

2023年03月29日

证券研究报告|公司研究|公司点评

钒钛股份 (000629)

2022 年报点评：有“钛”度，自超“钒”

业绩概要：公司 2022 年实现营业收入 150.9 亿元 (+7.3%)，实现归母净利润 13.4 亿元 (+1.2%)，对应 EPS 为 0.16 元，扣非净利润为 13.0 亿元 (+29.6%)；其中 Q4 营收 36.3 亿元 (同比+17.4%、环比+17.9%)，归母净利润 1.2 亿元 (同比-45.6%，环比-24.2%)，EPS 为 0.01 元；

背靠母集团资源，钒钛供给无虑：钒钛股份前身是攀钢板材，成立于 1993 年，位于具有大量优质钒钛磁铁矿的攀枝花市，经过多轮重组及收购，公司形成了钒钛为主体、附带少量电力的业务结构，实控人攀钢集团直接和间接持有累计 51.6% 的股份。集团现拥有四大矿区中的攀枝花、白马两大矿区，储量丰富，目前公司使用的提钒的钒渣原料以及钛精矿均由集团提供。凭借稳定充足的钒钛原料供给，公司晋身为国内产能和产量第一的钒产品制造商，目标进军世界一流专精特新示范企业；

钒行业承压，钒价呈 N 型走势：2022 年受到疫情扰动和房地产周期下行影响，钛白粉市场呈现高开低走的局面，价格从最高的 2.1 万元/吨下降至 1.6 万元/吨，进入三季度，钛白粉企业库存压力加大，价格加速回落，随后四季度供需重获平衡，价格企稳，2023 年以来，受到经济复苏、房地产支持力度加大等积极因素影响，钛白粉价格有所反弹；钛渣受到下游渣转矿改造影响，价格持续回落；全年来看，五氧化二钒价格 2022 年呈 N 型，年初受俄乌冲突影响，国内钒价快速上涨，此后国内宏观经济走弱，带动钒价下行，8 月以来价格回升，价格有所反弹，伴随着国家对房地产支持政策增多，需求回暖，钒价从 2023 年年初的 12.8 万吨上涨至 13.6 万元/吨；

钛产品量价承压，钒业务稳健经营：报告期内，公司实现营业收入 150.9 亿元，**业务收入方面**，钛产品实现营业收入 63.6 亿元 (同比-6%)，除了钛精矿 (18.2 亿元，+14.2%) 收入有所增长以外，钛白粉 (36.5 亿元，-10.5%)、钛渣 (8.7 亿元，-21.0%) 收入均有所下滑，主要是在 2022 年需求走弱的情况下，公司钛业务量价齐跌，钛白粉价格 (1.5 万元/吨，-7.6%)、钛渣价格 (0.5 万元/吨，-5.6%) 均有所下跌，钛白粉销量 (24 万吨，-3.1%) 承压，同时钛渣销量 (18 万吨，-16.3%) 受到下游改造影响较大；钒产品业务实现营业收入 58.1 亿元 (同比+28.8%)，主要是公司通过提高产品收率、非钢领域应用增加以及产品结构优化，实现了钒产品价格 (11.8 万/吨，+11.7%) 和销量 (4.9 万吨，+15.3%) 共同提升，电力方面公司实现营收 19.2 亿元 (+1.7%)，保持稳健。**盈利性方面**，2022 年毛利率 16.3% (-3.6pcts)，净利率 9.1% (-1.3pcts)，其中仅钒产业由于产品均价上涨、工艺优化等原因，毛利率有所上升 (+1.58pcts)，其余行业均有所下降 (钛产业-11.5pcts，电力-7.7pcts)，或因为钛白粉、钛渣价格下降，煤炭价格上涨，

