

## 行业景气度上升+收购西昌钒制品，公司业绩快速释放

2022 年 03 月 29 日

**推荐**

首次评级

当前价格：

3.76 元

➤ **事件概述：**3 月 28 日，公司发布 2021 年报：2021 年公司实现归母净利润 13.28 亿元，同比增长 248.56%；扣非归母净利润 10.01 亿元，同比增 367.67%。分季度来看，2021Q4，公司实现营收 31.11 亿元，同比增 12.83%；归母净利润 5.45 亿元，同比增 1450.66%；扣非归母净利润 2.24 亿元，同比增 895.66%。

➤ **点评：**

- ① **量：2021 年钒产品、钛白粉和钛渣销量分别增长 0.77%、4.03%和 6.12%。**公司通过充分释放产能规模，主要产品产销实现正增长。公司 2021 年钒产品销量为 4.26 万吨（含西昌钒制品），同比增长 0.77%；钛白粉销量为 24.74 万吨，同比增长 4.03%；钛渣销量为 21.36 万吨，同比增长 6.12%。
- ② **价：钛产品价格涨幅明显，毛利率提升至 19.92%。**2021 年五氧化二钒、钛白粉和酸钛渣价格分别上涨 18.6%、40.5%和 42.83%，同时公司原材料主要来自于母公司，成本来源稳定，测算钒制品单位成本下滑 3.47%（西昌钒制品并表），钛白粉、钛渣单位成本分别上涨 21.99%、35.13%，2021 年度公司钒产品、钛产品毛利率分别提升至 30.35%和 17.74%，公司整体毛利率水平提升 8.28pct，至 19.92%。

➤ **未来核心看点：**

- ① **成功收购西昌钒制品+与四川德胜集团签订战略合作协议，公司钒制品龙头地位将更加稳固。**公司 2021 年成功完成收购西昌钒制品（1.8 万吨钒制品产能），现有钒制品产能达到 4 万吨（以  $V_2O_5$  计），产能规模全球前列。另外，公司与四川德胜签订合作框架协议，双方计划设立合资公司投资建设产能 2 万吨的  $V_2O_5$  的钒渣加工生产线，公司未来权益钒制品产能有望达到 5.4 万吨，届时龙头地位将更加稳固。
- ② **钒电池发展前景广阔，有望成为公司未来重要的业绩增长点。**2021 年公司与大连博融及相关子公司、参股公司签署合作协议，将公司多钒酸铵原料加工成钒储能介质，并全部用于恒流公司（大连博融参股公司）的“大连液流电池储能调峰电站国家示范项目（一期）”项目中。公司钒电池发展前景广阔，有望成为未来重要的业绩增长点。
- ③ **股票激励计划为公司长远发展奠定基石。**2022 年 1 月，公司向包括公司董事、管理人员及核心骨干人员等 95 位激励对象授予 1328 万股限制性股票，占激励计划公告时公司股本总额 858,974.6202 万股的 0.15%，授予价格为 2.08 元/股。此次股票激励计划将有效提升公司凝聚力，增强公司竞争力，为公司长远发展奠定基石。

➤ **投资建议：**公司钒产品产能全球前列，随着钒行业景气度提升以及钒电池应用市场逐步扩大，公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次为 17.54/22.47/27.24 亿元，对应 2022 年 3 月 29 日收盘价 3.76 元，2022-2024 年 PE 依次为 18/14/12 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；钒电池发展不及预期；项目进展不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,060	15,703	16,958	18,428
增长率（%）	33.4	11.7	8.0	8.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,328	1,754	2,247	2,724
增长率（%）	248.6	32.1	28.1	21.2
每股收益（元）	0.15	0.20	0.26	0.32
PE	24	18	14	12
PB	4.3	3.4	2.8	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 29 日收盘）

**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理：孙二春**

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

## 目录

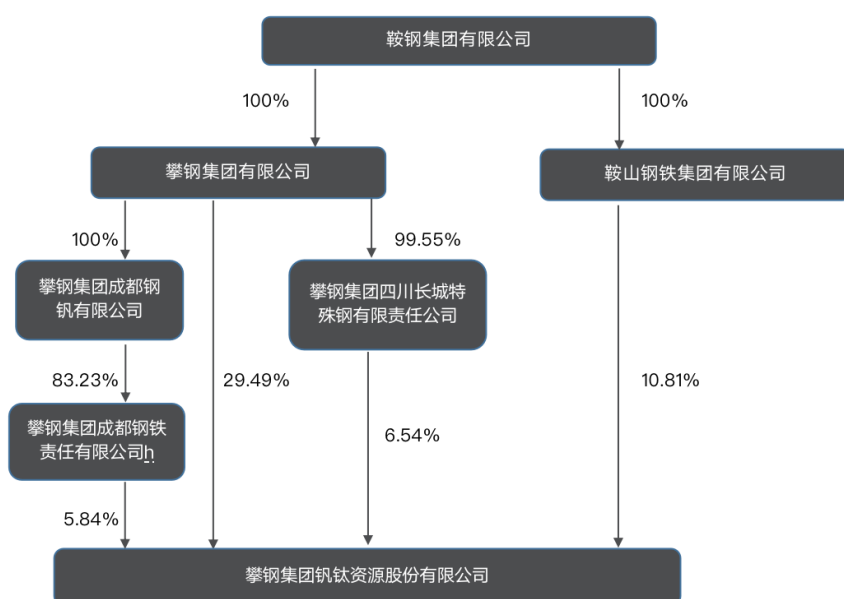
1 攀钢钒钛：钒制品产能全球领先.....	3
2 事件概述：2021 年归母净利同比增长 248.56%.....	6
3 点评：量价齐升，公司盈利能力大幅提高 .....	7
4 核心看点：成功收购西昌钒制品+与四川德胜集团签订战略协议，公司钒制品产能全球领先 .....	10
5 盈利预测与投资建议 .....	12
6 风险提示 .....	15
插图目录 .....	17
表格目录 .....	17

