期待西昌钢钒钒制品业务注入

攀钢钒钛(000629)

投资评级：增持（调高评级）

当前价格(元):	2.84
合理价格区间(元):	3.18~3.40

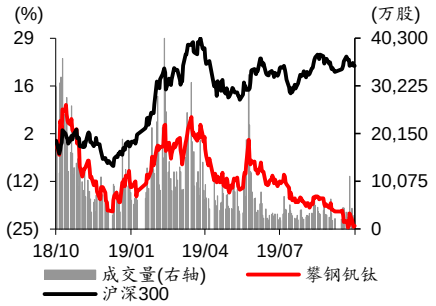
邱瀚萱 执业证书编号：S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露
联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

1《攀钢钒钛(000629,中性)：钒价下行，2019Q2盈利同比下滑35%》2019.08
2《攀钢钒钛(000629,增持)：2019Q1业绩同比上行61%》2019.04
3《攀钢钒钛(000629,买入)：2019Q1业绩同比上行超50%》2019.04

一年内股价走势图



资料来源：Wind

19Q3公司盈利2.1亿元，上调至“增持”评级

10月24日，攀钢钒钛发布2019年三季报：19 Q1-Q3营业收入103.8亿元（YoY-2.7%）；归属母公司股东净利润14.1亿元（YoY-31.1%）；19Q3营业收入31.2亿元（YoY-19.9%，QoQ-2.3%）；归属母公司股东净利润2.1亿元（YoY-76.6%，QoQ-52.9%），符合我们预期。公司三季度业绩同环比下滑主要受钒价下行影响。我们维持前期盈利预测，预计公司19-21年EPS分别为0.23/0.28/0.31元。考虑西昌钢钒钒制品业务注入可期，公司龙头地位继续巩固，上调目标价至3.18~3.40元，上调至“增持”评级。

2019Q3钒价同比下降58%，拖累公司业绩

19Q3V_2O_5均价（不含税）11.58万元/吨，同、环比分别下降58.1%、8.7%，拖累公司业绩。19 Q1-Q3销售、管理、研发、财务费用同比变动+17%、-1.6%、+47%、-68%。研发费用上行因研发投入增加，财务费用下行主要因短期借款减少、银行存款上升。19Q3销售、管理、研发、财务费用同比变动+27%、-4.7%、+107%、-61%。公司盈利水平下降，19Q1-Q3销售毛利率、净利率为21.1%、13.9%（YoY -5.4、-5.9pct ）,19Q3销售毛利率、净利率为17.2%、7.1%（YoY-11.5、-16.6pct， QoQ-2.9、-7.1pct）。

公司回款能力提升，资产负债率下行

19 Q1-Q3，公司销售商品提供劳务收到的现金占营业收入63%，较去年同期+7.1pct，回款能力提升；经营活动产生的现金流量净额占营业收入19%，较去年同期+7.4pct；应收、应付项目较期初下降16.0%、6.6%，对下游占款能力增加。此外，公司19Q3末资产负债率27.3%，较18年末下降7.9pct。

公司拟以支付现金方式购买西昌钢钒钒制品分公司

10月17日，公司公告称拟以支付现金方式购买攀钢集团下属攀钢集团西昌钢钒有限公司（以下简称“西昌钢钒”）钒制品分公司整体经营性资产及负债。2016年9月14日，攀钢集团、鞍钢集团曾发布《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺计划在西昌钢钒钒产品生产加工业务连续三年盈利、具备注入上市公司条件一年内，将西昌钢钒的钒产品生产加工业务注入公司。目前，公司钒制品产能2.2万吨，西昌钢钒钒制品产能1.8万吨，若后续交易完成，公司钒制品产能达4万吨，以2018年合计产量3.98万吨计算，约占国内钒制品总产量44.72%，公司龙头地位将继续巩固。

龙头地位有望继续巩固，上调至“增持”评级

公司若收购西昌钢钒，将进一步整合集团钒资源业务、解决同业竞争，公司龙头地位将巩固。目前新开工面积与安装工程投资增速仍处正负向背离状态，待施工存量或仍较大，后期建筑工程投资增速有望获支撑，钒制品下游需求相对稳定。我们预计19-21年EPS为0.23/0.28/0.31元，对应PE为12.41/10.30/9.15倍，按2019年预测毛利润占比加权，考虑公司多元化经营折价，给予公司2019年13.90~14.85倍PE估值，2019年预测EPS 0.23元，对应目标价3.18~3.40元，上调至“增持”评级。

风险提示：国内外宏观经济形势及政策调整；钒价变动幅度超预期等。

公司基本资料

总股本（百万股）	8,590
流通A股（百万股）	4,767
52周内股价区间（元）	2.82-4.12
总市值（百万元）	24,395
总资产（百万元）	13,394
每股净资产（元）	1.10

