

# 安宁股份 (002978)

证券研究报告

2021年02月22日

## 具有产业链定价权的钛资源龙头，开启资源整合战略

公司是国内钛精矿龙头企业，具有一定的定价权

公司是一家以先进技术对多金属共伴生矿进行采选的钒钛资源综合利用循环经济企业。通过对钒钛磁铁矿高效节能综合利用技术的应用，公司钛金属回收率处于行业领先地位。公司2019年钛精矿产量54.52万吨，钛精矿产量占全国总产量12.2%，是目前国内重要的钛精矿供应商与龙头企业。企业的钛精矿对外销售，销售规模国内第一，在钛精矿市场中占有重要地位，对于下游钛白粉厂商有较强的议价能力。

钛精矿行业：潜在需求空间较大，供给高度集中

钛精矿的下游产品主要为钛白粉和海绵钛，其中90%集中在钛白粉的生产，仅有约8%用于海绵钛的生产。目前欧美国家钛白粉人均年消费量达4千克，我国约2千克，钛白粉市场发展潜力较大，未来钛白粉行业对钛精矿的需求将会持续、稳定的增加。生产钛白粉有两种方式，一种是以钒钛磁铁矿为原材料的硫酸法，另一种是以金红石为原材料的氯化法。目前国内以硫酸法为主，而海外以氯化法为主。随着海外疫情的反复导致海外钛白粉企业开工率不足，但海外房地产市场的需求并未减弱，因此部分需求的缺口只能通过国内的出口来解决，根据百川盈孚的统计数据，我国2020年钛白粉的出口增速超过20%，成为钛精矿需求的重要增量。2016-2018年四川地区钛精矿产量占全国总产量的比例分别为75.11%、72.33%、80.36%，产业集中度有进一步提升的趋势。头部企业主要有4个：攀钢矿业、龙蟒矿业、重钢西昌矿业以及安宁股份。其中前两大钛精矿企业攀钢矿业和龙蟒矿业隶属攀钢集团和龙蟒佰利旗下，攀钢矿业的钛精矿内部自用为主，少量对外销售；龙蟒矿冶的钛精矿全部为龙蟒佰利内部自用。扣除这部分产量之后公司在对外销售钛精矿的市场占有率会进一步提升，我们认为钛精矿行业以安宁、重钢为首的寡头垄断的格局或在慢慢形成，在需求超预期的拉动作用下，钛精矿价格也进入了良性上涨的通道。

钒钛铁精矿有价值重估的可能性

目前钒钛铁精矿的价格虽然与市场标准铁精矿价格接轨，但作为钢铁重要添加剂的金属钒并未计价。我们认为随着螺纹钢市场的逐步规范，金属钒价格或有进一步上涨的空间，钒钛磁铁矿的价值或得到重估。

盈利预测与估值

预测公司2020-2022年实现营业收入17.20亿元、22.48亿元、25.28亿元，实现归属母公司所有者净利润7.16亿元、10.32亿元、11.66亿元，同比增长37.96%、44.05%、12.96%；对应PE为27.75倍、19.26倍、17.05倍，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。根据可比公司的wind一致预期相对估值，我们选取行业2021年平均29.31倍PE作为公司的目标市盈率，对应6个月目标价75.33元。

**风险提示：**由于疫情影响海外经济复苏力度放缓，全球钛白粉需求低于预期；公司钒钛铁精矿扩产时间点低于预期；钛精矿价格下行周期提前到来；公司上游钒钛磁铁矿资源整合进度低于预期；钒钛铁精矿中金属钒计价进度低于预期；资源储量勘查核实结果与实际存在差异、采矿权抵押风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,228.38	1,374.88	1,719.77	2,247.77	2,528.36
增长率(%)	(4.57)	11.93	25.09	30.70	12.48
EBITDA(百万元)	706.19	755.98	874.88	1,230.40	1,375.09
净利润(百万元)	490.21	519.19	716.29	1,031.82	1,165.54
增长率(%)	(10.95)	5.91	37.96	44.05	12.96
EPS(元/股)	1.22	1.29	1.79	2.57	2.91
市盈率(P/E)	40.54	38.28	27.75	19.26	17.05
市净率(P/B)	10.81	8.47	6.45	4.83	3.76
市销率(P/S)	16.18	14.45	11.56	8.84	7.86
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.96	14.30	11.80

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	采掘/其他采掘
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	50.38元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	401.00
流通A股股本(百万股)	40.60
A股总市值(百万元)	20,202.38
流通A股市值(百万元)	2,045.43
每股净资产(元)	9.61
资产负债率(%)	15.26
一年内最高/最低(元)	55.66/28.46

### 作者

**田源** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**杨诚笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 公司是国内钛精矿龙头企业，具有一定的定价权.....	4
1.1. 公司简介以及股权结构.....	4
1.2. 公司主营业务介绍.....	4
1.3. 公司过去 3 年收入利润稳步增长，钛精矿细分领域龙头雏形已现.....	5
2. 钛精矿行业：潜在需求空间较大，供给集中度高.....	6
2.1. 钛白粉、海绵钛双轮驱动，需求增长无忧.....	7
2.2. 国内供给高度集中,有利于控量保价.....	9
2.3. 钛精矿对外依存度较高，海外进口增量有限.....	10
3. 钒钛铁精矿行业：供需结构稳定，未来钒金属计价或迎来价值重估.....	10
3.1. 下游钢铁为主，螺纹钢新国标实施后钒添加量逐步提升.....	10
3.2. 全国供给以攀西为主，集中度高，供需结构稳定.....	11
3.3. 金属钒暂时不计价，未来存在价值重估的空间.....	12
4. 公司发展战略：以钒钛磁铁矿采选技术优势为核心壁垒，加快钛精矿行业整合.....	13
4.1. 公司核心竞争力：钒钛磁铁矿采选技术优势奠定了公司处于行业成本曲线最下方的基础.....	13
4.2. 公司未来发展战略：以控量保价为战略目标，横向整合钛矿资源.....	15
5. 盈利预测与投资建议.....	15
6. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：安宁股份股权结构.....	4
图 2：采矿阶段流程.....	4
图 3：选矿阶段流程.....	5
图 4：公司营业收入增长稳定.....	5
图 5：公司利润体量逐渐上台阶.....	5
图 6：公司从 2019 年开始销售 61%品味的钒钛铁精矿.....	6
图 7：全球铁钛资源分布.....	6
图 8：中国铁钛资源主要集中在四川攀西地区.....	7
图 9：钛产业链.....	7
图 10：我国钛白粉表观消费量持续增长.....	7
图 11：钛白粉产量稳定增加.....	7
图 12：钛白粉出口增速恢复到 20%以上.....	8
图 13：我国海绵钛产量快速上升.....	8
图 14：我国钛材产量快速增长.....	8
图 15：我国钛材终端消费需求.....	8
图 16：全球钛材终端消费需求.....	8

