



核心观点

钒业领军，钛业前三。2016年，公司通过重大资产重组，剥离了亏损项目，主营业务集中为钒、钛和电力领域。重组之后，公司快速实现扭亏为盈，2016年净利润亏损65.7亿元，2017年、2018年、2019年分别实现净利润9.2亿元、31.6亿元、14.56亿元。

钒制品市场集中度高，攀钢钒钛（考虑托管西昌钢钒产能）以4万吨/年产能位居中国以及世界第一大钒制品生产企业。

螺纹新国标落地缓慢，钒价逐渐平稳。国内钒制品工艺集中钢渣提钒，受制于粗钢产量和入炉配比限制，钒供应长期接近顶部，后期无明显增量。需求方面，2018年11月开始执行的螺纹新国标推动钒等合金需求回升。螺纹新国标执行较为缓慢，导致钒价在2018年下半年-2019年上半年暴涨暴跌。考虑到螺纹国标和国家对建筑性能要求不断提升，钒需求预计温和回升，钒价长期在20-30万元/吨逐渐平稳。

地产竣工恢复或带动国内钛白粉需求回暖，关注印度、巴西疫情对钛白粉出口需求的影响。钛白粉为公司第二大主营业务，产能23万吨/年，位列国内第三。

钛白粉是极佳的建筑涂料，需求受地产周期扰动较大。供应方面，海外钛白粉供应集中，国内钛白粉行业持续洗牌。公司钛白粉工艺主要采用硫酸法传统工艺，同时大力发展海外主流的氯化法工艺，是国内目前五家具备氯化法钛白粉工艺的企业之一。需求方面，2020年房地产竣工环节修复确定性较高，钛白粉

需求在地产竣工带动下有望回暖。但需注意的是，印度、巴西疫情蔓延对钛白粉出口需求影响已在4、5月的钛白粉出口量上有所体现，建议持续关注钛白粉出口需求变动。

首次覆盖予以“增持”评级。预计公司2020-2022年公司归属于母公司净利润分别为7.4、8.5和9.6亿元，对应EPS分别为0.09、0.10和0.11元/股。我们采用分部估值法，综合两项主营业务，攀钢钒钛估值给予14倍，首次覆盖给予增持评级。

❖ **风险提示：**螺纹新国标放松，钢材终端需求下滑

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 材料/钢铁
报告时间 | 2020/6/30
前收盘价 | 12.00元
公司评级 | 增持评级

分析师

许惠敏
证书编号：S1100520050002
xuhuimin@cczq.com

联系人

王磊
证书编号：S1100118070008
wanglei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	13159	10906	11184	11818
+/-%	-13%	-17%	3%	6%
净利润(百万)	1419	740	854	961
+/-%	-54%	-48%	15%	12%
EPS(元)	0.17	0.09	0.10	0.11
PE	12.11	23.22	20.12	17.88

资料来源：公司2019年年报及2020年一季报；盈利预测截止日为2020年6月29日；川财证券研究所

正文目录

一、公司基本情况：重新起航的国内钒钛领军企业	4
1.1 股权结构：剥离铁矿，轻装起航	4
1.2 业务结构：钒业领军企业，钛业领先	5
1.3 财务分析：公司核心产品毛利率回归常态	5
二、钒：螺纹新国标落地缓慢，钒价逐渐平稳	7
2.1 资源禀赋绝对优势，世界第一大钒制品企业	7
2.2 螺纹新国标缓慢落地，钒需求进入平稳期	10
三、钛白粉：地产竣工恢复，钛白粉或迎来持续上涨周期	12
四、公司盈利和估值测算	17
风险提示	18
盈利预测	19

图表目录

图 1:	攀钢钒钛股权结构图.....	4
图 2:	攀钢钒钛营业收入构成 (2019)	5
图 3:	攀钢钒钛各主要品种产量趋势.....	5
图 4:	攀钢钒钛主营业务收入变化.....	6
图 5:	攀钢钒钛净利润变化.....	6
图 6:	攀钢钒钛综合毛利润变化.....	6
图 7:	攀钢钒钛分品种毛利率变化.....	6
图 8:	攀钢钒钛三费占比变化.....	7
图 9:	攀钢钒钛研发成本占比.....	7
图 10:	全球钒产量分布	7
图 11:	全球钒矿储量分布	7
图 12:	全球主要钒生产企业产能一览.....	8
图 13:	国内钒资源分布	8
图 14:	国内钒制品提取主要工艺流程图.....	9
图 15:	中国钒产量与粗钢产量基本同步.....	9
图 16:	国内钒价变化	10
图 17:	不同屈服强度钢筋含钒量.....	11
图 18:	铌铁与钒制品的吨钢成本差.....	11
图 19:	钒需求增速两年内预计维持 5%.....	11
图 20:	《关于加大含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管的通知》主要内容	12
图 21:	钛白粉下游需求分布.....	13
图 22:	钛白粉生产工艺	14
图 23:	全球钛白粉主要生产名单.....	14
图 24:	全球钛白粉产能变化.....	14
图 25:	国内钛白粉产量和增速.....	15
图 26:	国内钛白粉行业市场集中度.....	15
图 27:	钛白粉出口需求占 31%.....	16
图 28:	国内钛白粉表需和增速.....	16
图 29:	房地产施工和竣工面积.....	16
图 30:	国内钛白粉价格	16
表格 1:	可比公司估值	17

一、公司基本情况：重新起航的国内钒钛领军企业

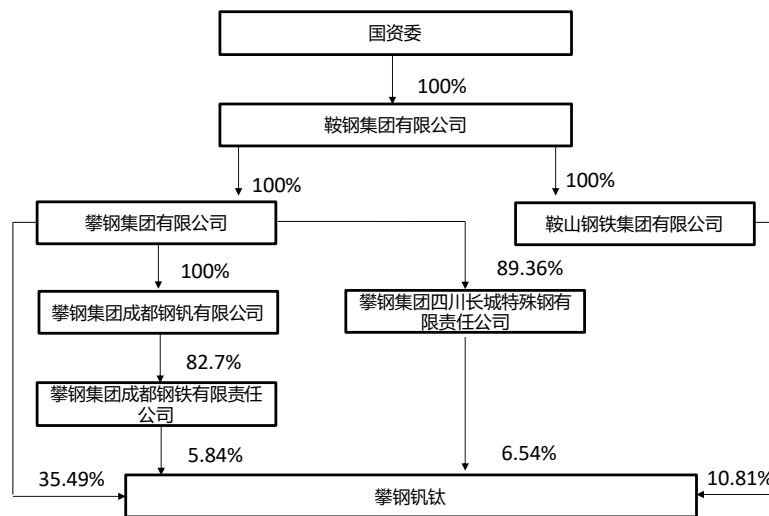
1.1 股权结构：剥离铁矿，轻装起航

公司前身攀钢集团板材股份有限公司，2016年重组之前，公司业务主要涉钒、钛和矿产资源。因矿价暴跌，公司2014年、2015年、2016年连续三个会计年度净利润亏损，根据相关规定，公司于2017年5月5日期停牌。

