

深化钒电池合作，钒需求稳步提升

—钒钛股份（000629）2022 年三季度报点评

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022 年 10 月 30 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

事件

钒钛股份 2022 三季报显示，公司主营收入 113.87 亿元，同比上升 4.39%；归属母公司净利润 12.27 亿元，同比上升 10.3%；其中 2022 年第三季度，公司单季度主营收入 31.39 亿元，同比下降 17.4%；单季度归属母公司净利润 1.54 亿元，同比下降 63.52%；单季度扣除非经常性损益的净利润 1.51 亿元，同比下降 45.17%。

点评

❖ 产品价格下跌，拖累三季度利润

钛白粉（锐钛型）在第三季度的平均价格为 1.39 万元/吨，环比下降 21%；钛白粉（金红石型）第三季度的均价为 1.62 万元/吨，环比下降 25%。五氧化二钒三季度均价 11 万元/吨，环比下降 15%。三季度营收和利润出现下滑，主要原因在于产品价格出现下跌。同时利润层面的影响程度大于营收，主要原因是成本的下降幅度小于产品价格的下降幅度。展望四季度，钛白粉下游需求渐渐回暖，而五氧化二钒需求将迎来小规模旺季，预期公司盈利情况将逐渐好转。

❖ 钒液电池项目加速落地，大连融科合作升级

公司与大连融科、国电投西南院签署战略合作协议，双方将致力于全钒液流电池储能产业发展规划编制和项目合作共建等活动。2022 年 10 月，公司与大连融科合建四川钒融储能，准备建设年产 6.2 万立方米电解液项目。由大连融科承建的首个国家级全钒液流电池示范项目一期已进入并网最后阶段，将在近期正式投入使用。9 月以来，全国各地的全钒液流电池项目建设呈现加速发展态势。未来钒液电池项目将快速落地。

❖ 盈利预测

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 154.53（同比增长 9.90%）、173.65 和 193.96 亿元；毛利率分别为 21.03%、21.52%、21.64%。归属母公司净利润 15.42、18.09 和 20.46 亿元，对应 EPS0.18、0.21 和 0.24 元。

估值要点如下：2022 年 10 月 28 日，股票收盘价 4.60 元，对应市值 390 亿元，2022-2024 年 PE 约为 28、24 和 21 倍。

❖ 风险提示：新能源项目建设不及预期、产品价格持续下行。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	14060.27	15452.90	17365.34	19396.10
+/-%	32.91%	9.90%	12.38%	11.69%
净利润(百万)	1327.74	1542.26	1809.39	2046.11
+/-%	489.25%	16.16%	17.32%	13.08%
EPS(元)	0.15	0.18	0.21	0.24
PE	32.72	28.17	24.01	21.23