图 17: 四川攀西地区是全国钛精矿的主要产地.....	9
图 18: 钛精矿价格 (元/吨) 进入上涨通道.....	10
图 19: 钒下游应用领域以钢铁为主.....	10
图 20: 2019 年中国钒资源分布.....	11
图 21: 2017 年中国铁资源分布.....	11
图 22: 公司钒钛铁精矿销售半径.....	12
图 23: 公司钒钛铁精矿销售价格 (元/吨) 低于市场标准铁精矿的价格 (元/吨).....	12
图 24: 2017 年以来钒价格走势.....	13
图 25: 公司十年来钛铁比逐步提升.....	14
表 1: 四川攀西地区主要钛精矿生产企业.....	9
表 2: 钒下游主要应用领域明细.....	11
表 3: 四川省 2018 年在产钒钛磁铁矿开发利用水平评估结果 (按得分计).....	14
表 4: 公司各业务收入、成本、利润拆分预测假设.....	15
表 5: 可比上市公司相对估值 (可比公司均选取 wind 一致预期).....	16

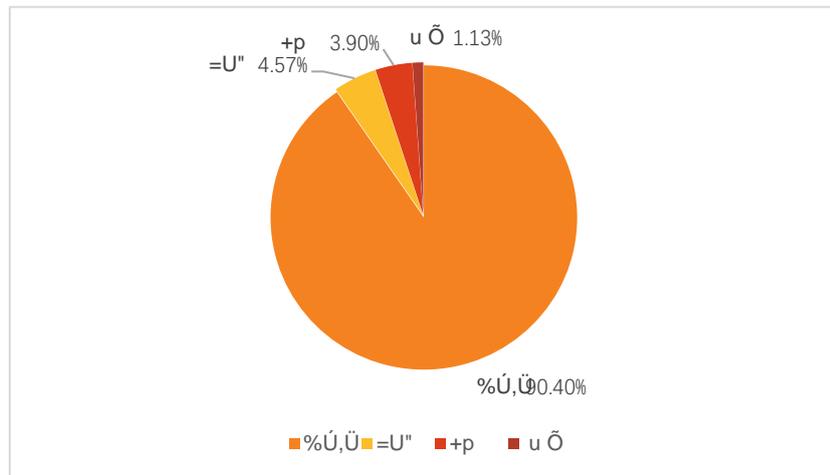






于湖北、山东等地，四川省钛资源储量占全国总储量的 90.40%。

图 8：中国铁钛资源主要集中在四川攀西地区



资料来源：安宁股份招股说明书，天风证券研究所

## 2.1. 钛白粉、海绵钛双轮驱动，需求增长无忧

钛精矿的下游产品主要为钛白粉和海绵钛，其中 90%集中在钛白粉的生产，仅有约 8%用于海绵钛的生产。钛白粉是目前性能最好的白色颜料，一方面具有最佳白度和亮度，另一方面具有极佳的分散性、遮盖性和耐候性能，同时，钛具有与人体组织的相溶性，对人体无害。因此，钛白粉被广泛应用于涂料、塑料、造纸、油墨等领域，提升并改变人们的生活品质。

图 9：钛产业链

资料来源：安宁股份招股说明书，天风证券研究所

从某种意义上来说，钛白粉的人均表观消费量在一定程度上代表了国家的发达程度。目前欧美国家钛白粉人均年消费量达 4 千克，我国约 2 千克，钛白粉市场发展潜力较大，未来钛白粉行业对钛精矿的需求将会持续、稳定的增加。

图 10：我国钛白粉表观消费量持续增长

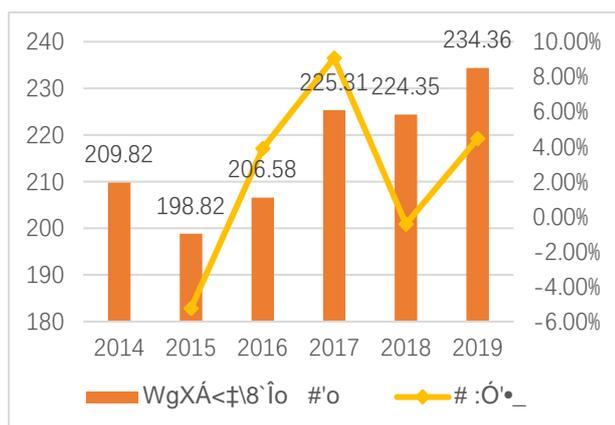
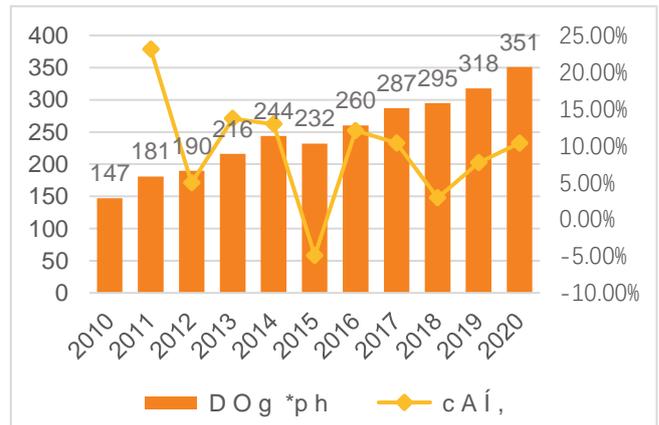