通过重大资产重组，公司剥离了亏损的铁矿石采选、钛精矿提纯业务及海绵钛项目，主营业务集中为钒、钛和电力领域。重组之后，公司快速实现扭亏为盈，2016年净利润亏损65.7亿元，2017年、2018年、2019年分别实现净利润9.2亿元、31.6亿元、14.56亿元。

目前，公司控股股东为攀钢集团有限公司，直接控股比例35.49%，实际控制人为国资委。攀钢集团与鞍山钢铁集团、攀成钢和攀长钢合计占公司股本总额的58.68%。截止2020年6月29日，公司总市值172亿元，总股本86亿股。

图 1：攀钢钒钛股权结构图



资料来源：公司年报（2019），川财证券研究所

为消除西昌钢钒同业竞争，公司曾在2016年09月14日做过承诺，西昌钢钒的钒产品生产加工业务连续三年盈利、具备注入上市公司条件即进行资产注入。2017、2018、2019年年西昌钢钒钒业务已连续三年实现盈利。2019年10月18日公司公告称，公司拟以支付现金方式购买控股股东攀钢集团下属西昌钢钒钒制品分公司整体经营性资产及负债，但2019年12月14日公司公告

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

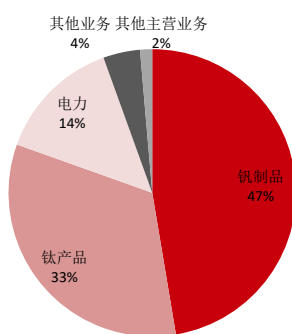
称公司购买西昌钢钒的相关议案未获股东大会通过，重大资产购买已终止，后续公司将结合市场情况，继续推动控股股东同业问题的解决。

1.2 业务结构：钒业领军，钛业领先

公司拥有五氧化二钒、三氧化二钒、中钒铁、高钒铁、钒氮合金、钒铝合金等系列钒产品，为中国最大和品种齐全的钒制品生产企业。钒制品(以 V2O5 计)产能 4 万吨/年(其中自有产能 2.2 万吨/吨,托管的西昌钢钒 1.8 万吨/年产能)，产品市占率 44%，国内外均具有较大影响力。

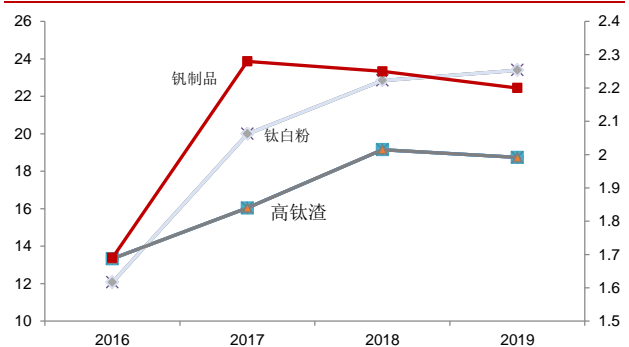
钛白产品方面，具备硫酸法钛白粉 22 万吨/年、氯化法钛白粉 1.5 万吨/年的生，钛白产品产量位居全国第三位，产量占比 7%。公司是国内五家具有氯化法钛白粉生产能力的企业之一，更是少数具有“硫酸法+氯化法”钛白粉产品的生产企业。

图 2：攀钢钒钛营业收入构成（2019）



资料来源：公司年报，川财证券研究所；单位：%

图 3：攀钢钒钛各主要品种产量趋势



资料来源：公司年报，川财证券研究所；单位：万吨

1.3 财务分析：公司核心产品毛利率回归常态

营业收入方面，钒价由 2018 年下半年峰值回落，钛白粉价格基本持平，公司增加钛白粉产量并减少钒制品产量缓解单品种价格下跌对盈利的冲击。2019 年公司实现营业收入 131 亿元，同比增速由去年的 60.7% 回落至 -13.21%。2019 年公司实现归属母公司股东净利润 14.19 亿元，同比增速由去年同期 257.69% 下降至 -54.08%。2020 年一季度公司主要产品需求受疫情影响较大，公司归属母公司股东净利润降至 0.70 亿元，同比增速降至 -90.64%

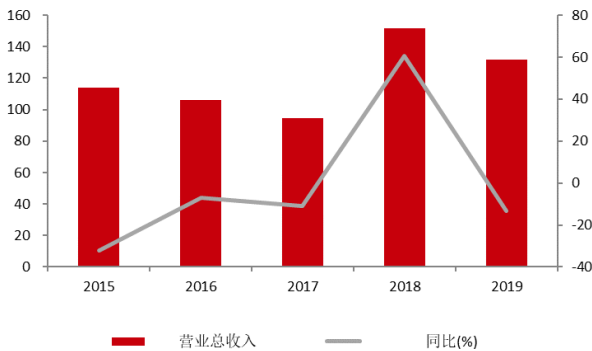
毛利方面，成品价格平稳但原料价格上涨，公司综合毛利率和单品种毛利率

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019年小幅下滑。2019年，公司综合毛利率19.77%，其中钒制品毛利率27.40%，钛产品毛利率14.60%，电力毛利率11.60%。

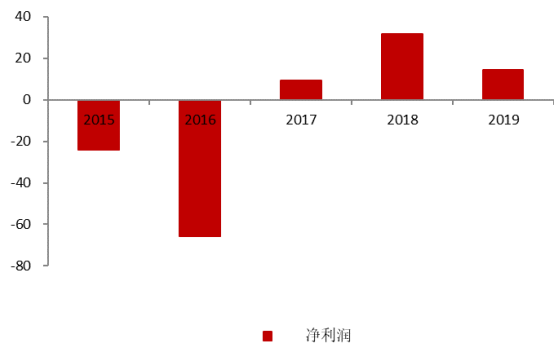
经历2016年资产重组后，公司资产负债率大幅下降。管理费用和财务费用2017年以来持续下滑，2019年，三费成本占营业收入比重3.1%。研发成本占营业收入比重近年来维持在3%左右，为公司长期发展奠定基础。