资料来源：公司公告

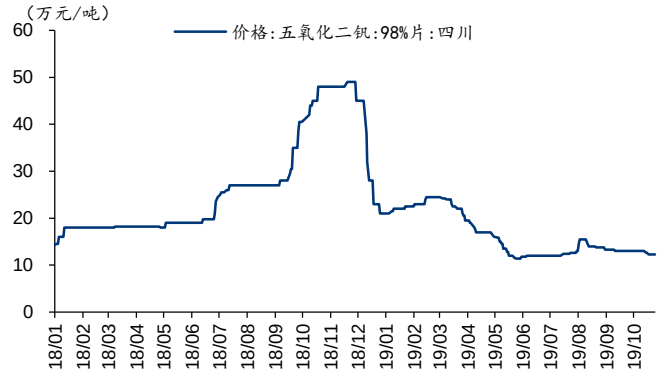
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,436	15,161	12,964	13,924	14,628
+/-%	(11.07)	60.68	(14.49)	7.40	5.06
归属母公司净利润（百万元）	863.28	3,090	1,966	2,368	2,665
+/-%	114.42	257.96	(36.36)	20.43	12.52
EPS（元，最新摊薄）	0.10	0.36	0.23	0.28	0.31
PE（倍）	28.26	7.89	12.41	10.30	9.15

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

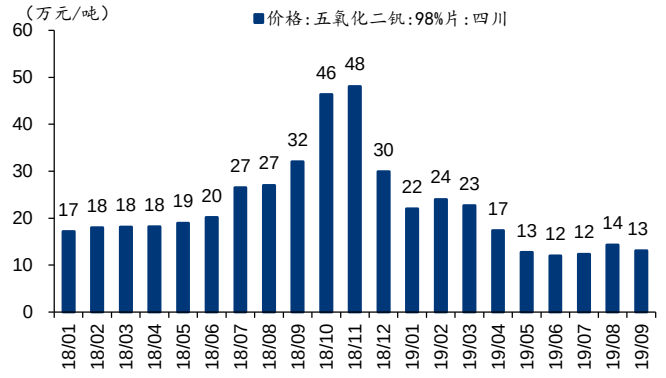
估值：上调至“增持”评级

图表1： 2018 年至今五氧化二钒（98%片，四川）价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2018 年 1 月至今五氧化二钒（98%片，四川）月度均价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

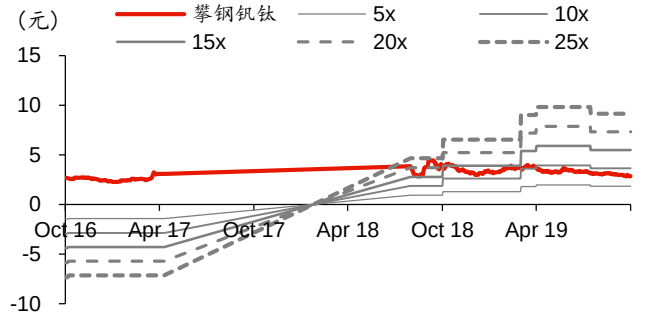
图表3： 可比公司估值（2019.10.24）

		PE(2019E)	公司对应板块估值	权重(参考 2019 年预测毛利润占比)
801040.SI	申万钢铁指数	9.72		
000708.SZ	新兴铸管	20.92		
002110.SZ	三钢闽光	4.64		
000709.SZ	河钢股份	11.79		
8841083.WI	wind 钴指数	20.28		
603993.SH	洛阳钼业	35.56		
002340.SZ	格林美	20.45		
	钢铁、钴板块均值	17.62	17~18	59%
884250.WI	钛白粉指数	12.76		
002601.SZ	龙蟒佰利	8.99		
	钛白粉板块均值	10.88	10~11	32%
801161.SI	申万电力指数	15.98	15~16	8%
881003.WI	wind 全 A 指数（除金融、石油石化）	22.66	22~23	1%
		权重加权		14.63~15.63
		多元化经营	*0.95	13.90~14.85