图 11：钛白粉产量稳定增加

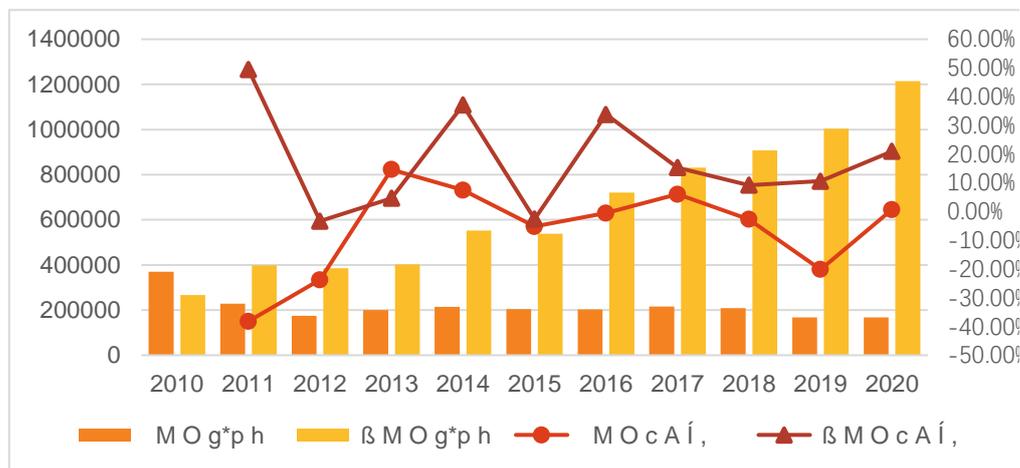


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

资料来源：中国产业经济信息网，天风证券研究所

生产钛白粉有两种方式，一种是以钒钛磁铁矿为原材料的硫酸法，另一种是以金红石为原材料的氯化法。从目前的产业结构来看，国内以硫酸法为主，而海外以氯化法为主。随着海外疫情的不断反复导致海外钛白粉企业开工率不足，但海外房地产市场的需求并未减弱，因此部分需求的缺口只能通过国内的出口来解决，根据百川盈孚的统计数据，我国 2020 年钛白粉的出口增速超过 20%，成为钛精矿需求的重要增量。

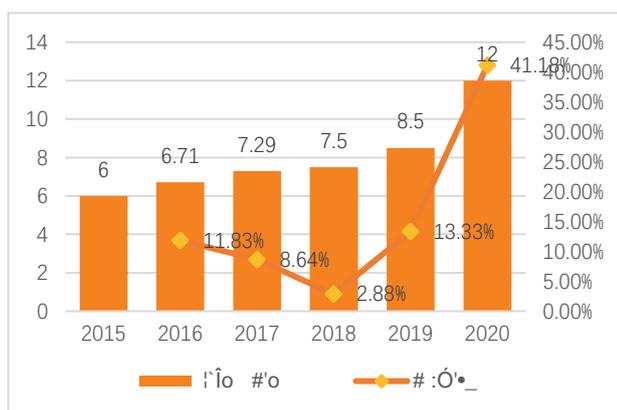
图 12：钛白粉出口增速恢复到 20%以上



资料来源：中国产业信息网，中国产业经济信息网，百川盈孚，天风证券研究所

除钛白粉外，海绵钛也是钛精矿的重要下游，虽然目前需求占比不高，但随着我国航空、航天的快速发展，消费终端对于高端钛材的需求将会逐步改变目前钛精矿的需求格局。从海绵钛和钛材的产量来看，从 2018 年至今都是呈加速增长的态势，可以认为随着我国经济的快速发展，钛行业高端需求的放量指日可待。

图 13：我国海绵钛产量快速上升



资料来源：搜钛网，中国产业信息网，天风证券研究所

图 14：我国钛材产量快速增长

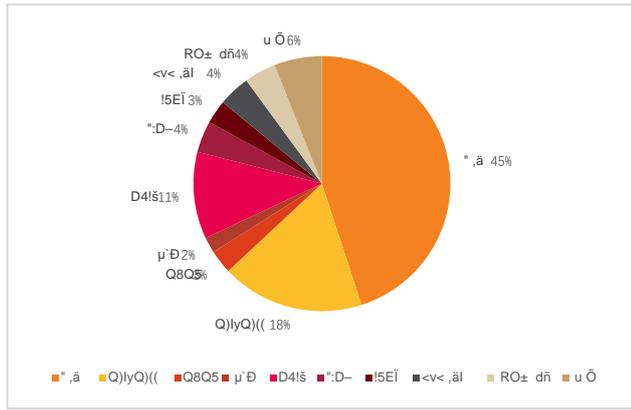


资料来源：wind，前瞻经济学人，天风证券研究所

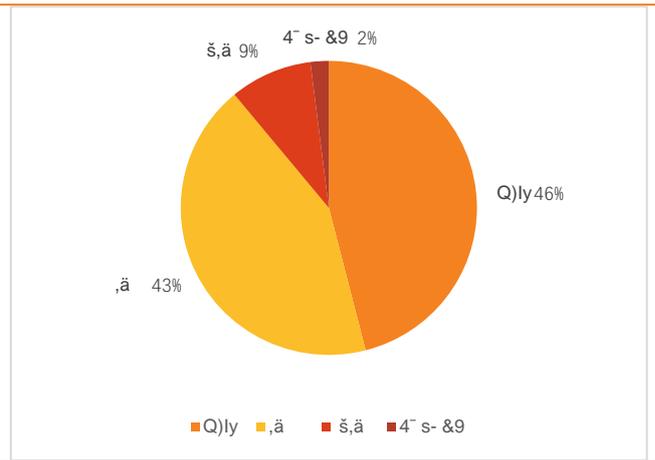
横向对比全球与我国钛材消费结构的不同，全球第一大终端消费是航空航天，占总需求量的 46%；我国第一大终端消费是化工，占我国需求总量的 45%。随着我国航空航天产业的快速发展，未来钛材需求格局有望向全球靠拢，钛精矿的长期需求增长无忧。

图 15：我国钛材终端消费需求

图 16：全球钛材终端消费需求



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

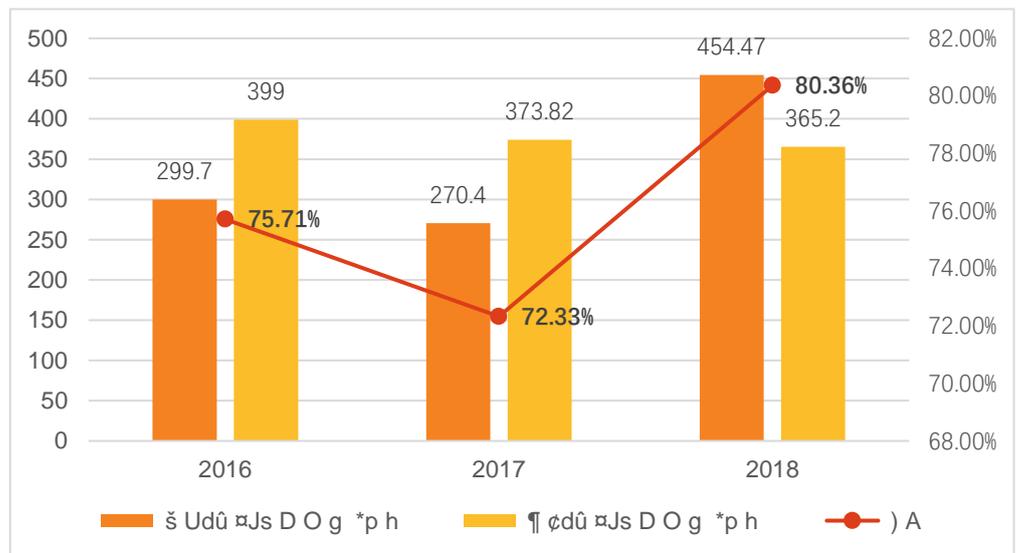


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

## 2.2. 国内供给高度集中,有利于控量保价

国内钛精矿主要由攀西地区的钒钛磁铁矿采选企业供应。根据 wind 的统计数据，2016-2018 年四川地区钛精矿产量占全国总产量的比例分别为 75.11%、72.33%、80.36%，产业集中度有进一步提升的趋势。