图 4：攀钢钒钛主营业务收入变化



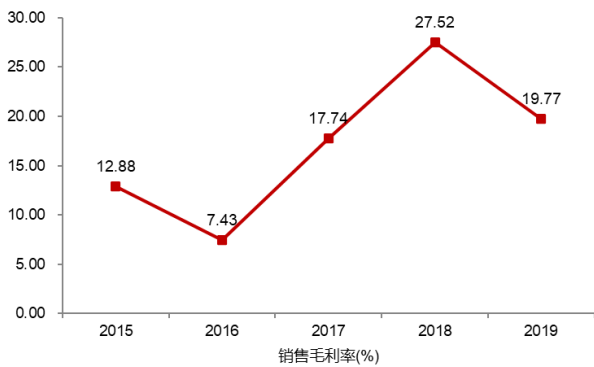
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 5：攀钢钒钛净利润变化



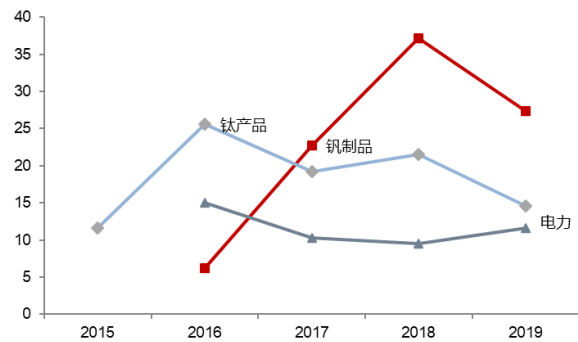
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 6：攀钢钒钛综合毛利润变化



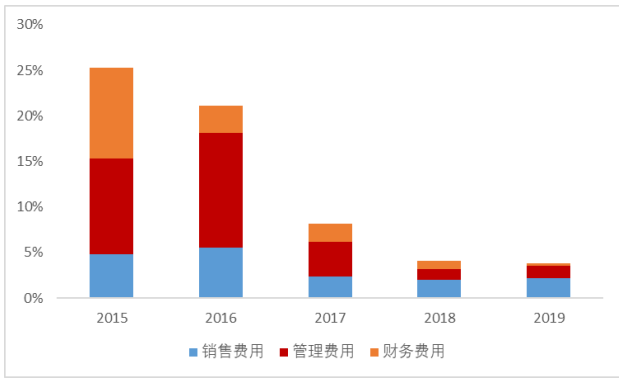
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 7：攀钢钒钛分品种毛利率变化



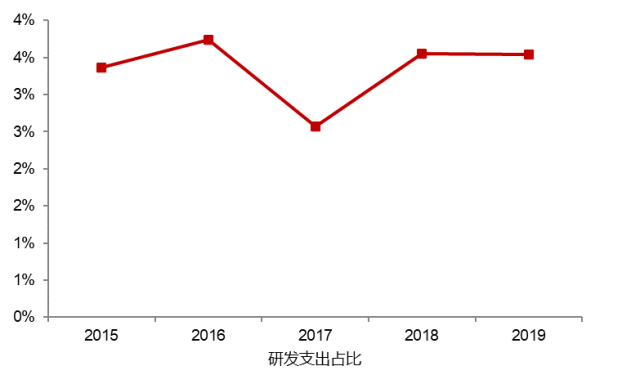
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 8：攀钢钒钛三费占比变化



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 9：攀钢钒钛研发成本占比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

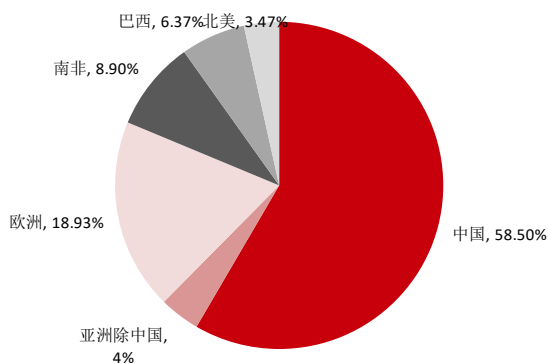
二、钒：螺纹新国标落地缓慢，钒价逐渐平稳

2.1 资源禀赋绝对优势，世界第一大钒制品企业

钒是一种重要的合金元素，目前主要用于钢铁工业。含钒钢具有强度高、韧性大、耐磨性好等优良特性，因而广泛应用于机械、汽车、造船、铁路、航空、桥梁、电子技术、国防工业等行业。

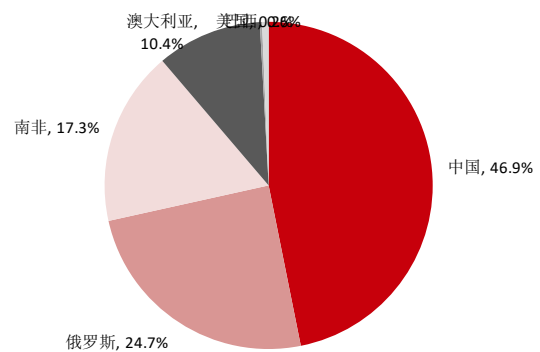
目前，世界钒生产国基本集中在中国、俄罗斯、南非和巴西，地区产量占比分别为 58.05%、4%、8.9%和 6.37%。根据 USGS 统计，全球钒金属储量超过 6300 万吨。其中，中国钒矿储量 950 万吨，位居世界第一，其次为俄罗斯、南非、澳大利亚等国家。而中国钒资源主要集中在攀钢钒钛所在的攀西地区，该地区钒资源储量近 100 万吨，占中国总储量 20%。

图 10：全球钒产量分布



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 11：全球钒矿储量分布



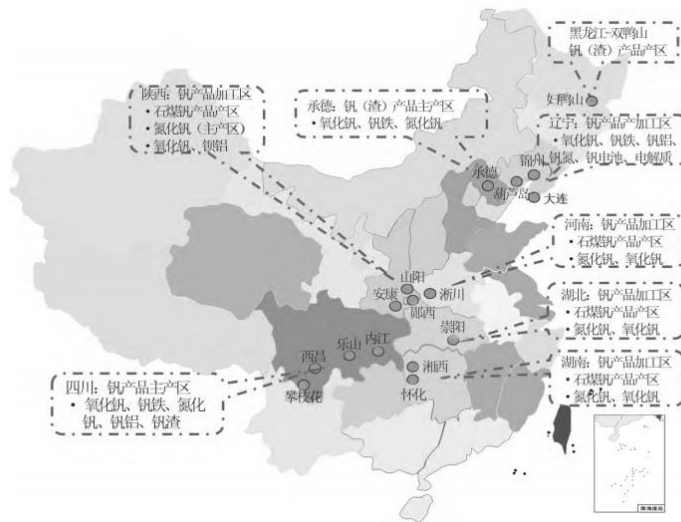
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 12：全球主要钒生产企业产能一览

