

## 公司研究

## 钒电池发展提速，2023年供货融科钒原料金额将翻倍

## ——钒钛股份（000629.SZ）公告点评

## 要点

**事件：**公司于2022年12月13日公告，全资子公司成都钒钛贸易与大连融科于近日签订《2023年钒电池储能原料合作年度框架协议》。协议约定双方采取多钒酸铵原料购销合作模式，2023年度预计供货折五氧化二钒8000吨（不含双方合资的四川钒融储能科技有限公司及其他专项重大储能项目所需原料）；根据钒产品市价变化协商确定每月具体价格，按铁合金在线网站大厂98片钒价格12.3万元/吨计算，预计交易总金额约10亿元。

## 点评：

**2023年钒电池领域产品供货金额较2022年翻倍。**本次合作钒钛股份拟2023年供货钒产品折五氧化二钒8000吨，交易金额约10亿元，约较2022年交易规模翻倍（公司2022年7月21日公告，2022年，公司继续与大连融科就钒电池用钒储能介质委托加工和钒储能介质购销签订了商业合同，若合同全部顺利执行，按照钒产品市价计算，交易金额约5亿元）。

**与大连融科合作更进一步。**大连融科是钒电池行业头部企业，其承建的首个国家级全钒液流电池示范项目的一期100MW/400MWh已完成并网。除以上合作以外，公司与大连融科的合作还包括：1) 2022年10月12日，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；2) 2022年10月26日，公司与大连融科、国电投西南院签署战略合作协议，将致力于全钒液流电池储能产业发展规划编制、项目合作共建、商业模式创新和联盟组建。

**2023年全钒液流电池项目将落地2.4GWh以上。**1) 11月，大连融科成为中核汇能250MW/1000MWh全钒液流电池项目中标第一候选人，预计2023年12月底前并网；2) 9月，新疆察布查尔锡伯自治县25万千瓦/100万千瓦时全钒液流电池储能+100万千瓦光伏发电项目开工，计划2023年12月底前并网；3) 10月，新疆吉木萨尔县100万千瓦光伏+25万千瓦/100万千瓦时全钒液流储能项目开工；4) 国家电投襄阳100MW/500MWh全钒液流电池项目于2023年6月底前交付320MWh。5) 湖南吉首市100MW/400MWh全钒液流储能电站项目一期20MW/80MWh于2023年6月底前并网。

**盈利预测、估值与评级：**维持前期对公司盈利预测，预计2022/2023/2024年归母净利润为16.7/19.9/24.5亿元，同比增长25%/19%/23%，对应当前股价的PE分别为26/22/18倍。我们认为受益于全钒液流电池的发展，公司钒制品的价值有望重估，维持“增持”评级。

**风险提示：**钒、钛等产品价格大幅回落风险；电解液合作项目进度不及预期风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,579	14,060	14,792	15,717	17,643
营业收入增长率	-19.61%	32.91%	5.20%	6.25%	12.26%
净利润（百万元）	225	1,328	1,665	1,987	2,453
净利润增长率	-84.12%	489.25%	25.40%	19.35%	23.41%
EPS（元）	0.03	0.15	0.19	0.23	0.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.38%	17.64%	18.12%	18.07%	18.51%
P/E	194	33	26	22	18
P/B	4.6	5.8	4.8	4.0	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-13

## 增持（维持）

当前价：5.10元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	86.02
总市值(亿元):	438.72
一年最低/最高(元):	2.76/7.87
近3月换手率:	161.58%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.84	-13.59	52.03
绝对	1.39	-27.48	24.88

资料来源：Wind

## 相关研报

与融科深化钒电池合作，产品价格下跌影响Q3利润——钒钛股份（000629.SZ）2022年三季报点评（2022-10-26）

向钒电池产业链延伸，与大连融科拟合建6.2万立方米电解液——钒钛股份（000629.SZ）公告点评（2022-10-12）

定增募投钛白粉和钒电解液降本项目，看好钒制品价值重估——钒钛股份（000629.SZ）公告点评（2022-09-08）

表 1: 大型在建全钒液流电池项目一览

在建项目	业主	功率 (MW)	容量 (MWh)	备注
吉首市红坪 100MW/400MWh 全钒液流储能电站项目	-	100	400	一期 20/80MWh 2023 年 6 月建设完成并网
新疆吉木萨尔县 100 万千瓦光伏+25 万千瓦/100 万千瓦时全钒液流储能	三峡能源	250	1000	2022 年 10 月开工
新疆察布查尔锡伯自治县 25 万千瓦/100 万千瓦时全钒液流电池储能+100 万千瓦市场化并网光伏发电项目	-	250	1000	2023 年底前并网
中核汇能有限公司 2022-2023 年新能源项目储能系统集中采购	中核汇能	250	1000	2023 年底前并网
襄阳 100MW/500MWh 全钒液流电池项目	湖北绿钒新能源	100	500	2023 年 6 月前交付 320MWh

