

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 金属&新材料行业分析师

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业分析师

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)安宁股份季报点评: 公司毛利率创新高
(2021.10.25)安宁股份年报点评: 钛矿价格有望继续
上涨, 推动公司盈利提升 (2022.03.23)

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: 拟延伸产业链至钛合金, 助力产业升级

2022年04月05日

事件: 公司4月1日公告, 计划投资100亿元建设年产6万吨能源级钛(合金)材料全产业链项目。

点评:

- **公司依托钛矿资源优势, 向产业链下游延伸。**公司与攀枝花钒钛高新技术产业开发区签署项目投资合同书, 拟投资100亿元建设年产6万吨能源级钛(合金)材料全产业链项目, 包含海绵钛及配套生产线、钛(合金)材料铸锭和轧制加工生产线。公司计划项目分三期投资建设, 预计首期投资55亿元, 二期、三期投资分别为25、20亿元; 首期建设周期为24个月, 全部三期项目计划建设周期60个月。公司坐拥潘家田钒钛磁铁矿, 矿山资源储量2.96亿吨, 整体钛资源储量(以二氧化钛计)3202万吨, 丰富的钛资源储量以及攀枝花地区丰富的绿电资源(水电、光伏、风电资源)为公司建设“钒钛磁铁矿-海绵钛-钛锭、钛板-能源级钛(合金)材料”全产业链项目奠定基础。
- **中国海绵钛行业产能利用率较低, 高端产能仍不足。**中国海绵钛产能和产量均居全球第一, 但中国与全球均存在海绵钛产能利用率较低的困境。据USGS, 2021年全球海绵钛产能为35万吨/年, 中国海绵钛产能为17.7万吨/年, 占比51%; 2021年全球海绵钛产量为21万吨, 中国海绵钛产量为12万吨(中国有色协会数据为13.99万吨), 占比57%; 全球与中国的海绵钛产能利用率分别为60%和68%。自2016年起, 中国一直是海绵钛的净进口国, 据海关总署, 2021年中国海绵钛进口量同比增加193%至1.38万吨, 净进口量同比增加211%至1.30万吨。虽然中国大部分海绵钛企业已经具备高端海绵钛生产能力, 但军工小颗粒海绵钛的产能不足, 目前主要依赖进口, 而高端海绵钛附加值较高, 因此中国海绵钛进口单价为0.76万美元/吨, 出口单价为0.51万美元/吨, 两者价差明显。
- **公司有望成为全球最大海绵钛生产企业, 重塑行业格局。**全球海绵钛生产企业主要集中在俄罗斯、日本, 俄罗斯VSMPO-AVISMA公司为全球最大的海绵钛生产商, 产能为4.65万吨/年; 日本的海绵钛企业主要是大坂科技公司(OTT)和东邦钛公司(TOHO), 两者产能分别为4.4和2.5万吨/年。国内厂商方面, 据百川盈孚统计, 产能超过2万吨的海绵钛企业主要有百盛钛业、湘晟新材、金达钛业、遵义钛业、双瑞万基和攀钢钒钛, 产能分别为3.5、3.0、2.5、2.5、2.3、2.0万吨, 因此在不考虑其他企业扩产的情况下, 公司的6万吨海绵钛产能建设完毕后, 将成为全球海绵钛最大的生产商, 有望重塑行业格局。
- **公司以成本优势推动钛材应用领域拓展, 助力产业升级。**传统的钛冶金具有工艺周期长、能耗大、利用率低等缺点, 导致钛合金成本高、价格较贵, 限制了其广泛应用, 进而导致海绵钛产能利用率较低, 低效和无效产能较多, 行业陷入高端产能不足和低端产能过剩的困局。降低钛及

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

钛合金成本是进一步扩大钛材应用的重要途径。公司是国内钛矿龙头企业，在钛精矿市场拥有较强的议价能力，公司可以借助自有钛矿资源优势 and 园区配套的低成本清洁能源，以及产能规模效应优势，降低海绵钛生产成本和能耗，拓展钛合金材料应用领域，打破国内海绵钛规模小和刚需不足的恶性循环格局，助力产业升级。