公司	产能 (折V2O5) /万吨	产品	原料
攀钢集团攀钢公司	4	FeV、VN、氧化钒、钒铝合金	钒渣
俄罗斯 (Evraz) 控股公司	3	FeV、氧化钒、钒铝合金、催化剂	钒渣、燃油灰渣、废催化剂
河钢集团承钢公司	2.5	FeV、VN、氧化钒铁氧化钒、钒铝合金	钒渣
北京建龙重工集团有限公司	1.5	VN、氧化钒	钒渣
奥地利特雷巴赫化学工业公司 Treibacher Industrie AG	1.3	三氧化二钒、五氧化二钒、钒铁	钒渣
瑞士嘉能可 (Xstrata)	1.2	FeV、氧化钒	钒钛磁铁矿
四川川威集团成渝钒钛科技有限公司	1.2	五氧化二钒	钒渣
四川德胜集团钒钛有限公司	1.2	钒渣	钒渣
Largo Resources Ltd.	1.1	五氧化二钒	钒钛磁铁矿
南非Bushveld Vametco	0.6	VN、氧化钒	钒钛磁铁矿
澳大利亚 Atlantic Vanadium PTY Ltd.	1.2 (停产)	FeV、氧化钒	钒钛磁铁矿
Vanchem Vanadium Product Ltd.	1 (停产)	FeV、氧化钒、催化剂	钒钛磁铁矿、钒渣
借壳、德国、加拿大、日本、印度、台湾、泰国等	1.2	五氧化二钒、钒铝合金、钒铁等	矿渣、废催化剂、燃油灰渣
中国其他厂商	3.7	五氧化二钒、钒铝合金、VN、钒铁等	钒渣、废催化剂、石煤
合计	24.5		

资料来源：公司年报 (2019)，川财证券研究所

图 13：国内钒资源分布



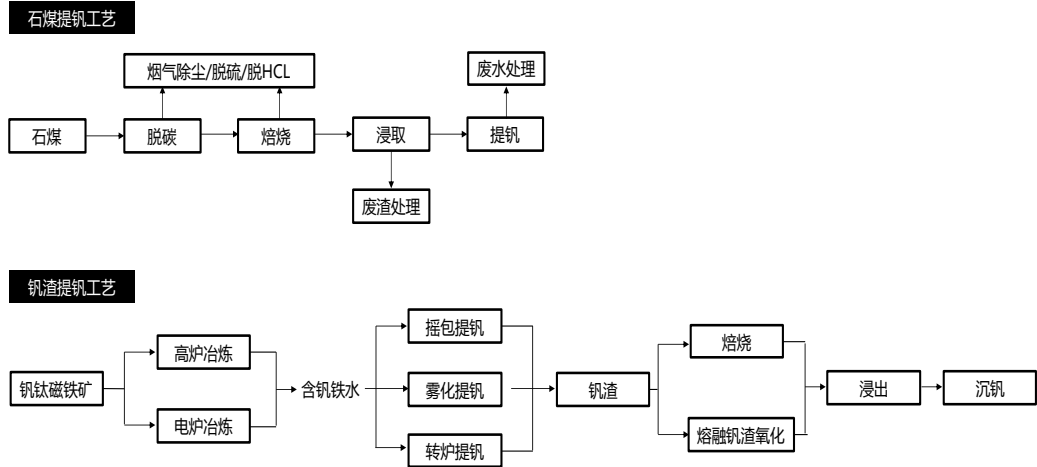
资料来源：《钒业 2018 年年度评价》，川财证券研究所

全球钒资源市场集中度较高。当前钒制品公司 CR3、CR5 和 CR10 市占率分别达到 38.8%、50.2%和 71.8%。攀钢钒钛（考虑托管西昌钢钒产能）亿 4 万吨/年产能位居中国以及世界第一大钒制品生产企业。

目前，世界钒产品原料的绝大部分来自于钒钛磁铁矿。据统计，约 16%的钒产量直接来自于钒钛磁铁矿，约 68%的钒来自于钒钛磁铁矿经钢铁冶金加工得到的富钒钢渣，约 16%的钒由回收的含钒副产品及含钒石煤生产。国内钒提取技术以钒渣为主，产量占比 84.36%，石煤提钒产量占比 10.55%，以废催化剂为原料提取的产量占比 4.79%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

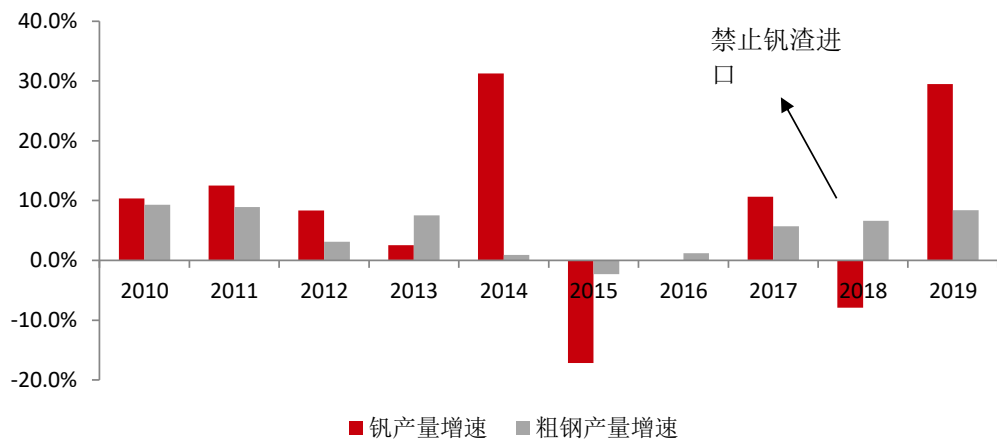
图 14：国内钒制品提取主要工艺流程图



资料来源：公司年报（2019），川财证券研究所

国内钒渣提钒主要通过高炉-转炉工艺。烧结矿中一般添加 30%-40% 比例钒钛磁铁矿，比例过高影响到高炉顺行。故钒渣提钒绝对量受限于粗钢产量和烧结配比限制。而石煤提钒在焙烧过程中加工业氯化钠后产生大量的氯化氢、氯气等有毒有害气体，环境污染较大，2017 年四川地区曾一度大面积关停并导致钒价大幅上涨。不过，随着近两年钒制品需求增加，环保压力小幅降低，石煤提钒开工率已有所恢复。

