



## 龙蟒佰利三维度对比思考：

### ——优质赛道上的加速赶超者

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：[liuqiang@tpyzq.com](mailto:liuqiang@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL：[zhaixl@tpyzq.com](mailto:zhaixl@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190520060001

太平洋证券研究院

2020年9月6日



## 前言：

2019年3月15日，我们发布了《龙蟒佰利深度报告：钛白粉行业巨头脚步稳健，从中国走向世界》，后续发表十多篇跟踪报告推荐公司，公司市值从277亿元增长至474亿元，涨幅超71%，且期间公司现金分红33.53亿元，见证了公司成长。由于公司产品结构单一，其抗风险能力一直为市场所担心，公司市值最低一度跌至221亿元。本篇报告我们将龙蟒佰利与万华化学、钛白粉国际巨头、国内同行进行三个维度的对比，进一步阐述看好公司未来发展的逻辑，同时寻找差距，向优秀公司学习。

### 1、龙蟒佰利VS万华化学：均占据优质赛道，细分产品具备全球竞争力，具备成长基因

龙蟒佰利的核心产品钛白粉与万华化学的聚氨酯MDI，具有一定可比性。相似点包括：（1）均为全球超千亿市场，终端下游与房地产密切相关。（2）全球需求量600-700万吨，且持续增长。（3）行业寡头垄断，龙头集中度高。（4）产品单价每吨万元以上，毛利率40%以上，盈利良好，万华和龙蟒竞争优势领先同行。

（5）龙蟒和万华持续扩产，提高龙头地位。差距主要为：（1）供给端，MDI具有技术壁垒，万华是国内唯一生厂商；氯化法钛白粉具有一定技术壁垒，而硫酸法钛白粉普遍，门槛一般，国内同行竞争激烈。（2）万华三大业务板块齐发展，特别是石化、精细化学品及新材料领域，龙蟒产品结构单一。但龙蟒也具有优势的地方，特别具有紧缺的钛矿资源，原料端40%自给。

### 2、龙蟒佰利VS国际巨头：成本优势显著，加速赶超

与国际巨头相比，龙蟒佰利钛白粉产能101万吨/年位列全球第三，钛矿配套比例约40%，主要产品为硫酸法，钛白粉均价最低（2005美元/吨），同时单吨成本最低（1286美元/吨），EBITD利润率36%仅次于特诺，净利润规模最大。国际巨头如科慕和特诺，近年来受到龙蟒佰利的冲击市场份额不断下滑，同时财务负担重、折旧摊销大，财务状况不乐观，2019年均是亏损状态，资本支出小，缺乏扩张的动力和能力。2020年H1，疫情影响对于本就艰难的巨头们更是雪上加霜，而龙蟒资产负债率低、盈利能力强，产能扩张规划清晰，氯化法钛白粉占比提高，正处于战略扩张期，2021年扩至125万吨/年，2023年扩至135万吨/年，将成为全球第一。



### 3、龙蟒佰利VS国内同行：占据全面领先优势

国内钛白粉行业规模差距大，TOP1至TOP3产能分别为101万吨/年（龙蟒佰利）、40万吨/年（中核钛白）、24万吨/年（攀钢钛业）。成本方面，龙蟒较中核钛白尚有1000元/吨的成本优势，较其他企业更是高达2500元/吨以上。技术方面，龙蟒是国内唯一能够掌握大型沸腾床氯化法技术并能够自主扩产达到单线产能10万吨/年的企业，其他企业单线产能只有1.5-5万吨/年，且多数成本较高。我们认为龙蟒在国内具有绝对优势。

### 4、钛白粉行业低谷已过，公司业绩有望快速修复

2020年上半年钛白粉市场先扬后抑，公司业绩一季度增长二季度下滑。我们认为二季度疫情的影响已充分显现，单季度盈利4亿元是公司的盈利底部。进入三季度，经济活动进一步恢复，国内方面，房地产投资增速、房屋新开工面积等指标继续改善，随着基建持续发力以及七八月份雨季的结束，行业将迎来金九银十的消费旺季，钛白粉需求预计将持续恢复。出口方面，7月份中国钛白粉出口9.75万吨，同比+10.07%，环比+26.17%，继续大幅改善。随着需求恢复，行业环比改善，钛白粉价格上涨，公司业绩也将迎来上升期。

### 5、盈利预测与投资建议

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为30.6/39.3/46.1亿元，对应EPS 1.51/1.93/2.27元，PE 16/12/10倍。考虑公司钛白粉规模全球第三，正加速成长为全球龙头，产业链一体化优势明显，新增产能陆续释放，盈利提升，低估值高分红，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情持续，经济下滑，钛白粉需求及价格下滑，新产能投放不及预期，减持的风险。



## 龙蟠佰利三维度对比分析——优质赛道上的加速赶超者

- 1、龙蟠佰利：内生外延并举，横向纵向全面扩张
- 2、龙蟠佰利VS万华化学：均占据优质赛道，具备成长基因
- 3、龙蟠佰利VS国际巨头：成本优势显著，加速赶超
- 4、龙蟠佰利VS国内同行：占据全面领先优势
- 5、投资建议
- 6、风险提示

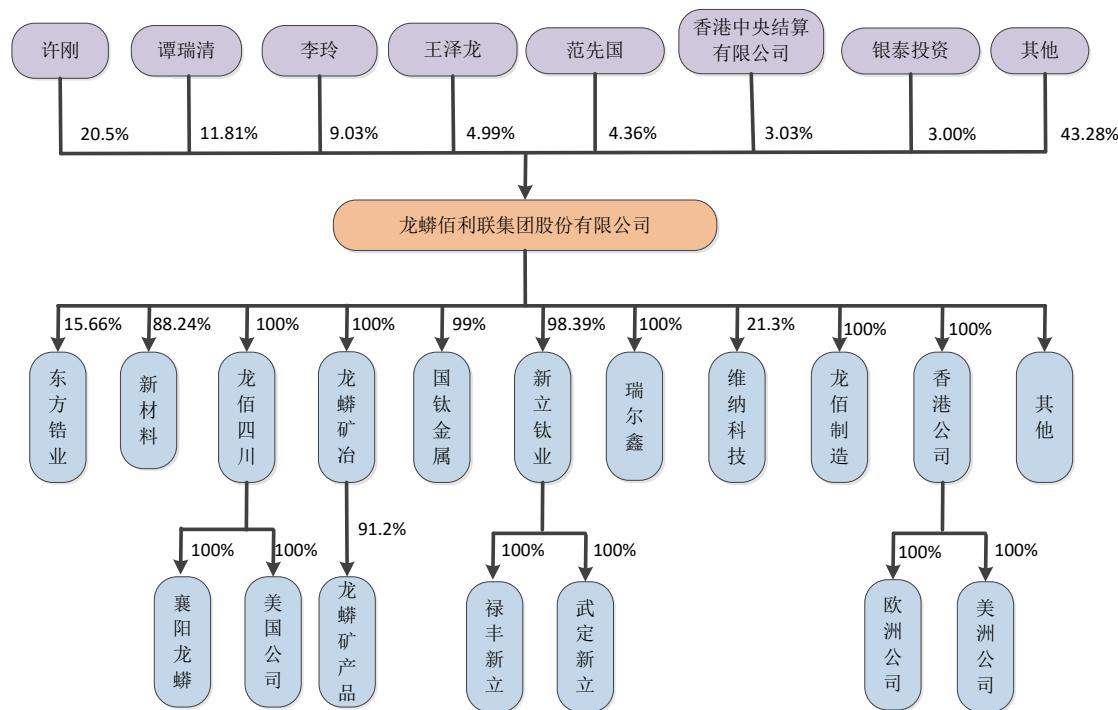
# 一、龙蟒佰利——内生外延并举，横向纵向扩张



P5

- 1975年：焦作市化工总厂；
- 2001年：更名为浩科化工；
- 2002年：变更为河南佰利联化学股份有限公司；
- 2011年：深交所上市；
- 2016年：与龙蟒钛业战略合并；
- 2019年：收购云南新立钛业；
- 2020年综合产能101万吨，规模居亚洲第一，全球第三。且是国内唯一同时具有硫酸法和氯化法生产工艺的大型钛白粉生产企业。