投资评级

买入

首次评级

2023 年 03 月 28 日

收盘价(元): 4.89

公司基本数据

总股本(百万股)	8,602.45
总市值(百万)	42,926.22
流通股本(百万股)	8,589.43
流通市值(百万)	42,861.26
12 月最高/最低价(元)	7.87/2.76
资产负债率(%)	21.35
每股净资产(元)	1.02
市盈率(TTM)	29.76
市净率(PB)	4.87
净资产收益率(%)	13.93

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话:
邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 研究助理
SAC 执业证书: S0640122070026
联系电话:
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

同时需求下滑导致开工率较低等因素导致。期间费用率方面，公司通过降本增效，实现了管理费用率（-0.3pcts）的降低，财务费用率有所提升（0.2pcts）主要系公司理财利息减少，而研发费用率的降低（-1.0pcts）主要系公司低温氯化部分验证试验设备、设施未按期到货，进度有所延迟所致。所得税费用率降低（-1.02pcts）主要是由于公司2021年有较大的递延所得税资产减记，2022年消除了该部分影响；

钒价易涨难跌，公司充分受益：供应端，钒的生产方式很多，包括钒渣提钒、钒矿提钒和固废液回收提钒，其中高炉炼铁过程中通过回转炉收集钒渣，再通过冶炼炉将钒渣提炼成五氧化二钒是成本最低、能耗最小，对环境伤害较少的方式，因此是目前主流的提钒方式，由于粗钢产量降以及回转炉改造相对复杂等原因，供给端相对刚性；**需求端**来看，房地产行业支持力度加大，螺纹钢需求回升带动钢铁行业钒消费量回暖。此外，根据中航新能源团队预测，到2025年钒电池新增装机规模有望达到2.3GW，钒电解液在液流电池中价值量占比较高，根据1GWh液流电池消费量8000-1000吨来计算，到2025年液流电池领域钒消费量估计将达到6.3万吨；**成本端**来看，公司采购的钒渣定价采用成本加合理利润加成的模式，因此将充分享受钒价上涨红利；

产能扩增布局未来，公司迈上新台阶：钒业务板块，公司现有五氧化二钒产能4.3万吨，对攀枝花钒厂进行技改以实现1000吨/年的高纯五氧化二钒生产能力。此外公司还持续布局电解液环节：与大连融科携手成立钒融储能合资公司（公司占股51%），规划建设2000立方米/年的电解液生产线，预计于2023上半年建成投产，后续60000立方米/年的产能将根据市场情况投放，此外，公司托管四川攀钛电解液试验线产能，在非公开发行项目中对钒电解液进行产业化及应用研发。**钛产品板块**，公司通过内生外延扩张，现有钛白粉产能23.5万吨（硫酸法22万吨、氯化法1.5万吨），定增规划建设氯化法产能6万吨，未来公司将加大氯化法钛白粉产能建设；

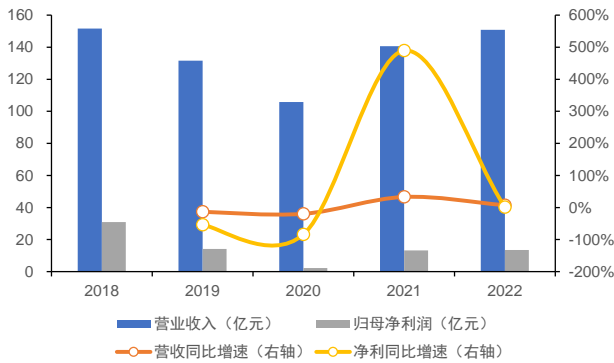
投资建议：钒钛股份背靠母集团优质的钒钛磁铁矿资源，在经济复苏、钒钛价格企稳回升的背景下，积极布局钒液流电池等新兴领域，拓展钒产品应用领域，目标进军全球一流专精特新示范企业。我们预计公司2023-2025年实现营业收入161.0亿元、177.3亿元、194.9亿元，同比增长6.7%、10.1%、10.0%，实现归母净利润18.7亿元、20.8亿元、22.4亿元，同比增长38.9%、11.2%、7.6%，对应PE 23X、20X、19X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅波动风险，产能投放不及预期风险，下游需求不及预期风险

