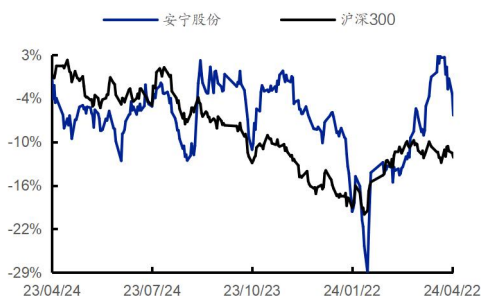


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

钛精矿景气延续，矿材一体化战略有序推进

——安宁股份(002978)2023 年年报及 2024 年一季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/23		
表现	1M	3M	12M	
安宁股份	0.4%	16.5%	-9.5%	
沪深 300	-1.1%	8.5%	-13.1%	

市场数据		2024/04/23
当前价格(元)		31.93
52 周价格区间(元)		23.39-36.30
总市值(百万)		12,803.93
流通市值(百万)		9,547.07
总股本(万股)		40,100.00
流通股本(万股)		29,899.99
日均成交额(百万)		49.72
近一月换手(%)		0.62

事件:

2024 年 4 月 18 日，安宁股份发布 2023 年年度报告及 2024 年一季度报：2023 年实现营业收入 18.56 亿元，同比降 7.0%；实现归母净利润 9.36 亿元，同比降低 14.5%；实现扣非归母净利润 9.33 亿元，同比降低 14.6%；销售毛利率 66.6%，同比下降 4.2 个 pct，销售净利率 50.5%，同比降低 4.4 个 pct；经营活动现金流净额为 8.92 亿元。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 4.79 亿元，同比-1.4%，环比-9.9%；实现归母净利润为 2.25 亿元，同比+0.4%，环比-16%；扣非后归母净利润 2.31 亿元；经营活动现金流净额为-0.21 亿元。销售毛利率为 66.5%，同比-0.9pct，环比-1.5pct；销售净利率为 46.9%，同比上升 0.8pct，环比下降 3.5pct。

2024Q1，公司实现营收 4.45 亿元，同比+0.03 亿元，实现归母净利润 2.30 亿元，同比-0.57%，实现扣非归母净利润 2.30 亿元，同比+0.80%。

投资要点:

■ 钛精矿价格高位震荡，2023 年归母净利润略微承压

2023 年，国内钛白粉产量维持增长态势，全球钛矿供需呈现紧平衡状态，同时云南地区钢铁企业开始采购钒钛铁精矿，下半年钒钛铁精矿价格进入上行区间。2023 年公司实现营业收入 18.56 亿元，同比降 7.0%；实现归母净利润 9.36 亿元，同比降低 14.5%，同比减少 1.58 亿元。2023 年公司毛利润为 12.36 亿元，同比-1.76 亿元。2023 年，公司经营活动产生的净现金流量为 8.92 亿元，同比-3.83%。2023 年，公司钛精矿销量 49.30 万吨，同比-3.90%，钛精矿销售均价 2330 元/吨，同比-3.11%；钒钛铁精矿(61%)销量 110.44 万吨，同比-20.24%，钒钛铁精矿(61%)销售均价 630 元/吨，同比+16.82%。

期间费用方面，2023 年公司销售费用率 0.15%，同比-0.01 个 pct，管理费用率 5.38%，同比+0.47 个 pct，研发费用率 3.17%，同比+0.11 个 pct，财务费用率-2.83%，同比+0.02 个 pct。

■ 钛精矿供给偏紧格局延续，2024Q1 合同负债环比高增

短期内全球钛精矿供给新增有限。从美国地质调查局(USGS)发布的数

据来看，近几年全球少有发现重大新钛铁矿资源，同时对钛铁矿产量逐年提升，全球钛铁矿资源储量调查数据不断下修，其中钛铁矿由 2018 年 8.8 亿吨下降到 2023 年 6.9 亿吨，金红石由 2018 年 6200.00 万吨下降到 2023 年 5500.00 万吨。国外矿山近期基本没有新增产能，国内除攀西地区个别企业有明确的产能扩张计划外，短期来看国内钛精矿新增产能较为有限，同时国内钛资源获取成本有所提升。

