

## 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&amp;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&amp;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)安宁股份事件点评: 拟延伸产业链至钛  
合金, 助力产业升级 (2022.04.05)安宁股份事件点评: 以铁源优势向磷酸  
铁锂产业链延伸 (20220518)

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: 铁矿拖累 Q2 业绩, 纵向延伸打开成长空间

2022年08月04日

**事件:** 公司发布 2022 年半年报, 2022H1 公司实现归母净利 6.56 亿元, 同比下降 13.94%; 实现扣非归母净利 6.48 亿元, 同比下降 12.66%, EPS 为 1.64 元/股, 同比下跌 13.94%。

**点评:**

- **钒钛铁精矿受房地产不及预期影响拖累业绩, 钛精矿业务营收稳定。** 2022H1 公司营业收入为 10.75 亿元, 同比下降 11.45%; 2022Q2 营业收入为 4.81 亿元, 同比下降 18.7%。归母净利与营业收入变动基本一致, 2021H1 同比下降 13.94%至 6.56 亿元, 2022Q2 环比 Q1 下降 14.59%至 3.02 亿元。业绩下降主要系疫情影响下房地产及规划的基建项目开工不及预期导致铁矿石需求下降、价格下跌, 公司钒钛铁精矿因此受影响, 2022H1 价格同比下跌 18.17%至 566 元/吨, 销量同比减少 10.17%至 69.62 万吨, 钒钛铁精矿销售收入同比下降 26.97%至 3.94 亿元。公司钛精矿营收稳定, 虽受钛白粉下游开工率不足影响, 钛精矿销量减少 9.11%至 2715 吨, 但钛白粉和金属钛长期需求旺盛以及公司具备较强的议价能力, 钛精矿 2022H1 销售单价同比上涨 10.54%至 2480 元/吨, 销售收入小幅上涨 0.53%至 6.74 亿元。
- **产业纵向延伸打开成长空间。** 公司拥有特大型矿山潘家田铁矿的采矿权, 是国内最大的钛精矿供应商, 同时是攀西地区唯一的高品位钒钛铁精矿 (TFe 61%) 生产企业。公司在钛精矿市场已具备较强的议价能力, 同时 2022 年 6 月通过竞拍获得西昌矿业 2.78% 的股权, 西昌矿业具备年产钒钛铁精矿 220 万吨、钛精矿 50 万吨的产能, 未来两家企业或将在钛精矿领域合作, 维护行业健康发展。公司钒钛铁精矿含有一定量的钒, 适用于重轨及抗震高强钢筋等高强度钢的生产, 此外钒液流电池的商业化运营或将促进公司钒钛铁精矿中的钒资源价值更好的体现。除两个现有主业稳定向好经营外, 公司上半年投资的 6 万吨能源级钛 (合金) 产业链项目和 5 万吨磷酸铁一期项目目前均处于建设前的手续审批阶段, 钛项目分三期建设, 首期建设为 24 个月; 一期磷酸铁项目计划建设周期 12 个月, 未来两者或将成为带动公司业绩增长的“双翼”。
- **钛矿价格维持高位运行。** 据涂多多, 2022 上半年中国钛白粉产量供给 206.91 万吨, 同比增加 15.75 万吨, 折合对钛精矿需求增量为 36.23 万吨; 据海关总署, 2022 上半年海绵钛进口量为 8664.21 吨, 同比增长 67.58%, 下游需求旺盛叠加全球钛矿受品位下滑枯竭以及环保政策影响处于库存低位, 我们预计钛矿价格将长期维持高位运行。
- **盈利预测与投资评级:** 不考虑钛合金项目和磷酸铁项目业绩贡献, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 14.86、17.83、19.91 亿元, EPS 为 3.70、4.45、4.97 元/股, 当前股价对应的 PE 为 11x、9x、8x。考虑钛精矿价格有望继续上涨、钒价值有望体现以及钛合金和磷酸铁未

来业绩贡献，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**钛精矿或铁精矿价格下跌；磷酸铁价格下跌；钛白粉需求下降；磷酸铁和钛合金项目投产进度不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,636	2,303	2,335	2,698	2,957
增长率 YoY %	19.0%	40.8%	1.4%	15.5%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	701	1,435	1,486	1,783	1,991
增长率 YoY%	34.9%	104.8%	3.5%	20.0%	11.7%
毛利率%	64.5%	74.5%	74.4%	77.4%	79.2%
净资产收益率ROE%	17.3%	29.8%	23.6%	22.1%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	1.81	3.58	3.70	4.45	4.97
市盈率 P/E(倍)	25.36	11.81	11.23	9.36	8.38
市净率 P/B(倍)	4.55	3.53	2.65	2.07	1.66

