	12.65	17%	17%	9%	13%	35	30	27
龙佰集团	002601.SZ	17.37	19.23	28.14	33.10	55%	46%	18%	31%	22	15	13
平均									22%	40	25	20
安宁股份	002318.SZ	25.01	7.12	8.09	9.00	20%	12%	11%	12%	17	15	13

资料来源：除安宁股份外，其他公司盈利及估值预测取自 Wind 一致预期，Wind，西部证券研发中心

六、风险提示

1）全球经济复苏不及预期：若全球主要经济体复苏缓慢或衰退超预期，下游行业需求不及预期，或将造成钛矿及钛材价格下行。

2）政策风险：若货币政策及财政政策往不利方向发展，或也将造成钛矿及钛材的价格波动；

3）企业经营不确定性的风险：若公司在建的 6 万吨钛合金材料项目受政策或安全事故等因素干扰，公司产量或不及预期；

4）下游地产（钛白粉）、化工、航空航天、钢铁（钒钛铁精矿）需求扰动：如果下游地产、化工、航空航天、钢铁等行业增速放缓，可能会影响公司钛矿及钛材产品的价格和盈利情况；

下载日志已记录，仅供内部参考

5）部分数据陈旧风险：例如小黑箐经质铁矿采矿权内的矿产资源量数据等。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3,819	2,000	2,200	2,328	2,469
应收款项	151	186	546	476	547
存货净额	86	1,440	332	1,560	1,628
其他流动资产	645	443	520	629	623
流动资产合计	**4,701**	**4,068**	**3,597**	**4,993**	**5,268**
固定资产及在建工程	2,283	4,962	5,674	6,416	7,332
长期股权投资	269	207	217	228	240
无形资产	689	5,662	5,651	5,635	5,619
其他非流动资产	1,552	1,947	960	878	840
非流动资产合计	**4,794**	**12,778**	**12,501**	**13,157**	**14,030**
资产总计	**9,494**	**16,846**	**16,099**	**18,150**	**19,298**
短期借款	316	433	1,884	3,245	3,552
应付款项	607	3,027	965	1,259	1,632
其他流动负债	44	21	47	37	35
流动负债合计	**968**	**3,481**	**2,896**	**4,541**	**5,219**
长期借款及应付债券	100	3,854	3,757	3,773	3,795
其他长期负债	236	842	438	481	562
长期负债合计	**336**	**4,695**	**4,195**	**4,254**	**4,357**
负债合计	**1,304**	**8,176**	**7,092**	**8,796**	**9,576**
股本	472	472	472	472	472
股东权益	8,190	8,670	9,007	9,354	9,722
负债和股东权益总计	**9,494**	**16,846**	**16,099**	**18,150**	**19,298**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	851	718	710	806	898
折旧摊销	174	401	455	594	735
利息费用	(17)	1	2	3	4
其他	176	66	(1,358)	(840)	433
经营活动现金流	**1,184**	**1,186**	**(191)**	**563**	**2,071**
资本支出	(674)	(7,822)	(682)	(1,333)	(1,702)
其他	(833)	862	0	0	0
投资活动现金流	**(1,508)**	**(6,960)**	**(682)**	**(1,333)**	**(1,702)**
债务融资	169	3,731	1,446	1,357	304
权益融资	1,431	(138)	(373)	(459)	(530)
其它	(123)	338	(396)	7	(74)
筹资活动现金流	**1,477**	**3,931**	**677**	**905**	**(300)**
汇率变动	14	25	0	0	0
现金净增加额	**1,167**	**(1,817)**	**(196)**	**135**	**68**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,857**	**2,009**	**2,010**	**2,218**	**2,398**
营业成本	664	757	767	821	857
营业税金及附加	63	92	92	102	110
销售费用	3	3	3	3	4
管理费用	168	244	242	266	287
财务费用	(17)	1	2	3	4
其他费用/（-收入）	(31)	19	21	22	23
营业利润	**1,008**	**893**	**883**	**1,001**	**1,113**
营业外净收支	(3)	(16)	(16)	(16)	(16)
利润总额	**1,005**	**877**	**867**	**985**	**1,097**
所得税费用	154	159	157	179	199
净利润	**851**	**718**	**710**	**806**	**898**
少数股东损益	(0)	(2)	(2)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	**852**	**720**	**712**	**809**	**900**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	12.0%	8.6%	8.1%	8.9%	9.5%
毛利率	64.2%	62.3%	61.8%	63.0%	64.3%
营业利润率	54.3%	44.5%	44.0%	45.1%	46.4%
销售净利率	45.8%	35.8%	35.3%	36.4%	37.4%
成长能力					
营业收入增长率	0.1%	8.2%	0.1%	10.4%	8.1%
营业利润增长率	-8.7%	-11.4%	-1.1%	13.3%	11.2%
归母净利润增长率	-9.1%	-15.5%	-1.1%	13.6%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	13.7%	48.5%	44.1%	48.5%	49.6%
流动比	4.86	1.17	1.24	1.10	1.01
速动比	4.77	0.75	1.13	0.76	0.70

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	1.80	1.53	1.51	1.71	1.91
BVPS	17.25	18.27	18.99	19.73	20.51
估值					
P/E	13.9	16.4	16.6	14.6	13.1
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
P/S	6.4	5.9	5.9	5.3	4.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。