

钛精矿价格保持强势，产业链延伸布局

2022 年 04 月 22 日

► **公司公布 2022 年一季报：**2022Q1，公司实现营收 5.95 亿元，同比减少 4.57%、环比增长 30.01%；归母净利润 3.54 亿元，同比减少 0.99%、环比增长 44.19%；扣非归母净利 3.5 亿元，同比减少 0.95%、环比增长 48.49%。

► **2022Q1 归母净利润环比回升。**分季度同比来看，2022Q1 归母净利润同比减少 0.04 亿元。其中主要的减利点包括毛利和其他/投资收益：毛利下滑主要是由于产品价格回落，且预计钒钛铁精矿产量同比下滑所致，投资收益下滑主要是由于东方钛业收入减少；分季度环比来看，2022Q1 归母净利润环比增加 1.08 亿元，核心在于毛利环比增加 1.76 亿元，预计主要是由于钒钛铁精矿销量跟随铁水产量环比回升，且销量回升摊平成本使得 Q1 公司毛利率环比上升 16.52pct 至 72.82%。

► **未来核心看点：钛回收率持续提升，产业链延伸布局**

① **资源优势突出，钛回收率持续提升。**公司拥有的潘家田铁矿属于攀西地区钒钛磁铁矿核心资源之一。钛回收率方面，公司通过技术研究，将原矿综合利用品位降低至 13%，增加低品位原矿使用量，同时改进选钛工艺，大幅提高钛回收率。其中 IPO 募投项目“钒钛磁铁矿提质增效技改项目”预计今年年底完成，而 2021 年 4 月披露的“钒钛磁铁矿规模化高效清洁分离提取示范项目”将进一步提高钒钛磁铁矿资源综合利用率。

② **纵向延伸产业链，6 万吨能源级钛材料项目签署。**钛材料是高端制造业的基础材料，受益于航天航空、海洋工程等下游领域发展，未来需求空间广阔。为实现战略布局及长远规划，结合攀枝花丰富的绿电资源（水电、光伏、风电资源），公司拟投资 100 亿元建设年产 6 万吨“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，分三期建设，其中首期投资 55 亿元，建设周期 24 个月。

► **盈利预测与投资建议：**我们认为，受益于钛精矿价格保持强势，且技改项目完成后，钛精矿产量有望逐渐提升，公司 2022-24 年归母净利润预计依次为 14.64/16.72/18.50 亿元，对应 4 月 21 日收盘价的 PE 为 10x、8x 和 8x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格大幅波动，下游需求不及预期，新冠疫情持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,303	2,317	2,574	2,746
增长率（%）	40.8	0.6	11.1	6.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,435	1,464	1,672	1,850
增长率（%）	104.8	2.0	14.2	10.6
每股收益（元）	3.58	3.65	4.17	4.61
PE	10	10	8	8
PB	2.9	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 21 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

34.90 元



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

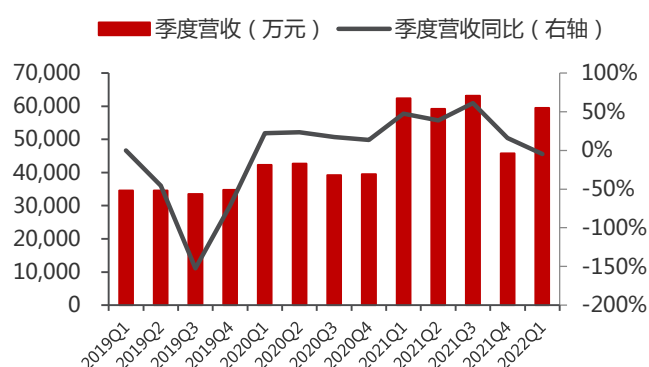
目录

1 事件：公司公布 2022 年一季报	3
2 2022 年一季度业绩拆解：毛利环比回升	3
3 核心看点：钛回收率持续提升，产业链延伸布局	5
4 盈利预测与投资建议	6
4.1 盈利预测假设与业务拆分	6
4.2 估值分析与投资建议	7
5 风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