# 1 攀钢钒钛：钒制品产能全球领先

攀钢集团钒钛资源股份有限公司，是世界主要的钒制品供应商，中国主要的钛原料供应商，以及重要的钛渣和钛白粉生产企业。公司成立于 1993 年 3 月 27 日，并于 1996 年 11 月 15 日在深圳证券交易所上市。2011 年，公司实行重大资产重组，以其拥有的钢铁相关业务资产与鞍钢股份拥有的鞍干矿业 100% 股权、鞍钢香港 100% 股权、鞍澳公司 100% 股权进行资产置换。2016 年，攀钢钒钛再度重大资产重组，剥离铁矿石、钛精矿及海绵钛业务，主营业务集中于钒、钛、电三大板块。2021 年，公司收购公司控股股东攀钢集团下属公司西昌钢钒持有的攀钢集团西昌钒制品科技有限公司 100% 股权，对价 46.1 亿。

公司股权结构稳定。公司总股本 85.9 亿股，攀钢集团持有 29.49% 的股权，为公司的控股股东。公司的实际控制人为鞍钢集团，共持有公司 52.68% 的股权。

图 1：攀钢钒钛股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院

公司主要产品为氧化钒、钒铁、钒氮合金、钛白粉、钛渣等。公司拥有以五氧化二钒、高钒铁、钒氮合金、钒铝合金为代表的钒系列产品和以钛白粉、钛渣等为代表的钛系列产品，具备年经营钒制品（以  $V_2O_5$  计）4 万吨、钛精矿超 130 万吨和钛白粉 23.5 万吨的综合生产能力。经过五十年的建设发展，公司在钒钛磁铁矿资源综合利用方面已处于世界领先水平，是全领先的产钒企业，我国大型的钛原料和产业链完整的钛加工企业。

**图 2：攀钢钒钛氧化钒产品**


资料来源：公司官网，民生证券研究院

**图 3：攀钢钒钛钛白粉产品**


资料来源：公司官网，民生证券研究院

**公司钒制品产能达到 4 万吨，排名全球前列。**公司钒产业经过多年发展，加上 2021 年完成对西昌钒制品股权收购后，已具备钒制品（以  $V_2O_5$  计）4 万吨/年的生产能力。2021 年全国钒产量(以  $V_2O_5$  计)约 13.6 万吨，占全球产量比例约 65%，而公司产能利用率为 108.32%，产量约 4.33 万吨，以国内市场占比 31.86% 名列前茅。

**公司目前具有 23.5 万吨的钛白粉产能，是国内五家具有氯化法钛白粉生产能力的企业之一。**公司已具备硫酸法钛白粉 22 万吨/年、氯化法钛白粉 1.5 万吨/年的生产能力。2021 年国内钛白粉产量 38 万吨，同比增长 8.58%，其中公司产能利用率为 104%，产量约 24.44 万吨，占比 6.43%。

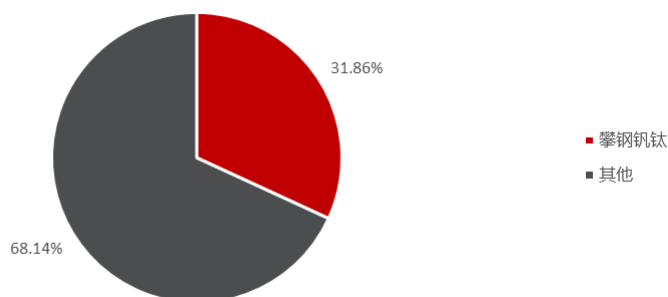
**钛渣和钛精矿经营量位居市场前列。**2021 年国内钛渣产量约 73 万吨，年产能约 200 万，其中生产钛渣的规模企业较少，10 万吨以上仅有攀钢钒钛和龙佰集团，公司国内市场占有率为 29.09%。钛精矿方面，据中国铁合金在线网站数据统计，2021 年国内总产量 604 万吨，而公司 2021 年钛精矿经营量超过 130 万吨(含自用)，位居国内前列。

**表 1：公司各产品产能及产量**

产品	产量（万吨）	产能（万吨）	产能利用率
钛渣	21.24	24.00	88.49%
钛白粉	24.44	23.50	104.00%
钒产品（以 $V_2O_5$ 计）	4.33	4.00	108.32%

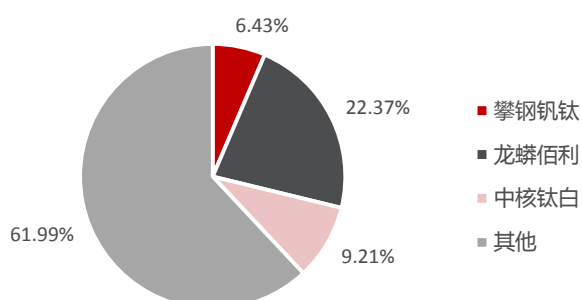
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：2021 年公司钒产品国内市占率