图 17：四川攀西地区是全国钛精矿的主要产地



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

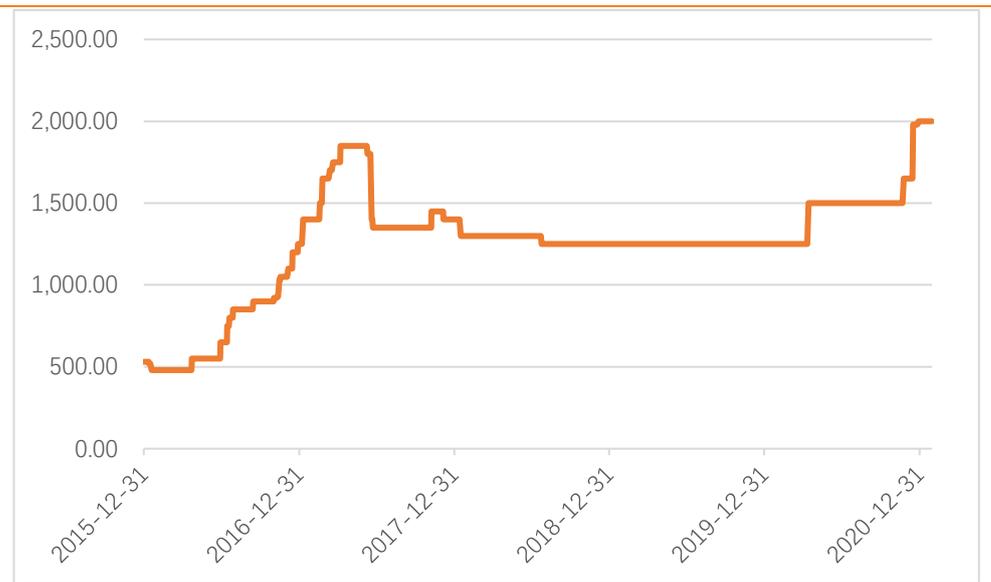
从各个钛精矿生产厂商的数据来看，主要有 4 个头部企业，分别是攀钢矿业、龙蟒矿业、重钢西昌矿业以及安宁股份。其中前两大钛精矿企业攀钢矿业和龙蟒矿业隶属攀钢集团和龙蟒佰利旗下，攀钢矿业的钛精矿内部自用为主，少量对外销售；龙蟒矿冶的钛精矿全部为龙蟒佰利内部自用。扣除这部分产量之后公司在对外销售钛精矿的市场占有率会进一步提升，我们认为钛精矿行业以安宁、重钢为首的寡头垄断的格局或在慢慢形成，在需求超预期的拉动作用下，钛精矿价格也进入了良性上涨的通道。

表 1：四川攀西地区主要钛精矿生产企业

公司名称	公司性质	主要矿场	主要产品及产能规模	对外销售情况
攀钢矿业	大型央企攀钢集团下属公司	兰尖、朱家包包、白马	钛精矿约 80 万吨；钒钛铁精矿约 1,200 万吨	钛精矿（少量）
龙蟒矿冶	上市公司龙蟒佰利下属公司	红格	钛精矿约 60 万吨；钒钛铁精矿约 300 万吨	钒钛铁精矿
重钢西昌矿业	大型国有企业重庆钢铁下属公司	太和	钛精矿约 40 万吨；钒钛铁精矿约 180 万吨	钛精矿；钒钛铁精矿
安宁股份	民营企业	潘家田	钛精矿 53 万吨；钒钛铁	钛精矿；钒钛铁精矿

资料来源：安宁股份招股说明书，天风证券研究所

图 18：钛精矿价格（元/吨）进入上涨通道



资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 钛精矿对外依存度较高，海外进口增量有限

2020 年中国钛白粉总产量 351 万吨，以每吨钛白粉消耗 2.3 吨钛精矿来计算，2020 年国内生产钛白粉用钛精矿约 807.3 万吨，加上海绵钛等其他需求，2020 年国内钛精矿的表观需求量接近 900 万吨；2018 年全国钛精矿产量 454.47 万吨，加上国内钛矿资源品位相对较差，高端钛白粉和海绵钛需求通常无法满足，因此进口需求较大，2018 年中国进口钛精矿的总量为 311.80 万吨，约占国内总需求量的 46%。

## 3. 钒钛铁精矿行业：供需结构稳定，未来钒金属计价或迎来价值重估

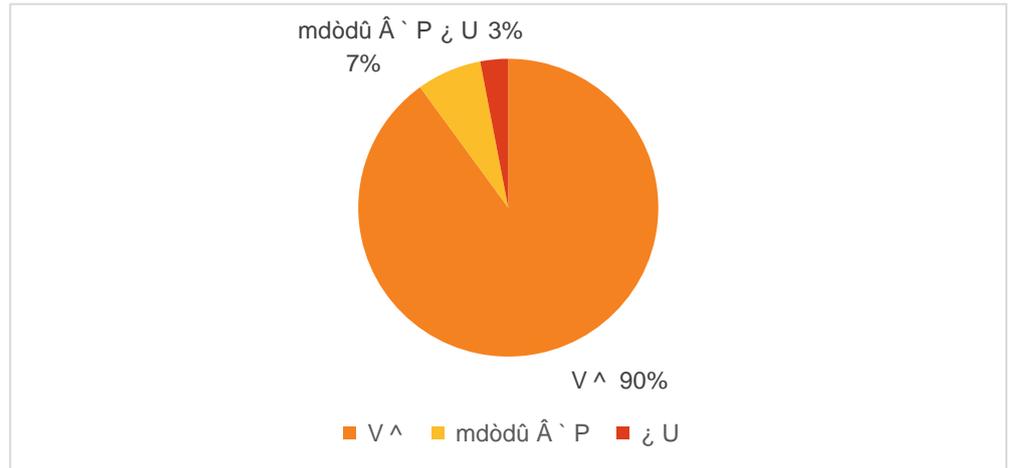
公司除了钛精矿之外的主要产品是钒钛铁精矿，是钒钛磁铁矿经过破碎、磨碎、选矿等加工处理成的矿粉，用作提钒炼钢的主要原料。