1 事件：公司公布 2022 年一季度报

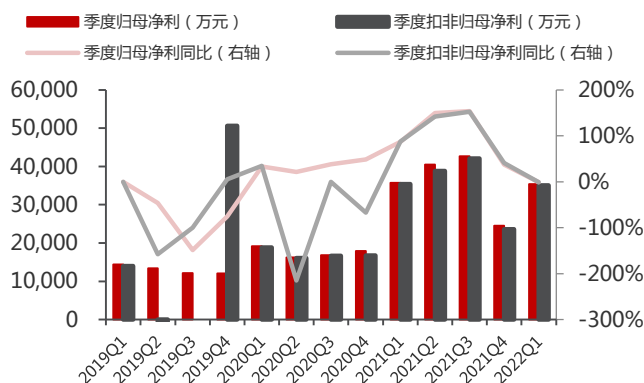
公司公布 2022 年一季度报： 2022Q1，公司实现营收 5.95 亿元，同比减少 4.57%、环比增长 30.01%；归母净利润 3.54 亿元，同比减少 0.99%、环比增长 44.19%；扣非归母净利 3.5 亿元，同比减少 0.95%、环比增长 48.49%。

图 1：2022Q1，公司营收同比减少 4.57%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2022Q1，公司归母净利润同比减少 0.99%

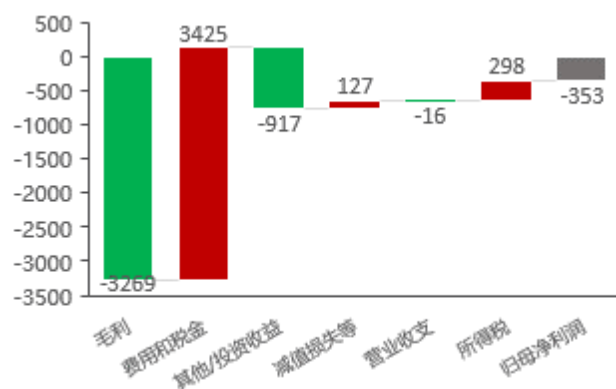


资料来源：wind，民生证券研究院

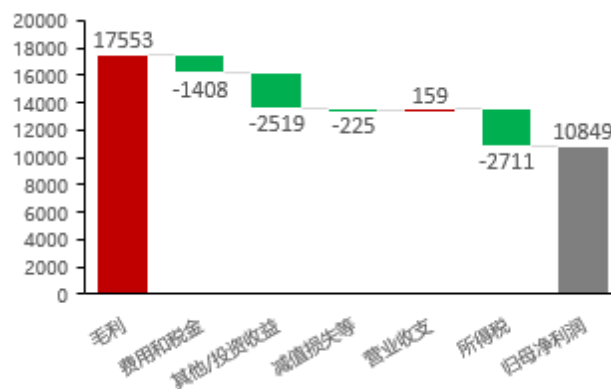
2 2022 年一季度业绩拆解：毛利环比回升

分季度同比来看，2022Q1 vs 2021Q1：2022Q1 归母净利润同比减少 0.04 亿元。 其中主要的减利点包括毛利(-0.33 亿元)和其他/投资收益(-0.09 亿元)；主要的增利点在于费用及税金同比(+0.34 亿元)，减值损失(+0.01 亿元)及所得税(+0.03 亿元)。

分季度环比来看，2022Q1 vs 2021Q4：2022Q1 归母净利润环比增加 1.08 亿元，核心在于毛利环比增加 1.76 亿元。 其中增利点还有营业外收支(+0.02 亿元)；主要的减利点在于其他/投资收益(-0.25 亿元)，主要是系东方钛业收入减少所致；所得税环比(-0.27 亿元)，费用和税金环比(-0.14 亿元)，减值损失环比(-0.02 亿元)。

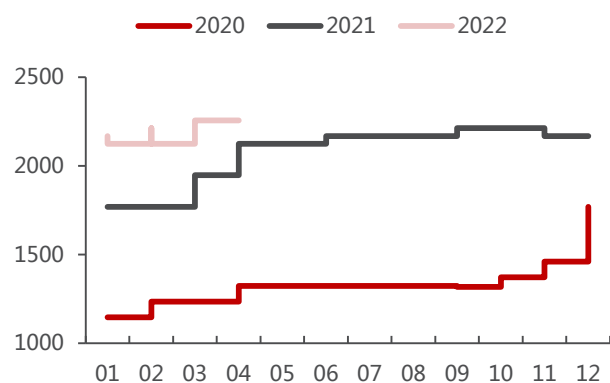
图 3：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

