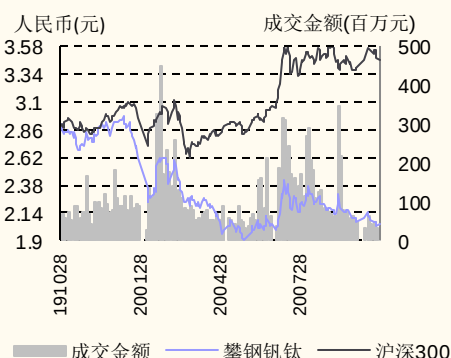


攀钢钒钛 (000629.SZ) 中性 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 2.05 元

钒价续跌拖累业绩**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	85.90
已上市流通 A 股(亿股)	74.64
总市值(亿元)	176.09
年内股价最高最低(元)	2.15/2.03
沪深 300 指数	4699
深证成指	13270

**相关报告**

1. 《钒钛弹性品种，关注注入预期-攀钢钒钛公司研究》，2020.4.13

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,161	13,159	10,417	10,742	10,964
营业收入增长率	60.68%	-13.21%	-20.84%	3.12%	2.07%
归母净利润(百万元)	3,090	1,419	814	825	830
归母净利润增长率	257.96%	-54.08%	-42.64%	1.39%	0.56%
摊薄每股收益(元)	0.360	0.165	0.095	0.096	0.097
每股经营性现金流净额	0.21	0.38	0.12	0.14	0.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.76%	15.20%	8.29%	8.00%	7.68%
P/E	8.34	17.67	21.63	21.34	21.22
P/B	3.48	2.69	1.79	1.71	1.63

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年前三季度报告，实现营业收入 78.22 亿元，同比下降 24.64%；归属于上市公司股东的净利润 1.9 亿元，同比下降 86.52%。其中，三季度实现营业收入 28.21 亿元，同比下降 9.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.05 亿元，同比下降 50.25%。

经营分析

- **钒价大幅下跌拖累业绩。**公司主要利润来源为钒制品，占比近 70%。由于过去几年钒价维持高位，部分终端用户考虑成本问题使用了钒的替代品，加之部分石煤提钒企业复产，19 年开始钒市场呈现供大于求的状态。受此影响，钒价在 19 年大幅下跌的基础上，今年继续回落。截至三季度，均价由 19 年的 16 万元/吨下跌至 10 万元/吨左右，跌幅近 40%，严重拖累了公司业绩。
- **国内钒制品绝对龙头，仍是钒价弹性品种。**公司以钒、钛产品为战略重点发展业务。钒业务国内最大，上市公司具备钒产品产能（以 V2O5 计）2.2 万吨/年，集团产能（近 4 万吨）合计在国内市占率达到 40%，全球市占率为 12%，也是全球第一。而钛白粉产量在国内排名第三，仅次于龙蟒佰利和中核钛白。钒价未来一旦价格回暖，公司仍是最受益的弹性品种。测算钒价每上涨 5000 元/吨能为公司带来 0.4 亿元的利润增量，弹性较大。
- **资产注入预期。**19 年公司拟以现金方式购买攀钢集团西昌钢钒有限公司钒制品分公司的整体经营性资产及负债，以解决与集团关联交易问题，方案未获股东大会通过，最终终止。根据公告，公司将继续推动与控股股东同业竞争问题的解决。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 20-22 年实现 EPS 分别为 0.095 元、0.096 元、0.097 元，对应 PE 分别为 21.6 倍、21.3 倍、21.2 倍。维持“中性”评级。