图表：公司股权结构



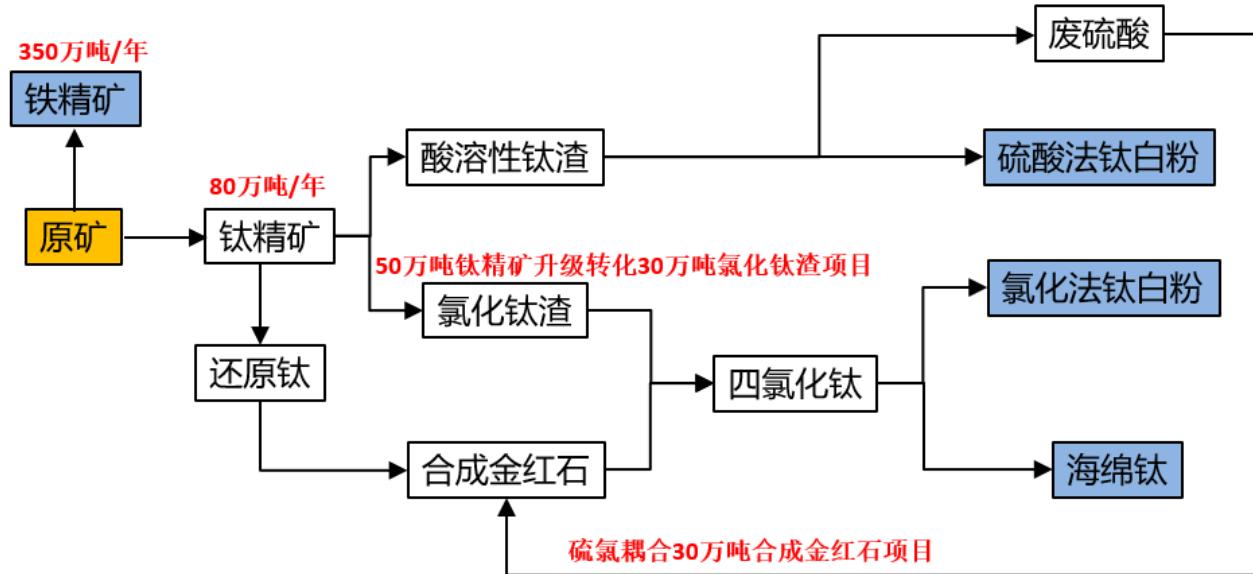
资料来源：公司2020年中报，太平洋证券研究院整理



## ■ 横向产业链扩张：

- 1、上至钛铁矿，下至海绵钛
- 2、两个原料保障项目

图表：公司全产业链流程图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

# 一、龙蟒佰利——内生外延并举，横向纵向扩张



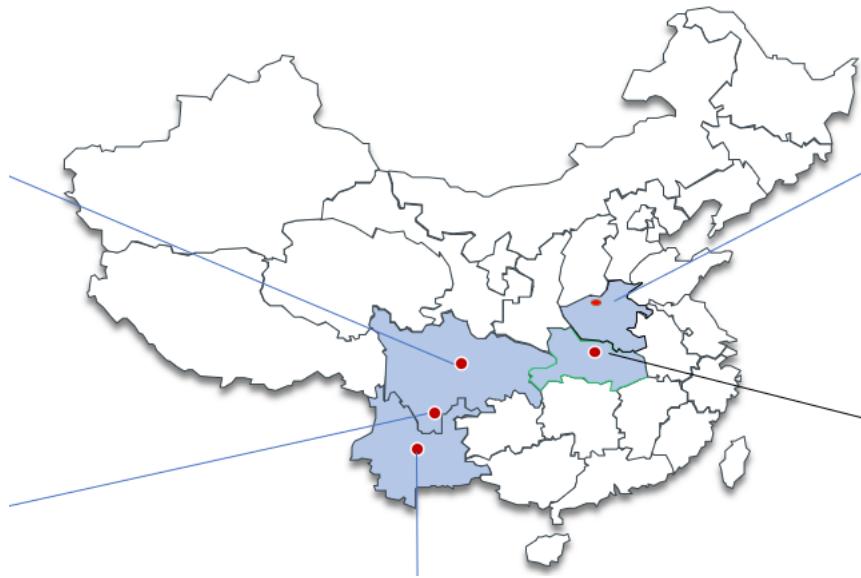
P7

■ **纵向产能扩张：**目前5大生产基地，具备钛白粉产能101万吨/年。

图表：公司现有产能分布



德阳基地：  
25万吨/年（硫酸法）



攀枝花基地：  
钛精矿80万吨/年  
铁精矿350万吨/年



焦作基地：  
25万吨/年（硫酸法）  
10万吨/年（氯化法一期）  
20万吨/年（氯化法二期）



襄阳基地：  
15万吨/年（硫酸法）

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

# 一、龙蟒佰利——内生外延并举，横向纵向扩张



图表：清晰的产能规划

■ **纵向产能扩张：**  
清晰的产能规划，  
至2023年有望成为  
全球第一，拥有钛  
白粉产能135万吨/年，  
至2025年规划  
达到145万吨/年。

2020年产能E, 万吨/年						
	硫酸法钛白粉	氯化法钛白粉	钛精矿	合成金红石/氯化钛渣	铁精矿	海绵钛
焦作基地	25	10+20		30 (合成金红石)		
德阳基地	25					
襄阳基地	15					
攀枝花			30	30 (氯化钛渣)	350	
云南新立		6				1.5
甘肃国钛						1.5
总计	65	36	30	60	350	3
2021年产能E, 万吨/年						
	硫酸法钛白粉	氯化法钛白粉	钛精矿	合成金红石/氯化钛渣	铁精矿	海绵钛
焦作基地	25	10+20		30 (合成金红石)		
德阳基地	25					
襄阳基地	15					
攀枝花			30	30 (氯化钛渣)	350	
云南新立		10+20				1.5+3
甘肃国钛						1.5+3
总计	65	60	30	60	350	9
2023年产能E, 万吨/年						
	硫酸法钛白粉	氯化法钛白粉	钛精矿	合成金红石/氯化钛渣	铁精矿	海绵钛
焦作基地	25	10+20		30 (合成金红石)		
德阳基地	25					
襄阳基地	15					
攀枝花		10	30+40	30 (氯化钛渣)	500	
云南新立		10+20				1.5+3
甘肃国钛						1.5+3
总计	65	70	70	60	500	9
2025年产能E, 万吨/年						
	硫酸法钛白粉	氯化法钛白粉	钛精矿	合成金红石/氯化钛渣	铁精矿	海绵钛
焦作基地	25	10+20		30 (合成金红石)		
德阳基地	25					
襄阳基地	15					
攀枝花		10+10	30+40	30 (氯化钛渣)	500	
云南新立		10+20				1.5+3
甘肃国钛						1.5+3
总计	65	80	70	60	500	9

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

### ■ 钛白粉与MDI均为优质赛道

#### 1、上游产业链不同。

MDI原料苯胺等属石化产业链，价格及盈利受油价影响，但原料供应相对充足稳定。钛白粉上游是钛矿资源，供应相对紧张，因此具有钛矿配套的企业优势显著。

#### 2、全球需求、增速、及市场规模相当。

两者需求体量均在600~700万吨/年左右，钛白粉需求增速基本与GDP相当，MDI需求增速约是GDP的1.5倍。

按照现有价格粗略估算，钛白粉和MDI市场规模都是超千亿元级别。

#### 3、毛利率相当。2019年万华化学聚氨酯版块和龙蟒佰利钛白粉版块毛利率均在40%以上。

图表：两大产品市场规模超千亿元

	MDI	钛白粉
上游	石化产业链	钛矿产业链
全球需求，万吨/年	约700	约640
市场规模，亿元	超1000	近1000
需求增速	1.5*GDP	GDP
2019年毛利率，%	41.34%	43.05%

注1：MDI毛利率为万华化学聚氨酯版块毛利率

注2：钛白粉毛利率为龙蟒佰利钛白粉版块毛利率

资料来源：太平洋证券研究院

### ■ 钛白粉与MDI行业竞争格局相似

- MDI典型的寡头垄断，CR5=90%。万华化学210万吨、巴斯夫210万吨、科思创171万吨、亨斯迈125万吨、陶氏120万吨。
- 全球来看，钛白粉集中度不及MDI，2019年CR5=55%，行业集中度有进一步提高空间。
- **但是分区域来看，海外钛白粉市场也是典型的寡头垄断，CR4=90%。国内集中度比较低，CR4=40%，未来以龙蟒佰利为代表的龙头企业的产能扩张将持续提升国内钛白粉行业的集中度。**

图表：2019年全球及国内钛白粉产能分布

2019年国际及国内产能			
国际产能 (2019)	产能, 万吨	国内产能 (2019)	产能, 万吨
科慕Chemours (原杜邦)	125	龙蟒佰利	86
特诺Tronox	108	中核钛白	33
Venator (原亨斯迈)	65	攀钢钛业	24
康诺斯Kronos,	56	金浦钛业	18
前4家合计	354	前4家合计	161
CR4 (占全球)	44%	CR4 (占全国)	40%
其他	38	中国氯化法占比	243

注1：全球产能：392+404=796万吨/年

注2：2019年，特诺收购科斯特，合并后产能为108万吨，位居第二，龙蟒佰利2020年产能达到101万吨，位居第三。

资料来源：太平洋证券研究院整理

### ■ 综合竞争优势对比：万华化学强于龙蟒佰利，但龙蟒单个产品也具有显著优势

□ 从全球视角来看，万华的综合竞争优势媲美国际同行；龙蟒在钛白粉领域，同样媲美国际同行。

#### □ 硫酸法钛白粉产品具备成本优势

得益于完善的产业链配套以及规模优势，万华MDI较竞争对手有约2000元/吨的成本优势，龙蟒硫酸法钛白粉较竞争对手有约2000-3000元/吨的成本优势。

#### □ 氯化法钛白粉产品具备技术优势

万华单套MDI产能规模可以达到80万吨/年，领先竞争对手。龙蟒的氯化法单套规模可以达到10万吨/年，领先国内竞争对手，但是较全球技术最先进的科慕20万吨/年仍有一些差距。

### ■ 成长性对比：致敬万华，龙蟒佰利具备成为钛白粉行业全球第一的潜质

- 万华化学：2019年MDI产能210万吨/年，全球第一，占比达到24%，同时在建及储备MDI产能超120万吨/年，龙头地位稳固。同时，**万华化学自我造血，三大板块齐发展，加大在石化、精细化学品及新材料领域的布局。**
- 龙蟒佰利：2019年钛白粉全球占比仅为10.8%，还有很大的发展和提升空间。我们预计待公司钛白粉产能扩张至全球第一之后，将进一步延伸钛产业链。
- 海外钛白粉巨头战略收缩，龙蟒佰利作为全球生产成本最低、盈利能力最强的企业，有扩张的动力和能力，同时也有清晰的产能扩增计划，市占率处在快速提升的阶段，类似于2010年之前的万华。根据龙蟒的产能扩张规划，2023年将达到135万吨/年，也有望成为全球第一，占比达到15%。

#### ■ 四大国际巨头简介

##### □ 科慕：

2015年完成与杜邦的拆分；

具有最强的技术优势（氯化法首创）和规模优势（最大单线规模20万吨/年）

##### □ 特诺：

2005年从母公司克迈奇Kerr-McGee拆分出来，2019年收购科斯特

同时作为全球主要的矿产商，具有最强的产业链布局，收购科斯特之前上游钛矿配套超过100%，收购之后目前为60%，仍为钛矿配套最高的公司。

##### □ 泛能拓：

2017年从亨斯迈拆分出来；

完全无钛矿配套，为客户定制差异化产品，提高产品附加值。

##### □ 康诺斯：

历史悠久的钛白粉公司（始于1916），发明了“专有氯化法技术”，氯化法产能占比77%，具有第二大单线产能规模（16.5万吨/年）。

### 三、龙蟒佰利VS国际巨头：成本优势显著，加速赶超

- 产能：科慕 > 特诺 > 龙蟒佰利 > 泛能拓 > 康诺斯
- 钛矿配套：特诺 > 龙蟒佰利 > 康诺斯 > 科慕 > 泛能拓
- 钛白粉吨成本：龙蟒佰利 < 特诺 < 科慕 < 泛能拓 < 康诺斯
- 钛白粉EBITDA利润率：特诺 > 龙蟒佰利 > 科慕 > 泛能拓 > 康诺斯（特诺延用2018年EBITDA利润率，当年钛矿配套超过100%，提升其盈利水平）

图表：全球钛白粉巨头中龙蟒佰利成本最低

钛白粉行业巨头基本情况对比（2019年）					
	科慕chemours	venator (原huntsman)	特诺Tronox	康诺斯Kronos	龙蟒佰利
总产能，万吨/年	125	65	108	56	86
工厂数	4	7	9	6	4
氯化法产能，万吨/年	125	22.5	94	43	32
氯化法产能占比，%	100	35	87	77	37
钛矿配套，%	< 10	0	60	20	40
钛白粉销量，万吨	83.1	61	70.5	56.6	62.5
钛白粉均价，美元/吨	2822	2646	2908	2875	2005
钛白粉吨成本，美元/吨	2214	2323	1530	2557	1286
钛白粉EBITDA利润率，%	22	12	48	11	36

备注：特诺2019年9月收购科斯特 cristal，延用2018年吨成本和EBITDA利润率

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

#### □ 国际巨头的财务状况很不乐观，缺乏扩张动力和能力

- 1、负债率高企，导致企业需要承担大量的财务费用。
- 2、资本支出不及折旧和摊销。钛白粉产业链，尤其上游钛矿产业属重资产行业，折旧摊销费用高。
- 3、净利润为负。
- 4、资本支出无法覆盖或者刚刚覆盖折旧和摊销，战略收缩，缺乏扩张的动力和能力。

科慕作为全球氯化法钛白粉技术最先进的企业，虽然钛矿配套很少，但产品质量高价格高，在2017、2018年取得不错的利润；但2019年以来其中低端市场受龙蟒佰利等国内企业冲击严重，再次陷入亏损。