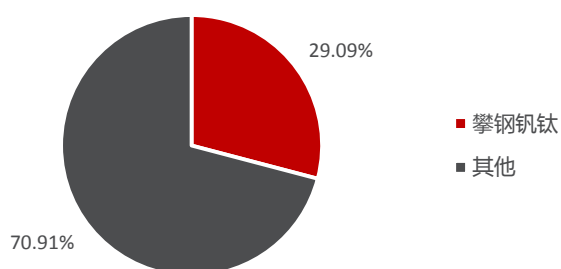
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2021 年公司钛白粉产品国内市占率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：2021 年公司钛渣国内市占率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司注重提炼技术发展，工艺先进。**钒产品主要是将钒钛磁铁矿从炼铁及炼钢工艺中提取，冶炼和加工具有较高的技术壁垒。公司不断优化钠法和钙法生产工艺以降低生产成本，提高竞争力，并稳定掌握了清洁钒生产工艺。钛产品方面，在国家鼓励氯化法钛白发展的背景下，公司已掌握了基于攀西钛资源制备高品质钛白粉的氯化法工艺及装备技术，同时高炉渣提钛也取得重大技术进步，为公司大力发展氯化钛白粉提供了机遇，并进一步提高公司对攀西钒钛磁铁矿资源综合利用水平。

## 2 事件概述：2021 年归母净利润同比增长 248.56%

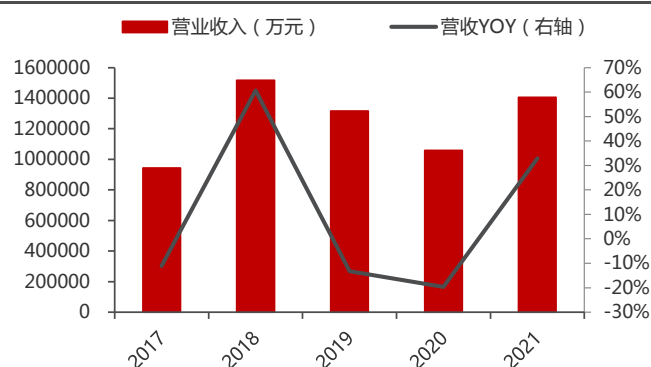
**公司公布 2021 年年报** 2021 年公司实现营收 140.60 亿元，同比增长 33.42%；归母净利润 13.28 亿元，同比增长 248.56%；扣非归母净利润 10.01 亿元，同比增长 367.67%。

**分季度来看**，2021Q4，公司实现营收 31.11 亿元，同比增 12.83%、环比降 18.49%；归母净利润 5.45 亿元，同比增 1450.66%、环比增 98.16%；扣非归母净利润 2.24 亿元，同比增 895.66%、环比降 18.8%。

**2022 年公司经营目标**：完成钒产品（以  $V_2O_5$  计）4.36 万吨，硫酸法钛白粉 22.55 万吨，氯化法钛白粉 1.72 万吨，钛渣 20.92 万吨。

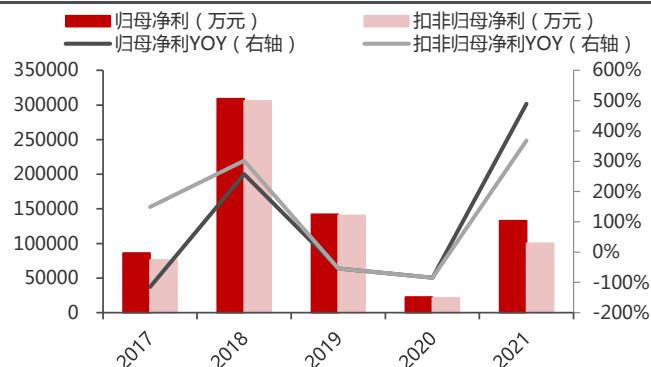
**2022 年 1-2 月经营数据**：攀钢集团钒钛资源股份有限公司实现营业收入约 26.00 亿元，同比增长 24%；归母净利润约 2.60 亿元，同比增长 122%。

图 7：2021 年，公司实现营收 140.6 亿元



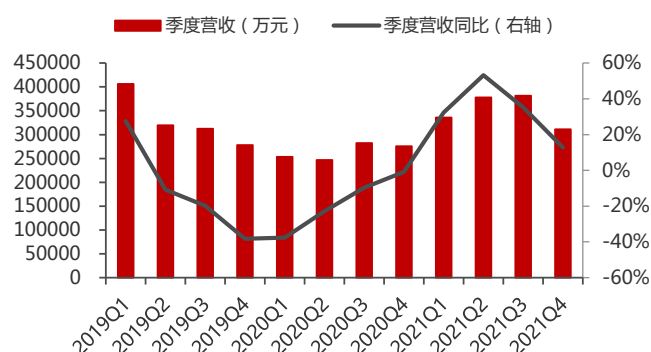
资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据

图 8：2021 年，公司实现归母净利润 13.28 亿元



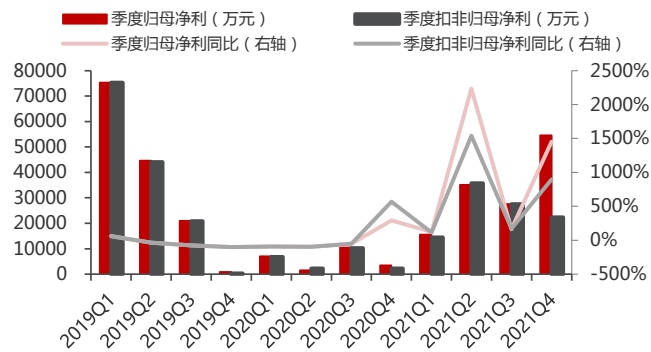
资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据

图 9：2021Q4，公司实现营收 31.11 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据

图 10：2021Q4，公司实现归母净利润 5.45 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据