钒钛铁精矿是钒钛钢铁企业提钒炼钢的主要原料，相比于其他地区的铁矿石产品，攀西地区的钒钛铁精矿钒含量高，钒钛钢铁企业以此为原料在冶炼钢铁的同时也能提取钒，能增加钒钛钢铁企业效益；提取钒后的钢水冶炼的钢材因仍含有一定量的钒，强度、硬度和韧性较强，被用于重轨及抗震钢筋等高强度钢的生产，下游终端客户主要包括攀钢集团、成渝钒钛、德胜钒钛等大型钒钛钢铁企业。

### 3.1. 下游钢铁为主，螺纹钢新国标实施后钒添加量逐步提升

钒资源在工业领域应用广泛，被称为“现代工业的味精”。全球钒产品消费量约 90%用于钢铁冶金，7%应用于钒钛、钒铝合金等非铁合金，3%用于其他领域。

图 19：钒下游应用领域以钢铁为主



资料来源：中国产业信息网，智研咨询，天风证券研究所

普钢升级带来钒需求增长。钢厂在生产过程中既可以通过添加钒合金来提高钢筋强度，也可以通过“穿水工艺”生产高强度钢筋。“穿水工艺”成本较低，但是容易生锈且强度容易衰竭，中小民营钢厂主要使用这种方法进行生产不含钒钢筋。2018 年 2 月，国家发布了《钢筋混凝土用钢第二部分：热轧带肋钢筋》GB/T 1499.2-2018 新标准，新标准提出了严格的强度等级要求。旨在从行业标准上硬性禁止穿水钢筋的市场流通。如果穿水工艺钢筋被普遍含钒量在 0.04% 以上的 HRB400 取代，那么将带来钒的需求增长。

表 2：钒下游主要应用领域明细

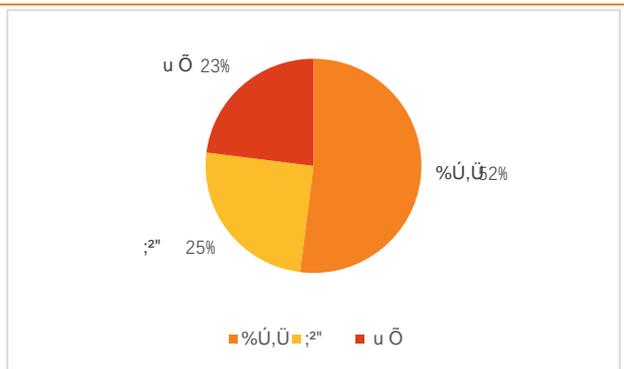
行业	领域	产品	所需钒制品
钢铁	碳素钢、低合金高强钢	钢筋等	钒铁、钒氮合金
	合金钢	合结钢、工具钢、弹簧钢等	钒铁、钒氮合金
非铁合金	钛合金	钛合金、工业纯钛	钒铝合金
化工	化学制品	硫酸、尿素、催化剂	偏钒酸铵、偏钒酸钠等

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 3.2. 全国供给以攀西为主，集中度高，供需结构稳定

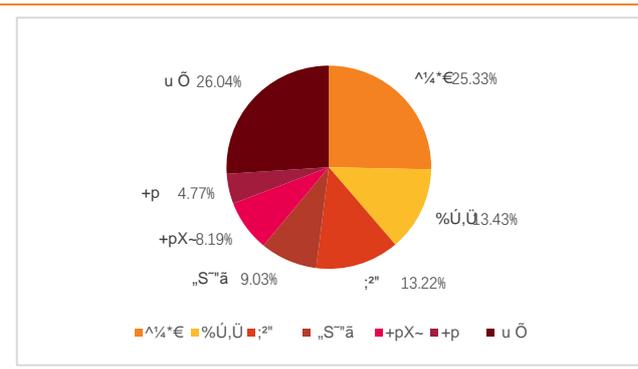
é çdòdù M ^Js ¥ O & k } ã b `` š U9A | ^ k 5 O ã b 9 \ ` o•fw | N ^ a ož9A | ^ © é çdòdù M ^Js } èJs k k9A | ^ dòdù M ^Js m Ä dü Ĩ > ¥ O ^ ) ¶ ¶ ç ¥ O 90% ð ò Ĩ > ¥ O ^ ) ¶ ¶ ç ¥ O 63% zJs @ ¥ O ^ ) ¶ ¶ ç 12% ož RJs \_o• ç o•• J • ”o• D } ¥ Á % ^ 2 Ä Ū 0 k9A | ^ dòdù M ^Js } J # c Ä 9A VJs o• ú Y " Js ( T M o• M V | : Js y a š ož

图 20：2019 年中国钒资源分布



资料来源：USGS，天风证券研究所

图 21：2017 年中国铁资源分布



资料来源：中国统计年鉴，天风证券研究所

dòdù ^ ɤJs @dòdù V ^ c Udò ¶ V } = % k 9dòdù ^ ɤJs U H dòdù M ^ Js k œ  
 4 ϕ Ä dòdù ^ ɤJs } 9A |<sup>a</sup> dòdù M ^ Js J # c ^ • ož  
 9A |<sup>a</sup> dòdù ^ ɤJs u @ } y 55% k } y z 9 ϕ Ä v 62% } y ^ Js @ D } k x  
 , A 9 ĺ U<sup>a</sup> ^ Js @ D } kdòdù ^ ɤJs d m O ä kdòdù V ^ c Y 4 = %“(™ ¶ V  
 ^ c ž - U Hdò k Í dòdù V ^ c | z U Hdò e V J(™ ¶ V Ö œ Q m Ä %<sup>2</sup>  
 O dò k ~ † o • F † ygä Ä ^ • μ A ~ \* V Ö ¼ Ä i kt 9 M ó C - VMw ^ ä  
 † V ÿ Dož ð Y ñ ÿ è Î k ϕ Ä Ý<sup>o</sup> dòdù V ^ c ÿ D Ä<sup>a</sup> } ɤ “ 9A | C u  
<sup>a</sup> k œ 4dòdù ^ ɤJs } “ 9A |<sup>a</sup> f % ož

