

# 平淡期仍有较好盈利，新供给的潜在受益标的

## 事件

### 公司 2019 年半年报发布

2019 年 8 月 7 日，公司发布半年报。报告期公司实现收入 72.59 亿，同比增长 7.19%；实现归母净利润 12.00 亿，同比增长 4.31%；EPS 为 0.14 元/股。其中 2 季度实现收入 31.96 亿，同比下降 10.87%；实现归母净利润 4.47 亿，同比下降 34.58%，2 季度单季 EPS 为 0.05 元/股。

报告期内，公司累计完成钒制品（以 V2O5 计）1.10 万吨，同比减少 10.77%；钛白粉 11.5 万吨（其中含氯化钛白粉 1.07 万吨），同比增长 29.06%；钛渣 8.83 万吨，同比增长 4.56%。

## 钒钛价格双降，2 季度盈利明显下滑

虽然，公司 2019 年上半年收入和盈利较 2018 年实现双增长，但 2019 年 2 季度无论是收入还是盈利同比均有明显下滑，环比降幅更是超过 20%和 40%。

钒、钛和电力是公司的三大主业。从 2018 年和 2019 年半年报的情况来看，钒业务基本占据公司收入的 50+%，钛业务占比达 20+%，电力业务占比也有 10+%。

从量的角度来看，除钒业务产量下降 10.77%外，由钛白粉和钛渣组成的钛业务量有明显增长，特别是钛白粉产量同比增长 29.06%，达 11.5 万吨。公司钛白粉产能 23 万吨，这意味着公司

### 预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	15,161.4	13,384.0	14,392.4	14,752.2
营业收入增长率	60.7%	-11.7%	7.5%	2.5%
EBITDA（百万）	3,669.4	2,123.8	2,494.2	2,541.6
EBITDA 增长率	178.2%	-42.1%	17.4%	1.9%
净利润（百万）	3,090.2	1,730.9	2,115.3	2,163.2
净利润增长率	258.0%	-44.0%	22.2%	2.3%
ROE	41.8%	19.0%	18.8%	16.1%
EPS（元）	0.36	0.20	0.25	0.25
P/E	8.8	15.7	12.8	12.5
P/B	3.7	3.0	2.4	2.0
EV/EBITDA	7.0	10.0	8.8	6.6

请参阅最后一页的重要声明

## 攀钢钒钛 (000629)

调低

增持

秦源

qinyuanzgs@csc.com.cn

13917768805

执业证书编号：S1440519060001

发布日期：2019 年 08 月 11 日

当前股价：3.16 元

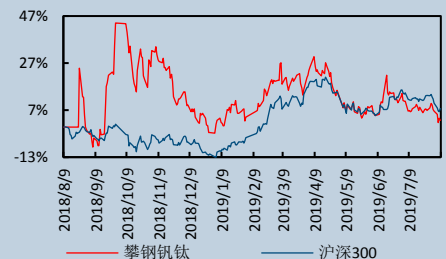
目标价格 6 个月：4.0 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.66/0.79	-5.11/-4.18	2.93/-6.69
12 月最高/最低价（元）			4.61/2.78
总股本（万股）			858,974.62
流通 A 股（万股）			476,713.9
总市值（亿元）			271.44
流通市值（亿元）			150.64
近 3 月日均成交量（万）			5,953.85
主要股东			
攀钢集团有限公司			35.49%

### 股价表现



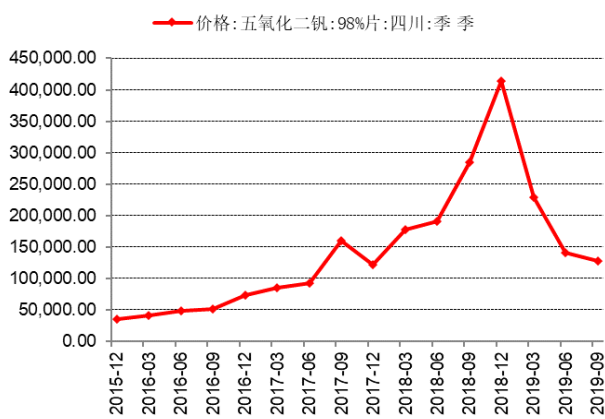
### 相关研究报告

- 19.01.22 攀钢钒钛(000629):18 年盈利大致符合预期，19 年有望分享更多新国标红利
- 18.10.26 攀钢钒钛(000629):盈利环比持续提升，钒硬短缺迹象明显
- 18.09.17 攀钢钒钛：摘帽复牌只是开始，钒价仍处于上升通道 20180917

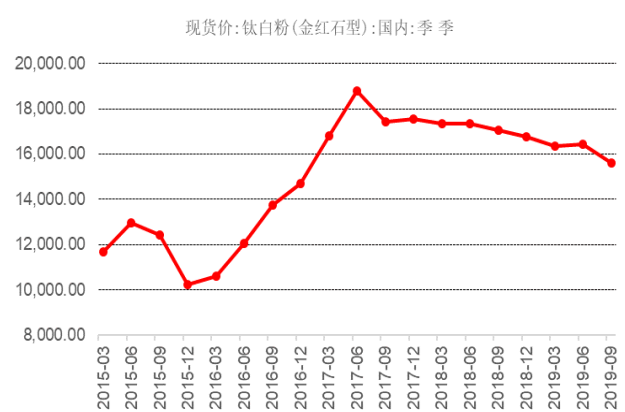
2019 年上半年实现了钛白粉 100% 满产。

我们认为钒价和钛白粉价格的下跌，特别是 2 季度的下降是盈利大幅下滑的主要原因。2018 年 11 月 28 日，五氧化二钒价格达到高点 49 万元/吨，之后便呈单边快速下跌态势。2019 年 6 月末，价格已降至 12 万元/吨，跌幅超过 75%。从季度均价来看，19 年 Q2 为 14.15 万元/吨，而 18 年 Q2 为 19.11 万元/吨。

钛白粉的价格虽然没有钒价的暴涨暴跌，但从 2017 年 2 季度高点以来整体仍呈现单边下跌的趋势。2019 年 Q1 和 Q2 的季度均价分别为 16300 元/吨和 16400 元/吨，低于 2018 年 Q1 和 Q2 的 17300 元/吨。

**图表1：五氧化二钒季度均价**


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

**图表2：钛白粉季度均价**


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

## 钒价或已阶段性触底，平淡期仍有较好盈利

2018 年以来钒价波动巨大。2018 年年初五氧化二钒的价格在 14 万元/吨左右，但到 2018 年 11 月 19 日已涨至 49 万元/吨。这一轮上涨的最核心驱动因素就是 2018 年 11 月 1 日螺纹钢新国标要正式实施。传统的螺纹钢穿水工艺生产的螺纹钢很难符合新国标，需要添加钒或铌合金元素才能达标。而钒是首选，这直接增加了钒的需求。加之，钒市场容量小，价格易暴涨暴跌。

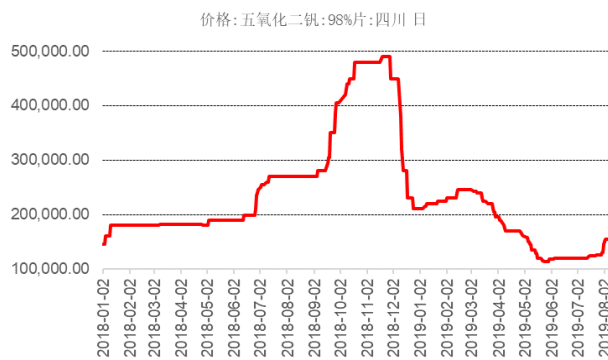
但随着钒价的暴涨，如果完成安排标准工艺要求添加钒，按照 40 万元/吨的五氧化二钒，每吨螺纹钢的成本要增加 200-300 元/吨。一方面，钒的供给大幅增加。2019 年上半年国内钒产量达 5.7 万吨，同比增加 1.3 万吨，增幅达 29.5%。另一方面，各种减少钒用量达到新国标的工艺，用铌替代钒的工艺都有大量应用。由于这方面并没有一个权威标准和严格的检查，各类工艺都表示可以生产出符合新国标的螺纹钢。更有甚者，一些螺纹钢并未做实质性的改进，也宣传是符合新国标的螺纹钢。