资料来源：Wind，华泰证券研究所；取 2019 年 10 月 24 日收盘价；PE（2019E）为 Wind 一致预期

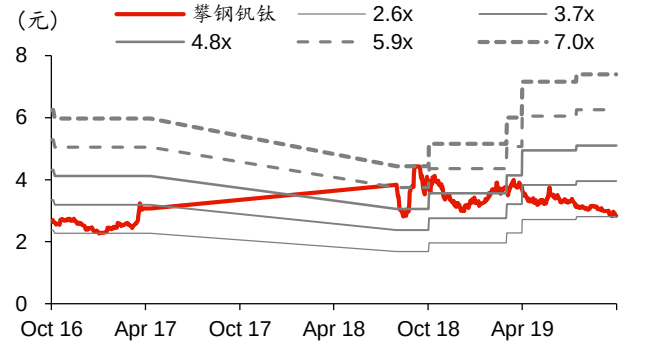
PE/PB – Bands

图表4： 攀钢钒钛历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5： 攀钢钒钛历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,295	5,672	7,557	10,133	12,990
现金	1,261	2,205	4,339	6,673	9,436
应收账款	182.30	229.49	214.76	224.09	237.73
其他应收账款	37.38	3.48	15.60	11.81	14.09
预付账款	184.77	189.32	99.80	130.69	125.04
存货	818.23	1,037	1,008	1,036	1,068
其他流动资产	1,812	2,009	1,881	2,057	2,108
非流动资产	6,178	6,193	6,053	6,003	5,909
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	4,688	4,476	4,346	4,309	4,233
无形资产	329.01	318.94	299.33	279.72	260.10
其他非流动资产	1,161	1,399	1,407	1,414	1,415
资产总计	10,473	11,866	13,610	16,135	18,899
流动负债	5,234	3,586	3,320	3,429	3,470
短期借款	1,266	1,537	1,447	1,477	1,467
应付账款	2,727	609.24	569.80	593.12	609.13
其他流动负债	1,241	1,440	1,304	1,359	1,394
非流动负债	700.36	587.66	594.10	590.01	590.82
长期借款	222.00	112.00	112.00	112.00	112.00
其他非流动负债	478.36	475.66	482.10	478.01	478.82
负债合计	5,935	4,174	3,914	4,019	4,060
少数股东权益	236.46	292.01	329.42	381.50	439.10
股本	8,590	8,590	8,590	8,590	8,590
资本公积	5,539	5,540	5,540	5,540	5,540
留存公积	(9,829)	(6,739)	(4,763)	(2,395)	269.66
归属母公司股东权益	4,302	7,400	9,366	11,735	14,399
负债和股东权益	10,473	11,866	13,610	16,135	18,899

现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(380.32)	1,779	2,289	2,585	3,008
净利润	919.90	3,163	2,004	2,420	2,722
折旧摊销	233.61	244.39	257.05	266.81	276.81
财务费用	189.22	133.12	51.00	136.82	132.82
投资损失	(59.63)	(87.41)	(78.15)	(81.23)	(80.21)
营运资金变动	(1,569)	(1,610)	(32.21)	(127.09)	(55.61)
其他经营现金	(94.88)	(64.43)	87.85	(30.17)	11.24
投资活动现金	452.72	(143.75)	(114.24)	(111.15)	(112.18)
资本支出	171.15	123.39	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	623.87	(20.35)	85.76	88.85	87.82
筹资活动现金	444.88	(602.50)	(41.23)	(140.08)	(131.74)
短期借款	65.00	271.15	(90.38)	30.13	(10.04)
长期借款	(288.00)	(110.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.27	0.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	655.61	(764.52)	49.15	(170.21)	(121.70)
现金净增加额	510.92	1,038	2,134	2,334	2,764

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,436	15,161	12,964	13,924	14,628
营业成本	7,761	10,990	10,278	10,699	10,988
营业税金及附加	65.93	130.47	104.57	114.82	119.75
营业费用	219.15	295.02	329.54	273.31	287.55
管理费用	164.97	187.75	169.61	178.92	189.11
财务费用	189.22	133.12	51.00	136.82	132.82
资产减值损失	(2.46)	218.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	59.63	87.41	78.15	81.23	80.21
营业利润	1,020	2,975	2,109	2,603	2,992
营业外收入	6.95	20.53	0.00	0.00	0.00
营业外支出	39.29	27.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	988.11	2,968	2,109	2,603	2,992
所得税	68.20	(194.82)	105.47	182.18	269.26
净利润	919.90	3,163	2,004	2,420	2,722
少数股东损益	56.62	72.89	37.41	52.08	57.60
归属母公司净利润	863.28	3,090	1,966	2,368	2,665
EBITDA	1,443	3,353	2,417	3,006	3,401
EPS (元，基本)	0.10	0.36	0.23	0.28	0.31

主要财务比率

会计年度（%）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(11.07)	60.68	(14.49)	7.40	5.06
营业利润	115.95	191.54	(29.10)	23.38	14.96
归属母公司净利润	114.42	257.96	(36.36)	20.43	12.52
获利能力（%）					
毛利率	17.74	27.52	20.72	23.16	24.89
净利率	9.15	20.38	15.17	17.01	18.22
ROE	20.07	41.76	21.00	20.18	18.51
ROIC	28.17	57.21	36.61	44.64	50.25
偿债能力					
资产负债率（%）	56.66	35.18	28.76	24.91	21.48
净负债比率（%）	32.48	42.86	45.94	44.67	44.24
流动比率	0.82	1.58	2.28	2.95	3.74
速动比率	0.66	1.29	1.97	2.65	3.43
营运能力					
总资产周转率	0.94	1.36	1.02	0.94	0.84
应收账款周转率	45.72	69.11	55.30	59.90	59.87
应付账款周转率	4.20	6.59	17.43	18.40	18.28
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.36	0.23	0.28	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	0.21	0.27	0.30	0.35
每股净资产(最新摊薄)	0.50	0.86	1.09	1.37	1.68
估值比率					
PE (倍)	28.26	7.89	12.41	10.30	9.15
PB (倍)	5.67	3.30	2.60	2.08	1.69
EV_EBITDA (倍)	16.12	6.94	9.62	7.74	6.84

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com