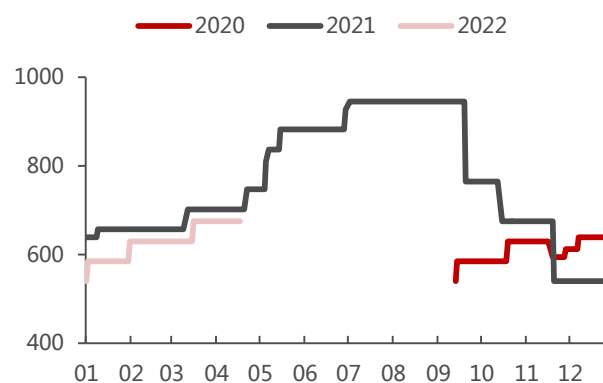
图 4：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2022Q1，钛精矿价格（不含税）同比上升 20.55%，钒钛铁精矿（不含税）价格同比下滑 6.84%。公司的主要产品为钛精矿和钒钛铁精矿。钛精矿价格逐年攀升，2022Q1 均价为 2177 元/吨，同比上升 20.55%，环比下滑 0.64%。攀枝花钒钛矿 2022 年一季度价格偏弱，2022Q1 均价为 620 元/吨，环比下降 0.40%，同比下降 6.84%。

图 5：钛精矿价格（不含税）：TiO₂ > 47%（元/吨）


资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

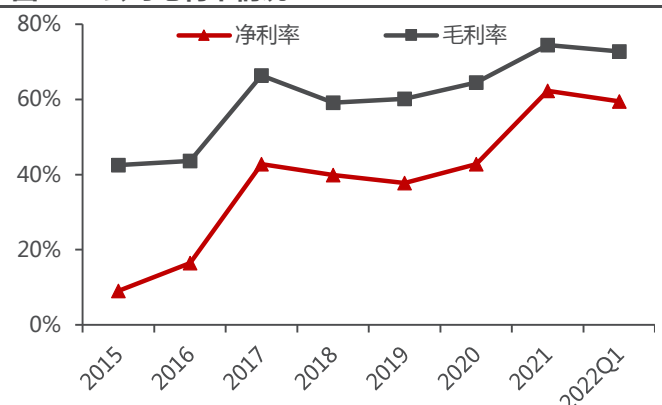
图 6：钒钛矿价格（不含税）：61%湿基（元/吨）


资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

（注：源数据从 2020 年 11 月 20 日开始统计）

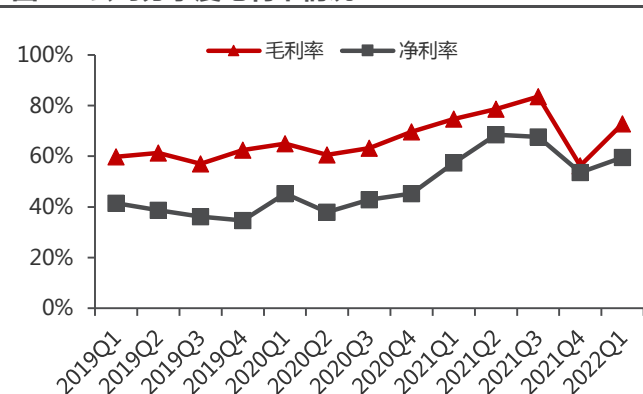
2022Q1 公司毛利率 72.82%，同比下滑 1.91pct，环比上升 16.52pct，毛利率环比回升较多，预计主要由于钒钛铁精矿销量跟随铁水产量回升摊平成本所致。

图 7：公司毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

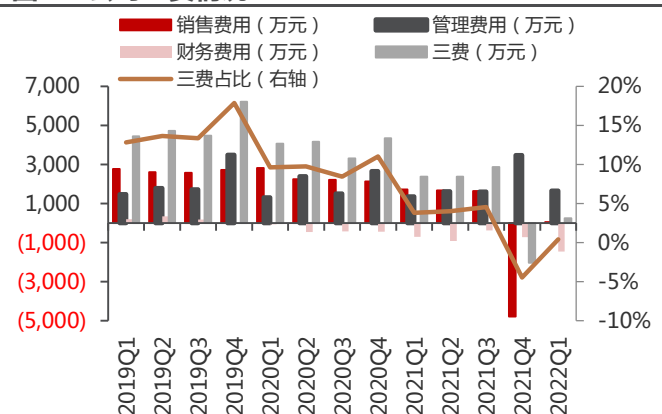
图 8：公司分季度毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用同比下滑明显。公司 2022Q1 期间费用同比下滑 89.89%至 241 万元，占营收比重 0.4%。其中销售费用 56 万元，同比下降 96.76%，主要是因为本期执行新收入准则后，将与产品销售直接相关的运费进入营业成本所致；管理费用 1651 万元，同比上升 20.86%；财务费用-1466 万元，同比下降 108.69%，主要是银行存款利息收入增加所致。此外，2022Q1 研发费用 1544 万元，同比降低 4.68%，环比降低 34.91%。

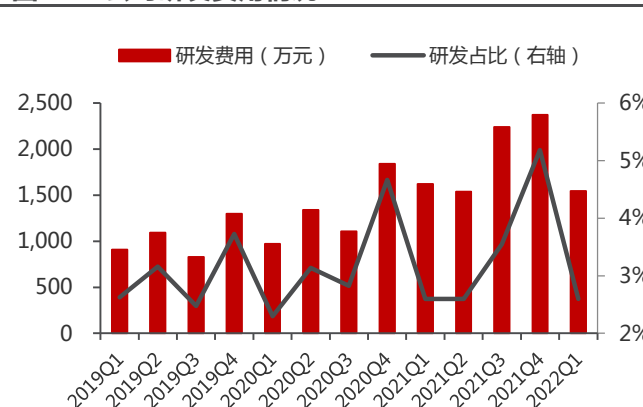
图 9：公司三费情况



资料来源：wind，民生证券研究院

（注：由于执行新收入准则，致年度销售费用大幅下滑，四季度呈负值）

图 10：公司研发费用情况



资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：钛回收率持续提升，产业链延伸布局

资源优势突出，钛回收率持续提升。公司拥有的特大型矿山潘家田铁矿属于攀西地区钒钛磁铁矿核心资源之一，公司采矿权范围内保有工业品位铁矿石资源量 19,086.75 万吨，TFe 品位 29.48%，伴生 TiO₂ 的量为 2,294.36 万吨，TiO₂ 品位 12.02%，伴生 V₂O₅ 的量为 51.72 万吨，V₂O₅ 品位 0.27%，同时保有低品位铁矿石量 7,190.58 万吨，其丰富的资源储量为公司的可持续发展打下了坚实的

基础。此外，公司通过多年的技术研究，突破工业低品位矿的使用标准，降低原矿综合利用品位至 13%，增加低品位原矿使用量，同时对选钛工艺进行合理改进，大幅提高钛的回收率。其中 IPO 募投项目“钒钛磁铁矿提质增效技改项目”截止 2021 年底工程进度为 30.29%，预计今年年底项目完成后钛的回收率将进一步提升，而 2021 年 4 月披露的“钒钛磁铁矿规模化高效清洁分离提取示范项目”利用短流程技术创新，开发绿色高效短流程冶炼新工艺，有望进一步提高钒钛磁铁矿资源综合利用率，丰富公司产品结构。

纵向延伸产业链，6 万吨能源级钛材料项目签署。钛材料是高端制造业的基础材料，受益于航天航空、海洋工程等下游领域发展，未来需求空间广阔。为充分发挥攀枝花钒钛资源优势，实现公司战略布局及长远规划。2022 年 4 月 2 日，公司发布公告，与攀枝花钒钛高新技术产业开发区管理委员会签署《四川安宁铁钛股份有限公司年产 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目投资合同书》。项目总规划投资预算为 100 亿元，建设年产 6 万吨“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。该项目依托“资源禀赋、先进技术、清洁能源、能耗降低”四个关键要素进行开发建设，采用先进技术，配备丰富的清洁能源，大大降低能耗，使项目投产后的运营极具竞争优势。