图 15：中国钒产量与粗钢产量基本同步

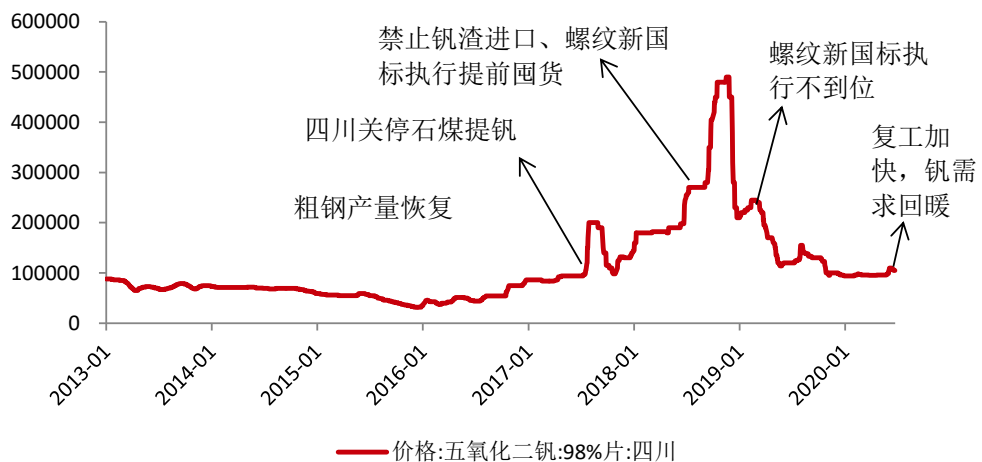


资料来源：公司年报（2019），川财证券研究所；单位：%

2.2 螺纹新国标缓慢落地，钒需求进入平稳期

国内 91%钒用于钢材下游品种，故钒需求与钢材产量和单位合金强度直接相关。伴随 2016 年，钢材行业全行业扭亏为盈，产量恢复正增长，钒产销从 2016 年开始逐步恢复。供需缺口最大的在于 2018 年，2018 年钒价也经历了历史上最大的单年涨幅。2018 年钒价暴涨催化剂源自两点：18 年年初开始的钒渣禁止进口、螺纹 18 年 11 月执行新国标禁止“穿水”工艺。供应收缩而需求增加，2018 年钒价由年初 14.5 万元/吨飙升至 11 月底最高 49 万元/吨，涨幅 240%。

图 16：国内钒价变化



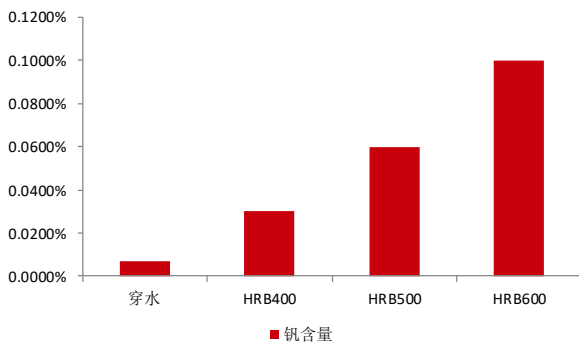
资料来源：Wind，川财证券研究所

自 2018 年 11 月 1 日起，国内钢铁企业生产建筑钢材将执行新的国家标准，《GB/T 1499.2-2018》。新国标的最大变化在于通过增加对金相组织检验的要求及配套的宏观金相、截面维氏硬度、微观组织及其检验方法，来规避“穿水”螺纹钢的生产，避免用穿水钢筋仿冒热轧钢筋。

但从实际执行情况来看，经历 2018 年年底缓冲期后，2019 年以来新国标执行并不严格。且除添加钒之外，钢厂积极研发其他替代工艺，通过添加硅锰钕等其他合金方式在满足国标的同时减少钒合金添加量。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 17：不同屈服强度钢筋含钒量



资料来源：USGS, Wind, 川财证券研究所；单位：%

图 18：钕铁与钒制品的吨钢成本差



资料来源：铁合金在线, 川财证券研究所；单位：元/吨

钒制品在钢材中最常见的替代合金为钕。钒、钕是同族相邻元素，其理化性质有很多相近之处。在钢铁冶金领域，钒、钕、钛是当前世界钢铁微合金化应用的三大主要元素，钒、钕在许多钢种之中可以互代或协同使用。标准钕铁作为微合金或合金添加剂用于生产高强度低合金钢、三级以上螺纹钢、不锈钢、非调质钢、工具钢和铸钢件。

全球钕供应较为充裕，国内供应基本全部来自巴西进口。2018年下半年，伴随钒价暴涨，钕铁逐步显现相对成本优势，但自从钒价2019年年初大幅回落，钕铁成本优势相较前期有所减弱。新国标推进，钕铁替代压力环比减缓，预计钒需求在未来两年内维持5%左右小幅增长。

图 19：钒需求增速两年内预计维持5%

	2017	2018	2019	2020	2021
钢筋用钒需求	4.00	5.45	6.42	7.06	7.38
钢筋产量	200	210	247	252	246
吨钢含钒量	0.10%	0.13%	0.13%	0.14%	0.15%
其他普碳钢用钒需求	1.26	1.44	1.46	1.49	1.52
其他普碳钢产量	630	718	732	747	762
吨钢含钒量	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
合金钢用钒需求	0.74	0.76	0.78	0.79	0.81
化工行业用钒	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
出口需求	0.91	0.92	0.84	0.84	0.86
需求总和	7.31	8.96	9.90	10.58	10.97
需求增速		23%	10%	7%	4%

资料来源：Wind, 川财证券研究所

2020年5月8日，四川省经济和信息化厅、省住房和城乡建设厅和省市场监督管理局三部门联合下发《关于加大含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管的通知》，要求在全省范围内开展含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管工作。

图 20：四川省《关于加大含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管的通知》主要内容

项目	具体内容
目标任务	促进钒钛钢铁行业调整升级转型发展，加大含钒高强度抗震钢筋市场供应；加强钢材产品质量监管，严防假冒伪劣钢材在市场流通，保障建筑结构用钢质量安全等。
主要工作	（一）加大含钒高强度抗震钢筋市场供应。鼓励钢材生产企业积极参与国家相关标准制修订工作，通过技术升级，加大各品种规格产品的含钒高强度抗震钢筋生产。生产企业要严格按照《钢筋混凝土用第二部分：热轧带肋钢筋》（GB/T1499.2-2018）的工艺要求组织生产。 （二）创新含钒高强度抗震钢筋营销模式。 （三）强化钢材生产流通应用环节监督管理。 （四）严查钢铁行业违法违规行为。对生产、销售和使用不合格钢材产品的违法行为，发现一起查处一起，实施联合惩戒，绝不姑息，营造市场公平竞争环境。
保障措施	（一）强化组织保障。各地要成立由经济和信息化、住房和城乡建设、市场监管主管部门组成的含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管工作协调组，完善含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管工作机制，统筹生产、流通和应用环节，协调解决工作中存在的问题。（二）加强行业自律。 （三）加强宣传引导。有关主管部门、协会和企业要完善信息沟通机制，加强含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管工作宣传，形成良好的市场氛围。

