



2020-05-19

公司点评报告

买入/维持

龙蟒佰利 (002601)

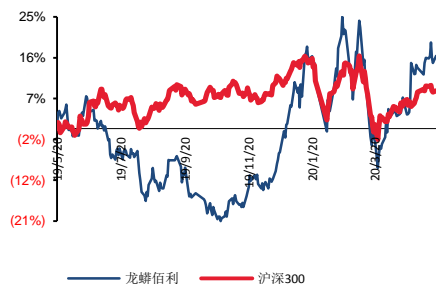
目标价: 21

昨收盘: 17.04

材料 材料 II

建设西部钛产业基地，进一步完善钛产业布局

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,032/1,440
总市值/流通(百万元)	34,626/24,541
12 个月最高/最低(元)	18.32/11.77

相关研究报告:

龙蟒佰利 (002601) 《【太平洋化工】龙蟒佰利: 一季报增长超预期, 非公开发行稳固龙头地位》--2020/04/24

龙蟒佰利 (002601) 《【太平洋化工】龙蟒佰利: 钛锆共生, 两翼发展, 钛白粉巨头业绩稳增长》--2020/03/25

龙蟒佰利 (002601) 《【太平洋化工】龙蟒佰利跟踪点评: 钛白粉涨价, 公司估值低位, 维持“买入”》--2020/02/16

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理: 翟绪丽

电话: 010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

事件: (1) 公司发布公告, 拟对控股子公司云南国钛金属股份有限公司 (以下简称“云南国钛”) 增资 7 亿元, 同时云南国钛拟出资 7 亿元成立甘肃国钛金属有限公司 (以下简称“甘肃国钛”)。(2) 公司向东方锆业出租氯化锆及二氧化锆生产线。

建设西部钛产业基地, 进一步完善钛产业布局。公司于 2019 年 9 月与控股子公司禄丰新立钛业共同出资 3 亿元成立云南国钛, 其中公司出资 2.97 亿元, 占比 99%; 禄丰新立出资 300 万元, 占比 1%。此次公司拟使用自有资金对云南国钛增资 7 亿元, 禄丰新立不再进行同比例增资。同时云南国钛拟出资 7 亿元成立甘肃国钛。这是继 2019 年 12 月公司与金川集团签署《关于钛产业合作框架协议书》之后, 进入成立合资公司的实施阶段, 后期金川集团将以钛厂现有与海绵钛生产密切相关的全部资产 (含土地) 评估作价形式出资。金川目前具有海绵钛产能 0.5 万吨/年, 复产技改后产能有望达到 1.5 万吨/年。公司前期收购云南新立之后, 1 万吨/年海绵钛产能已经成功复产, 后续规划通过技改以及扩建将新立海绵钛产能扩大至 4.5 万吨/年, 新立和金川两处海绵钛产能将达到 6 万吨/年的规模, 有利于公司进一步完善钛产业布局, 提高公司的核心竞争力和盈利能力。

出租锆产业, 解决同业竞争, 聚焦主业。公司 2019 年 11 月收购中核集团持有的广东东方锆业科技股份有限公司 (以下简称“东方锆业”) 97,210,818 股普通股, 占其总股本的 15.66%, 成为东方锆业第一大股东。公司主要从事钛白粉、锆制品和硫酸等产品的生产与销售, 其中锆制品业务与东方锆业构成一定程度的同业竞争。公司拟出租资产为现有氯化锆及二氧化锆生产线相关的厂房、设备及设施, 租期为 5 年, 年租金为 500 万元 (不含税)。公司目前具有氯化锆及二氧化锆两条生产线, 其中氯化锆设计年产 1.6 万吨, 二氧化锆设计年产 1600 吨。此举不仅有利于解决同业竞争问题, 也有利于公司进一步聚焦主业, 提升专业化经营水平。

技术优势及原料优势助力钛白粉龙头地位愈加稳固。公司目前具备氯化法产能 32 万吨/年, 不仅国内产能最大, 同时单线产能最大, 而且仍在继续扩张中, 预计 2022 年氯化法总产能将达到 60 万吨/年, 在国家鼓励氯化法、限制硫酸法的产业政策下, 产品结构不断优化, 市场竞争力不断增强。发展氯化法原料保障至关重要, 公司具有焦作和攀枝花两处原料保障项目。(1) 焦作基地具备硫酸法和氯化法装置同处

一地的独特优势，利用硫酸法产生的废酸和还原钛反应生成人造金红石，该项目产能30万吨/年，现已竣工试产，逐渐为焦作基地氯化法产能提供原料。(2)公司攀枝花基地50万吨/年钛精矿升级转化30万吨/年氯化钛渣项目作为本次非公开发行实施的项目之一，目前进展顺利，正处于全面建设阶段，预计2020年底建成。届时将为西南基地氯化法钛白粉提供原料。两处项目的实施将进一步完善公司产业链，扩大成本优势，增强盈利能力，提升整体竞争力。

估值低位，高分红，维持“买入”评级。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为32.7/42.8/48.7亿元，对应EPS 1.61/2.11/2.40元，PE 11/8/7倍。公司2019年出口营收占比42.5%，考虑疫情全球蔓延影响，预计二季度可能会受一定影响，但在可控范围，市占率持续提升。考虑公司逐渐成长为钛白粉行业全球巨头，产业链一体化优势明显，新增各项产能项目将陆续贡献业绩增量，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济下滑，钛白粉需求及价格下滑的风险，新产能投放不及预期的风险、减持。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	114.2	148.71	179.50	209.17
(+/-%)	8.2	30.2	20.7	16.5
净利润(百万元)	25.94	32.69	42.80	48.67
(+/-%)	13.49	26.01	30.94	13.71
摊薄每股收益(元)	1.29	1.61	2.11	2.40
市盈率(PE)	12.1	10.6	8.1	7.1

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E			2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产合计	7843	10335	12085	13926	营业收入		11420	14871	17950	20917	
货币资金	2641	2974	3590	4183	营业成本		6546	8650	10162	12073	
应收账款	1605	1711	2065	2407	营业税金及附加		133	208	251	293	
其他应收款	0	0	0	0	营业费用		463	744	897	1046	
预付款项	487	530	581	641	管理费用		551	892	1077	1255	
存货	2223	2725	3202	3804	财务费用		123	298	329	328	
其他流动资产	470	470	470	470	资产减值损失		-62	100	50	50	
非流动资产合计	18100	7695	7672	7556	公允价值变动收益		0	0	0	0	
长期股权投资	941	30	30	30	投资净收益		-51	10	10	10	
固定资产	0	91	174	228	营业利润		3050	3989	5193	5882	
无形资产	1552	1397	1242	1086	营业外收入		6	15	15	15	
其他非流动资产	579	100	100	100	营业外支出		35	10	10	0	
资产总计	25943	18030	19757	21482	利润总额		3022	3994	5198	5897	
流动负债合计	8390	8333	9118	9784	所得税		418	639	832	943	
短期借款	2867	4115	4404	4441	净利润		2605	3355	4366	4953	
应付账款	2012	1659	1949	2315	少数股东损益		11	86	86	86	
预收款项	130	130	130	130	归属母公司净利润		2594	3269	4280	4867	
一年内到期的非流动	142	400	400	400	EBITDA		4130	4450	5694	6386	
非流动负债合计	3481	3153	3153	3153	EPS (元)		1.29	1.61	2.11	2.40	
长期借款	2752	2752	2752	2752	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0			2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计	11871	11486	12271	12937	成长能力						
少数股东权益	201	287	373	459	营业收入增长		8.2%	30.2%	20.7%	16.5%	
实收资本 (或股本)	2032	2032	2032	2032	营业利润增长		13.5%	30.8%	30.2%	13.3%	
资本公积	9485	9485	9485	9485	归属于母公司净利润增		13.5%	26.0%	30.9%	13.7%	
未分配利润	1658	1985	2413	2900	获利能力						
归属母公司股东权益	13871	14105	14887	15788	毛利率 (%)		43%	42%	43%	42%	
负债和所有者权益	25943	25878	27531	29184	净利率 (%)		23%	23%	24%	24%	
现金流量表		单位:百万元				总资产净利润 (%)		10%	18%	22%	23%
	2019A	2020E	2021E	2022E		ROE (%)		19%	23%	29%	31%
经营活动现金流	2004	1010	4270	4878	偿债能力						
净利润	2605	3355	4366	4953	资产负债率 (%)		46%	44%	45%	44%	
折旧摊销	956.11	164.02	172.84	176.15	流动比率		0.93	1.24	1.33	1.42	
财务费用	123	298	329	328	速动比率		0.67	0.91	0.97	1.03	
应付账款的变化	0	-353	290	367	营运能力						
预收账款的变化	0	0	0	0	总资产周转率		0.49	0.57	0.67	0.74	
投资活动现金流	-2003	541	-190	-100	应收账款周转率		8	9	10	9	
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率		6.98	8.10	9.95	9.81	
长期投资	941	30	30	30	每股指标 (元)						
投资收益	-51	10	10	10	每股收益 (最新摊薄)		1.29	1.61	2.11	2.40	
筹资活动现金流	-449	-1218	-3465	-4184	每股净现金流 (最新摊)		-0.22	0.16	0.30	0.29	
短期借款	2867	4115	4404	4441	每股净资产 (最新摊薄)		6.83	6.94	7.33	7.77	
长期借款	2752	2752	2752	2752	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	P/E		10.70	8.58	6.55	5.76	
资本公积增加	-97	0	0	0	P/B		2.02	1.99	1.88	1.78	
现金净增加额	-448	333	616	593	EV/EBITDA		7.55	7.27	5.62	4.93	

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafal@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。