

钒钛股份 (000629.SZ)

强烈推荐 (维持)

抢滩钒电池同时享受钒价红利

钒电池产业中，公司兼具资源优势，技术优势，合作伙伴优势。今年公司将迎来首条 2000 方的电解液生产线投产，抢滩钒电池同时也将享受钒电池发展对钒价格拉动的红利。

□ **2023 年钒电池提速落地：**2023 年预计是发展加速的关键一年，年内计划并网的项目超过 2GWh。钒电池初始投资成本高是近年来制约发展的重要因素之一。2022 年，成本下降取得较大突破。根据中核汇能有限公司 2022-2023 年新能源项目储能系统集中采购标段中标候选人公示，大连融科成本已经降低到 2.65 元/Wh，和其他电池路线差距大幅缩窄。基于生命周期长，剪安全性高、政策支持等优势下，看好钒电池在储能领域的发展。

□ **钒电池产业中，公司兼具资源优势，技术优势，合作伙伴优势：**公司资源优势明显，原料以成本+合理利润（不超过 10%）的方式结算，也即公司充分享受钒价上涨的红利。

2022 年 12 月，公司与大连融科再签订《2023 年钒电池储能原料合作年度框架协议》，涉及折五氧化二钒 8,000 吨的多钒酸铵原料销售。2023 年公司又与其签订了全钒液流电池储能全产业链建设等内容的框架性协议。公司与大连融科近两年陆续达成了多项合作协议。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（大连液流电池储能调峰电站）的一期 100MW/400MWh 于 2022 年 10 月正式投用。这是迄今全球功率最大、容量最大的百兆瓦级液流电池储能调峰电站。

预计公司与大连融科合作的 2000 方钒电解液生产线于今年上半年投产。后续双方将根据市场情况协商建设更大规模产线。

□ **看涨钒价：**2022 年我国钒电池新增装机量 0.16GW，消费钒产品（V2O5 计）0.61 万吨。2023 年多个项目计划投产并网。国内首个 GWh 的项目新疆伊犁州察布查尔县 250MW/1GWh 全钒液流电池储能项目 2023.1.30 进入环评公示阶段，计划 2023 年 12 月 30 日前竣工、并网发电。中核汇能 1GWh 钒电池项目，2022.11 招标，计划 2023 年底前并网。预计 2023 年投产并网超过 2GWh，对应钒制品（V2O5 计）消费量约超 2 万吨，消费增量约 1.5 万吨。而供应较难匹配（2022 年全国总产量 12 万吨）。2025 年计算，钒电池对应钒制品（V2O5 计）消费量超过 8 万吨，供不应求的格局可能加剧。这需要更高钒价来解决。

□ **利润预测和估值：**钒和钛产品预计今年和去年产量基本持平。钒电解液生产线顺利投产，预计毛利润 500 万元。因此今年利润变量主要来自于钒钛价格。钒和钛产品 2023 年均价=年初至今价格，测算 2023 年净利润 14.8 亿元，环比小幅下降，对应市盈率 29 倍。

□ **风险提示：**公司 2000 方电解液生产线投产达产和盈利不及预期，其他规划项目推进不及预期；钒电池的技术迭代或者推广不及预期；钒价格大跌；钛白粉价格大跌；二级市场下跌的拖累等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	10579	14060	14641	14512	14539
同比增长	-20%	33%	4%	-1%	0%

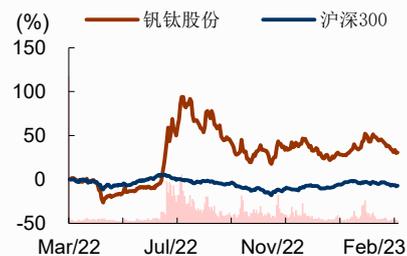
中游制造/建筑钢铁
当前股价：5.03 元

基础数据

总股本 (万股)	860245
已上市流通股 (万股)	858943
总市值 (亿元)	433
流通市值 (亿元)	432
每股净资产 (MRQ)	1.0
ROE (TTM)	20.1
资产负债率	21.4%
主要股东	攀钢集团有限公司
主要股东持股比例	29.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-1	39
相对表现	-8	-1	44



