



2019年12月23日

收购东方锆业过户完成，卡位海外优质矿产资源

龙蟒佰利(002601)

评级:	买入	股票代码:	002601
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	19.19/11.77
目标价格:		总市值(亿)	282.25
最新收盘价:	13.89	自由流通市值(亿)	281.58
		自由流通股数(百万)	2,027.18

事件概述

公司于2019年11月公告拟以8.73亿元现金向中核集团收购东方锆业15.66%的股权，已于2019年12月23日完成过户登记手续。截止12月23日，公司持有东方锆业9721万股，成为东方锆业第一大股东。

分析判断:

► 收购东方锆业获上游锆钛矿资源，卡位海外优质矿产资源。

东方锆业与子公司铭瑞锆业合计持有澳大利亚勘探公司Image24.2%的股份，为公司第一大股东。Image控制布纳伦和阿特拉斯两块资源，这两矿带是公认的优质矿带，平均8.1%重矿物，可以产出钛铁矿、红金石、白钛矿、锆英砂及十字石等矿物质。根据公司2017年3月14日公告，东方锆业在澳洲通过控股或参股的锆钛砂重砂矿资源量22亿吨（未折算权益，下列产量同样未折算权益），原位重矿砂资源合计含有钛铁矿2925.5万吨，白钛石451.07万吨，金红石771.3万吨和锆英砂1441.5万吨。当前全球的优质钛矿（金红石）、锆矿资源集中在澳大利亚和非洲，中国储量均较少，两个品种的供应都被海外前3-4家巨头垄断控制了60%+，金红石矿和锆英砂严重依赖进口。

► 公司发展史是极为优秀的并购史，现金收购优化资产配置。

公司的发展史，是极为优秀的并购史：（1）2016年钛白粉行业景气底部，佰利联并购行业龙头四川龙蟒；（2）2019年5月8.3亿并购云南新立钛业，获得低成本的云南氯化法产能；（3）此次现金收购东方锆业。公司2017-2019年经营性净现金流均有望在20亿元以上，充沛的现金流可支撑其进行大额的资本开支、研发、环保投入以及现金收购，资产配置得到优化。

► 一体化的氯化法钛白粉龙头，“内生+外延”拓宽护城河。

公司现有钛白粉产能95万吨（含在建），规模国内第一，全球第三，未来两年公司产能将通过“技改+扩产”增至115万吨，其中氯化法产能50万吨。公司已布局全钛产业链实现循环经济，利用良好地理布局获得成本优势，技改叠加扩产深化规模优势，拉大与同行盈利能力的差距，成本领先国内同行1000-2000元/吨以上，并且将持续挖潜矿产资源，开拓钒、铁等下游深加工制品。预计公司在全球钛白粉行业中的地位与优势将持续提升。

投资建议

公司近年持续60%以上高分红，股息率有望保持6%以上。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为25.7/32/40亿元，分别同比增长12%/29%/22%，EPS分别为1.26/1.57/1.99元，目前股价对应PE分别为10X、8X、6.6X，维持买入评级。

风险提示

宏观经济波动；分红率下调；公司扩产进度低于预期；同行扩产超预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10353	10554	11416	14512	18933
YoY (%)	147%	2%	8%	27%	30%

归母净利润(百万元)	2502	2286	2565	3187	4039
YoY (%)	466%	-9%	12%	24%	27%
毛利率 (%)	46%	42%	40%	39%	37%
每股收益 (元)	1.23	1.12	1.26	1.57	1.99
ROE	19.42%	18.40%	17.11%	17.54%	18.18%
市盈率	10.61	11.61	10.35	8.33	6.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：陈凯茜