资料来源：“钒电池”公众号、数字能源网、中核汇能，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,579	14,060	14,792	15,717	17,643
营业成本	9,348	11,259	11,673	12,327	13,492
折旧和摊销	252	314	567	584	601
税金及附加	71	95	89	94	106
销售费用	265	122	118	126	141
管理费用	172	225	237	220	247
研发费用	380	673	666	629	706
财务费用	-43	-64	-9	-32	-51
投资收益	32	34	30	30	30
营业利润	397	1,724	2,094	2,398	3,049
利润总额	387	1,688	2,059	2,363	3,014
所得税	144	233	284	326	415
净利润	243	1,456	1,775	2,037	2,598
少数股东损益	17	128	110	50	146
归属母公司净利润	225	1,328	1,665	1,987	2,453
EPS (元)	0.03	0.15	0.19	0.23	0.29

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	600	1,776	1,402	2,513	3,038
净利润	225	1,328	1,665	1,987	2,453
折旧摊销	252	314	567	584	601
净营运资金增加	-295	-164	816	116	232
其他	418	298	-1,646	-174	-248
投资活动产生现金流	-116	7	-580	-395	-370
净资本支出	-71	-26	-550	-350	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-45	33	-30	-45	-20
融资活动现金流	-1,442	-4,572	66	-137	-134
股本变化	0	0	13	0	0
债务净变化	-1,268	-51	50	0	0
无息负债变化	-208	465	-749	57	109
净现金流	-960	-2,788	888	1,982	2,534

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.6%	19.9%	21.1%	21.6%	23.5%
EBITDA 率	5.9%	14.7%	17.3%	18.6%	20.2%
EBIT 率	3.4%	12.4%	13.5%	14.9%	16.8%
税前净利润率	3.7%	12.0%	13.9%	15.0%	17.1%
归母净利润率	2.1%	9.4%	11.3%	12.6%	13.9%
ROA	2.1%	14.3%	15.7%	15.4%	16.5%
ROE (摊薄)	2.4%	17.6%	18.1%	18.1%	18.5%
经营性 ROIC	3.8%	20.9%	21.2%	25.1%	31.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	16%	22%	14%	12%	11%
流动比率	3.86	1.34	2.89	4.50	6.27
速动比率	3.23	0.70	1.89	3.48	5.23
归母权益/有息债务	93.77	150.51	91.91	110.00	132.49
有形资产/有息债务	110.76	194.50	107.31	126.04	150.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	11,649	10,211	11,287	13,204	15,707
货币资金	3,394	607	1,495	3,477	6,011
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	142	138	141	149	168
应收票据	109	70	74	79	88
其他应收款 (合计)	42	18	15	16	18
存货	821	1,121	1,167	1,233	1,349
其他流动资产	413	364	371	380	399
流动资产合计	5,089	2,341	3,356	5,428	8,130
其他权益工具	1,198	1,235	1,235	1,235	1,235
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,381	5,545	5,211	4,846	4,483
在建工程	64	142	369	434	483
无形资产	307	454	494	534	573
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	283	287	288	288	288
非流动资产合计	6,560	7,869	7,931	7,776	7,577
总负债	1,852	2,266	1,568	1,625	1,734
短期借款	100	50	0	0	0
应付账款	634	566	584	616	675
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	2	1	2	2
其他流动负债	-	-	7	17	36
流动负债合计	1,319	1,751	1,159	1,207	1,297
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	32	39	49	68
非流动负债合计	437	401	408	418	437
股东权益	9,797	7,944	9,719	11,579	13,974
股本	8,590	8,590	8,602	8,602	8,602
公积金	6,981	3,953	4,119	4,318	4,563
未分配利润	-6,535	-5,540	-4,054	-2,443	-440
归属母公司权益	9,478	7,526	9,191	11,000	13,249
少数股东权益	319	419	529	579	724

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.50%	0.87%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	1.63%	1.60%	1.60%	1.40%	1.40%
财务费用率	-0.41%	-0.46%	-0.06%	-0.20%	-0.29%
研发费用率	3.59%	4.79%	4.50%	4.00%	4.00%
所得税率	37%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.02	0.03
每股经营现金流	0.07	0.21	0.16	0.29	0.35
每股净资产	1.10	0.88	1.07	1.28	1.54
每股销售收入	1.23	1.64	1.72	1.83	2.05

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	194	33	26	22	18
PB	4.6	5.8	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	67.9	21.9	17.4	14.6	11.4
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE