

2023年08月22日

证券研究报告|公司研究|公司点评

钒钛股份 (000629)

2023年中报点评：业绩承压，液流电池值得期待

业绩概要：2023年上半年公司实现营业收入76.3亿元(-7.5%)，实现归母净利润6.03亿元(-43.8%)，对应基本EPS为0.07元，扣非归母净利润6.06亿元(-41.5%)；其中2023Q2公司实现营业收入36.8亿元(同比-10.6%，环比-6.89%)，实现归母净利润2.7亿元(同比-54.6%，环比-17.0%)，扣非归母净利润2.8亿元(同比-53.6%，环比-12.7%)；

行业需求不振，价格同比下滑：2023年上半年，钒产品和钒产品价格维持底部震荡趋势。钒产品上半年供应小幅提升，而主要下游应用螺纹钢的盈利亏损及合金替代导致钢铁领域用钒需求整体减少，非钢领域内航空、全钒液流电池等用钒量有所回升但对整体需求贡献有限，供过于求之下价格同比下滑8.4%。钛产品方面，钛白粉受到下游房地产景气度不足以及产能大幅投放（2023年钛白粉新增产能152万吨）影响，价格同比下滑约22%，同时原材料端价格高位，行业盈利能力大幅下滑；钛渣受到渣改矿工艺影响，需求量大幅减少，价格同比下滑约20%；而钛精矿尽管下游海绵钛产量大幅增长，需求高增，但整体供应过剩，价格同比降低约4%；

营收平稳增长，利润有所承压：钒产品方面，公司上半年累计完成钒制品（以 V_2O_5 计）2.4万吨(+3.2%)，量增价减之下实现营收28.4亿元(-11.5%)，钒产品毛利率31.8%(-4.6pcts)，主要系产品成本保持稳定而价格下降所致。钛产业方面，公司上半年实现钛白粉产量13.2万吨(+1.03%)，钛渣产量10.6万吨(-7.4%)，钛精矿经营量达到89.2万吨(含自用)，上半年公司钛产品实现营收34.2亿元(-2.7%)，除了钛精矿营收11.9亿元(+46.6%)因为量的因素有所增长以外，钛白粉、钛渣价格下滑导致营收均有所下降(-16.7%、-20.5%)；钛产品毛利率5.2%(-6.2pcts)，主要系价格下降及原材料价格保持高位等因素影响。二季度公司毛利率、期间费用率环比一季度持平(+0.4pcts、+0.2pcts)，而净利率较一季度有所降低(-0.9pcts)的主要原因系资产减值损失增加较多所致；

财务数据：财务费用大幅减少154%，主要是本年银行存款利息收入增加；筹资活动现金流变动较大(+1534%)，主要为收到募投资金所致；经营活动现金流变动较大(-127%)，主要系上半年净利润减少及营收票据增加、合同负债减少所致；投资活动现金流变动较大(-285%)，主要系2022年同期处置土地所致；

定增顺利发行，公司蓄势待发：公司于7月完成定向增发股份的上市，定增价格为3.29元/股，共计募集资金22.7亿元，用于年产6万吨的氯化法制钛白粉项目、五氧化二钒

投资评级

买入

维持评级

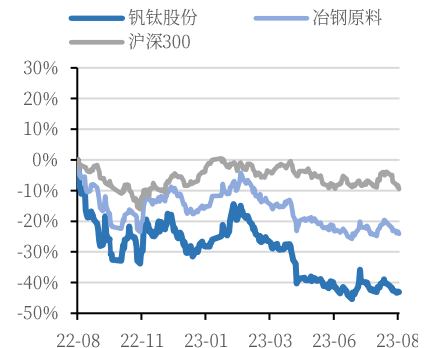
2023年08月22日

收盘价(元): 3.88

公司基本数据

总股本(百万股)	9,295.03
总市值(百万)	36,064.73
流通股本(百万股)	8,589.60
流通市值(百万)	33,327.63
12月最高/最低价(元)	6.98/3.73
资产负债率(%)	17.43
每股净资产(元)	1.26
市盈率(TTM)	41.26
市净率(PB)	3.08
净资产收益率(%)	5.15

股价走势图



作者

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

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

相关研究报告

2022年报点评：有“钛”度，自超“钒” — 2023-03-30

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

提质升级改造项目以及其他自动化升级改造和研发项目的建设。本次定增发行有效提高公司在钒、钛业务上的产品竞争力，提升公司在钒液流电池电解液方面的技术实力；

控股阳润科技，加速布局钒产业：公司发布公告拟以自有资金 5482.5 万收购阳润科技 51% 股权，阳润科技钒产线主要工艺为钠化提钒法，于 2019 年建成，2021 年 6 月开始正式生产，主要产品为片状 V_2O_5 ，设计产能为 4200 吨/年，近两年产能利用率不断爬升，2023 年 3 月，生产 V_2O_5 376.51 吨，超过设计产能。钒钛股份借由并购整合产能，降低生产成本、缩短产能提升时间、扩大自身市占率，从而与集团资源形成联动，为钒液流电池的推广做好准备；