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《攀钢钒钛 (000629) —收购加合资扩建加速抢滩钒电池自上而下产业化发展》2021-09-26

刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
贾宏坤 S1090522090001
jihongkun@cmschina.com.cn
赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	397	1724	1894	1866	1871
同比增长	-74%	334%	10%	-1%	0%
归母净利润(百万元)	225	1328	1537	1483	1471
同比增长	-84%	489%	16%	-4%	-1%
每股收益(元)	0.03	0.15	0.18	0.17	0.17
PE	192.0	32.6	28.2	29.2	29.4
PB	4.6	5.7	4.8	4.3	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 产量假设 (万吨)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
钒产品 (以 V2O5 计)	4.23	4.26	4.69	4.69	4.69
钛渣	20.13	21.36	21.36	21.36	21.36
钛白粉	23.78	24.74	24.74	24.74	24.74

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 价格弹性 (万元/吨、亿元)

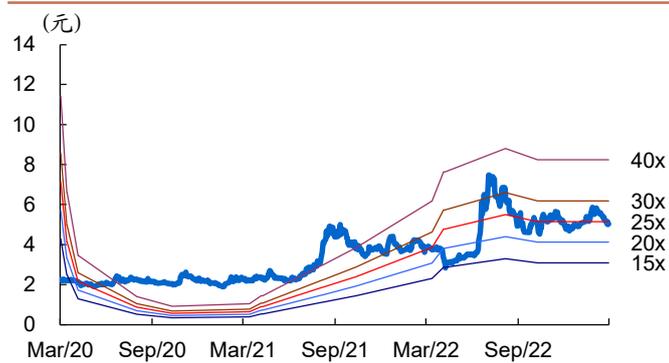
价格假设	五氧化二钒	钛白粉	钛精矿	23 年净利润	对应市盈率
情景 1: 2023 年均价=年初至今价格	12.12	1.33	0.22	14.83	29
情景 2: 2023 年均价=22 年均价	10.96	1.58	0.22	14.57	30
情景 3: 2023 年均价=当前价	12.08	1.36	0.22	14.86	29
情景 4: 2023 年均价=当前价涨 10%	13.29	1.50	0.24	20.12	21
情景 5: 2023 年均价=当前价涨 20%	14.50	1.64	0.26	25.35	17
情景 6: 2023 年均价=当前价跌 10%	10.87	1.23	0.20	7.49	58
情景 7: 2023 年均价=当前价跌 20%	9.66	1.09	0.18	4.18	103
情景 8: 当前价钒涨 20%	14.50	1.36	0.22	22.36	19
情景 9: 当前价钒涨 40%	16.91	1.36	0.22	31.34	14

资料来源: wind、招商证券

备注 1: 情景 1-7 中, 2023 年均价包括五氧化二钒、钛白粉和钛精矿三个主产品的价格。

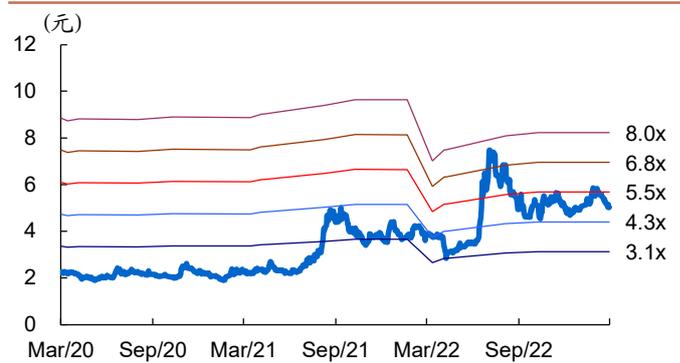
备注 2: 情景 8 和 9, 假设 2023 年钛白粉和钛精矿价格=当前价, 五氧化二钒价格分别假设较当前价涨 20%、40%。