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn 邮箱：chenkq1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10553.99	11415.81	14512.07	18933.13	净利润	2320.24	2629.78	3261.64	4130.84
YoY (%)	1.94%	8.17%	27.12%	30.46%	折旧和摊销	903.73	1030.04	1238.53	1426.00
营业成本	6142.72	6861.91	8863.96	11916.60	营运资金变动	-1514.19	-597.66	-400.37	-560.33
营业税金及附加	146.41	130.14	177.40	226.24	经营活动现金流	2030.78	3228.23	4186.86	5049.73
销售费用	402.39	410.32	532.17	624.79	资本开支	-451.95	-2141.50	-2548.50	-2548.50
管理费用	455.76	542.35	668.52	881.29	投资	-180.79	-22.34	0.00	0.00
财务费用	231.82	100.64	50.26	-21.22	投资活动现金流	-592.38	-2233.49	-2538.50	-2538.50
资产减值损失	225.65	30.95	36.83	39.35	股权募资	4.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	41.54	10.00	10.00	10.00	债务募资	277.37	-1901.42	-1339.62	-392.18
营业利润	2688.45	3089.20	3817.80	4835.21	筹资活动现金流	-2156.82	-2420.12	-1401.35	-417.54
营业外收支	27.42	-11.00	0.00	0.00	现金净流量	-718.42	-1425.38	247.00	2093.68
利润总额	2715.87	3078.20	3817.80	4835.21	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	395.63	448.42	556.16	704.37	成长能力 (%)				
净利润	2320.24	2629.78	3261.64	4130.84	营业收入增长率	1.94%	8.17%	27.12%	30.46%
归属于母公司净利润	2285.73	2564.53	3186.85	4039.07	净利润增长率	-8.66%	12.20%	24.27%	26.74%
YoY (%)	-8.66%	12.20%	24.27%	26.74%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.12	1.26	1.57	1.99	毛利率	41.80%	39.89%	38.92%	37.06%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	21.98%	23.04%	22.48%	21.82%
货币资金	1684.38	259.00	506.00	2599.68	总资产收益率 ROA	10.92%	12.23%	13.42%	14.07%
预付款项	218.03	244.49	315.43	424.24	净资产收益率 ROE	18.40%	17.11%	17.54%	18.18%
存货	1947.72	1884.69	2467.43	3302.46	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2617.39	2942.31	3538.54	4378.81	流动比率	0.88	1.15	1.65	2.15
流动资产合计	6467.53	5330.50	6827.40	10705.19	速动比率	0.59	0.69	0.98	1.40
长期股权投资	11.63	33.97	33.97	33.97	现金比率	0.23	0.06	0.12	0.52
固定资产	5843.52	5482.85	5462.58	5303.74	资产负债率	39.62%	27.19%	21.97%	21.09%
无形资产	1246.65	1576.28	1857.02	2088.86	经营效率 (%)				
非流动资产合计	14456.14	15630.41	16910.88	18003.87	总资产周转率	0.51	0.55	0.65	0.72
资产合计	20923.67	20960.91	23738.27	28709.06	每股指标 (元)				
短期借款	3633.22	1731.80	392.18	0.00	每股收益	1.12	1.26	1.57	1.99
应付账款及票据	2437.89	1956.89	2609.83	3471.88	每股净资产	6.11	7.37	8.94	10.93
其他流动负债	1276.01	934.06	1136.47	1506.54	每股经营现金流	1.00	1.59	2.06	2.49
流动负债合计	7347.12	4622.75	4138.48	4978.42	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
长期借款	407.81	407.81	407.81	407.81	估值分析				
其他长期负债	534.74	668.49	668.49	668.49	PE	11.61	10.35	8.33	6.57
非流动负债合计	942.55	1076.30	1076.30	1076.30	PB	2.01	1.77	1.46	1.19
负债合计	8289.67	5699.05	5214.77	6054.72					
股本	2032.02	2032.02	2032.02	2032.02					
少数股东权益	211.11	276.36	351.15	442.91					
股东权益合计	12634.00	15261.86	18523.50	22654.34					
负债和股东权益合计	20923.67	20960.91	23738.27	28709.06					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。