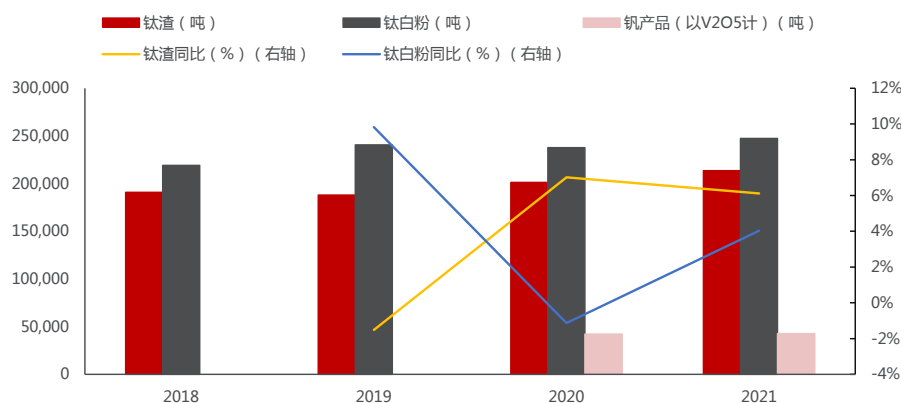
### 3 点评：量价齐升，公司盈利能力大幅提高

**量：**2021 年钒产品、钛白粉和钛渣销量分别增长 0.77%、4.03%和 6.12%。

公司通过充分释放产能规模，主要产品产销实现正增长。公司 2021 年钒产品销量为 4.26 万吨（含西昌钒制品），同比增长 0.77%；钛白粉销量为 24.74 万吨，同比增长 4.03%；钛渣销量为 21.36 万吨，同比增长 6.12%。

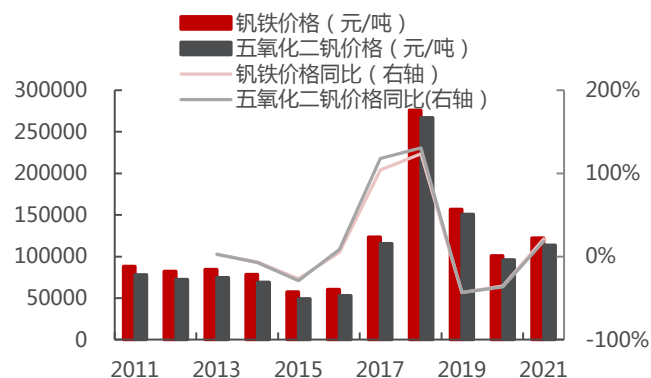
**价：**钛产品价格涨幅明显，毛利率提升 8.28pct，至 19.92%。2021 年五氧化二钒、钛白粉和酸钛渣价格分别上涨 18.6%、40.5%和 42.83%，同时公司原材料主要来自于母公司，成本来源稳定，测算钒制品单位成本下滑 3.47%（西昌钒制品并表所致），钛白粉、钛渣单位成本分别上涨 21.99%、35.13%，2021 年度公司钒产品、钛产品毛利率分别提升至 30.35%和 17.74%，公司整体毛利率水平提升 8.28pct，至 19.92%。

图 11：公司主要产品销量增长



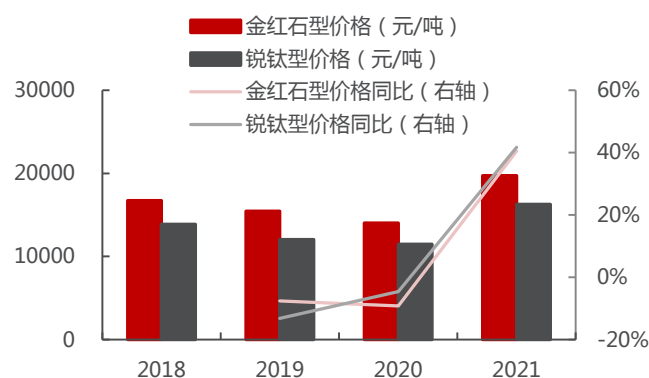
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：2021 年钒产品价格上涨



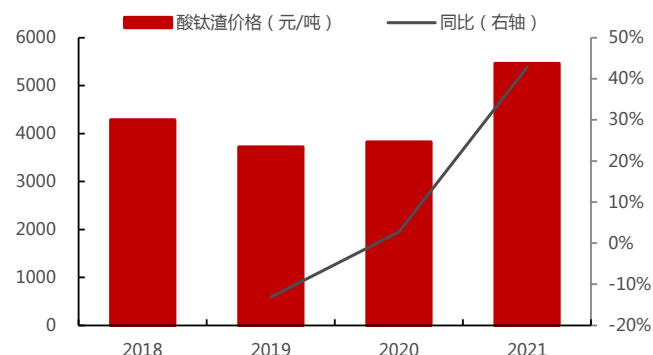
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年钛白粉价格大幅上涨



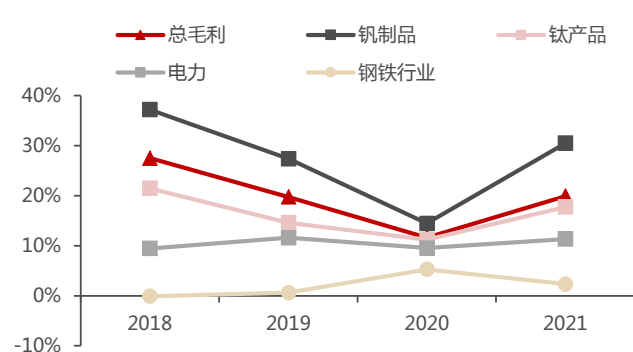
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年酸钛渣价格大幅上涨