风险提示

- 疫情对生产等影响超预期；螺纹加钒新标准执行力度继续不及预期。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	9,436	15,161	13,159	10,417	10,742	10,964
增长率		60.7%	-13.2%	-20.8%	3.1%	2.1%
主营业务成本	-7,761	-10,990	-10,558	-8,614	-8,795	-8,925
%销售收入	82.3%	72.5%	80.2%	82.7%	81.9%	81.4%
毛利	1,674	4,172	2,601	1,803	1,947	2,039
%销售收入	17.7%	27.5%	19.8%	17.3%	18.1%	18.6%
营业税金及附加	-66	-130	-96	-78	-78	-80
%销售收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
销售费用	-219	-295	-288	-229	-226	-230
%销售收入	2.3%	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
管理费用	-364	-188	-178	-141	-143	-145
%销售收入	3.9%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
研发费用	0	-338	-464	-313	-322	-329
%销售收入	0.0%	2.2%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,025	3,221	1,575	1,043	1,177	1,255
%销售收入	10.9%	21.2%	12.0%	10.0%	11.0%	11.4%
财务费用	-189	-133	-40	-57	-186	-258
%销售收入	2.0%	0.9%	0.3%	0.5%	1.7%	2.4%
资产减值损失	2	-218	-50	-8	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	60	87	33	30	30	30
%税前利润	6.0%	2.9%	2.2%	3.0%	2.9%	2.9%
营业利润	1,020	2,975	1,521	1,010	1,023	1,028
营业利润率	10.8%	19.6%	11.6%	9.7%	9.5%	9.4%
营业外收支	-32	-7	-6	-5	-5	-5
税前利润	988	2,968	1,515	1,005	1,018	1,023
利润率	10.5%	19.6%	11.5%	9.6%	9.5%	9.3%
所得税	-68	195	-59	-151	-153	-154
所得税率	6.9%	-6.6%	3.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	920	3,163	1,456	854	865	870
少数股东损益	57	73	37	40	40	40
归属于母公司的净利润	863	3,090	1,419	814	825	830
净利率	9.1%	20.4%	10.8%	7.8%	7.7%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	920	3,163	1,456	854	865	870
少数股东损益	57	73	37	40	40	40
非现金支出	231	463	306	261	266	281
非经营收益	39	-244	84	139	55	54
营运资金变动	-1,570	-1,603	1,435	-196	-18	-13
经营活动现金净流	-380	1,779	3,281	1,057	1,168	1,192
资本开支	148	-123	2	-84	-373	-373
投资	0	0	0	0	0	0
其他	305	-20	33	30	30	30
投资活动现金净流	453	-144	34	-54	-343	-343
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-135	-539	-1,020	-120	-36	19
其他	574	-58	-147	-416	-412	-413
筹资活动现金净流	439	-597	-1,167	-536	-448	-394
现金净流量	511	1,038	2,149	467	377	455

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,261	2,205	4,354	4,822	5,198	5,653
应收账款	1,934	2,184	856	855	881	900
存货	818	1,037	819	818	835	847
其他流动资产	282	247	195	168	172	174
流动资产	4,295	5,672	6,225	6,663	7,086	7,574
%总资产	41.0%	47.8%	48.0%	51.4%	52.5%	53.8%
长期投资	586	778	1,461	1,461	1,461	1,461
固定资产	5,020	4,551	4,449	4,502	4,593	4,668
%总资产	47.9%	38.4%	34.3%	34.7%	34.0%	33.2%
无形资产	350	342	331	345	359	372
非流动资产	6,178	6,193	6,741	6,308	6,412	6,501
%总资产	59.0%	52.2%	52.0%	48.6%	47.5%	46.2%
资产总计	10,473	11,866	12,966	12,970	13,498	14,075
短期借款	1,705	1,677	1,369	1,266	1,230	1,249
应付款项	3,430	1,734	1,252	1,047	1,073	1,091
其他流动负债	98	176	53	56	57	58
流动负债	5,234	3,586	2,675	2,369	2,360	2,398
长期贷款	222	112	0	0	0	0
其他长期负债	478	476	653	444	446	447
负债	5,935	4,174	3,328	2,813	2,806	2,845
普通股股东权益	4,302	7,400	9,337	9,817	10,312	10,810
其中：股本	8,590	8,590	8,590	8,590	8,590	8,590
未分配利润	-11,270	-8,180	-6,761	-6,272	-5,777	-5,279
少数股东权益	236	292	301	341	381	421
负债股东权益合计	10,473	11,866	12,966	12,970	13,498	14,075

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.101	0.360	0.165	0.095	0.096	0.097
每股净资产	0.501	0.861	1.087	1.143	1.200	1.258
每股经营现金净流	-0.044	0.207	0.382	0.123	0.136	0.139
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.038	0.038	0.039
回报率						
净资产收益率	20.07%	41.76%	15.20%	8.29%	8.00%	7.68%
总资产收益率	8.24%	26.04%	10.94%	6.28%	6.11%	5.90%
投入资本收益率	14.75%	36.18%	13.54%	7.76%	8.39%	8.55%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.07%	60.68%	-13.21%	-20.84%	3.12%	2.07%
EBIT增长率	N/A	214.08%	-51.08%	-33.83%	12.94%	6.56%
净利润增长率	-114.42%	257.96%	-54.08%	-42.64%	1.39%	0.56%
总资产增长率	8.86%	13.29%	9.28%	0.03%	4.07%	4.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	5.0	4.7	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	32.2	30.8	32.1	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	43.8	25.0	20.7	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	181.4	107.7	121.7	152.1	147.2	145.1
偿债能力						
净负债/股东权益	14.69%	-5.40%	-30.97%	-35.01%	-37.11%	-39.22%
EBIT利息保障倍数	5.4	24.2	39.2	18.4	6.3	4.9
资产负债率	56.66%	35.18%	25.67%	21.69%	20.79%	20.21%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-13	中性	2.25	2.26~2.26

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH