

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

安宁股份 (002978)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜永刚

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

邮箱: huangliheng@cindasc.com

相关研究:

安宁股份深度: 钛矿龙头, 扬帆起航
(2020.11.09)安宁股份年报点评: 继续受益钛矿涨价
(2021.03.31)安宁股份中报点评: 量价齐升助力公司
业绩增长 (2021.08.05)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

安宁股份: 公司毛利率创新高

2021年10月25日

事件: 公司发布三季报, 2021年前三季度实现营业收入和归母净利润 18.46、11.90 亿元, 同比增长 48.65%、128%; 其中 Q3 实现营业收入和归母净利润 6.31 亿、4.27 亿元, 同比增长 60.93%、154%, 环比提升 6.64%、0.38%。EPS 为 2.97 元/股, 同比增长 118%。

点评:

- **钛精矿价格维持高位叠加降本增效, 公司 Q3 毛利率提升至 83.57%。** 公司 2021 年 Q1-Q3 归母净利分别为 3.58、4.05、4.27 亿元, 毛利率分别为 74.73%、78.65%、83.57%。公司业绩和盈利能力逐季提升, 一是来自钛矿价格上涨推动, 2021 年 H1, 百川钛精矿报价由 2050 元/吨逐月上涨至 2550 元/吨, Q3 维持 2450~2550 区间波动; 二是公司通过提升钛金属回收率、更新生产设备以减少耗材使用量等方式降低生产成本, 2021 年 Q1-Q3 公司营业成本分别为 1.57、1.26、1.04 亿元, Q2、Q3 均环比降低 8%。钛精矿价格高位持稳叠加降本增效, 我们预计公司 Q4 将继续维持 80%以上的毛利率。
- **公司积极拓宽产品种类、延伸产业链赋能中远期业绩。** 公司钒钛磁铁矿规模化高效清洁分离提取示范项目正处于“安评、环评、能评”阶段, 预计 2023 年 12 月投产, 投产后将增加富钛料 20 万吨/年、机械铸造类微合金材料 20 万吨/年的生产能力, 其中富钛料预计为公司增加营收 25~34 亿元。另外公司与攀钢钒钛共同投资的东方钛业(公司持股 35%) 年产钛白粉 12 万吨, 受益于 2021 年前三季度钛白粉不断提价, 东方钛业业绩大幅提升, 公司 2021 前三季度实现投资收益 1.2 亿元, 同比增长超 9 倍。公司积极向下游延伸产业链。
- **供给持续偏紧支撑钛精矿价格。** 国内钛矿受环保督察影响, 开工率较低; 海外钛矿受疫情影响到港限制严格, 其中越南钛矿 8 月进口量减少至 1.87 万吨, 据涂多多数据, 2021 年 1-8 月越南钛矿进口量约 32 万吨, 平均每月进口约 4 万吨, 占进口钛矿总量的 13%, 而 8 月越南受疫情影响, 到港船只不足, 造成我国以越南为代表的进口钛矿减少。另外力拓 RBM 恢复运营, 但生产仍未正常; Kemare 三季报显示钛铁矿产量为 31.44 万吨, 但是 4 季度原矿开采品位可能降低, 我们预计钛矿供给将长期维持紧缺态势。需求方面, 短期部分钛白粉厂家受限电政策影响产量下滑, 涂料市场受双控影响需求走弱, 但长期需求仍稳定。整体看, 钛矿长期供给偏紧, 价格预计维持高位运行。
- **盈利预测与投资评级:** 结合公司钛精矿和铁精矿产能及价格判断, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 16.28、16.96、18.21 亿元, EPS 为 4.06、4.23、4.54 元/股, 当前股价对应的 PE 为 12x、11x、11x。考虑钛精矿价格维持高位, 以及公司优异的财务状况支撑的外延扩张能力, 维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**钛精矿或铁精矿价格下跌；钛白粉需求大幅下跌；公司提质增效技改项目进度低预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,375	1,636	2,437	2,602	2,782
增长率 YoY %	11.9%	19.0%	48.9%	6.8%	6.9%
归属母公司净利润(百万元)	519	701	1,628	1,696	1,821
增长率 YoY%	5.9%	34.9%	132.3%	4.2%	7.3%
毛利率%	60.2%	64.5%	79.7%	80.1%	80.5%
净资产收益率ROE%	22.1%	17.3%	28.7%	23.0%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	1.44	1.81	4.06	4.23	4.54
市盈率 P/E(倍)	0.00	25.36	11.74	11.27	10.50
市净率 P/B(倍)	—	4.55	3.37	2.60	2.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月25日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,038	2,333	3,989	5,768	7,673	
货币资金	335	1,116	2,510	4,222	6,061	
应收票据	584	558	831	887	948	
应收账款	7	4	0	6	6	
预付账款	10	4	3	3	4	
存货	96	81	69	72	75	
其他	6	571	576	577	578	
非流动资产	2,008	2,434	2,378	2,320	2,261	
长期股权投资	267	261	255	249	244	
固定资产(合)	1,077	1,022	965	908	849	
无形资产	315	307	298	290	282	
其他	350	844	859	873	886	
资产总计	3,046	4,766	6,366	8,088	9,934	
流动负债	509	551	523	548	574	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	139	163	140	146	153	
应付账款	181	131	112	117	122	
其他	189	257	272	285	299	
非流动负债	190	177	177	177	177	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	190	177	177	177	177	
负债合计	698	728	700	725	751	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,348	4,039	5,666	7,363	9,183	
负债和股东权益	3,046	4,766	6,366	8,088	9,934	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,375	1,636	2,437	2,602	2,782	
同比(%)	11.9%	19.0%	48.9%	6.8%	6.9%	
归属母公司净利润	519	701	1,628	1,696	1,821	
同比(%)	5.9%	34.9%	132.3%	4.2%	7.3%	
毛利率(%)	60.2%	64.5%	79.7%	80.1%	80.5%	
ROE%	22.1%	17.3%	28.7%	23.0%	19.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.44	1.81	4.06	4.23	4.54	
P/E	0.00	25.36	11.74	11.27	10.50	
P/B	—	4.55	3.37	2.60	2.08	
EV/EBITDA	-0.46	18.04	9.40	7.90	6.46	

利润表		单位:百万				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,375	1,636	2,437	2,602	2,782	
营业成本	548	580	496	519	542	
营业税金及附加	42	55	82	88	94	
销售费用	107	94	67	78	83	
管理费用	85	79	60	64	68	
研发费用	41	53	78	84	89	
财务费用	7	-14	-18	-14	-11	
减值损失合	-9	-8	22	22	22	
投资净收益	42	26	195	156	167	
其他	20	17	22	30	32	
营业利润	598	825	1,910	1,991	2,137	
营业外收支	-2	-3	-1	-1	-1	
利润总额	596	822	1,910	1,990	2,136	
所得税	77	121	282	294	315	
净利润	519	701	1,628	1,696	1,821	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	519	701	1,628	1,696	1,821	
EBITDA	724	957	1,766	1,884	2,021	
EPS(当	1.44	1.81	4.06	4.23	4.54	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	328	977	1,233	1,590	1,706	
净利润	519	701	1,628	1,696	1,821	
折旧摊销	156	164	112	114	116	
财务费用	7	3	0	0	0	
投资损失	-42	-26	-195	-156	-167	
营运资金变	-322	119	-295	-42	-41	
其它	10	16	-17	-22	-22	
投资活动现	-84	-1,139	161	122	133	
资本支出	-114	-91	-40	-40	-40	
长期投资	0	-1,085	6	6	6	
其他	29	37	195	156	167	
筹资活动现	-114	1,003	0	0	0	
吸收投资	0	1,052	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-7	-100	0	0	0	
现金流净增加额	129	841	1,394	1,712	1,839	

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究开发中心，从事贵金属及小金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。