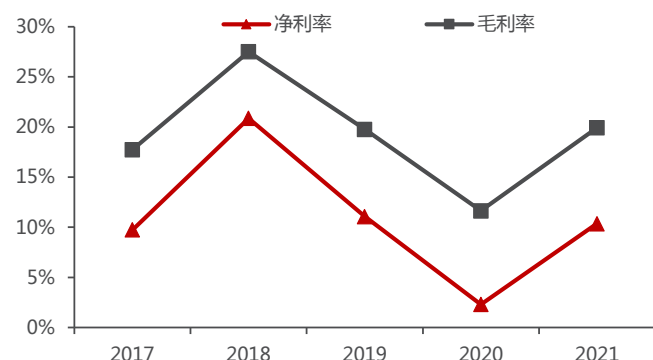
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021 年分产品毛利率（单位：%）



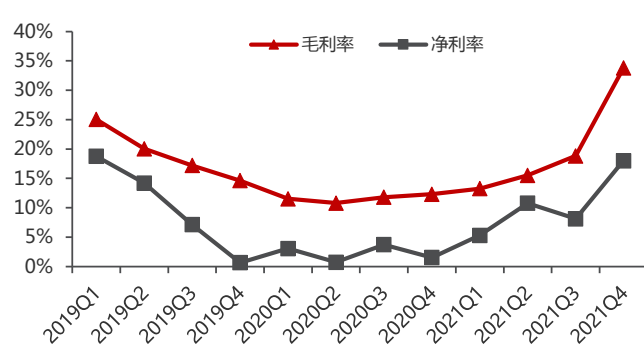
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021 年毛利率小幅上升



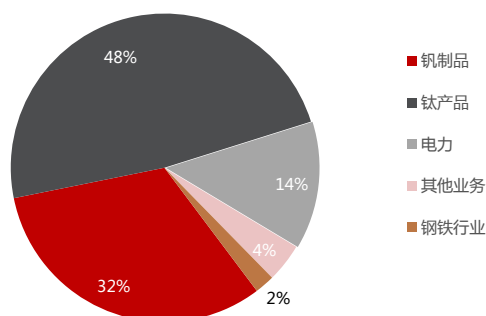
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：公司分季度毛利率变化



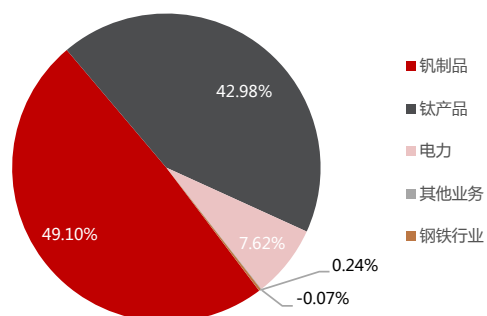
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2021 年公司分产品营收占比（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

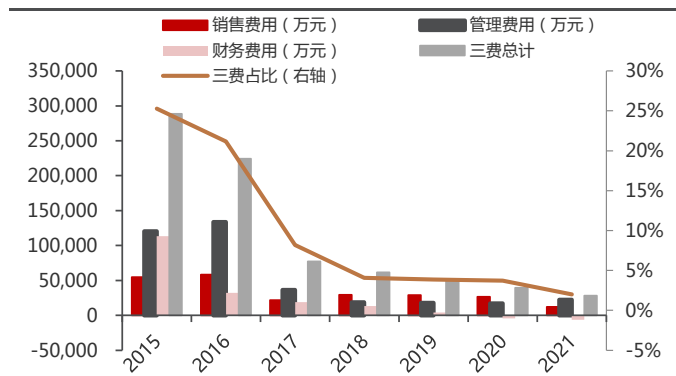
**期间费用率小幅下滑。**公司 2021 年期间费用同比下滑 1.11 亿元至 2.82 亿元，期间费用率同比下滑 1.71pct 至 2.01%；其中销售费用减少 1.43 亿元至 1.22 亿元，管理费用增加 0.53 亿元至 2.25 亿元，主要是职工薪酬及咨询费上升所致；



财务费用因主要原因为同期借款本金减少、存款利息收入增加以及采购现金折扣，同比减少 0.21 亿元至-0.64 亿元。

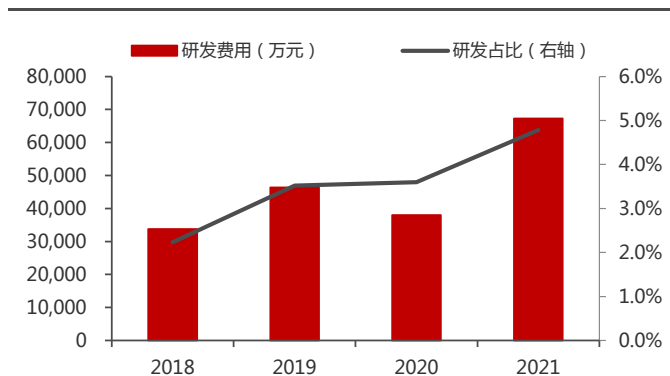
**公司加大研发投入，研发费用大幅上升。**研发投入同比增加 2.92 亿元至 6.73 亿，研发费用率增加 1.2pct 至 4.79%。

图 20：2021 年公司期间费用率小幅下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：2021 年公司研发费用上升



资料来源：wind，民生证券研究院

**西昌钒制品合并报表致公司 2021Q4 利润环比大增。**2021Q4，公司归母净利润 5.45 亿元，环比增加 2.70 亿元，而扣非归母净利润 2.24 亿元，环比减少 0.53 亿元，主要是由于公司 2021 年 10 月 1 日同一控制下企业合并取得西昌钒制品，致使公司四季度产生非经常性收益 3.3 亿元。

其他方面，公司归母净利润增长主要来自于所得税（+0.20 亿元），少数股东损益（+0.20 亿元）。而减利项主要在于费用和税金（-0.16 亿元）、减值损失（-0.41 亿元）、其他/投资收益（-0.34 亿元）和营业外利润（-0.12 亿元）。

## 4 核心看点：成功收购西昌钒制品+与四川德胜集团签订战略合作协议，公司钒制品产能全球领先

**成功收购西昌钒制品+与四川德胜集团签订战略合作协议，公司钒制品龙头地位将更加稳固。**公司 2021 年下半年成功完成收购西昌钒制品（1.8 万吨钒制品产能）100%股权工作，使得公司钒制品产能达到 4 万吨（以  $V_2O_5$  计），产能规模全球领先。另外，公司 2021 年 9 月份与四川德胜集团钒钛有限公司签订钒制品项目合作框架协议，双方计划设立合资公司，其中攀钢钒钛出资比例 65%~70%，四川德胜出资比例 30%~35%，合资公司未来将投资建设产能 2 万吨的  $V_2O_5$  的钒渣加工生产线，一旦项目落地，公司未来权益钒制品产能有望达到 5.4 万吨，届时龙头地位将更加稳固，公司将充分受益钒行业高景气度带来的发展机遇。

表 2：全球主要钒制品企业产能情况（单位：吨）

名称	产能（折 $V_2O_5$ ）	产品	原料
攀钢钒钛	40000	FeV、VN、氧化钒、钒铝合金 钒渣	钒渣
俄罗斯(Evraz) 控股公司	35000	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	25000	FeV、VN、氮化钒铁、氧化钒、钒铝合金	钒渣
北京建龙重工集团有限公司	18000	VN、氧化钒	钒渣
奥地利 Treibacher Industrie AG	13000	$V_2O_3$ 、 $V_2O_5$ 、钒铁	钒渣

资料来源：2020 年全球钒工业发展报告，民生证券研究院

表 3：与四川德胜签订合作框架协议，规划建设 2 万吨  $V_2O_5$  产线

合资公司股权占比	产能（吨）	产品	原料
65%~75%	20000	五氧化二钒	钒渣

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**钒电池发展前景广阔，有望成为公司未来重要的业绩增长点。**钒电池是目前发展势头强劲的绿色环保储能电池之一，钒电池具有大功率、长寿命、支持频繁大电流充放电、安全性高等优势，主要用于再生能源并网发电、电网储能、大型智能微电网等领域。根据 2021 年发改委、能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，到 2025 年新型储能装机规模达 3000 万 kW 以上，同时坚持储能技术多元化发展，实现液流电池等长时储能技术进入商业化发展初期，随着钒电池渗透率的提升，预计 2025 年钒电池储能装机量有望达到 3~4GW，钒电池发展前景广阔。

大连博融是国内大规模工业化生产高性能钒制品的企业，公司 2021 年 9 月与大连博融签署战略合作协议，从产品及服务，生产合作等 5 个方面共同推进钒储能产业的发展。基于以上战略合作协议，公司子公司成都钒钛贸易于 2021 年 10 月与大连博融子公司融科技术、大连博融参股公司恒流公司签订《三方合作协议》。基于《三方合作协议》，成都钒钛贸易与融科技术签订了《全钒液流电池用钒储能介质委托加工协议》，协议主要内容是将成都钒钛贸易的多钒酸铵（简称 APV）原

料加工成钒储能介质（硫酸氧钒溶液），并全部用于恒流公司的“大连液流电池储能调峰电站国家示范项目（一期）”全钒液流电池建设项目中。若协议得以全部顺利执行，按照当时钒产品市场价格水平测算，涉及交易总金额约为 2.5 亿元。随着钒电池业务逐步开拓，钒电池未来有望成为公司未来重要的业绩增长点。

**表 4：与大连博融战略合作钒电池相关业务**

合作内容	原料	产品	交易总额测算
委托融科技术将多钒酸铵（简称 APV）原料加工成钒储能介质（硫酸氧钒溶液），并全部用于恒流公司的“大连液流电池储能调峰电站国家示范项目（一期）”全钒液流电池建设项目	多钒酸铵	硫酸氧钒溶液	2.5 亿元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**股票激励计划为公司长远发展奠定基石。**2021 年 12 月，公司公布限制性股票激励方案（草案）第二次修订稿，公司拟向包括公司董事、高级管理人员、其他领导班子成员、中层管理人员及核心骨干人员等 95 位激励对象授予 1328 万股限制性股票，占激励计划公告时公司股本总额 858,974.6202 万股的 0.1546%，授予价格为 2.08 元/股。限制性股票已经在 2022 年 1 月份授予完毕，公司此次股票激励计划将充分调动公司董事、高级管理人员、其他领导班子成员、中层管理人员及核心骨干员工的主动性和创造性，提升公司凝聚力，增强公司竞争力，为公司长远发展奠定基石。

**表 5：公司股票激励计划授予对象**

序号	姓名	职位	获授的限制性股票数量（万股）	获授总额占授予总数的比例	获授总额占总股本比例
1	李晓宇	党委书记、工会主席	34	2.56%	0.0040%
2	马朝辉	总经理	28	2.11%	0.0033%
3	罗玉惠	董事会秘书	24	1.81%	0.0028%
4	吴军	纪委书记、机关党委书记	23	1.73%	0.0027%
5	谢正敏	财务负责人	22	1.66%	0.0026%
6	李亮	总经理助理	22	1.66%	0.0026%
中层管理人员、核心骨干（共 89 人）			1,175.00	88.48%	0.1368%
合计			1,328.00	100.00%	0.1546%

数据来源：公司公告，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们把公司业务分为钒产品、钛白粉、钛渣、钛精矿、电五个部分，其中：

1) 钒制品业务：随着行业景气度回升，以及西昌钒制品并表，营收，毛利率会将稳步增长，预计该业务 2022-2024 年分别实现营业收入 53.1、60.0 与 65.9 亿元，毛利率分别为 35.9%、39.4%与 41.1%。

**表 6：公司钒产品业务收入拆分及预测**

单位：亿元	2021	2022E	2023E	2024E
收入	45.2	53.1	60.0	65.9
YoY		17.6%	13.0%	9.8%
成本	31.4	34.0	36.4	38.8
毛利	13.8	19.1	23.6	27.1
毛利率(%)	30.5%	35.9%	39.4%	41.1%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

2) 钛白粉业务：随着行业景气度回升以及公司产销量增长，预计该业务 2022-2024 年分别实现营业收入 44.9、48.5 与 54.8 亿元，毛利率分别为 25.6%、26.7%与 27.7%。

**表 7：公司钛白粉业务收入拆分及预测**

单位：亿元	2021	2022E	2023E	2024E
收入	40.7	44.9	48.5	54.8
YoY		10.3%	8.0%	13.1%
成本	31.0	33.4	35.6	39.6
毛利	9.7	11.5	12.9	15.2
毛利率(%)	23.9%	25.6%	26.7%	27.7%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

3) 钛渣业务：钛渣业务相对稳定，预计该业务 2022-2024 年分别实现营业收入 12.1、12.4 与 12.7 亿元，毛利率分别为 18.2%、18.6%与 19.0%。

**表 8：公司钛渣业务收入拆分及预测**

单位：亿元	2021	2022E	2023E	2024E
收入	11.1	12.1	12.4	12.7
YoY		9.2%	2.5%	2.9%
成本	9.2	9.9	10.1	10.3
毛利	1.8	2.2	2.3	2.4
毛利率(%)	16.7%	18.2%	18.6%	19.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4) 钛精矿业务:随着下游行业扩张,钛精矿价格回暖,预计该业务 2022-2024 年分别实现营业收入 17.8、18.7 与 19.6 亿元,毛利率分别为 5.7%、7.5%与 9.2%。

**表 9: 公司钛精矿业务收入拆分及预测**

单位: 亿元	2021	2022E	2023E	2024E
收入	16.2	17.8	18.7	19.6
YoY		10.0%	5.0%	5.0%
成本	15.7	16.8	17.3	17.8
毛利	0.5	1.0	1.4	1.8
毛利率(%)	3.0%	5.7%	7.5%	9.2%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

5) 电业务:电业务相对稳定,预计该业务 2022-2024 年分别实现营业收入 20.0、20.4 与 21.0 亿元,毛利率分别为 11.7%、11.3%与 11.7%。

**表 10: 公司钛白粉业务收入拆分及预测**

单位: 亿元	2021	2022E	2023E	2024E
收入	18.9	20.0	20.4	21.0
YoY		6.0%	2.0%	3.0%
成本	16.7	17.6	18.1	18.5
毛利	2.1	2.3	2.3	2.5
毛利率(%)	11.3%	11.7%	11.3%	11.7%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

综上,我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入157.0、169.6与184.3亿元,分别同比+11.7%、+8.0%与+8.7%,预计毛利率分别为23.3%、25.5%与27.0%。

**表 11: 公司营业总收入及毛利预测**

单位: 亿元	2021	2022E	2023E	2024E
收入	140.6	157.0	169.6	184.3
YoY		11.7%	8.0%	8.7%
成本	112.6	120.5	126.3	134.5
毛利	28.0	36.5	43.3	49.8
毛利率(%)	19.9%	23.3%	25.5%	27.0%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析与投资建议

我们选取钢铁板块方大炭素与广大特材作为可比公司,整体看,公司估值低于方大炭素,略高于广大特材,但公司未来盈利增速较快,估值仍有一定上升空间。

公司钒产品产能全球前列,随着钒行业景气度提升以及钒电池应用市场逐步扩大,公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次为 17.54/22.47/27.24 亿元,对应 2022 年 3 月 29 日收盘价 3.76 元,2022-2024 年 PE 依次为 18/14/12 倍,首次覆盖,给予公司“推荐”评级。

**表 12：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600516.SH	方大炭素	8.47	0.30	0.42	0.58	-	28	20	15	-
688186.SH	广大特材	26.03	0.82	1.68	2.45	3.63	32	15	11	7
000629.SZ	攀钢钒钛	3.76	0.15	0.20	0.26	0.32	24	18	14	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：股价时间为 2022 年 3 月 29 日；方大炭素未出 2021 年报，2021 年每股收益为预测值，2024 年每股收益预测值暂缺；广大特材已出 2021 年年报。