新型储能加速，公司充分受益：根据国家能源局、统计局数据，1-7 月间歇性可再生能源（风电、光伏）发电量占比约 11.1%，而根据中国化学物理电源行业协会介绍，间歇性能源占比在 15% 以上，电网安全和稳定性就会受到较大冲击，因此储能重要性日益凸显。新型储能如全钒液流电池具备安全性高、容量功率解耦以及回收率高等优点，尤其适合布设在城市周围以及长时储能等应用，在安全性、储能时长要求越来越高的当下将迎来较快发展。公司抓住液流电池商业化发展的历史机遇期，成立子公司钒融科技建设 2000 立方米/年的电解液产线，已经于 2023 年 5 月 25 日完成设备安装和热负荷试车调试，开展试生产工作，为后续 6 万立方米产线提供技术支撑。此外，根据公司与融科储能签订的框架协议，2023 年预计将有 8000 吨左右的钒产品用于储能，占公司钒产品的 20%；

投资建议：2023 年上半年公司产品价格受到传统领域需求不振影响底部震荡，作为钒液流电池上游的核心原材料供应商，公司深度布局钒液流电池赛道，将充分享受新型储能商业化发展的战略机遇期红利。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 151.9 亿元、170.3 亿元、191.1 亿元，同比增长 0.68%、12.1%、12.2%，实现归母净利润 12.5 亿元、15.9 亿元、19.9 亿元，同比增长-7.0%、27.5%、24.7%，对应 PE 29X、23X、18X，维持“买入”评级。

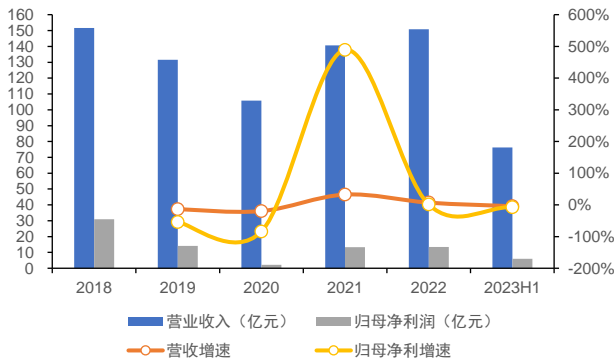
风险提示：产品价格大幅波动风险，产能投放不及预期风险，下游需求不及预期风险

盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14,060	15,088	15,190	17,031	19,109
增速（%）	32.91%	7.31%	0.68%	12.12%	12.20%
归母净利润（百万元）	1,328	1,344	1,250	1,593	1,986
增速（%）	489.25%	1.24%	-7.02%	27.47%	24.68%
每股收益（元）	0.14	0.14	0.13	0.17	0.21
市盈率（倍）	27.16	26.83	28.85	22.64	18.16

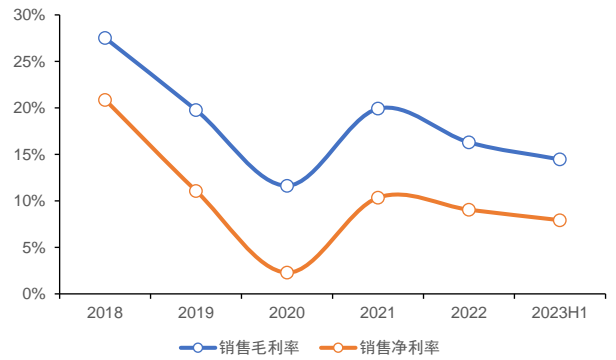
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、净利润及同比增速



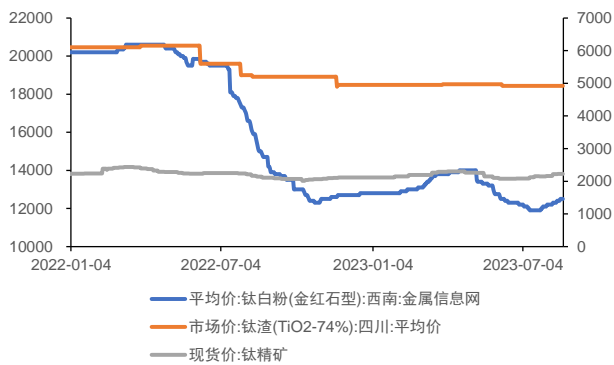
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



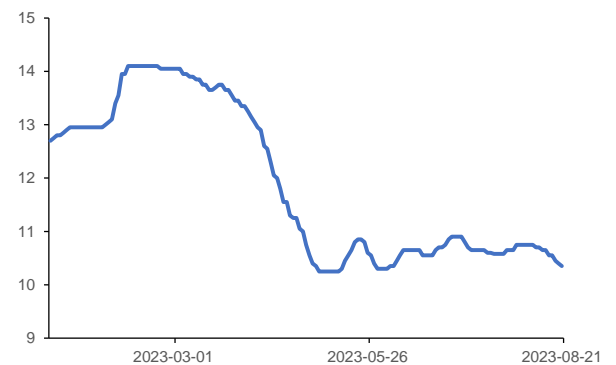
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 钛产品价格情况 (元/吨)



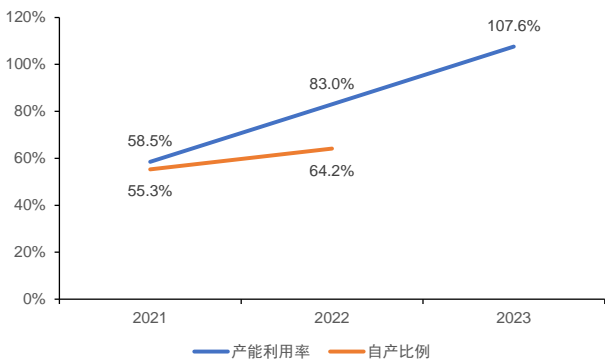
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 钒产品价格情况 (万元/吨)



资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图5 阳润科技经营情况



资料来源：公司公告，中航证券研究所

图6 定增项目募集资金用途

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：公司公告，中航证券研究所

图7 单季度财务数据

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万元)	3678	3950	3700	3139	4113	4136	3111	3817
营业成本(百万元)	3138	3386	3282	2722	3178	3446	2059	3098
销售费用率	1.0%	0.6%	0.9%	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	1.1%
管理费用率	1.1%	1.2%	1.8%	1.6%	1.0%	1.0%	3.6%	1.2%
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.1%	-0.6%
研发费用率	3.2%	3.0%	4.8%	3.3%	4.6%	2.6%	6.6%	7.0%
资产减值损失(百万元)	26.83	-0.03	16.89	68.38	5.78	0.00	50.20	3.90
利润总额(百万元)	307	367	124	165	635	537	618	387
所得税费用(百万元)	31	37	16	24	12	43	58	78
净利润(百万元)	274	329	117	154	603	470	545	275
EPS	0.03	0.04	0.01	0.02	0.07	0.05	0.06	0.03
毛利率	14.7%	14.3%	11.3%	13.3%	22.7%	16.7%	33.8%	18.8%
期间费用率	4.6%	4.4%	7.1%	5.3%	6.2%	4.0%	10.9%	8.6%
所得税率	10.2%	10.2%	12.8%	14.4%	1.9%	7.9%	9.3%	20.0%
净利润率	7.4%	8.3%	3.2%	4.9%	14.7%	11.4%	17.5%	7.2%

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图8 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	2775.15	4606.14	7196.44	营业收入	10578.91	14060.27	15087.55	15190.00	17031.01	19109.09
应收票据及账款	635.73	478.80	582.74	541.01	581.85	604.68	营业成本	9347.90	11259.29	12628.67	12831.70	14234.58	15767.60
预付账款	166.86	23.72	18.36	17.48	18.20	19.89	税金及附加	71.47	94.87	86.38	83.54	91.97	103.19
其他应收款	42.25	18.18	17.91	17.48	18.66	18.32	销售费用	264.67	121.69	118.30	116.96	129.44	143.32
存货	821.17	1121.35	985.03	807.52	842.37	898.54	管理费用	172.09	224.97	197.77	205.06	228.22	254.15
其他流动资产	28.39	92.59	17.50	15.19	8.52	7.64	研发费用	380.30	672.79	576.25	531.65	596.09	668.82
流动资产总计	5088.86	2341.47	3992.23	4173.83	6075.75	8745.53	财务费用	-43.08	-64.25	-40.42	-5.12	-10.77	-19.17
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	-45.57	0.00	0.00
固定资产	4381.18	5570.09	5530.69	5449.58	5644.25	5193.01	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	1056.35	625.08	493.81	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	420.48	544.72	627.29	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	2004.45	2012.32	2065.66	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	6559.89	7869.14	7940.77	8943.01	8832.51	8385.92	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	13116.84	14908.26	17131.45	营业利润	397.30	1723.82	1470.30	1385.67	1761.55	2191.23
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	901.03	973.41	1060.10	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	1186.36	1288.26	1410.11	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	2087.39	2261.67	2470.21	利润总额	387.13	1688.25	1460.33	1379.27	1759.95	2194.23
长期借款	0.00	13.15	59.46	50.65	37.71	23.42	所得税	144.44	232.69	94.61	110.34	140.80	175.54
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	1268.93	1619.16	2018.69
非流动负债合计	532.66	515.46	588.25	589.54	587.51	583.48	少数股东损益	17.36	127.82	21.51	19.03	25.91	32.30
负债合计	1852.01	2266.25	2762.02	2676.92	2849.19	3053.70	归属母公司股东净利	225.33	1327.74	1344.21	1249.90	1593.25	1986.39
股本	8589.75	8589.75	8602.45	8602.45	8602.45	8602.45	EBITDA	602.29	1938.49	1738.10	2498.75	3139.68	3747.12
资本公积	5539.70	3681.34	3703.99	3703.99	3703.99	3703.99	NOPLAT	225.85	1435.74	1302.34	1270.62	1610.84	1998.29
留存收益	-4651.39	-4745.42	-3511.87	-2261.97	-668.72	1317.67	EPS(元)	0.02	0.14	0.14	0.13	0.17	0.21
归属母公司权益	9478.05	7525.66	8794.58	10044.47	11637.72	13624.11	主要财务比率						
少数股东权益	318.68	418.69	376.40	395.44	421.34	453.64	会计年度						
股东权益合计	9796.73	7944.35	9170.98	10439.91	12059.07	14077.76	2020						
负债和股东权益合计	11648.74	10210.60	11933.00	13116.84	14908.26	17131.45	2021						
现金流量表							2022						
会计年度							2023E						
2020							2024E						
2021							2025E						
税后经营利润	242.68	1455.56	1365.72	1270.17	1620.58	2015.89	营业收入增长率	-19.61%	32.91%	7.31%	0.68%	12.12%	12.20%
折旧与摊销	258.24	314.50	318.19	1124.60	1390.50	1572.06	营业利润增长率	-73.88%	333.88%	-14.71%	-5.76%	27.13%	24.39%
财务费用	-43.08	-64.25	-40.42	-5.12	-10.77	-19.17	EBIT增长率	-77.88%	372.02%	-12.57%	-3.22%	27.29%	24.35%
投资损失	-32.40	-34.00	-4.79	-5.00	0.00	0.00	EBITDA增长率	-66.76%	221.85%	-10.34%	43.76%	25.65%	19.35%
营运资金变动	-48.95	-151.51	244.60	192.49	103.36	129.06	归母净利润增长率	-84.12%	489.25%	1.24%	-7.02%	27.47%	24.68%
其他经营现金流	223.58	252.02	72.17	8.45	9.15	12.94	经营现金流增长率	-81.72%	195.35%	10.33%	32.22%	20.39%	19.21%
经营性现金净流量	600.07	1772.32	1955.47	2585.59	3112.82	3710.78	盈利能力						
资本支出	191.66	68.59	121.61	2039.90	1239.09	1039.74	毛利率	11.64%	19.92%	16.30%	15.53%	16.42%	17.49%
长期投资	-76.84	-0.55	-7.05	0.00	0.00	0.00	净利率	2.29%	10.35%	9.05%	8.35%	9.51%	10.56%
其他投资现金流	152.82	76.17	116.32	-81.53	-40.58	-85.63	营业利润率	3.76%	12.26%	9.75%	9.12%	10.34%	11.47%
投资性现金净流量	-115.69	7.03	-12.35	-2121.43	-1279.67	-1125.37	ROE	2.38%	17.64%	15.28%	12.44%	13.69%	14.58%
短期借款	-1117.00	-50.00	6.00	-56.00	0.00	0.00	ROA	1.93%	13.00%	11.26%	9.53%	10.69%	11.59%
长期借款	0.00	13.15	46.31	-8.81	-12.93	-14.29	ROIC	3.45%	22.57%	19.23%	17.80%	20.25%	25.20%
普通股增加	0.00	0.00	12.70	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
资本公积增加	-1.70	-1858.36	22.65	0.00	0.00	0.00	P/E	160.06	27.16	26.83	28.85	22.64	18.16
其他筹资现金流	-323.22	-2676.93	-276.32	5.12	10.77	19.18	P/S	3.41	2.57	2.39	2.37	2.12	1.89
筹资性现金净流量	-1441.92	-4572.13	-188.65	-59.70	-2.16	4.89	P/B	3.81	4.79	4.10	3.59	3.10	2.65
现金流量净额	-959.61	-2791.64	1759.44	404.46	1830.99	2590.30	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
							EV/EBIT	45.12	20.11	27.49	24.72	18.50	13.78
							EV/EBITDA	25.77	16.85	22.46	13.60	10.31	8.00
							EV/NOPLAT	68.73	22.75	29.97	26.74	20.09	15.00

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发送或为任何就送发、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起。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