图 1: 钒钛股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 钒钛股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5089	2341	2845	3033	3078
现金	3394	607	1066	1268	1310
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	109	70	73	72	73
应收款项	142	138	125	124	124
其它应收款	32	18	19	19	19
存货	821	1121	1159	1150	1152
其他	590	387	403	400	401
非流动资产	6560	7869	8950	9969	10929
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4381	5545	6672	7731	8728
无形资产商誉	307	454	409	368	331
其他	1871	1870	1870	1870	1870
资产总计	11649	10211	11795	13002	14008
流动负债	1319	1751	1751	1857	1743
短期借款	100	50	0	116	0
应付账款	634	566	589	585	586
预收账款	423	668	695	690	691
其他	162	466	466	466	466
长期负债	533	515	515	515	515
长期借款	0	0	0	0	0
其他	533	515	515	515	515
负债合计	1852	2266	2266	2373	2259
股本	8590	8590	8590	8590	8590
资本公积金	5540	3681	3681	3681	3681
留存收益	(4651)	(4745)	(3208)	(2187)	(1160)
少数股东权益	319	419	466	544	638
归属于母公司所有者权益	9478	7526	9063	10085	11111
负债及权益合计	11649	10211	11795	13002	14008

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	600	1776	1929	1965	2021
净利润	243	1456	1585	1561	1565
折旧摊销	258	314	374	436	495
财务费用	17	19	(5)	(6)	(7)
投资收益	(32)	(34)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	(15)	(79)	7	5	(1)
其它	130	100	2	3	3
投资活动现金流	(116)	7	(1424)	(1424)	(1424)
资本支出	(71)	(38)	(1459)	(1459)	(1459)
其他投资	(45)	45	34	34	34
筹资活动现金流	(1442)	(4572)	(45)	(339)	(554)
借款变动	(1396)	(2813)	(50)	116	(116)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	(1858)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(461)	(445)
其他	(45)	99	5	6	7
现金净增加额	(958)	(2789)	459	202	42

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10579	14060	14641	14512	14539
营业成本	9348	11259	11717	11626	11648
营业税金及附加	71	95	90	89	89
营业费用	265	122	112	111	111
管理费用	172	225	167	166	166
研发费用	380	673	701	694	696
财务费用	(43)	(64)	(5)	(6)	(7)
资产减值损失	(21)	(61)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	34	34	34	34
营业利润	397	1724	1894	1866	1871
营业外收入	12	4	4	4	4
营业外支出	22	40	40	40	40
利润总额	387	1688	1858	1830	1835
所得税	144	233	274	269	270
少数股东损益	17	128	48	78	94
归属于母公司净利润	225	1328	1537	1483	1471

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-20%	33%	4%	-1%	0%
营业利润	-74%	334%	10%	-1%	0%
归母净利润	-84%	489%	16%	-4%	-1%
获利能力					
毛利率	11.6%	19.9%	20.0%	19.9%	19.9%
净利率	2.1%	9.4%	10.5%	10.2%	10.1%
ROE	2.4%	15.6%	18.5%	15.5%	13.9%
ROIC	2.0%	15.9%	18.3%	-0.0%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	15.9%	22.2%	19.2%	18.3%	16.1%
净负债比率	0.9%	0.5%	0.0%	0.9%	0.0%
流动比率	3.9	1.3	1.6	1.6	1.8
速动比率	3.2	0.7	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.3	1.3	1.2	1.1
存货周转率	11.4	11.6	10.3	10.1	10.1
应收账款周转率	19.3	61.3	72.1	73.5	73.9
应付账款周转率	14.2	18.8	20.3	19.8	19.9
每股资料(元)					
EPS	0.03	0.15	0.18	0.17	0.17
每股经营净现金	0.07	0.21	0.22	0.23	0.23
每股净资产	1.10	0.87	1.05	1.17	1.29
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	192.0	32.6	28.2	29.2	29.4
PB	4.6	5.7	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	74.8	22.9	19.8	19.5	18.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

贾宏坤：招商证券有色研究员。同济大学硕士，CFA，FRM，曾就职于天风证券。2021年加入招商证券。

评级说明

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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。