图 22：公司钒钛铁精矿销售半径



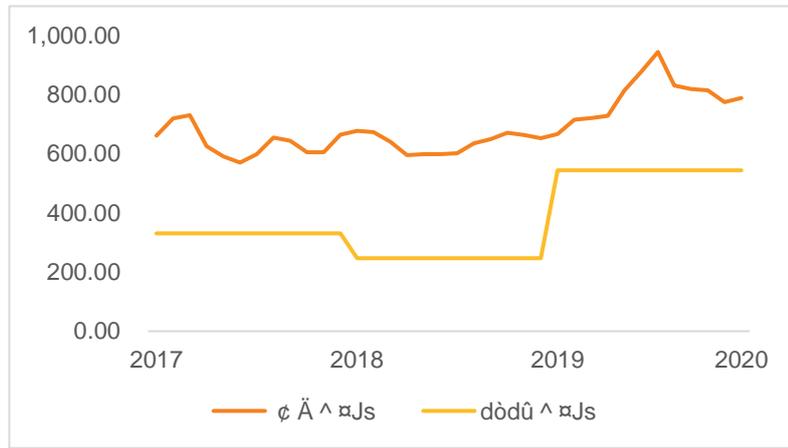
资料来源：安宁股份招股说明书，天风证券研究所

9A |<sup>a</sup> dòdù ^ ɤJs Ä Î “ š U C u<sup>a</sup> f % k š U<sup>a</sup> û Ý dòdù V ^ c } Ä  
 9A V ɤ • o • è A Adòdù o • ’ dòdù ^ ož 9A V ɤ • V ^ D<sup>3</sup> 1000 \* p k è A Adòdù V ^ D  
<sup>3</sup> 450 \* p K dòdù V ^ D<sup>3</sup> 280 \* p k dòdù V ^ ÿ D c ` < D 1730  
 \* p k ô dòdù ^ ɤJs Ý 2200 \* pož

### 3.3. 金属钒暂时不计价，未来存在价值重估的空间

dòdù ^ ɤJs \_ } | ϕ ž ^ Js @ \_ § € k J β ϕ ž ^ Js @ \_ 6 f β 9%<sup>2</sup> ož  
 \* A û > 3 v , [dòdù ^ ɤJs \_ ö Ö ^ ɤJs \_ k U Y G ë “ û ” } v § €  
 œ<sup>a</sup> \$ e kdòdù ^ ɤJs \_ z 9 ö Ö ^ ɤJs \_ ož

图 23：公司钒钛铁精矿销售价格（元/吨）低于市场标准铁精矿的价格（元/吨）



资料来源：wind，安宁股份招股说明书，天风证券研究所。注：2019 年钒钛铁精矿价格为品位 61% 价格，之前为品位 55% 价格

公司钒钛铁精矿的价格低于市场价格的主要因素有两个：一是公司产品的品位较市场标准品位（62%）较低；二是公司的钒钛铁精矿里面含有钛等杂质，下游钒钛钢铁厂必须用特定的工艺和设备来冶炼，而且在攀西地区钒钛钢铁厂的集中度远高于钒钛磁铁矿采选企业的集中度，因此下游议价能力较强。

随着安宁股份 2019 年以来将钒钛铁精矿的品位提升至 61%，接近市场标准品位，同时上游钒钛磁铁矿的采选企业集中度的提升，产业联盟逐渐形成，钒钛铁精矿的价格逐步与市场价格接轨。

同时，随着 2018 年 2 月 6 日《钒铁精矿》（GB/T 1499.2-2018）国家标准实施，2018 年 11 月 1 日《钒铁精矿》（GB/T 1499.2-2018）国家标准实施，钒钛铁精矿的价格逐步与市场价格接轨。

图 24：2017 年以来钒价格走势图



资料来源：wind，天风证券研究所

以五氧化二钒为例，目前价格不到 10 万元/吨，处于历史底部区间，2018 年高点价格超过 50 万/吨。目前钒钛铁精矿的价格虽然与市场标准铁精矿价格接轨，但作为钢铁重要添加剂的金属钒并未计价。我们认为随着未来螺纹钢市场的逐步规范，金属钒价格或有进一步上涨的空间，钒钛磁铁矿的价值或得到重估。

## 4. 公司发展战略：以钒钛磁铁矿采选技术优势为核心壁垒，加快钛精矿行业整合

### 4.1. 公司核心竞争力：钒钛磁铁矿采选技术优势奠定了公司处于行业成本曲线最下方的基础

公司所拥有的钒钛磁铁矿是以含铁为主，共伴生钛、钒、钨、钴、镍、铬、镓等元素的多金属共伴生矿，因此钒钛磁铁矿综合开发利用的专业性和技术性极高。随着国家对环境保护、安全生产等方面管理的加强，特别是出台了绿色矿山认定的标准，对矿山企业从建设初期到生产运营的各个环节提出了更高的要求，具备先进的技术储备、持续的研发能力及优秀的管理团队是企业的核心竞争力。

根据中国地质科学院矿产综合利用研究所和中国地质调查局金属矿产资源综合利用技术研究中心工程师严伟平，曾小波发表的论文《攀西地区钒钛磁铁矿资源开发利用水平评估方法研究》，对 2018 年攀西地区在产的 12 座钒钛磁铁矿开采企业进行了全面的评估，四川安宁铁钛股份有限公司米易县潘家田铁矿综合得分率最高。由此可以看出公司在攀西地区的钒钛磁铁矿采选企业中具有较强的竞争优势。

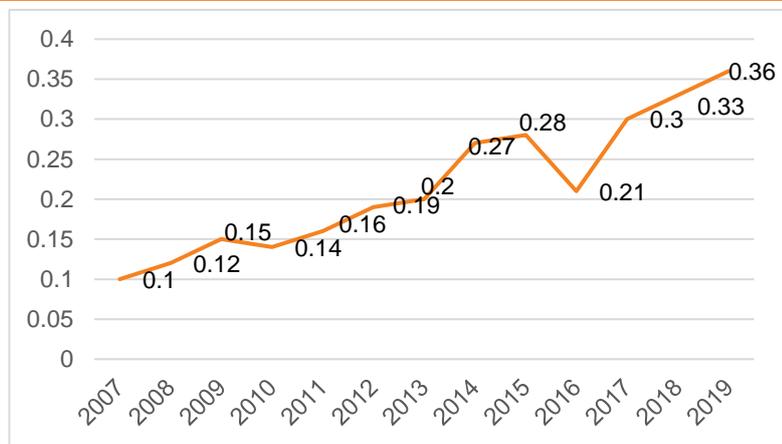
表 3：四川省 2018 年在产钒钛磁铁矿开发利用水平评估结果（按得分计）

Fp+p# Hī	开采回采率	选矿回收率	废石利用率	人均年产出额	人均年产精矿量	总得分
**€O ü	20.21	16.74	1.23	5.42	1.64	93.22
n~VÑFp μ	20.76	15.89	0.40	6.09	2.05	89.19
`ìc;X~5 Fp	20.85	15.77	1.83	3.36	5.83	87.34
H; ;3;²Fp	20.04	17.57	0.76	2.30	1.94	81.82
B*ce+pFp	20.21	17.36	0.00	2.49	2.05	80.10
3ÿc;Fp	21.11	7.50	0.00	2.16	1.94	79.71
fQ6_&iFp	20.00	0.00	0.14	8.00	6.04	78.18
!\_ cÀcš (R'løJ•c'cšGÀcÀFp)	20.00	7.50	0.25	5.27	8.00	77.25
4-E ikFp	20.46	7.50	0.00	4.27	1.64	77.22
!\_ cÀcšo E RHcÀFp	20.22	7.50	0.25	5.27	8.00	76.99
,H½Fp	20.00	15.65	0.00	0.91	3.28	74.55
.-((Fp	20.00	0.00	0.38	1.87	1.33	50.52