市场亦有声音认为 2018 年 11 月下旬钒价大跌和有些钢厂将自己之前的钒库存直接出售有关。2018 年 11 月 28 日，五氧化二钒价格尚在 49 万元/吨，到 2018 年 12 月 25 日已跌至 21 万元/吨。之后钒价仍然跌跌不休，2019 年 5 月 24 日跌至 11.4 万元/吨。这一价格已基本回归到钒价的长期中枢水平。石煤提钒这一高污染多废弃物高成本的工艺也基本难言有社会效益。之后钒价便开始反弹，2019 年 8 月 2 日，五氧化二钒价格已反弹至 15.5 万元/吨。钒价阶段性触底基本可以确立。

从公司单季盈利来看，自从 2016 年年底公司完成业务重组，转型成为一家标准的钒钛资源型企业后，公司的盈利持续性大幅提升。2017 年 1 季度以来的 10 个季度均实现盈利，2019 年 Q2 在钒价和钛价相对平淡的背景下，公司 4.47 亿的归母净利润仍是个不错的成绩。

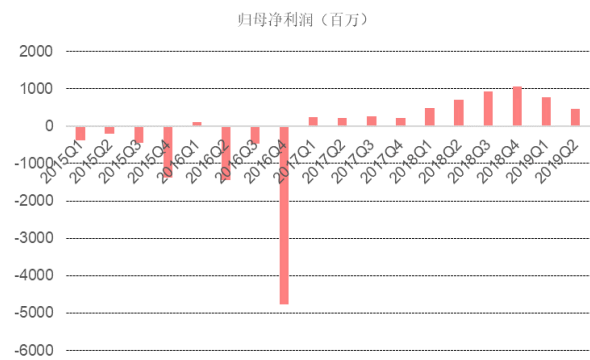
展望 2019 年 Q3 和 Q4，单季盈利仍可能较 2019 年 Q2 下降，但不考虑其他非经常性损益，我们认为公司单季盈利低于 3 亿的概率并不大。总体来看，公司目前是一家在钒钛价格一般情况下仍有较好盈利的公司。

图表3：五氧化二钒价格



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表4：攀钢钒钛单季归母净利润



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

## 潜在的新供改受益标的

2019 年随着铁矿石价格暴涨，钢材产量大幅增长，钢厂盈利大幅下降，关于钢铁行业重陷产能过剩，钢铁行业需要控制产量，甚至钢铁行业需要新一轮供给侧改革的声音多了起来。从长远来看，随着我国步入城市化和工业化后期，螺纹钢的需求量大概率会下降。

站在行业的角度来看，需要一些新的手段来提升钢材和螺纹钢的供给质量，减少低质和劣质供给，而严格执行螺纹钢新国标，将新国标落到实处无疑是一个潜在的可选方案。这将直接利好钒价和行业龙头攀钢钒钛。

## 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019 年到 2021 年有望实现收入 133.84 亿元、143.92 亿元和 147.52 亿元，实现归母净利润 17.31 亿元、21.15 亿元和 21.63 亿元，对应的每股 eps 为 0.20 元、0.25 元和 0.25 元。

自 2016 年年底公司完成重大资产剥离后，公司已转变成一家标准的钒钛资源型公司，也是 A 股唯一的钒钛标的。2017 年到 2019 年 8 月，钒价也经历了一轮相对完整的周期，暴涨暴跌更是加深了这轮周期的成色。虽然我们认为 2019 年 3-4 季度的盈利较 2 季度仍有下滑的空间，但公司持续盈利能力已基本通过周期检验。在行业平淡期，公司有能力实现单年 10 亿+的归母净利润。短期来看，钒价已有触底反弹迹象。中长期，公司是钢铁新供给侧改革的潜在受益标的。给予公司增持评级，按 19 年 20 倍 PE 估值，目标价 4 元。

---

## 风险提示

螺纹钢需求出现断崖式下跌，钒价和钛相关产品价格超预期下跌。

## 分析师介绍

## 研究服务

**秦源：**上海财经大学产业经济学博士，10年大宗商品市场和钢铁有色行业研究经历，总就职于宝钢集团、安信证券、兴业研究，18年4月底加入中信建投研究所。

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859