资料来源：四川省《关于加大含钒高强度抗震钢筋市场供应及钢材产品质量监管的通知》，川财证券研究所

该通知强制四川当地流通钢筋必须含有钒，我们对该文对钒需求提振持谨慎态度，一是不一定严格执行；二是除添加钒氮合金等，也可以添加钒铁

（3000-4000元/吨）。我们简单测算四川地区流通螺纹中，目前约有300-500W是外来品牌及电炉的量，假设80%执行新地方标准，对应提升钒需求量 $400W * 0.05% * 0.8 = 0.16W$ 。

三、钛白粉：地产竣工恢复，钛白粉或迎来持续上涨周期

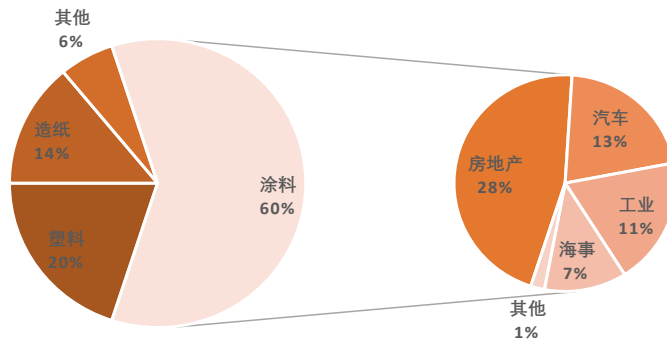
钛白粉，即二氧化钛，白色固体或粉末状，具有高折射率、良好的遮盖力和着色力，被认为是目前世界上性能最好的一种白色颜料。是应用最广、用量最大的一种无机颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、橡胶油墨和化纤工业等领域。

下游消费中，涂料占比达到60%，塑料占比20%，造纸占比14%，其他行业

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

占比 6%。其中，涂料下游中 46%集中于房地产行业，21%为汽车行业，工业、海事和其他分别占比 19%、12%和 2%。

图 21：钛白粉下游需求分布



资料来源：中国钛白粉网、川财证券研究所

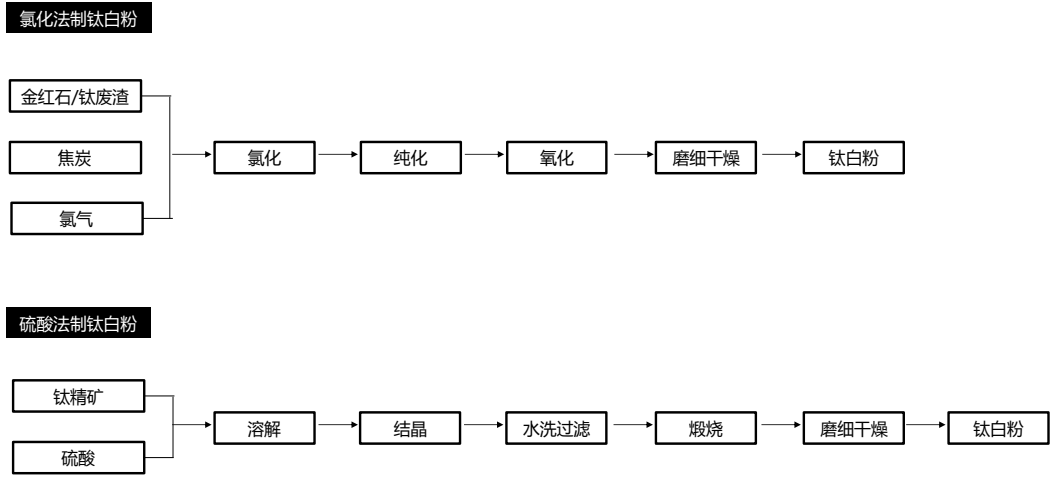
钛白粉工业化生产工艺包括硫酸法或氯化法。硫酸法的优点是能以价低易得的钛铁矿与硫酸为原料，技术较成熟，进入门槛低。缺点是流程长，废物及副产物多，对环境污染大。氯化法优点是流程短，连续自动化程度高，产品质量优。其缺点是投资大，设备结构复杂，装置难以维修，研究开发难度大。

海外钛白粉企业多以氯化法为主，硫酸法逐渐被淘汰，而国内氯化法刚刚起步，95%生产企业仍使用重污染的硫酸法。攀钢钒钛是国内仅有的拥有氯化法制钛白粉的五家企业之一（其他分别为龙蟒佰利、锦州钛业、云南新立、漯河兴茂）。

氯化法钛白粉工艺有熔盐法工艺和沸腾法工艺两种，包括龙蟒佰利在内的大型钛白粉生产商均采用沸腾法。沸腾氯化工艺较为成熟，但钛矿原料进口依赖度高，当前我国钛矿进口依赖度在 40%左右。

攀钢钒钛原料钛精矿来源于攀钢集团，公司所处的攀枝花地区为全国钛精粉重要产区，资源保障度高，目前攀枝花地区钛精粉产量占全国总产量比重在 60%左右。

图 22：钛白粉生产工艺



资料来源：中国钛白粉网、川财证券研究所

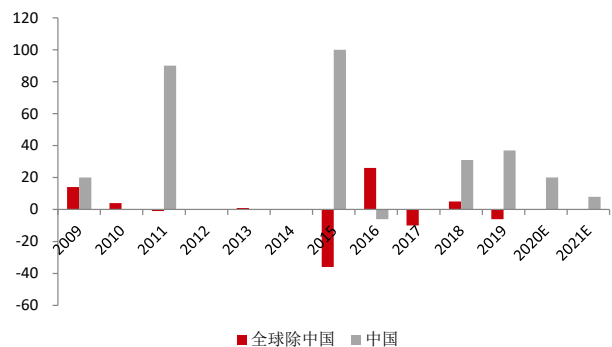
全球钛白粉产能共 740 万吨，其中 48%集中中国，海外产能占比 52%。除中国以外，全球钛白粉产能集中度非常高。海外产能主要集中在杜邦（科慕）、亨斯迈、科斯特、康诺斯、特诺手中，五大巨头合计产能占海外比例 84%。国内钛白粉产能 355 万吨，中小企业洗牌逐渐加速。钛白粉生产企业从 2012 年的 66 家减至 2015 年的 57 家，到 2016 年减至 49 家，2017 年为 41 家，2018 年为 39 家、2019 年在 36 家左右。长期来看，海外钛白粉产能近乎停滞，全球主要增量均来自中国氯化法工艺。

