

钒电池产业链各方深化合作，储能用钒需求提升驱动钒价稳步上涨

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

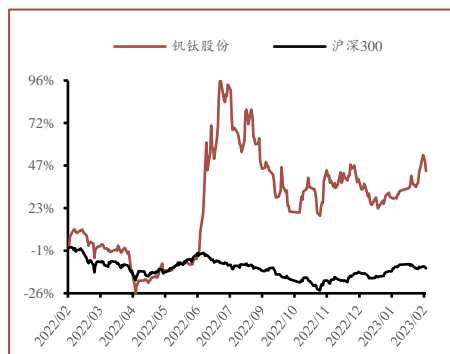
核心观点

基本数据

2023-02-16

收盘价(元)	5.51
流通股本(亿股)	85.89
每股净资产(元)	1.02
总股本(亿股)	86.02

最近 12 月市场表现



分析师 田源

SAC 证书编号: S0160522090003
tianyuan@ctsec.com

分析师 田庆争

SAC 证书编号: S0160522110001
tianqz@ctsec.com

相关报告

- ❖ **事件:** 公司 2 月 13 日发布公告,与攀枝花市人民政府和大连融科签订战略合作框架协议加强全钒液流电池产业深度合作。协议内容包括:三方依托各自优势在攀枝花打造全钒液流电池储能全产业链,推进全钒液流电池储能示范试点项目建设与推广应用,合作探索全钒液流电池产业健康发展的钒保供机制、融资租赁等金融模式和商业模式,支持全钒液流电池储能关键技术开发等。
- ❖ **三方深度合作,有利于全钒液流电池产业链加速规模化。** 此次框架协议标志着三方将在全钒液流电池钒产业链深度合作,三方将发挥自身优势加速钒电池产业链规模化落地攀枝花。攀枝花政府能给予产业落地政策支持,公司作为全球钒龙头拥有钒资源优势,大连融科作为钒电池龙头拥有成熟技术、量产能力和客户项目资源。2023 年公司预计向大连融科供货钒产品折五氧化二钒 8000 吨,交易金额约 10 亿元,较 2022 年翻倍。同时公司与大连融科合建四川钒融储能,拟分期建设年产 6.2 万立方米电解液项目。三方在产业链上具有协同效应,深度合作将加速全钒液流电池产业链规模化落地攀枝花。
- ❖ **政策催化钒储能电池项目加速落地,储能用钒需求增长推动钒价稳步上涨。** 全钒液流电池优势在于全生命周期成本低,安全性极高,适用于大规模、长时性的储能场景。22 年 6 月底国家能源局发布储能安全政策,催化安全性极高的钒电池项目加速落地,包括:中核汇能招标 1GWh 钒电池项目(23 年底前并网),新疆伊犁 1GWh 全钒液流电池储能项目 22 年 9 月开工建设等。钒电池需求增长提升钒需求量,储能用钒需求增长驱动本在钢铁淡季的钒价稳步上涨,截至 2023 年 2 月 16 日,五氧化二钒(98%片)价格达 13.63 万元/吨,相比 8 月低点上涨 30%。
- ❖ **定增布局钒技改与钒电解液研发,增强钒电池产业链竞争优势。** 在定增募投项目中,公司拟投资 1.8 亿元用于五氧化二钒提质升级改造项目,进一步加强钒产业链上下游的市场掌控力,推动钒在储能等领域的应用。同时拟投资 0.8 亿元用于钒电池电解液产业化制备及应用研发项目,以降低钒电解液成本和提升全生命周期收益,增强公司在钒电池产业链竞争优势。
- ❖ **投资建议:** 钒液流电池储能项目加速落地,钒储能用需求大幅提升驱动钒价上涨,公司作为全球钒龙头,钒制品 21 年年产量 4.3 万吨,钒价上涨有望提升公司盈利水平。我们预计公司 22/23/24 年营收达 150/172/203 亿元,净利润达 16/26/37 亿元,EPS 0.18/0.31/0.43 元/股,对应 PE 为 30/18/13 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 钒电池储能需求不及预期;公司项目建设和投产进度不及预期;钛价格向下波动较大等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	10539	14060	14992	17229	20342
收入增长率 (%)	-19.91	33.42	6.63	14.92	18.07
归母净利润 (百万元)	381	1328	1580	2643	3711
净利润增长率 (%)	-73.16	248.56	19.03	67.22	40.44
EPS (元/股)	0.04	0.15	0.18	0.31	0.43
PE	48.98	25.16	29.99	17.94	12.77
ROE (%)	3.50	17.64	17.36	22.50	24.01
PB	1.71	4.44	5.21	4.03	3.07

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10538.56	14060.27	14991.78	17228.91	20342.37	成长性					
减:营业成本	9200.40	11259.29	11934.36	12662.18	14181.31	营业收入增长率	-19.9%	33.4%	6.6%	14.9%	18.1%
营业税费	85.32	94.87	110.48	127.57	145.93	营业利润增长率	-61.8%	196.9%	13.2%	68.4%	41.2%
销售费用	117.71	121.69	208.48	193.72	229.23	净利润增长率	-73.2%	248.6%	19.0%	67.2%	40.4%
管理费用	195.24	224.97	240.19	290.30	331.38	EBITDA 增长率	-54.2%	134.5%	20.8%	61.1%	39.0%
研发费用	414.25	672.79	611.60	734.84	890.30	EBIT 增长率	-67.5%	221.9%	16.1%	70.7%	41.7%
财务费用	-43.14	-64.25	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-76.4%	297.3%	16.1%	70.7%	41.7%
资产减值损失	-20.88	-59.33	24.77	19.04	21.86	投资资本增长率	2.6%	-29.1%	20.8%	29.1%	31.9%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	16.2%	-29.0%	21.0%	29.3%	32.0%
投资和汇兑收益	32.40	34.00	40.06	46.89	52.97	利润率					
营业利润	580.52	1723.82	1951.50	3286.25	4639.05	毛利率	12.7%	19.9%	20.4%	26.5%	30.3%
加:营业外净收支	-10.34	-35.57	-17.16	-21.03	-24.59	营业利润率	5.5%	12.3%	13.0%	19.1%	22.8%
利润总额	570.18	1688.25	1934.34	3265.22	4614.47	净利润率	3.8%	10.4%	11.1%	16.3%	19.6%
减:所得税	171.90	232.69	266.60	450.04	636.00	EBITDA/营业收入	7.9%	13.8%	15.7%	21.9%	25.8%
净利润	380.91	1327.74	1580.43	2642.76	3711.36	EBIT/营业收入	4.8%	11.6%	12.6%	18.7%	22.4%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	3394.46	606.82	265.10	4363.86	5951.89	固定资产周转天数	198	144	141	130	118
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	14	1	43	2	34
应收账款	142.06	137.63	207.06	174.56	266.43	流动资产周转天数	176	61	92	128	182
应收票据	109.58	70.17	1417.34	-311.80	1506.39	应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
预付帐款	26.64	23.72	85.67	51.41	63.09	存货周转天数	35	33	33	34	33
存货	953.20	1121.35	1077.12	1291.03	1334.83	总资产周转天数	445	298	266	277	299
其他流动资产	28.39	92.59	128.45	164.30	209.60	投资资本周转天数	391	208	236	265	295
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	3.5%	17.6%	17.4%	22.5%	24.0%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.9%	13.0%	13.3%	18.1%	19.3%
投资性房地产	179.53	173.05	166.58	160.10	153.63	ROIC	3.1%	17.5%	16.8%	22.2%	23.9%
固定资产	5717.52	5545.30	5789.62	6129.68	6566.93	费用率					
在建工程	66.02	142.17	165.38	200.56	245.40	销售费用率	1.1%	0.9%	1.4%	1.1%	1.1%
无形资产	425.61	454.06	499.11	561.77	646.54	管理费用率	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%
其他非流动资产	282.70	262.64	262.64	262.64	262.64	财务费用率	-0.4%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	13095.67	10210.60	11915.55	14576.94	19232.24	三费/营业收入	2.6%	2.0%	3.0%	2.8%	2.8%
短期债务	100.00	50.00	50.00	50.00	50.00	偿债能力					
应付帐款	669.28	566.33	863.66	681.30	980.64	资产负债率	14.5%	22.2%	19.3%	14.8%	14.7%
应付票据	0.00	0.00	155.92	-55.04	154.46	负债权益比	17.0%	28.5%	24.0%	17.3%	17.2%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.71	1.34	2.11	3.69	4.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.98	0.63	1.39	2.77	3.69
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	17.57	69.41	—	—	—
负债总额	1900.79	2266.25	2304.67	2150.88	2827.72	分红指标					
少数股东权益	318.68	418.69	505.99	678.42	945.53	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	8589.75	8589.75	8589.17	8589.17	8589.17	分红比率					
留存收益	-4250.74	-5268.44	-3688.01	-1045.25	2666.11	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	11194.89	7944.35	9610.88	12426.06	16404.53	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.04	0.15	0.18	0.31	0.43
净利润	380.91	1327.74	1580.43	2642.76	3711.36	BVPS(元)	1.27	0.88	1.06	1.37	1.80
加:折旧和摊销	324.07	318.50	461.01	560.95	690.31	PE(X)	49.0	25.2	30.0	17.9	12.8
资产减值准备	20.73	61.14	-24.77	-19.04	-21.86	PB(X)	1.7	4.4	5.2	4.0	3.1
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	16.51	19.24	0.00	0.00	0.00	P/S	1.8	2.4	3.2	2.7	2.3
投资收益	-32.40	-34.00	-40.06	-46.89	-52.97	EV/EBITDA	18.5	16.9	20.1	11.4	7.9
少数股东损益	17.36	127.82	87.30	172.43	267.11	CAGR(%)					
营运资金的变动	-124.94	-159.64	-1731.79	1685.37	-1841.94	PEG	—	0.1	1.6	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	736.63	1776.32	349.28	5016.60	2776.59	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-116.06	7.03	-689.79	-917.84	-1188.57	REP					
融资活动产生现金流量	-1578.12	-4572.13	-1.21	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。