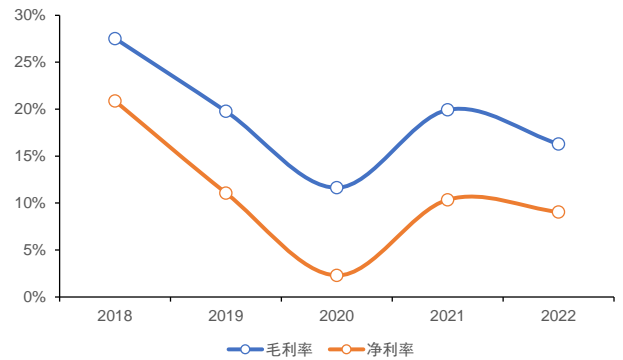
盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14,060	15,088	16,097	17,727	19,493
增速（%）	32.91%	7.31%	6.69%	10.13%	9.96%
归母净利润（百万元）	1,328	1,344	1,868	2,076	2,235
增速（%）	489.25%	1.24%	38.93%	11.17%	7.64%
每股收益（元）	0.15	0.16	0.22	0.24	0.26
市盈率（倍）	31.68	31.29	22.53	20.26	18.82

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、净利润及增速


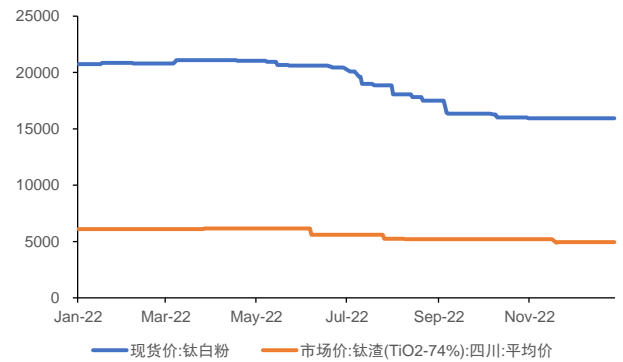
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和销售净利率


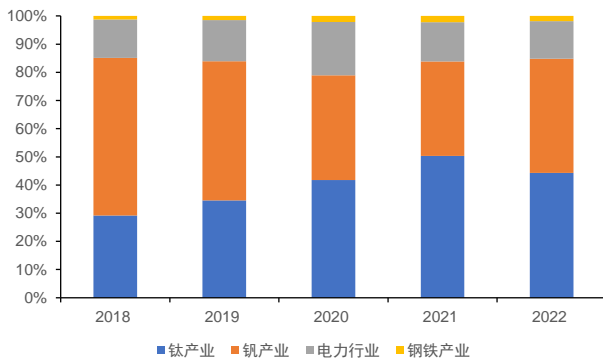
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 五氧化二钒价格走势（万元/吨）