图 23：全球钛白粉主要生产名单

	总部	产能	氯化法工艺占比
杜邦（科慕）	美国	124	100%
亨斯迈	美国	81	100%
科斯特	沙特	86	87%
龙蟒佰利	中国	60	10%
康诺斯	美国	56	79%
特诺	美国	57	62%
中核钛白	中国	25	0%
攀钢钛业	中国	23.5	6%

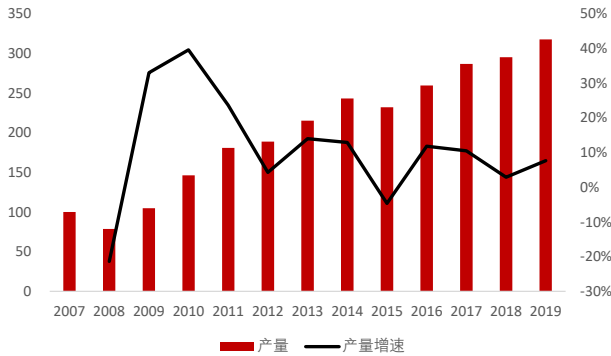
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 24：全球钛白粉产能变化



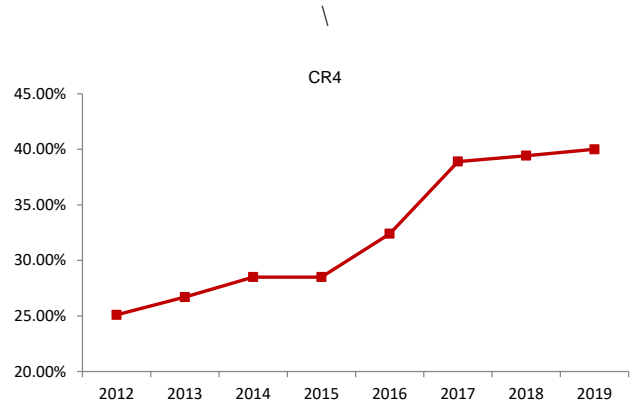
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 25：国内钛白粉产量和增速



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 26：国内钛白粉行业市场集中度



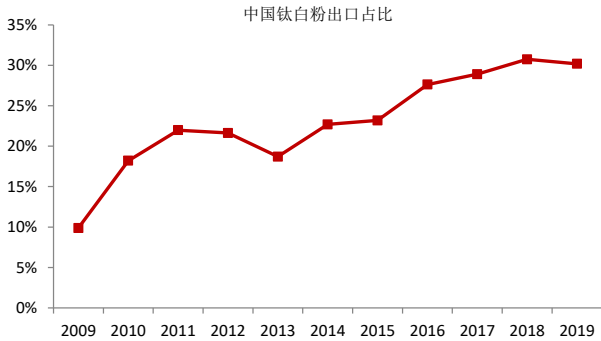
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

国内钛白粉需求主要分为三块：出口、房地产和汽车等制造业。2013-2015年，钛白粉行业经历持续性亏损，海外落后产能淘汰，新增产能集中中国。中国出口比例随之持续增加，近2年来，出口需求占到中国钛白粉总需求30%以上。

国内方面，钛白粉下游需求集中房地产（28%）、汽车（12%）、塑料（20%）等行业。房地产用钛白粉主要集中于施工和竣工后期，大约之后竣工数据2-3个月。2015年以来的这轮地产周期持续性较长，且2018-2019呈现施工高位，但竣工迟迟未见收敛的数据分化。2019年年中开始，房地产企业资金面进一步收紧，资金用途由拿地倾向竣工倾斜。2020年以来，疫情影响下，房企销售端及融资端均出现一定压力，房企在资金持续紧张背景下倾向于将有限的资金转向竣工收尾，后续房地产竣工面积或将持续恢复，带动钛白粉需求回暖。

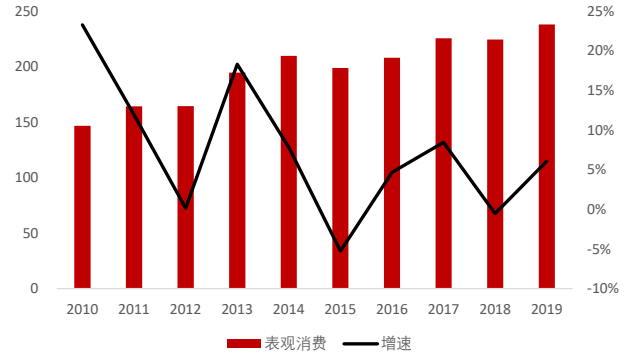
国外方面，当前全球疫情仍处于蔓延阶段，印度、巴西等地疫情发酵对钛白粉出口需求影响较大。据海关数据，2020年5月份我国出口钛白粉6.65万吨，同比下降24.9%；4月份钛白粉出口8.81万吨，同比增14.5%但环比下降44%。从累计角度看，得益于一季度钛白粉出口需求向好，1-5月份我国钛白粉累积出口46.65万吨，同比增长22.2%。细分来看，印度、巴西两地出口量占到我国钛白粉总量20%左右，两地疫情对钛白粉出口需求影响较为明显，建议持续关注印度、巴西两地疫情变化及对应的钛白粉出口需求变动。