表 1 年产 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目

概述	
主要内容	海绵钛及配套生产线、钛（合金）材料铸锭、轧制加工生产线
项目用地	项目建设用地面积约 2000 亩，选址攀枝花钒钛高新技术产业开发区立柯片区
项目投资	项目总规划投资预算为 100 亿元，分三期投资建设。首期投资为 55 亿元、二期投资为 25 亿元、三期投资为 20 亿元
项目周期	项目在取得合法合规的建设手续后开工建设，一期项目计划建设周期 24 个月，全部三期项目计划建设周期 60 个月

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2022-24 年营业收入分别为 23.17、25.74、27.46 亿元，同比增速分别为 0.6%、11.09%、6.69%。具体拆分来看，安宁股份收入主要分为钛精矿、钒钛铁精矿及其他业务：

- （1）**钛精矿方面**，我们预计钛精矿价格将保持强势，产量由于技改项目和钛回升率提升互相抵消，2022 年不会有明显变化，2023-24 年将会有所提升，因此预计钛精矿板块 2022-24 年营业收入分别为 13.80、15.54、17.12 亿元，同比增速分别为 8.55%、12.62%、10.19%。
- （2）**钒钛铁精矿方面**，我们预计产品价格同比将略有回落，同时产量由于

技改项目 2022 年将有所回落，2023-24 年将会有所回升，因此预计钒钛铁精矿营业收入 2022-24 年分别为 9.24、10.07、10.21 亿元，同比增速分别为-9.34%、8.98%、1.34%。

(3) **其他方面**，我们预计营收 2022-24 年分别为 1310、1300 和 1350 万元，同比分别增长 2.15%、-0.76%和 3.85%。

从毛利率角度看，由于钛精矿价格保持强势，且钒钛铁精矿价格维持震荡运行，预计公司 2022-24 年总毛利率小幅提升，分别为 75.46%、76.74%和 77.77%，

表 2：公司营业收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
钛精矿销量（万吨）	53.76	53.81	57.54	60.07
单价（元/吨）	2,364.03	2,564.00	2,700.00	2,850.00
钛精矿收入（亿元）	12.71	13.80	15.54	17.12
钒钛铁精矿销量（万吨）	141.60	132.06	140.90	143.80
单价（元/吨）	720.06	700.00	715.00	710.00
钒钛铁精矿收入（亿元）	10.20	9.24	10.07	10.21
其他收入（亿元）	0.13	0.13	0.13	0.14
总收入（亿元）	23.03	23.17	25.74	27.46
增速	45.42%	0.6%	11.09%	6.69%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

（注：2021 年单价由当年度“收入/销量”测算，22E-24E 为假设值）

4.2 估值分析与投资建议

根据公司的业务属性，我们选择宝钛股份和金岭矿业作为行业可比公司，截至 2022 年 4 月 21 日收盘数据，可比公司对应 2022-24 年平均 PE 分别为 20x、16x 和 13x。我们认为，受益于钛精矿价格保持强势，且技改项目完成后钛精矿产量有望逐渐提升，公司 2022-24 年归母净利润预计依次为 14.64/16.72/18.50 亿元，对应 4 月 21 日收盘价的 PE 为 10x、8x 和 8x，低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 3：可比公司估值预测

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600456.SH	宝钛股份	48.35	1.17	1.65	2.21	2.91	41	29	22	17	推荐
000655.SZ	金岭矿业*	6.70	0.21	0.58	0.65	0.66	32	12	10	10	/
可比公司均值							37	20	16	13	
002978.SZ	安宁股份	34.90	3.58	3.65	4.17	4.61	10	10	8	8	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

（注：股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价；带*数据采用 Wind 一致预期）

5 风险提示

1) 产品价格大幅波动。公司主要产品钛精矿以及钒钛铁精矿的价格受宏观经济状况、供需关系等多方面因素影响。由于开采及洗选成本变动相对较小，公司利润及利润率和商品价格走势密切相关，若未来钛精矿与钒钛铁精矿价格波动太大，可能会导致公司经营业绩不稳定。

2) 下游需求不及预期。钛精矿的下游应用领域主要为钛白粉和海绵钛，其中90%集中在钛白粉的生产。钛白粉的终端用户主要为房地产、汽车等行业，并与基础工程建设高度相关。若下游企业发展不及预期会影响公司需求。

3) 新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂，给公司的生产经营管理及产品运输等事项带来一定的风险。

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	2,303	2,317	2,574	2,746
营业成本	587	569	599	611
营业税金及附加	84	73	82	85
销售费用	3	2	3	2
管理费用	81	81	89	93
研发费用	78	77	86	88
EBIT	1,483	1,515	1,716	1,867
财务费用	-27	-42	-53	-55
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	154	120	152	187
营业利润	1,666	1,702	1,945	2,137
营业外收支	-2	2	-1	2
利润总额	1,664	1,704	1,944	2,138
所得税	229	240	272	289
净利润	1,435	1,464	1,672	1,850
归属于母公司净利润	1,435	1,464	1,672	1,850
EBITDA	1,650	1,643	1,863	2,063

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,189	2,593	2,897	3,385
应收账款及票据	732	703	799	843
预付款项	4	4	4	4
存货	86	81	87	88
其他流动资产	9	432	452	414
流动资产合计	3,020	3,813	4,239	4,734
长期股权投资	367	387	436	475
固定资产	1,003	1,014	1,126	1,540
无形资产	298	289	280	271
非流动资产合计	2,590	2,647	3,262	3,962
资产合计	5,611	6,460	7,500	8,696
短期借款	64	0	0	0
应付账款及票据	222	251	245	260
其他流动负债	295	289	313	333
流动负债合计	581	540	558	593
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	222	212	205	201
非流动负债合计	222	212	205	201
负债合计	803	752	763	794
股本	401	401	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,808	5,708	6,737	7,902
负债和股东权益合计	5,611	6,460	7,500	8,696

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	40.75	0.60	11.09	6.69
EBIT 增长率	87.16	2.14	13.24	8.81
净利润增长率	104.85	2.00	14.23	10.62
盈利能力 (%)				
毛利率	74.50	75.46	76.74	77.77
净利润率	62.31	63.17	64.96	67.35
总资产收益率 ROA	25.58	22.66	22.29	21.27
净资产收益率 ROE	29.85	25.64	24.82	23.41
偿债能力				
流动比率	5.20	7.06	7.60	7.99
速动比率	5.05	6.90	7.44	7.83
现金比率	3.77	4.80	5.19	5.71
资产负债率 (%)	14.31	11.64	10.17	9.13
经营效率				
应收账款周转天数	0.58	0.69	0.63	0.66
存货周转天数	53.61	52.21	52.91	52.56
总资产周转率	0.41	0.36	0.34	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	3.58	3.65	4.17	4.61
每股净资产	11.99	14.23	16.80	19.71
每股经营现金流	2.85	3.80	3.95	4.59
每股股利	1.25	1.40	1.60	1.70
估值分析				
PE	10	10	8	8
PB	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.20	6.94	5.96	5.15
股息收益率 (%)	3.58	4.00	4.57	4.86

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,435	1,464	1,672	1,850
折旧和摊销	166	128	148	196
营运资金变动	-311	54	-84	-12
经营活动现金流	1,143	1,525	1,583	1,842
资本开支	-145	-228	-742	-818
投资	522	-440	-69	1
投资活动现金流	433	-483	-628	-665
股权募资	0	0	0	0
债务募资	181	-64	0	0
筹资活动现金流	-505	-638	-650	-689
现金净流量	1,072	403	304	488

插图目录

图 1：2022Q1，公司营收同比减少 4.57%.....	3
图 2：2022Q1，公司归母净利润同比减少 0.99%.....	3
图 3：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元）.....	4
图 4：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：万元）.....	4
图 5：钛精矿价格（不含税）：TiO ₂ > 47%（元/吨）.....	4
图 6：钒钛矿价格（不含税）：61%湿基（元/吨）.....	4
图 7：公司毛利率情况.....	5
图 8：公司分季度毛利率情况.....	5
图 9：公司三费情况.....	5
图 10：公司研发费用情况.....	5

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1 年产 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目.....	6
表 2：公司营业收入测算.....	7
表 3：可比公司估值预测.....	7
公司财务报表数据预测汇总.....	9

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