2024Q1，公司实现营收 4.45 亿元，同比+0.03 亿元，实现归母净利润 2.30 亿元，同比-0.57%，实现扣非归母净利润 2.30 亿元，同比+0.80%。2024Q1，公司合同负债 0.56 亿元，较 2023 年末增长 99.20%，主要系公司签订合同意愿增加所致。

■ 公司 2024 年产量目标提升，看好公司全年业绩增长

截至 2023 年末，公司保有矿石量合计约为 25349.78 万吨，其中公司采矿权范围内保有工业品位铁矿石资源量 18543.88 万吨，TFe 品位 29.46%，伴生 TiO₂ 的量为 2228.16 万吨，TiO₂ 品位 12.02%，伴生 V₂O₅ 的量为 50.22 万吨，V₂O₅ 品位 0.27%。保有低品位铁矿石量 6805.9 万吨。产量方面，2023 年公司钛精矿产量 49.47 万吨，同比+0.33%，钒钛磁铁矿产量 105.86 万吨，同比-18.86%。根据国家宏观经济形势，公司计划 2024 年钛精矿产量 55 万吨左右、钒钛铁精矿（61%）产量 120 万吨左右，较 2023 年产量提升幅度明显，看好公司全年业绩增长。

■ “钛矿-钛（合金）材料”纵向布局，6 万吨能源级钛项目稳步推进

2023 年，随着消费电子大厂的高端旗舰机引入钛合金，钛合金材质边框轻量化作用显著，3C 领域有望持续提振钛合金需求，进而加大对钛及钛合金的需求。公司坚定“横向并购资源、纵向延伸产业链、打造矿材一体化企业”战略目标，目前安宁钛材投资建设年产 6 万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目建设前的手续审批已完成，已进入开工建设阶段，建设周期 2 年。据四川省生态环境厅关于攀枝花安宁钛材科技有限公司年产六万吨能源级钛（合金）材料全产业链项目环境影响报告书的批复，项目建设内容主要包括新建 1 条 16.1 万吨/年高钛渣生产线、1 条 26.3 万吨/年熔盐法四氯化钛生产线、1 条 6.6 万吨/年海绵钛生产线、1 条 6 万吨/年钛及钛合金锭生产线和 1 条 1000 吨/年钛粉生产线等。经公司测算，项目完全达产后预计实现年均销售收入 56.89 亿元、年均净利润 17.96 亿元。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 21.34、23.41、31.52 亿元，归母净利润分别为 11.10、11.52、13.69 亿元，当前股价对应 PE 分别 12、11、9 倍，公司是国内重要的钛精矿供应商及龙头企业，钛金属回收率等选矿技术指标一直处于行业领先地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示** 新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1856	2134	2341	3152
增长率(%)	-7	15	10	35
归母净利润(百万元)	936	1110	1152	1369
增长率(%)	-14	19	4	19
摊薄每股收益(元)	2.34	2.77	2.87	3.41
ROE(%)	16	16	14	14
P/E	13.56	11.53	11.11	9.35
P/B	2.11	1.80	1.55	1.33
P/S	6.84	6.00	5.47	4.06
EV/EBITDA	8.46	6.39	5.55	4.26