资料来源：2022 年三季报，iFinD，预测截止日期 2022 年 10 月 28 日，川财证券研究所



• 盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4354.07	3394.46	606.82	3276.72	6239.10	9464.83	营业收入	13158.67	10578.91	14060.27	15452.90	17365.34	19396.10
应收票据及账款	845.07	635.73	478.80	526.22	591.35	660.50	营业成本	10557.84	9347.90	11259.29	12203.62	13627.61	15198.58
预付账款	174.56	166.86	23.72	26.07	29.30	32.73	税金及附加	95.59	71.47	94.87	104.27	117.18	130.88
其他应收款	11.34	42.25	18.18	19.98	22.46	25.08	销售费用	288.11	264.67	121.69	133.75	150.30	167.88
存货	818.90	821.17	1121.35	1215.40	1357.22	1513.68	管理费用	178.13	172.09	224.97	247.25	277.85	310.34
其他流动资产	20.88	28.39	92.59	101.76	114.36	127.73	研发费用	463.56	380.30	672.79	739.43	830.94	928.11
流动资产总计	6224.81	5088.86	2341.47	5166.16	8353.79	11824.56	财务费用	40.22	-43.08	-64.25	-5.15	-16.25	-27.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-49.66	-20.88	-59.33	-65.21	-73.28	-81.85
固定资产	4388.88	4381.18	5570.09	4717.42	3861.05	3000.96	信用减值损失	-0.87	0.15	-1.81	-1.99	-2.24	-2.50
在建工程	59.86	65.76	142.17	118.47	94.78	71.08	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	311.11	307.45	454.06	378.39	302.71	227.03	投资收益	33.21	32.40	34.00	34.00	34.00	34.00
长期待摊费用	19.93	13.91	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1961.54	1791.58	1702.82	1679.83	1656.83	1633.84	资产处置收益	3.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6741.33	6559.89	7869.14	6894.11	5915.37	4932.92	其他收益	0.00	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05
资产总计	12966.14	11648.74	10210.60	12060.27	14269.15	16757.47	营业利润	1521.05	397.30	1723.82	1996.59	2336.25	2637.25
短期借款	1217.00	100.00	50.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	9.51	12.25	4.35	4.35	4.35	4.35
应付票据及账款	686.07	634.36	566.33	613.83	685.46	764.47	营业外支出	15.08	22.42	39.93	39.93	39.93	39.93
其他流动负债	772.12	584.99	1134.46	1299.17	1455.99	1625.22	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2675.19	1319.35	1750.79	1913.00	2141.45	2389.69	利润总额	1515.48	387.13	1688.25	1961.02	2300.68	2601.68
长期借款	0.00	0.00	13.15	9.87	6.72	3.70	所得税	59.00	144.44	232.69	270.28	317.10	358.58
其他非流动负债	653.24	532.66	502.31	502.31	502.31	502.31	净利润	1456.48	242.68	1455.56	1690.74	1983.58	2243.09
非流动负债合计	653.24	532.66	515.46	512.18	509.03	506.01	少数股东损益	37.34	17.36	127.82	148.48	174.19	196.98
负债合计	3328.43	1852.01	2266.25	2425.18	2650.48	2895.71	归属母公司股东净手	1419.14	225.33	1327.74	1542.26	1809.39	2046.11
股本	8589.75	8589.75	8589.75	8589.75	8589.75	8589.75	EBITDA	1811.95	602.29	1938.49	2930.90	3263.17	3556.90
资本公积	5541.40	5539.70	3681.34	3681.34	3681.34	3681.34	NOPLAT	1497.56	225.85	1435.74	1721.87	2005.15	2255.19
留存收益	-4794.14	-4651.39	-4745.42	-3203.16	-1393.77	652.34	EPS(元)	0.16	0.03	0.15	0.18	0.21	0.24
归属母公司权益	9337.01	9478.05	7525.66	9067.92	10877.31	12923.43	主要财务比率						
少数股东权益	300.70	318.68	418.69	567.16	741.36	938.34	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	9637.71	9796.73	7944.35	9635.09	11618.67	13861.77	成长能力						
负债和股东权益合计	12966.14	11648.74	10210.60	12060.27	14269.15	16757.47	营收增长率	-13.21%	-19.61%	32.91%	9.90%	12.38%	11.69%
现金流量表							营业利润增长率	-48.87%	-73.88%	333.88%	15.82%	17.01%	12.88%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	-49.84%	-77.88%	372.02%	20.44%	16.80%	12.70%
税后经营利润	1456.48	242.68	1455.56	1692.05	1984.89	2244.41	EBITDA增长率	-45.84%	-66.76%	221.85%	51.19%	11.34%	9.00%
折旧与摊销	256.25	258.24	314.50	975.03	978.74	982.45	归母净利润增长率	-54.08%	-84.12%	489.25%	16.16%	17.32%	13.08%
财务费用	40.22	-43.08	-64.25	-5.15	-16.25	-27.23	经营现金流增长率	84.49%	-81.72%	195.35%	51.43%	8.62%	8.65%
投资损失	-33.21	-32.40	-34.00	-34.00	-34.00	-34.00	盈利能力						
营运资金变动	1434.57	-48.95	-151.51	57.41	3.21	3.21	毛利率	19.77%	11.64%	19.92%	21.03%	21.52%	21.64%
其他经营现金流	127.51	223.58	252.02	-1.52	-1.52	-1.52	净利率	11.07%	2.29%	10.35%	10.94%	11.42%	11.56%
经营性现金净流量	3281.82	600.07	1772.32	2683.82	2915.07	3167.32	营业利润率	11.56%	3.76%	12.26%	12.92%	13.45%	13.60%
资本支出	-132.86	191.66	68.59	-0.00	0.00	0.00	ROE	15.20%	2.38%	17.64%	17.01%	16.63%	15.83%
长期投资	0.00	-76.84	-0.55	0.00	0.00	0.00	ROA	10.94%	1.93%	13.00%	12.79%	12.68%	12.21%
其他投资现金流	-98.37	152.82	76.17	34.21	34.21	34.21	ROIC	18.57%	3.45%	22.57%	25.43%	30.03%	38.31%
投资性现金净流量	34.49	-115.69	7.03	34.21	34.21	34.21	估值倍数						
短期借款	-320.00	-1117.00	-50.00	-50.00	0.00	0.00	P/E	30.61	192.80	32.72	28.17	24.01	21.23
长期借款	-112.00	0.00	13.15	-3.28	-3.15	-3.02	P/S	3.30	4.11	3.09	2.81	2.50	2.24
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.65	4.58	5.77	4.79	3.99	3.36
资本公积增加	1.40	-1.70	-1858.36	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-736.63	-323.22	-2676.93	5.15	16.25	27.23	EV/EBIT	14.33	45.12	20.11	20.99	16.83	13.84
筹资性现金净流量	-1167.23	-1441.92	-4572.13	-48.13	13.10	24.21	EV/EBITDA	12.30	25.77	16.85	14.01	11.78	10.02
现金流量净额	2149.42	-959.61	-2791.64	2669.90	2962.38	3225.73	EV/NOPLAT	14.88	68.73	22.75	23.84	19.18	15.80

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399