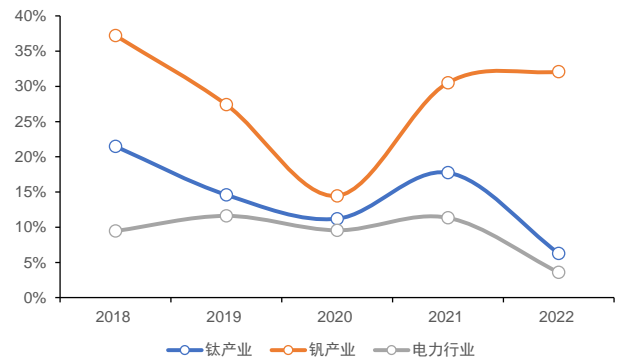

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 钛白粉及钛渣价格走势（元/吨）


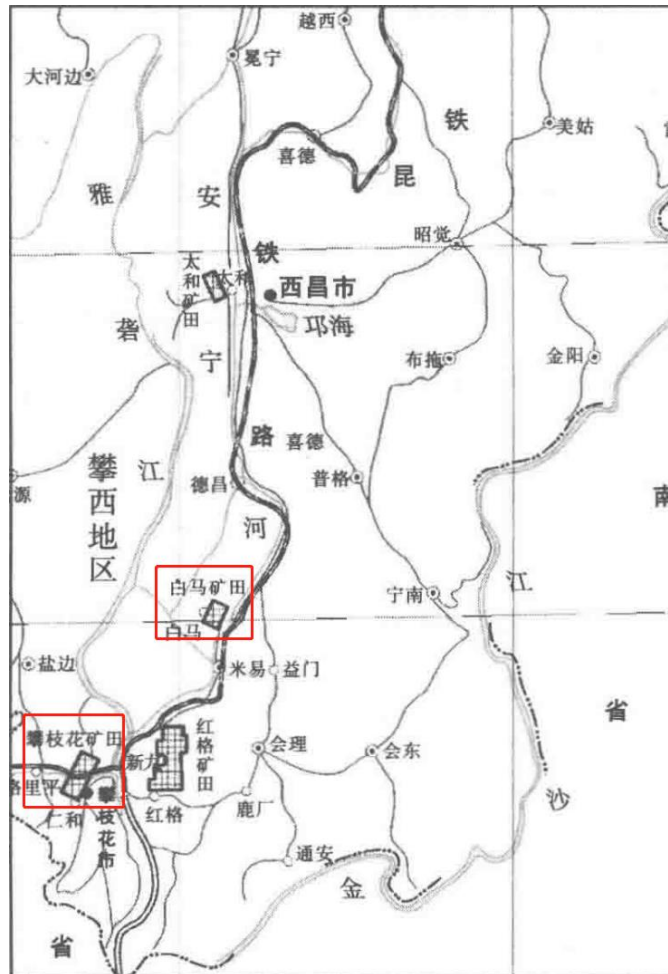
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司营收结构


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 分业务毛利率情况


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 攀钢集团拥有的钒钛磁铁矿情况（标红）


资料来源：《四川省攀西地区钒钛磁铁矿》，中航证券研究所

图8 公司定增项目情况

募投类型	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投入金额 (亿元)	建设期	实施主体
产业类	攀钢6万吨/年熔盐氯化法钛白项目	13.71	11.93	27个月	攀钢钛业
	攀枝花钒厂五氧化二钒提质升级改造项目	1.80	1.43	14个月	钒钛资源
四化类	攀钢集团钒钛资源股份有限公司数字化转型升级项目	1.51	1.32	32个月	钒钛资源
	攀钢集团西昌钒制品科技有限公司智能工厂建设项目	1.29	1.04	40个月	西昌钒制品
	攀钢集团重庆钛业有限公司自动化升级建设项目	0.38	0.36	33个月	重庆钛业
研发类	钒电池电解液产业化制备及应用研发项目	0.80	0.55	36个月	
	碳化高炉渣制备氯化钛白研发项目	1.16	0.57	36个月	
	补充流动资金	5.60	5.60	-	
	合计	26.25	22.80	-	

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图9 单季度财务数据

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万元)	3628	3078	4032	4054	3090	3726	3677	3291	2663
营业成本(百万元)	3218	2669	3116	3379	2528	2790	2902	2818	2226
销售费用率	0.9%	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	1.1%	1.0%	0.6%	-2.6%
管理费用率	1.8%	1.6%	1.0%	1.0%	3.0%	1.3%	1.2%	1.1%	3.4%
财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.1%	-0.6%	-0.5%	-0.7%	-1.2%
研发费用率	4.8%	3.3%	4.6%	2.6%	4.6%	8.5%	2.7%	3.0%	6.3%
资产减值损失(百万元)	16.56	67.04	5.66	0.00	49.21	3.82	1.46	3.67	-4.52
利润总额(百万元)	121	162	623	526	224	550	570	311	256
所得税费用(百万元)	16	23	12	42	-1	102	48	80	62
归母净利润(百万元)	115	151	591	461	211	414	468	209	187
扣非归母净利润(百万元)	108	148	598	418	219	270	351	142	22
EPS(元)	0.01	0.02	0.07	0.05	0.06	0.03	0.04	0.02	0.00
毛利率	11.3%	13.3%	22.7%	16.7%	18.2%	25.1%	21.1%	14.4%	16.4%
期间费用率	7.1%	5.3%	6.2%	4.0%	8.3%	10.3%	4.5%	4.0%	5.9%
所得税率	12.8%	14.4%	1.9%	7.9%	-0.6%	18.5%	8.4%	25.8%	24.2%
净利润率	3.2%	4.9%	14.7%	11.4%	6.8%	11.1%	12.7%	6.3%	7.0%

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图10 单季度财务数据

产品分类		2020	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
销量(万吨)	钛白粉	24	25	24	25	27	30
单价(元/吨)		11430	16464	15216	12933	13192	13456
单位成本(元/吨)		10268	12535	14059	11809	12010	12262
单位毛利(元/吨)		1162	3929	1157	1124	1182	1193
销量(万吨)	钛渣	20	21	18	21	21	21
单价(元/吨)		3759	5177	4891	4549	4594	4732
单位成本(元/吨)		3192	4313	4731	4329	4350	4485
单位毛利(元/吨)		568	865	160	220	244	247
销量(万吨)	钒产品	2.7	4.3	4.9	5.0	5.0	5.1
单价(元/吨)		3226	3138	3748	3842	3919	3998
单位成本(元/吨)		545	1377	2067	2650	2965	3234
单位毛利(元/吨)		19927	32304	42063	53134	58872	63561

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图11 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3394.46	606.82	2370.69	4827.85	7362.39	10229.96	营业收入	10578.91	14060.27	15087.55	16096.53	17727.10	19493.10
应收票据及账款	635.73	478.80	582.74	573.30	605.64	616.84	营业成本	9347.90	11259.29	12628.67	12977.58	14215.98	15638.88
预付账款	166.86	23.72	18.36	18.52	18.94	20.29	税金及附加	71.47	94.87	86.38	88.53	95.73	105.26
其他应收款	42.25	18.18	17.91	18.52	19.43	18.69	销售费用	264.67	121.69	118.30	123.94	134.73	146.20
存货	821.17	1121.35	985.03	816.70	841.27	891.20	管理费用	172.09	224.97	197.77	217.30	237.54	259.26
其他流动资产	28.39	92.59	17.50	16.10	8.86	7.80	研发费用	380.30	672.79	576.25	635.81	721.49	803.12
流动资产总计	5088.86	2341.47	3992.23	6270.99	8856.53	11784.79	财务费用	-43.08	-64.25	-40.42	-8.82	-19.40	-29.49
长期股权投资	0.00	0.00	6.15	6.15	6.15	6.15	资产减值损失	-20.88	-59.33	-91.05	0.00	0.00	0.00
固定资产	4381.18	5570.09	5530.69	4803.03	4218.25	3716.90	信用减值损失	0.15	-1.81	-1.46	0.00	0.00	0.00
在建工程	65.76	142.17	187.62	423.01	658.41	627.14	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	307.45	454.06	379.57	357.98	369.72	364.79	投资收益	32.40	34.00	4.79	5.00	0.00	0.00
长期待摊费用	13.91	0.00	12.00	6.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1791.58	1702.82	1824.74	1929.45	1937.32	1990.66	资产处置收益	0.00	0.00	37.32	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6359.89	7869.14	7940.77	7525.62	7189.84	6705.65	其他收益	0.08	0.05	0.11	0.05	0.05	0.04
资产总计	11648.74	10210.60	11933.00	13796.61	16046.37	18490.43	营业利润	397.30	1723.82	1470.30	2067.23	2341.08	2569.90
短期借款	100.00	50.00	56.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	12.25	4.35	10.03	3.60	3.40	3.00
应付票据及账款	634.36	566.33	912.87	911.28	972.14	1051.45	营业外支出	22.42	39.93	20.00	10.00	5.00	0.00
其他流动负债	584.99	1134.46	1204.90	1233.38	1318.55	1422.09	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1319.35	1750.79	2173.76	2144.66	2290.69	2473.54	利润总额	387.13	1688.25	1460.33	2060.83	2339.48	2572.90
长期借款	0.00	13.15	59.46	46.12	33.41	20.20	所得税	144.44	232.69	94.61	164.87	233.95	308.75
其他非流动负债	532.66	502.31	528.79	538.89	549.80	560.06	净利润	242.68	1455.56	1365.72	1895.96	2105.54	2264.15
非流动负债合计	532.66	515.46	588.25	585.01	583.21	580.26	少数股东损益	17.36	127.82	21.51	28.44	29.48	29.43
负债合计	1852.01	2266.25	2762.02	2729.67	2873.89	3053.80	归属母公司股东净利润	225.33	1327.74	1344.21	1867.52	2076.06	2234.72
股本	8589.75	8589.75	8602.45	8602.45	8602.45	8602.45	EBITDA	602.29	1938.49	1738.10	3044.00	3385.86	3703.09
资本公积	5539.70	3681.34	3703.99	3703.99	3703.99	3703.99	NOPLAT	225.85	1435.74	1302.34	1894.25	2089.67	2235.57
留存收益	-4651.39	-4745.42	-3511.87	-1644.34	431.72	2666.44	EPS(元)	0.03	0.15	0.16	0.22	0.24	0.26
归属母公司权益	9478.05	7525.66	8794.58	10662.10	12738.16	14972.88							
少数股东权益	318.68	418.69	376.40	404.84	434.32	463.75							
股东权益合计	9796.73	7944.35	9170.98	11066.94	13172.48	15436.63							
负债和股东权益合计	11648.74	10210.60	11933.00	13796.61	16046.37	18490.43							
							主要财务比率						
							会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
							成长能力						
							营收增长率	-19.61%	32.91%	7.31%	6.69%	10.13%	9.96%
							营业利润增长率	-73.88%	333.88%	-14.71%	40.60%	13.25%	9.77%
							EBITDA增长率	-77.88%	372.02%	-12.57%	44.52%	13.06%	9.63%
							归母净利润增长率	-84.12%	489.25%	1.24%	38.93%	11.17%	7.64%
							经营现金流增长率	-81.72%	195.35%	10.33%	57.97%	5.45%	8.27%
							盈利能力						
							毛利率	11.64%	19.92%	16.30%	19.38%	19.81%	19.77%
							净利率	2.29%	10.35%	9.05%	11.78%	11.88%	11.62%
							营业利润率	3.76%	12.26%	9.75%	12.84%	13.21%	13.18%
							ROE	2.38%	17.64%	15.28%	17.52%	16.30%	14.93%
							ROA	1.93%	13.00%	11.26%	13.54%	12.94%	12.09%
							ROIC	3.45%	22.57%	19.23%	26.53%	31.59%	35.19%
							估值倍数						
							P/E	186.69	31.68	31.29	22.53	20.26	18.82
							P/S	3.98	2.99	2.79	2.61	2.37	2.16
							P/B	4.44	5.59	4.78	3.95	3.30	2.81
							股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
							EV/EBIT	45.12	20.11	27.49	18.53	15.38	12.97
							EV/EBITDA	25.77	16.85	22.46	12.49	10.54	8.91
							EV/NOPLAT	68.73	22.75	29.97	20.07	17.07	14.75

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637