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

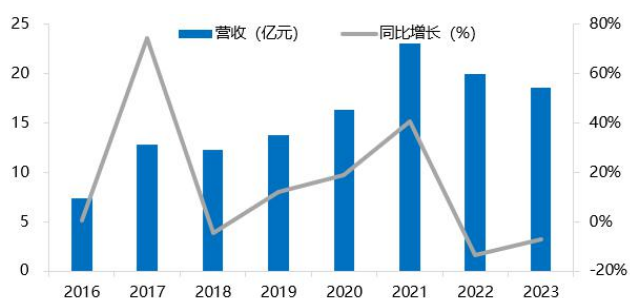
表 1: 安宁股份主要产品经营数据

	项目	2019	2020	2021	2022	2023
钛精矿	产量 (万吨)	52.17	53.76	53.60	49.30	49.47
	销量 (万吨)	49.12	55.05	53.76	51.31	49.30
	价格 (元/吨)	1378	1553	2364	2405	2330
	营业收入 (亿元)	6.77	8.55	12.71	12.34	11.49
	毛利 (亿元)	5.17	6.54	10.4	9.95	8.79
	毛利率	76.37%	76.49%	81.83%	80.63%	76.50%
钒钛铁精矿 (61%)	产量 (万吨)	113.11	128.74	141.65	130.47	105.86
	销量 (万吨)	99.26	128.98	141.60	138.47	110.44
	价格 (元/吨)	544	597	720	539	630
	营业收入 (亿元)	5.40	7.70	10.20	7.47	6.96
	毛利 (亿元)	2.55	3.99	6.72	4.10	3.53
	毛利率	47.22%	51.82%	65.88%	54.89%	50.72%
合计	营业收入 (亿元)	13.75	16.36	23.03	19.96	18.56
	毛利 (亿元)	8.27	10.56	17.16	14.12	12.36
	毛利率	60.18%	64.53%	74.50%	70.75%	66.59%

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

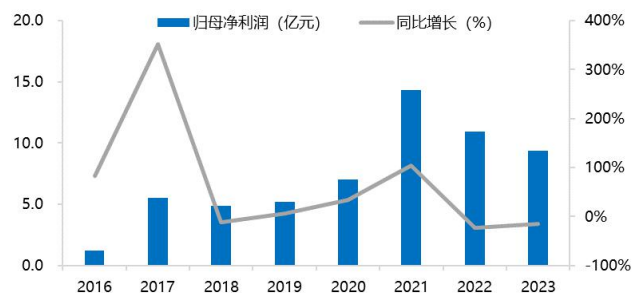
2、公司财务数据

图 1：2023 年营收同比下滑 7.01%



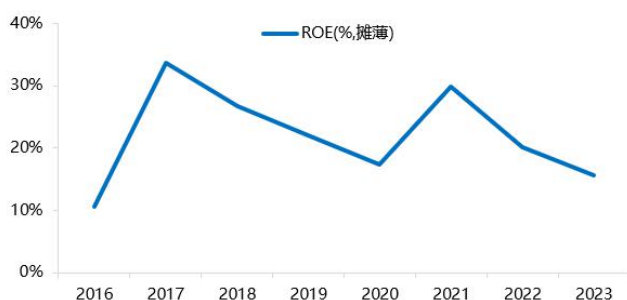
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：2023 年归母净利润同比下降 14.46%



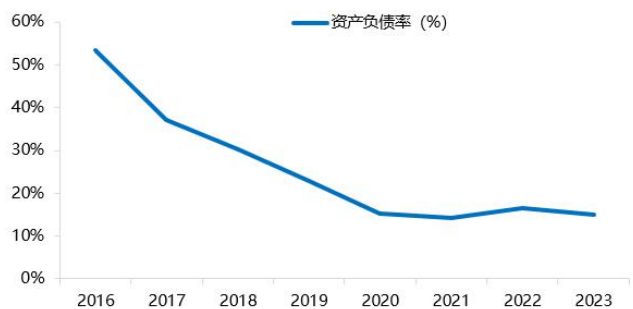
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年净资产收益率下滑



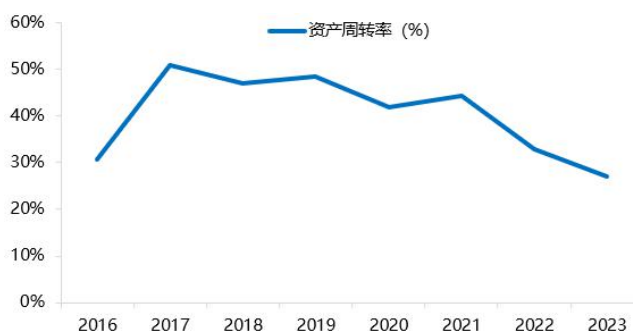
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年资产负债率走低



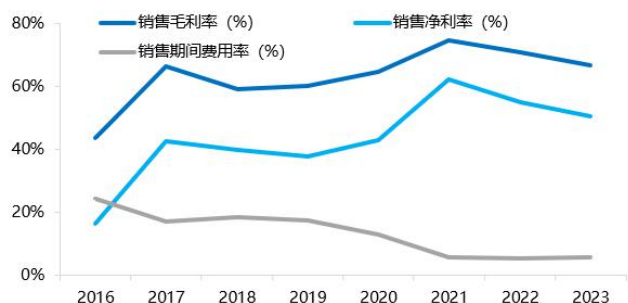
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产周转率为 27.14%