## 6 风险提示

**1)下游需求不及预期。**目前钒制品主要下游是钢铁,钢铁行业景气度受宏观、行业政策等因素影响较大,一旦钢铁行业低迷,可能会压制钒制品下游需求,导致钒制品价格出现下滑。

**2)钒电池发展不及预期。**钒电池目前成本优势不强,需要国家相应政策支持,一旦未来新能源相关政策及市场情况出现超预期负面冲击,可能会影响公司钒电池业务发展。

**3)项目进展不及预期。**产业、环保政策等不利变化可能会影响公司规划项目进展,导致公司未来增长速度不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,060	15,703	16,958	18,428
营业成本	11,259	12,050	12,633	13,448
营业税金及附加	95	102	112	118
销售费用	122	133	145	151
管理费用	225	251	271	280
研发费用	673	754	813	857
EBIT	1,687	2,413	2,984	3,574
财务费用	-64	-6	-17	-36
资产减值损失	-59	3	7	9
投资收益	34	41	43	48
营业利润	1,724	2,460	3,046	3,656
营业外收支	-36	-15	-12	4
利润总额	1,688	2,445	3,035	3,660
所得税	233	515	565	665
净利润	1,456	1,930	2,469	2,995
归属于母公司净利润	1,328	1,754	2,247	2,724
EBITDA	2,005	2,982	3,677	4,274

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	607	2,275	4,754	7,812
应收账款及票据	208	276	278	305
预付款项	24	29	29	31
存货	1,121	1,201	1,257	1,344
其他流动资产	382	473	507	518
流动资产合计	2,341	4,254	6,826	10,010
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,545	5,437	5,587	5,632
无形资产	454	551	664	771
非流动资产合计	7,869	7,926	8,090	8,044
资产合计	10,211	12,180	14,916	18,054
短期借款	50	75	90	45
应付账款及票据	566	568	609	643
其他流动负债	1,134	1,032	1,149	1,202
流动负债合计	1,751	1,675	1,848	1,890
长期借款	0	25	35	50
其他长期负债	515	499	511	515
非流动负债合计	515	524	546	565
负债合计	2,266	2,199	2,393	2,455
股本	8,590	8,603	8,603	8,603
少数股东权益	419	595	817	1,088
股东权益合计	7,944	9,981	12,522	15,598
负债和股东权益合计	10,211	12,180	14,916	18,054

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.42	11.68	7.99	8.67
EBIT 增长率	221.91	48.43	23.69	19.74
净利润增长率	248.56	32.13	28.08	21.25
盈利能力 (%)				
毛利率	19.92	23.27	25.51	27.02
净利润率	10.35	12.29	14.56	16.25
总资产收益率 ROA	13.00	14.40	15.06	15.09
净资产收益率 ROE	17.64	18.69	19.20	18.77
偿债能力				
流动比率	1.34	2.54	3.69	5.30
速动比率	0.68	1.81	3.00	4.57
现金比率	0.35	1.36	2.57	4.13
资产负债率 (%)	22.20	18.06	16.05	13.60
经营效率				
应收账款周转天数	3.57	4.02	3.87	3.92
存货周转天数	36.35	36.84	36.68	36.73
总资产周转率	1.38	1.29	1.14	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.15	0.20	0.26	0.32
每股净资产	0.87	1.09	1.36	1.69
每股经营现金流	0.21	0.25	0.37	0.42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24	18	14	12
PB	4.3	3.4	2.8	2.2
EV/EBITDA	16.36	10.12	7.54	5.77
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,456	1,930	2,469	2,995
折旧和摊销	319	569	692	700
营运资金变动	-160	-363	47	-59
经营活动现金流	1,776	2,113	3,181	3,592
资本开支	-26	-579	-908	-665
投资	-1	-39	56	31
投资活动现金流	7	-581	-805	-584
股权募资	0	28	0	0
债务募资	-89	21	30	-32
筹资活动现金流	-4,572	137	103	50
现金净流量	-2,788	1,668	2,479	3,058

## 插图目录

图 1：攀钢钒钛股权结构.....	3
图 2：攀钢钒钛氧化钒产品 .....	4
图 3：攀钢钒钛钛白粉产品 .....	4
图 4：2021 年公司钒产品国内市占率 .....	5
图 5：2021 年公司钛白粉产品国内市占率 .....	5
图 6：2021 年公司钛渣国内市占率 .....	5
图 7：2021 年，公司实现营收 140.6 亿元.....	6
图 8：2021 年，公司实现归母净利润 13.28 亿元.....	6
图 9：2021Q4，公司实现营收 31.11 亿元.....	6
图 10：2021Q4，公司实现归母净利润 5.45 亿元 .....	6
图 11：公司主要产品销量增长.....	7
图 12：2021 年钒产品价格上涨 .....	7
图 13：2021 年钛白粉价格大幅上涨 .....	7
图 14：2021 年酸钛渣价格大幅上涨 .....	8
图 15：2021 年分产品毛利率（单位：%） .....	8
图 16：2021 年毛利率小幅上升 .....	8
图 17：公司分季度毛利率变化.....	8
图 18：2021 年公司分产品营收占比（单位：%） .....	8
图 19：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%） .....	8
图 20：2021 年公司期间费用率小幅下滑.....	9
图 21：2021 年公司研发费用上升 .....	9

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1：公司各产品产能及产量 .....	4
表 2：全球主要钒制品企业产能情况（单位：吨） .....	10
表 3：与四川德胜签订合作框架协议，规划建设 2 万吨 $V_2O_5$ 产线.....	10
表 4：与大连博融战略合作钒电池相关业务 .....	11
表 5：公司股票激励计划授予对象 .....	11
表 6：公司钒产品业务收入拆分及预测.....	12
表 7：公司钛白粉业务收入拆分及预测.....	12
表 8：公司钛渣业务收入拆分及预测.....	12
表 9：公司钛精矿业务收入拆分及预测.....	13
表 10：公司钛白粉业务收入拆分及预测 .....	13
表 11：公司营业总收入及毛利预测.....	13
表 12：可比公司 PE 数据对比 .....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	16

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001