资料来源：《攀西地区钒钛磁铁矿资源开发利用水平评估方法研究》-严伟平，曾小波，天风证券研究所

另一方面，从公司 vdû ^ A gdòdû M ^Js c dù ñJs D O dòdû ^ ñJs D O A † h r ß -UYOßk, [ " Đ 5 P kdû ›v ä & 5 U k , [!\_ i • í ož

图 25：公司十年来钛铁比逐步提升



资料来源：安宁股份招股说明书，天风证券研究所

## 4.2. 公司未来发展战略：以控量保价为战略目标，横向整合钛矿资源

公司于 2020 年 IPO 募资 4060 万元，募集资金净额 10.52 亿元。公司募集资金主要用于：(1) 补充流动资金；(2) 偿还银行贷款；(3) 支付中介机构费用；(4) 支付发行费用。公司募集资金到位后，将有效改善公司的财务状况，增强公司的偿债能力，为公司生产经营提供稳定的资金支持。同时，公司募集资金到位后，将有效改善公司的财务状况，增强公司的偿债能力，为公司生产经营提供稳定的资金支持。

根据公司招股说明书，截至 2015 年 12 月 31 日，公司保有钒钛磁铁矿资源储量 2.96 亿吨，能够满足公司长期持续发展。同时，公司成立战略发展部，立足攀西，放眼全球，跟踪调研资源信息，寻找优质资源，为公司更进一步扩大资源储备奠定坚实的基础。

可以看出，公司在有资源绝对优势的情况下，并不急于增长钛精矿的产能，而是寻求横向的资源整合。因此可以推断公司的战略是控制钛精矿的产量，保证钛精矿价格的同时，利用上市公司融资渠道的优势来横向整合攀西地区的钒钛磁铁矿资源，从而实现扩张。

## 5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1、由于公司 IPO 募投项目明确表示暂时不增加钛精矿产量，因此假设公司 2020-2022 年钛精矿产量维持在 54 万吨/年。
- 2、由于目前处于钛白粉价格的上行周期，预计至少持续到 2022 年，因此假设公司 2020-2022 年钛精矿平均销售价格为 1500 元/吨、2000 元/吨、2100 元/吨。
- 3、公司从 2019 年开始逐步将钒钛铁精矿的品味从 55% 提升至 61%，假设 2020 年开始公司将全部铁精矿品味提升至 61%，2020-2022 年 61% 品味铁精矿产量为 150 万吨、165 万吨、184 万吨。
- 4、由于铁精矿价格处于上行周期，假设公司 61% 品味钒钛铁精矿 2020-2022 年平均销售价格为 600 元/吨、700 元/吨、750 元/吨。

表 4：公司各业务收入、成本、利润拆分预测假设

年度	2017	2018	2019	2020	2021	2022
钛精矿收入（万吨）	76275.53	83830.27	67661.45	81000.00	108000.00	113400.00
钛精矿销售数量（万元）	47.52	60.97	49.12	54.00	54.00	54.00
钛精矿单价（元/吨）	1,605.54	1,375.01	1,377.51	1,500.00	2,000.00	2,100.00
钛精矿成本（元/吨）	13,882.02	18,169.06	16,021.96	19,440.00	19,440.00	19,440.00
钛精矿单位成本（元/吨）	292.13	298.00	326.18	360.00	360.00	360.00
55%铁精矿收入（万元）	52,197.35	38,828.44	15,053.67	0	0	0
55%铁精矿销售量（万吨）	157.74	157.29	44.21	0	0	0
55%铁精矿单价（元/吨）	330.91	246.86	340.53	0	0	0
55%铁精矿单位成本（元/吨）	186.48	203.76	219.62	0	0	0
61%铁精矿收入（万元）	0	0	53,991.55	90,000.00	115,500.00	138,000.00

61%铁精矿销售量（万吨）	0	0	99.26	150.00	165.00	184.00
61%铁精矿单价（元/吨）	0	0	543.92	600.00	700.00	750.00
61%铁精矿单位成本（元/吨）	0	0	287.12	290.00	300.00	300.00
营业收入	128472.9	122658.7	136706.7	171000	223500	251400.00
营业成本	43297.37	50218.47	54230.89	62940	68940	74640
毛利率	66.30%	59.06%	60.33%	63.19%	69.15%	70.31%

资料来源：wind，安宁股份招股说明书，天风证券研究所

根据公司主营业务特征，由于公司是唯一一家以钒钛磁铁矿为主营业务的上市公司，没有其他可比公司，因此我们选取以其他金属矿产开采作为主营业务的紫金矿业、江西铜业、西部矿业作为可比上市公司。

表 5：可比上市公司相对估值（可比公司均选取 wind 一致预期）

公司	2020PE	2021PE	2022PE
紫金矿业	52.36	32.28	23.74
江西铜业	42.26	32.52	26.41
西部矿业	33.95	23.15	18.32
平均值	42.85	29.31	22.82
安宁股份	22.77	15.86	14.05

资料来源：wind，天风证券研究所

结论：在以上核心假设下，预测公司 2020-2022 年实现营业收入 17.20 亿元、22.48 亿元、25.28 亿元，实现归属母公司所有者净利润 7.16 亿元、10.32 亿元、11.66 亿元，同比增长 37.96%、44.05%、12.96%；对应 PE 为 27.75 倍、19.26 倍、17.05 倍，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。根据可比公司的 wind 一致预期相对估值，我们选取行业 2021 年平均 29.31 倍 PE 作为公司的目标市盈率，对应 6 个月目标价 75.33 元。

## 6. 风险提示

由于疫情影响海外经济复苏力度放缓，全球钛白粉需求低于预期；  
 公司钒钛铁精矿扩产时间点低于预期；  
 钛精矿价格下行周期提前到来；  
 公司上游钒钛磁铁矿资源整合进度低于预期；  
 钒钛铁精矿中金属钒计价进度低于预期；  
 资源储量勘查核实结果与实际存在差异、采矿权抵押风险；