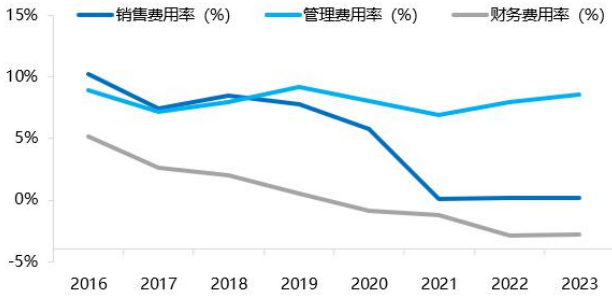
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年毛利率为 66.59%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年期间费用率基本维持



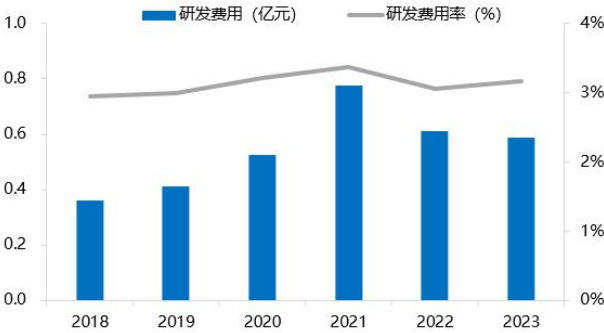
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年经营活动现金流净额 8.92 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年研发费用达 0.59 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年 Q4 营收环比下降 9.85%



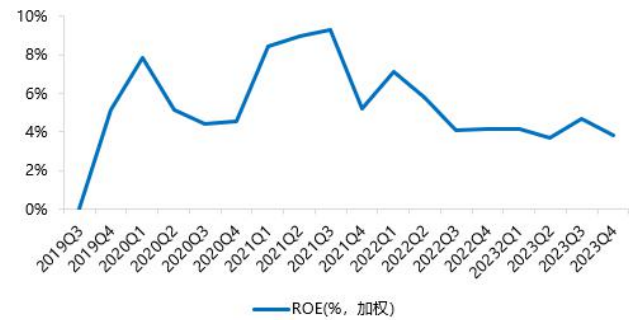
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年 Q4 归母净利润环比下降 16.07%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



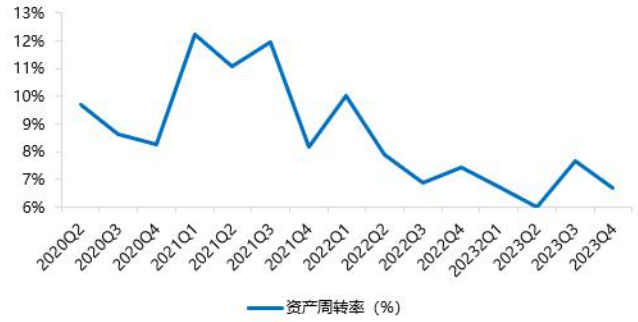
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



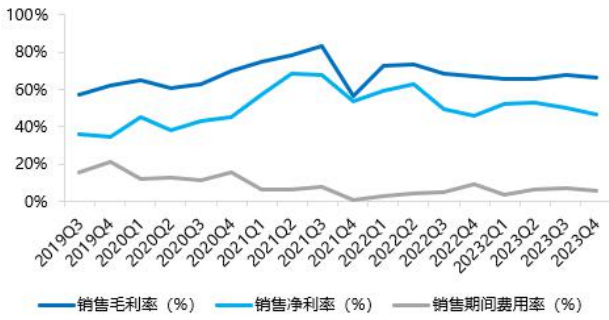
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度毛利率及净利率



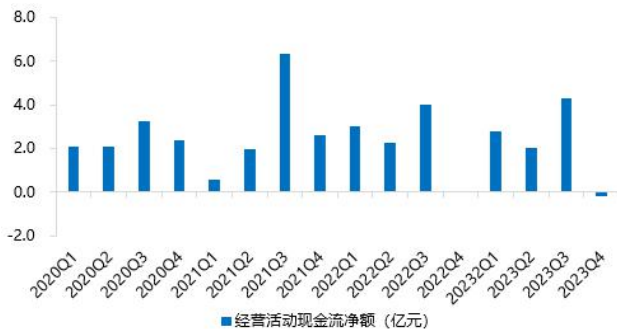
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



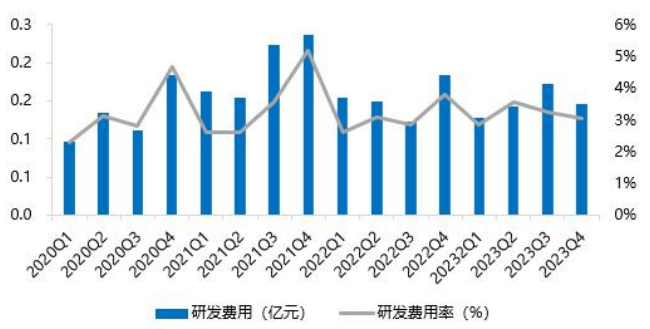
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额-0.21 亿元



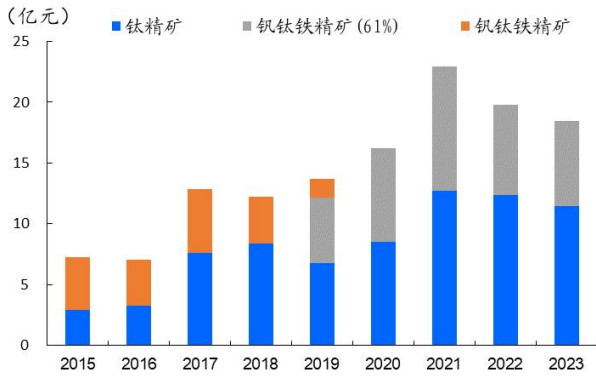
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况



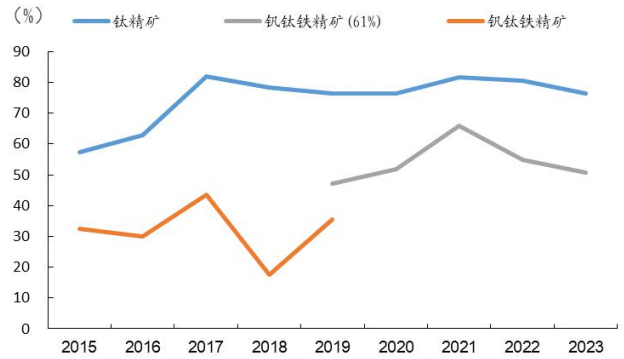
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 公司主要产品收入情况



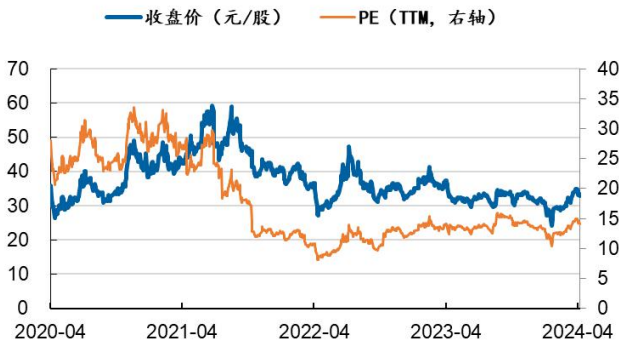
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 公司主要产品毛利率



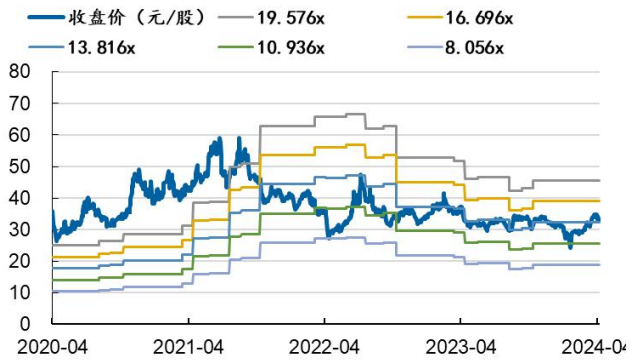
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



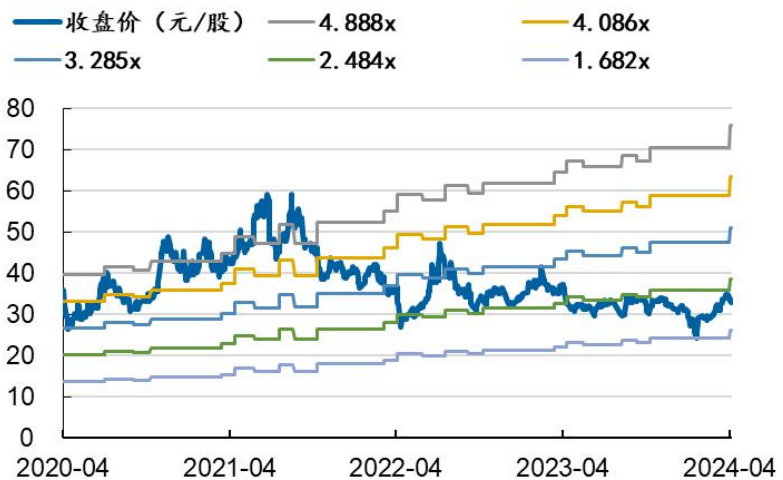
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/22)

图 22: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/22)

图 23: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/22)

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 21.34、23.41、31.52 亿元，归母净利润分别为 11.10、11.52、13.69 亿元，当前股价对应 PE 分别 12、11、9 倍，公司是国内重要的钛精矿供应商及龙头企业，钛金属回收率等选矿技术指标一直处于行业领先地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

4、风险提示

新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行。

附表：安宁股份盈利预测表

证券代码:	002978				股价:	31.93	投资评级:	买入	日期:	2024/04/23
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	16%	16%	14%	14%	EPS	2.34	2.77	2.87	3.41	
毛利率	67%	67%	62%	55%	BVPS	14.98	17.74	20.60	23.94	
期间费率	3%	3%	2%	2%	估值					
销售净利率	50%	52%	49%	43%	P/E	13.56	11.53	11.11	9.35	
成长能力					P/B	2.11	1.80	1.55	1.33	
收入增长率	-7%	15%	10%	35%	P/S	6.84	6.00	5.47	4.06	
利润增长率	-14%	19%	4%	19%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.27	0.28	0.27	0.32	营业收入	1856	2134	2341	3152	
应收账款周转率	34.24	37.98	37.75	41.31	营业成本	620	696	884	1411	
存货周转率	7.17	11.85	20.13	22.13	营业税金及附加	59	64	63	85	
偿债能力					销售费用	3	3	3	4	
资产负债率	15%	11%	10%	9%	管理费用	100	85	75	110	
流动比	3.92	6.07	6.90	7.83	财务费用	-52	-23	-30	-41	
速动比	3.76	5.92	6.73	7.62	其他费用/(-收入)	59	59	66	79	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1104	1306	1336	1588	
现金及现金等价物	2469	3025	3936	4821	营业外净收支	0	0	0	0	
应收款项	620	649	715	963	利润总额	1104	1306	1336	1588	
存货净额	79	39	49	78	所得税费用	168	196	184	219	
其他流动资产	132	145	79	95	净利润	936	1110	1152	1369	
流动资产合计	3300	3858	4780	5957	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	1342	1554	1716	1828	归属于母公司净利润	936	1110	1152	1369	
在建工程	390	540	690	840	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	1816	1792	1762	1732	经营活动现金流	892	1156	1507	1481	
长期股权投资	285	285	285	285	净利润	936	1110	1152	1369	
资产总计	7134	8029	9233	10642	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	263	263	263	263	折旧摊销	212	288	338	388	
应付款项	309	116	147	196	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-247	-207	47	-225	
其他流动负债	270	256	283	302	投资活动现金流	-805	-593	-590	-590	
流动负债合计	842	635	693	761	资本支出	-864	-650	-650	-650	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-16	0	0	0	
其他长期负债	236	231	231	231	其他	75	57	60	60	
长期负债合计	236	231	231	231	筹资活动现金流	-260	-7	-7	-7	
负债合计	1078	866	924	992	债务融资	101	-1	0	0	
股本	401	401	401	401	权益融资	50	0	0	0	
股东权益	6056	7163	8309	9650	其它	-412	-6	-7	-7	
负债和股东权益总计	7134	8029	9233	10642	现金净增加额	-173	556	911	885	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。