图 27： 钛白粉出口需求占 31%



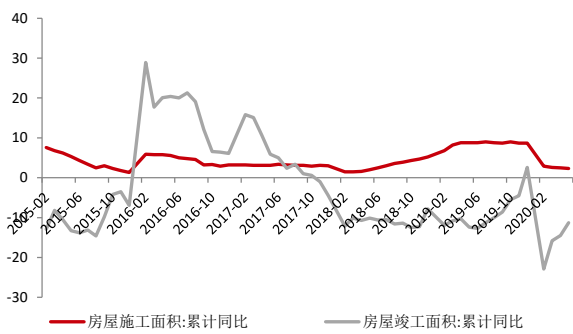
资料来源： Wind， 川财证券研究所； 单位： %

图 28： 国内钛白粉表需和增速



资料来源： Wind， 川财证券研究所； 单位： 万吨

图 29： 房地产施工和竣工面积



资料来源： Wind， 川财证券研究所； 单位： %

图 30： 国内钛白粉价格



资料来源： Wind， 川财证券研究所； 单位： 元/吨

四、公司盈利和估值测算

公司业务主要分为钒产品、钛产品和钢材电力等板块，对三块业务营收和毛利率假设如下：

盈利假设：

钒产品产能方面，公司钒产品维持 2.2 万吨/年。考虑钒产品长期供需维持紧平衡，预计公司产能利用率保持在 2.2 万吨/年上限。价格方面，经历 2018 年暴涨和 2019 年上半年暴跌之后，钒价趋于平稳。钒氮合金 2019 年下半年跌至 18 万元/吨，全年均价 28 万元/吨。随着螺纹新国标缓慢落地，钒合计价格预计 2020 年全年将达到 23 万元/吨，2021 年均价回升至 25 万元/吨。

钛产品产能方面，公司钛白粉产能维持 23 万吨/年，公司新增 6 万吨氯化法产能在建但无法确定投产时间。价格方面，随着房屋竣工面积持续回升，钛白粉价格仍有一定韧性，但需关注出口需求大幅回落对钛白粉价格的压制。

盈利预测：预计公司 2020-2022 年公司营业收入分别为 109、112 和 118 亿元，归属于母公司净利润分别为 7.4、8.5 和 9.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.09、0.10 和 0.11 元/股。

考虑公司主营业务分为钒（小金属）和钛白粉（化工）两个行业，我们对两个板块分别寻找参照公司，采用分部估值法。钒参考有色小金属行业，估值在 16 倍。钛对比上市公司龙蟒佰利，估值在 10 倍左右。综合两项主营业务，攀钢钒钛估值给予 14 倍，首次覆盖给予增持评级。

表格 1. 可比公司估值

	收盘价	EPS				PE				PB(MRQ)
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
603799.SH 华友钴业	39.39	0.11	0.62	1.08	1.47	355.45	61.37	35.24	25.83	5.05
603993.SH 洛阳钼业	4.36	0.09	0.10	0.13	0.15	50.71	37.87	28.55	23.74	1.94
平均值							49.62	31.895	24.785	3.495
002601.SZ 龙蟒佰利	15.39	1.29	1.51	1.87	2.22	12.06	11.94	9.61	8.11	2.47
平均值							11.94	9.61	8.11	2.47

资料来源：Wind，川财证券研究所，估值以 2020 年 6 月 29 日当日收盘价计算

风险提示

螺纹新国标检测放松

公司为全球已经国内最大钒产品企业，钒需求是影响公司业绩核心因素。2018年11月螺纹新国标落地以来，整体执行速度低于预期。若新国标检测进一步放松，或导致钒需求重回低迷。

螺纹等终端需求超预期下滑

螺纹对钒等合金需求取决于两点：强度和产量。若螺纹等需求超预期下滑，或导致螺纹产量下滑以及合金用量减少。

环保因素

公司及其竞争对手生产工艺面临环保因素扰动。例如石煤制钒、硫酸法制钛白粉。环保对不同缓解的冲击或对公司短期业绩造成扰动。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6225	7757	8787	9852	营业收入	13159	10906	11184	11818
现金	4354	5736	6846	7762	营业成本	10558	9940	10098	10650
应收账款	106	113	107	116	营业税金及附加	96	84	85	90
其他应收款	11	7	8	8	营业费用	288	230	239	251
预付账款	175	167	169	178	管理费用	178	143	149	156
存货	819	826	820	872	财务费用	40	-102	-149	-192
其他流动资产	760	909	837	916	资产减值损失	-50	-106	-87	-93
非流动资产	6741	6043	5879	5854	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	33	51	45	47
固定资产	4389	4378	4173	3960	营业利润	1521	768	896	1003
无形资产	311	301	288	275	营业外收入	10	13	12	12
其他非流动资产	2041	1364	1419	1619	营业外支出	15	19	18	18
资产总计	12966	13800	14666	15706	利润总额	1515	762	890	997
流动负债	2675	2812	2782	2843	所得税	59	3	14	12
短期借款	1217	1332	1328	1311	净利润	1456	759	876	985
应付账款	586	552	561	591	少数股东损益	37	19	22	25
其他流动负债	872	928	894	941	归属母公司净利润	1419	740	854	961
非流动负债	653	592	612	607	EBITDA	1818	897	978	1044
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.17	0.09	0.10	0.11
其他非流动负债	653	592	612	607					
负债合计	3328	3404	3394	3449	主要财务比率				
少数股东权益	301	319	341	366	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	8590	8590	8590	8590	成长能力				
资本公积	5541	5541	5541	5541	营业收入	-13.2%	-17.1%	2.6%	5.7%
留存收益	-5320	-4054	-3200	-2240	营业利润	-48.9%	-49.5%	16.7%	12.0%
归属母公司股东权益	9337	10077	10931	11891	归属于母公司净利润	-54.1%	-47.9%	15.4%	12.5%
负债和股东权益	12966	13800	14666	15706	获利能力				
					毛利率(%)	19.8%	8.9%	9.7%	9.9%
					净利率(%)	2.8%	(%)	10.8%	6.8%
					ROE(%)	15.2%	7.3%	7.8%	8.1%
					ROIC(%)	31.8%	13.3%	15.7%	17.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.7%	24.7%	23.1%	22.0%
					净负债比率(%)	41.14%	43.48%	43.53%	42.33%
					流动比率	2.33	2.76	3.16	3.47
					速动比率	2.01	2.46	2.86	3.15
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	0.81	0.79	0.78
					应收账款周转率	73	90	93	96
					应付账款周转率	17.66	17.47	18.16	18.49
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.17	0.09	0.10	0.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.15	0.10	0.08
					每股净资产(最新摊薄)	1.09	1.17	1.27	1.38
					估值比率				
					P/E	12.11	23.22	20.12	17.88
					P/B	1.84	1.70	1.57	1.44
					EV/EBITDA	8	16	14	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3282	1318	850	716
净利润	1456	759	876	985
折旧摊销	256	231	232	233
财务费用	40	-102	-149	-192
投资损失	-33	-51	-45	-47
营运资金变动	1435	-116	55	-69
其他经营现金流	128	598	-118	-194
投资活动现金流	34	-149	113	26
资本支出	45	0	0	0
长期投资	0	197	-66	22
其他投资现金流	79	49	47	48
筹资活动现金流	-1167	212	146	174
短期借款				
长期借款	-320	115	-4	-17
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-737	98	151	191
现金净增加额	2149	1382	1110	916

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004