- **盈利预测与投资评级：**不考虑本次投资项目贡献，我们预计公司2022-2024年归母净利分别为17.03、18.42、19.74亿元，EPS为4.25、4.59、4.92元/股，当前股价对应的PE为9x、8x、8x。考虑钛精矿价格有望继续上涨，以及公司优异的财务状况支撑的外延及内生扩张能力，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**钛精矿或铁精矿价格下跌；钛白粉需求下降；海绵钛项目投资进度不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,636	2,303	2,617	2,803	2,989
增长率 YoY %	19.0%	40.8%	13.6%	7.1%	6.6%
归属母公司净利润(百万元)	701	1,435	1,703	1,842	1,974
增长率 YoY%	34.9%	104.8%	18.7%	8.2%	7.2%
毛利率%	64.5%	74.5%	77.5%	78.1%	78.7%
净资产收益率ROE%	17.3%	29.8%	26.2%	22.1%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	1.81	3.58	4.25	4.59	4.92
市盈率 P/E(倍)	25.36	11.81	8.70	8.04	7.50
市净率 P/B(倍)	4.55	3.53	2.27	1.77	1.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年04月01日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,333	3,020	4,585	6,362	8,276	
货币资金	1,116	2,189	3,653	5,366	7,217	
应收票据	558	728	827	886	945	
应收账款	4	4	4	4	5	
预付账款	4	4	4	4	4	
存货	81	86	87	90	94	
其他	571	9	10	11	12	
非流动资产	2,434	2,590	2,687	2,779	2,866	
长期股权投资	261	367	474	580	686	
固定资产(合)	1,022	1,003	976	944	909	
无形资产	307	298	288	279	270	
其他	844	922	949	975	1,000	
资产总计	4,766	5,611	7,272	9,141	11,141	
流动负债	551	581	539	566	592	
短期借款	0	64	0	0	0	
应付票据	163	140	141	146	152	
应付账款	131	81	82	85	88	
其他	257	295	317	335	352	
非流动负债	177	222	222	222	222	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	177	222	222	222	222	
负债合计	728	803	761	788	814	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	4,039	4,808	6,511	8,353	10,327	
负债和股东权益	4,766	5,611	7,272	9,141	11,141	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,636	2,303	2,617	2,803	2,989	
同比(%)	19.0%	40.8%	13.6%	7.1%	6.6%	
归属母公司净利润	701	1,435	1,703	1,842	1,974	
同比(%)	34.9%	104.8%	18.7%	8.2%	7.2%	
毛利率(%)	64.5%	74.5%	77.5%	78.1%	78.7%	
ROE%	17.3%	29.8%	26.2%	22.1%	19.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.81	3.58	4.25	4.59	4.92	
P/E	25.36	11.81	8.70	8.04	7.50	
P/B	4.55	3.53	2.27	1.77	1.43	
EV/EBITDA	18.05	8.99	5.95	4.67	3.50	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,636	2,303	2,617	2,803	2,989	
营业成本	580	587	589	613	637	
营业税金及	55	84	96	102	109	
销售费用	94	3	13	14	15	
管理费用	79	81	79	84	90	
研发费用	53	78	88	95	101	
财务费用	-14	-27	-23	-28	-24	
减值损失合	-8	0	6	6	6	
投资净收益	26	154	175	188	200	
其他	17	14	20	21	22	
营业利润	825	1,666	1,976	2,137	2,290	
营业外收支	-3	-2	-1	-1	-1	
利润总额	822	1,664	1,975	2,136	2,289	
所得税	121	229	272	294	315	
净利润	701	1,435	1,703	1,842	1,974	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	701	1,435	1,703	1,842	1,974	
EBITDA	957	1,650	1,876	2,024	2,171	
EPS(当	1.81	3.58	4.25	4.59	4.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	977	1,143	1,568	1,740	1,865	
净利润	701	1,435	1,703	1,842	1,974	
折旧摊销	164	166	124	129	134	
财务费用	3	7	1	0	0	
投资损失	-26	-154	-175	-188	-200	
营运资金变	119	-311	-79	-37	-37	
其它	16	1	-6	-6	-6	
投资活动现	-1,139	433	-39	-27	-14	
资本支出	-91	-145	-108	-108	-108	
长期投资	-1,085	522	-106	-106	-106	
其他	37	56	175	188	200	
筹资活动现	1,003	-505	-65	0	0	
吸收投资	1,052	0	0	0	0	
借款	0	181	-64	0	0	
支付利息或	-100	-685	-1	0	0	
现金流净增	841	1,072	1,464	1,713	1,850	

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。

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，从事铝铅锌及贵金属研究。

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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	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
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。