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年08月04日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,333</b>	<b>3,020</b>	<b>3,903</b>	<b>5,261</b>	<b>6,938</b>	<b>营业总收入</b>	1,636	2,303	2,335	2,698	2,957
货币资金	1,116	2,189	3,061	4,301	5,893	营业成本	580	587	598	609	615
应收票据	558	728	738	853	934	营业税金及附加	55	84	58	67	74
应收账款	4	4	3	4	4	销售费用	94	3	3	3	3
预付账款	4	4	4	4	4	管理费用	79	81	82	94	103
存货	81	86	88	89	90	研发费用	53	78	79	91	100
其他	571	9	9	11	12	财务费用	-14	-27	-21	-21	-14
<b>非流动资产</b>	<b>2,434</b>	<b>2,590</b>	<b>3,167</b>	<b>3,623</b>	<b>3,959</b>	减值损失合计	-8	0	6	6	6
长期股权投资	261	367	474	580	686	投资净收益	26	154	157	181	198
固定资产	1,022	1,003	1,113	1,254	1,382	其他	17	14	24	28	31
无形资产	307	298	388	477	563	<b>营业利润</b>	825	1,666	1,724	2,068	2,310
其他	844	922	1,192	1,313	1,328	营业外收支	-3	-2	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>4,766</b>	<b>5,611</b>	<b>7,070</b>	<b>8,885</b>	<b>10,897</b>	<b>利润总额</b>	822	1,664	1,723	2,067	2,309
<b>流动负债</b>	<b>551</b>	<b>581</b>	<b>555</b>	<b>586</b>	<b>607</b>	所得税	121	229	237	284	318
短期借款	0	64	30	30	30	<b>净利润</b>	701	1,435	1,486	1,783	1,991
应付票据	163	140	143	145	147	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	131	81	83	84	85	<b>归属母公司净利润</b>	701	1,435	1,486	1,783	1,991
其他	257	295	300	327	346	EBITDA	957	1,650	1,654	1,993	2,241
<b>非流动负债</b>	<b>177</b>	<b>222</b>	<b>222</b>	<b>222</b>	<b>222</b>	EPS(当	1.81	3.58	3.70	4.45	4.97
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	177	222	222	222	222						
<b>负债合计</b>	<b>728</b>	<b>803</b>	<b>777</b>	<b>808</b>	<b>830</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
归属母公司	4,039	4,808	6,293	8,076	10,067						
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,766</b>	<b>5,611</b>	<b>7,070</b>	<b>8,885</b>	<b>10,897</b>						

  

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	2,335	2,698	2,957
同比 (%)	19.0%	40.8%	1.4%	15.5%	9.6%
归属母公司净利润	701	1,435	1,486	1,783	1,991
同比	34.9%	104.8%	3.5%	20.0%	11.7%
毛利率 (%)	64.5%	74.5%	74.4%	77.4%	79.2%
ROE%	17.3%	29.8%	23.6%	22.1%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	1.81	3.58	3.70	4.45	4.97
P/E	25.36	11.81	11.23	9.36	8.38
P/B	4.55	3.53	2.65	2.07	1.66
EV/EBITDA	18.05	8.99	8.25	6.23	4.83

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>977</b>	<b>1,143</b>	<b>1,460</b>	<b>1,669</b>	<b>1,904</b>
净利润	701	1,435	1,486	1,783	1,991
折旧摊销	164	166	139	160	180
财务费用	3	7	2	1	1
投资损失	-26	-154	-157	-181	-198
营运资金变动	119	-311	-4	-87	-64
其它	16	1	-6	-6	-6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,139</b>	<b>433</b>	<b>-553</b>	<b>-429</b>	<b>-311</b>
资本支出	-91	-145	-603	-503	-403
长期投资	-1,085	522	-106	-106	-106
其他	37	56	157	181	198
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,003</b>	<b>-505</b>	<b>-35</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
吸收投资	1,052	0	0	0	0
借款	0	181	-34	0	0
支付利息或股息	-100	-685	-2	-1	-1
<b>现金流净增加额</b>	<b>841</b>	<b>1,072</b>	<b>872</b>	<b>1,240</b>	<b>1,592</b>

## 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年任广发证券有色金属行业研究员。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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	章嘉婕	13693249509	<a href="mailto:zhangjiajie@cindasc.com">zhangjiajie@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>

## 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。

## 评级说明

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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。