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	238.63	335.29	1,304.13	2,060.71	3,462.26
应收票据及应收账款	289.64	590.55	477.17	813.13	638.24
预付账款	51.97	10.15	59.84	21.74	63.76
存货	90.00	96.03	108.76	119.85	123.94
其他	9.34	5.60	14.53	8.60	17.53
<b>流动资产合计</b>	<b>679.58</b>	<b>1,037.63</b>	<b>1,964.43</b>	<b>3,024.03</b>	<b>4,305.73</b>
长期股权投资	254.12	266.53	266.53	266.53	266.53
固定资产	935.21	1,076.83	1,053.13	1,049.39	1,044.62
在建工程	67.90	0.68	36.41	69.84	71.91
无形资产	314.78	314.90	303.86	292.81	281.77
其他	386.09	349.33	267.46	232.27	200.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,958.11</b>	<b>2,008.27</b>	<b>1,927.38</b>	<b>1,910.85</b>	<b>1,864.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,637.69</b>	<b>3,045.90</b>	<b>3,891.81</b>	<b>4,934.88</b>	<b>6,170.70</b>
短期借款	141.65	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	368.28	320.23	488.57	376.62	569.99
其他	113.95	188.53	136.94	261.41	135.63
<b>流动负债合计</b>	<b>623.87</b>	<b>508.76</b>	<b>625.51</b>	<b>638.03</b>	<b>705.62</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	174.67	189.61	184.05	182.78	185.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>174.67</b>	<b>189.61</b>	<b>184.05</b>	<b>182.78</b>	<b>185.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>798.54</b>	<b>698.37</b>	<b>809.56</b>	<b>820.81</b>	<b>891.10</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.40	360.40	401.00	401.00	401.00
资本公积	13.18	13.18	13.18	13.18	13.18
留存收益	1,445.77	1,964.96	2,681.25	3,713.07	4,878.61
其他	19.79	8.99	(13.18)	(13.18)	(13.18)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,839.14</b>	<b>2,347.53</b>	<b>3,082.25</b>	<b>4,114.07</b>	<b>5,279.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,637.69</b>	<b>3,045.90</b>	<b>3,891.81</b>	<b>4,934.88</b>	<b>6,170.70</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	490.21	519.19	716.29	1,031.82	1,165.54
折旧摊销	143.37	155.94	59.02	61.35	63.74
财务费用	16.82	6.50	(8.56)	(17.57)	(28.83)
投资损失	(72.15)	(41.81)	(55.50)	(55.50)	0.00
营运资金变动	103.64	(380.62)	201.77	(234.37)	218.57
其它	(27.20)	68.86	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>654.70</b>	<b>328.06</b>	<b>913.02</b>	<b>785.73</b>	<b>1,419.02</b>
资本支出	211.88	183.08	65.56	81.27	47.30
长期投资	54.05	12.41	0.00	0.00	0.00
其他	(354.59)	(279.94)	(70.06)	(105.77)	(97.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(88.66)</b>	<b>(84.45)</b>	<b>(4.50)</b>	<b>(24.50)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	141.65	0.00	33.33	11.11	14.81
股权融资	112.51	(17.95)	26.99	17.57	28.83
其他	(751.66)	(96.31)	(0.00)	(33.33)	(11.11)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(497.51)</b>	<b>(114.26)</b>	<b>60.32</b>	<b>(4.66)</b>	<b>32.54</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>68.53</b>	<b>129.35</b>	<b>968.84</b>	<b>756.58</b>	<b>1,401.56</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,228.38</b>	<b>1,374.88</b>	<b>1,719.77</b>	<b>2,247.77</b>	<b>2,528.36</b>
营业成本	502.27	547.52	633.00	693.34	750.66
营业税金及附加	30.72	42.47	47.86	62.74	73.01
营业费用	103.75	106.57	134.14	174.65	192.16
管理费用	61.76	84.64	86.47	138.37	127.12
研发费用	36.20	41.28	51.59	67.43	75.85
财务费用	25.07	7.15	(8.56)	(17.57)	(28.83)
资产减值损失	(3.90)	(9.39)	6.35	(2.31)	(1.78)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	72.15	41.81	55.50	55.50	0.00
其他	(159.79)	(85.09)	(111.00)	(111.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>560.15</b>	<b>597.91</b>	<b>824.42</b>	<b>1,186.62</b>	<b>1,340.18</b>
营业外收入	1.37	2.85	4.20	2.81	3.29
营业外支出	3.23	4.89	6.24	4.79	5.30
<b>利润总额</b>	<b>558.28</b>	<b>595.88</b>	<b>822.38</b>	<b>1,184.64</b>	<b>1,338.16</b>
所得税	68.07	76.69	106.09	152.82	172.62
<b>净利润</b>	<b>490.21</b>	<b>519.19</b>	<b>716.29</b>	<b>1,031.82</b>	<b>1,165.54</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>490.21</b>	<b>519.19</b>	<b>716.29</b>	<b>1,031.82</b>	<b>1,165.54</b>
每股收益(元)	1.22	1.29	1.79	2.57	2.91

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.57%	11.93%	25.09%	30.70%	12.48%
营业利润	-11.49%	6.74%	37.88%	43.93%	12.94%
归属于母公司净利润	-10.95%	5.91%	37.96%	44.05%	12.96%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.11%	60.18%	63.19%	69.15%	70.31%
净利率	39.91%	37.76%	41.65%	45.90%	46.10%
ROE	26.65%	22.12%	23.24%	25.08%	22.08%
ROIC	34.63%	38.88%	42.73%	65.95%	62.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.27%	22.93%	20.80%	16.63%	14.44%
净负债率	-5.27%	-14.28%	-41.23%	-49.82%	-65.30%
流动比率	1.09	2.04	3.14	4.74	6.10
速动比率	0.95	1.85	2.97	4.55	5.93
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.19	3.12	3.22	3.48	3.48
存货周转率	15.01	14.78	16.80	19.66	20.74
总资产周转率	0.47	0.48	0.50	0.51	0.46
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.22	1.29	1.79	2.57	2.91
每股经营现金流	1.63	0.82	2.28	1.96	3.54
每股净资产	4.59	5.85	7.69	10.26	13.17
<b>估值比率</b>					
市盈率	40.54	38.28	27.75	19.26	17.05
市净率	10.81	8.47	6.45	4.83	3.76
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.96	14.30	11.80
EV/EBIT	0.00	0.00	22.47	15.05	12.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com