特诺是钛矿配套最完善的企业，其钛白粉EBITDA利润率最高，但是近年却频频陷入亏损。

图表：国际巨头的财务状况不乐观（2019年）

公司 (百万美元)	net sales	adjusted EBITDA	Adj. EBITDA margin, %	净利润	资产负债 率, %	折旧和摊销	资本支出	资本支出- 折旧和摊销
科慕	5526	1020	18	-52	90.4	121	121	0
泛能拓	2130	194	9	-170	70.3	79	133	54
特诺	2642	615	23	-97	82.6	280	198	-82
康诺斯	1731	192	11	87.1	58.5	48.1	55.1	7
龙蟒佰利	1637	629	36	370.6	45.8	138.8	143.7	4.9

注：科慕和泛能拓为钛白粉版块折旧和摊销、资本支出数据，其他为公司整体数据。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

#### ■ 2019年科慕和特诺净利润拆分

- 主要原因：1、高昂的原始投资导致折旧摊销成本高  
2、资产负债率高导致财务成本高
- 非经常性损益：如科慕的养老金结算损失、法律及环境费用、特诺的合同及减值损失等

图表：2019年科慕和特诺净利润拆分

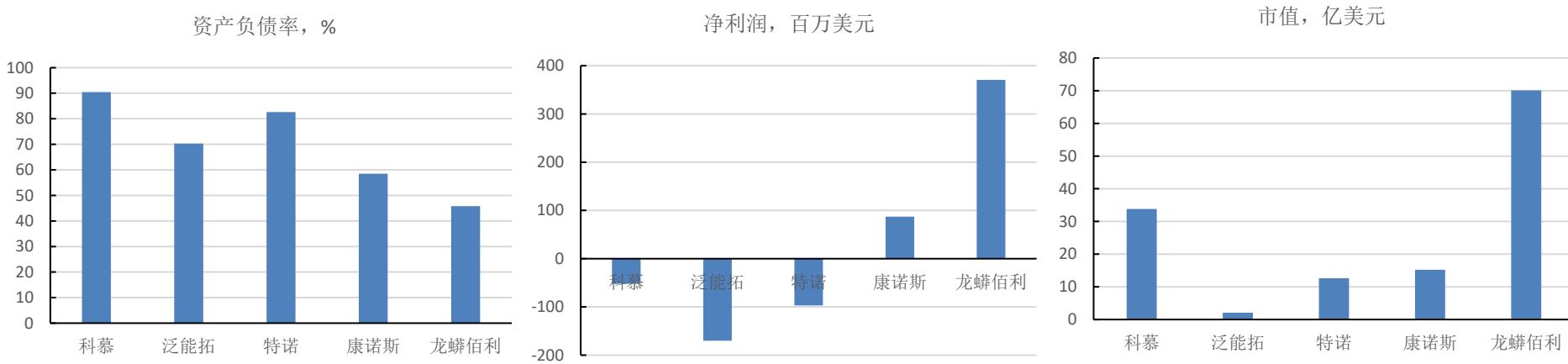
单位：百万美元	科慕	特诺
EBITDA	1020	615
折旧	-311	-280
利息	-280	-201
非经常性损益	养老金结算损失-368 法律和环境费用-175 重组费用-87 所得税剩余准备金 -82 所得税调整 154	合同及减值损失-117 重组整合费用-38 收购科斯特交易费用-32
净利润	-52	-97

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

#### ■ 龙蟒佰利财务状况最健康（2019年报），战略扩张进行中

- 与国际巨头相比，龙蟒佰利资产负债率最低，盈利水平最好，市值最高。
- 沉重的财务负担，影响了海外钛白粉巨头的盈利性，进而限制了其产能扩张。而龙蟒佰利2019年成为全球龙头企业中唯一盈利的企业，且正在产能扩张周期中，规划产能全部投产后，2023年产能即达到135万吨/年，加速成长为全球钛白粉第一。

图表：龙蟒佰利财务状况最健康（2019年报）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

#### ■ 2020H1疫情使海外巨头雪上加霜，龙蟒佰利逆势增长

- 2020年上半年，受全球疫情影响，海外钛白粉企业竞争力继续下降。以龙头老大科慕为例，上半年营收和归母净利润同比均大幅下滑，同时资产负债率进一步攀升，达到90.63%。
- 同期，龙蟒经受住疫情的考验，钛白粉产销量、营收和归母净利润均实现逆势增长，竞争力不断增强。

图表：2020H1疫情使海外钛白粉企业雪上加霜

公司	营收，百万美元	营收同比，%	归母净利润，百万美元	归母净利润同比，%	资产负债率，%
科慕	2398.00	(13.90)	124.03	(34.40)	90.63
泛能拓	987.95	(13.30)	-11.96	(166.70)	71.5
特诺	1299.99	(16.00)	27.95	129.20	86.72
康诺斯	420.94	(47.80)	45.67	(23.70)	57.91
龙蟒佰利	915.20	18.00	186.27	1.80	54.42

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

#### ■ 技术仍在追赶国际先进水平

- 氯化法工艺先进，但技术难度大。是一套涉及技术面广、关键设备要求高、工艺控制精度高、生产自动化程度高的大型系统工程。其核心技术难点在于氧化段，包括氧化炉的制造和氧化过程的控制。
- 氧化过程是一个高温快速毫秒级反应，首先1000°C以上时四氯化钛的腐蚀性很强，对于材料的强度、耐温、耐腐蚀性能要求极高。其次，四氯化钛和氧气在毫秒级时间内混合生成晶体并控制粒径是非常困难的，生成的二氧化钛容易长大并粘结从而在炉壁上结疤，影响装置持续稳定运行。
- 科慕作为氯化法技术的开创者，同时也代表着全球最先进的技术水平，龙蟒仍在追赶中。

图表：科慕代表最先进技术水平，龙蟒追赶中

领域	科慕技术优势	直观表现	科慕	龙蟒佰利
原料适应性	全球唯一能够直接采用 60%钛精矿作为氯化法原料的技术	原料钛矿品味	60%	> 85%
生产运行	氧化反应器结构设计上考虑了有效的防疤和除疤措施	单线产能	20万吨/年	10万吨/年
		平稳运行周期	2-3月	2-3周
产品质量	独有的带 P&Q 段技术严格控制 TiCl4 氧化半成品 TiO2 的粒径大小、颗粒形貌和粒度分布	2019年钛白粉销售均价	2822美元/吨	2005美元/吨

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

### □ 成本优势明显

据2019年各公司年报，龙蟒较行业第二中核钛白有1000元/吨的成本优势，可以认为金浦钛业和安纳达为行业平均水平，与之相比龙蟒有约2500元/吨的成本优势。

图表：龙蟒佰利与国内同行对比优势明显

公司	钛白粉营收，亿元	钛白粉营收占比，%	钛白粉成本，亿元	钛白粉毛利率，%	钛白粉产量，万吨	钛白粉销量，万吨	钛白粉销售均价，万/吨	钛白粉单吨成本，元/吨
龙蟒佰利	87.5	76.62	49.83	43.05	62.99	62.54	13991	7911
中核钛白	33.28	98.55	22.71	31.76	25.56	25.2	13206	8885
攀钢钒钛	30.47	23.15	25.62	15.9	23.39	24.05	12669	10953
金浦钛业	17.98	95.38	15.23	15.3	14.52	14.6	12315	10489
安纳达	9.52	91.71	8.27	13.13	7.73	7.6	12526	10699

注1：龙蟒佰利钛白粉产销量中，硫酸法占比约为88%，氯化法占比约为12%  
注2：攀钢钒钛具备硫酸法钛白粉22万吨/年、氯化法钛白粉1.5万吨/年的生产能力，2019年产量23.39万吨，其中氯化法钛白1.56万吨，占比约为7%。  
注3：中核钛白、金浦钛业、安纳达只有硫酸法产能，主要产品均为金红石型钛白粉。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

### □ 技术优势明显

龙蟒佰利自2015年一期6万吨/年氯化法钛白粉投产之后，经过多年摸索，氯化法已经成为国内技术最领先、生产最稳定的企业，且具备自主扩产能力，二期单线规模达到10万吨/年，且产品质量也在不断提升中。纵观国内其他企业，中信钛业单线产能3万吨，开工尚可。漯河兴茂3万吨/年常年停产，云南新立之前同样常年停产，被公司收购之后快速复产。天原集团5万吨/年自2019年上半年试产之后，逐渐稳定。

## 五、投资建议

### ■投资建议：

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为30.6亿元、39.3亿元、46.1亿元，对应EPS 1.51元、1.93元、2.27元，PE 16/12/10倍。考虑公司钛白粉规模全球第三，且正加速成长为全球龙头，产业链一体化优势明显，新增产能陆续释放，盈利提升，低估值高分红，维持“买入”评级。

图表：公司业绩拆分及预测

龙蟒佰利业绩拆分		2018A	2019A	2020E	2021E
钛白粉	产能，万吨	60	86	100	120
	产销量，万吨	58.5	62.53	80	90
	毛利率，%	44	43	42	43
	利润，亿元	20.5	20.5	23.5	26.5
铁精矿	产能，万吨	400	400	400	400
	产销量，万吨	320	351.86	360	370
	毛利率，%	38	50	50	50
	利润，亿元	0	3	3	3
海绵钛	产能，万吨	0	1	1.5	6
	产销量，万吨	0	0	1	2
	毛利率，%	——	——	55	55
	利润，亿元	0	0	3	6
其他业务净利润，亿元		2.35	2.44	1.1	3.8
净利润总计，亿元		22.85	25.94	30.6	39.3

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院测算

### ■风险提示：

疫情持续；

经济下滑；

钛白粉需求及价格下滑；

新产能投放不及预期；

减持。

# 附表：盈利预测表



P23

	资产负债表				利润表				单位：百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	7843	9501	11194	13136	<b>营业收入</b>		11420	13351	16242	19396		
货币资金	2641	2670	3248	3879	<b>营业成本</b>		6546	7767	9310	11279		
应收账款	1605	1536	1869	2232	营业税金及附加		133	187	227	272		
其他应收款	45	53	64	77	营业费用		463	668	812	970		
预付款项	487	526	572	629	管理费用		551	801	975	1164		
存货	2223	2447	2933	3554	财务费用		123	100	100	100		
<b>其他流动资产</b>	470	470	470	470	<b>资产减值损失</b>		-62	100	50	50		
非流动资产合计	18100	15506	14803	14000	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	6811	6851	6555	6073	营业利润		3050	3739	4778	5572		
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		
<b>资产总计</b>	25943	25007	25997	27136	<b>利润总额</b>		3022	3744	4783	5587		
<b>流动负债合计</b>	8390	7416	7533	7665	<b>所得税</b>		418	599	765	894		
短期借款	2867	3489	3098	2583	<b>净利润</b>		2605	3145	4018	4693		
应付账款	2012	1489	1785	2163	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	3059	3932	4607		
一年内到期的非流动	142	400	400	400	EBITDA		4130	4657	5731	6536		
<b>非流动负债合计</b>	3481	3153	3153	3153	<b>EPS (元)</b>		1.29	1.51	1.93	2.27		
长期借款	2752	2752	2752	2752	<b>主要财务比率</b>				<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>							
<b>负债合计</b>	11871	10569	10686	10818	营业收入增长		8.2%	16.9%	21.7%	19.4%		
少数股东权益	201	287	373	459	营业利润增长		13.5%	22.6%	27.8%	16.6%		
实收资本（或股本）	2032	2032	2032	2032	归属于母公司净利润增		13.5%	17.9%	28.5%	17.2%		
资本公积	9485	9485	9485	9485	未分配利润		1658	1964	2357	2818	<b>获利能力</b>	
归属母公司股东权益	13871	14084	14831	15706	毛利润率(%)		43%	42%	43%	42%		
<b>负债和所有者权益</b>	25943	24940	25890	26983	净利润率(%)		23%	24%	25%	24%		
<b>现金流量表</b>				<b>单位：百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>		10%	12%	15%	17%		
	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>ROE (%)</b>		19%	22%	27%	29%		
<b>经营活动现金流</b>	2004	1132	4404	5032	<b>偿债能力</b>							
净利润	2605	3145	4018	4693	资产负债率(%)		46%	42%	41%	40%		
折旧摊销	956.11	817.80	853.21	863.17	流动比率		0.93	1.28	1.49	1.71		
财务费用	123	100	100	100	速动比率		0.67	0.95	1.10	1.25		
应付账款的变化	0	-523	296	378	<b>营运能力</b>							
预收款项的变化	0	0	0	0	总资产周转率		0.49	0.52	0.64	0.73		
<b>投资活动现金流</b>	-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	7.63	9.92	9.82		
长期投资	941	30	30	30	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	-51	10	10	10	每股收益(最新摊薄)		1.29	1.51	1.93	2.27		
<b>筹资活动现金流</b>	-449	-1643	-3636	-4301	每股净现金流(最新摊薄)		-0.22	0.01	0.28	0.31		
短期借款	2867	3489	3098	2583	每股净资产(最新摊薄)		6.83	6.93	7.30	7.73		
长期借款	2752	2752	2752	2752	<b>估值比率</b>							
普通股增加	0	0	0	0	P/E		18.10	15.51	12.07	10.30		
资本公积增加	-97	0	0	0	P/B		3.42	3.37	3.20	3.02		
<b>现金净增加额</b>	-448	30	578	631	EV/EBITDA		12.24	11.04	8.80	7.54		

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

## 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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	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
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

## 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。

### 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) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

