

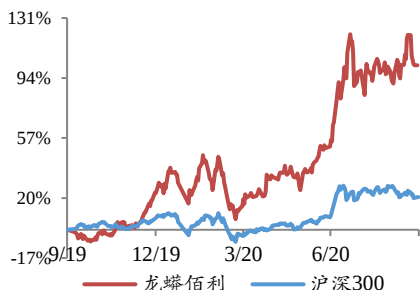
海绵钛项目获批，产业链一体化战略进一步推进

投资评级：买入

报告日期：2020-09-29

近 12 个月最高/最低 (元)	26.95/10.91
总股本 (百万股)	2,032
流通股本 (百万股)	1,418
流通股比例 (%)	69.78
总市值 (亿元)	494
流通市值 (亿元)	345

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

➤ 9月29日，公司发布重要公告

公告显示：

公司董事会审议通过了年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目议案；

由攀国投集团牵头，攀枝花钒钛投资基金、攀枝花钢城集团、四川龙蟒矿冶（龙蟒佰利全资子公司）、安宁股份共同发起组建攀枝花合聚钒钛资源发展有限公司，注册资本 1 亿元，持股比例分别为 40%、30%、10%、10%；

为无害化处理公司化工石膏等固体废料，公司拟与河南百奥恒新材料公司成立合资公司，公司以 3000 万元出资额持股 40%；

董事会审议通过《关于增资收购东方钽业并向东方钽业转让荣佳钽钒股权的议案》，本次交易完成后，公司将持有东方钽业 51.72% 的股权而成为控股股东，公司还拟将所持有的河南荣佳钽钒科技 60% 股权转让给东方钽业，届时荣佳钽钒将成为公司二级子公司。

核心观点：

➤ **高端海绵钛材料是公司钛产业链条向下游延伸的关键环节**

海绵钛是四氯化钛经过还原反应得到的呈海绵状的金属钛，是生产高端钛合金材料的主要原料。海绵钛是公司钛产业链条向下游延伸的关键环节，将与公司氯化法钛白粉产业链产生联动，在实现资源高效利用的同时还能增强公司抵御各类风险的能力。该项目拟投资金额 18.56 亿元，建设周期 2 年，建设地址位于云南省禄丰县。项目议案的通过标志着该海绵钛技改建设将进入实质实施阶段，将有望为公司带来新的增长点。

➤ **公司将进一步加深与攀枝花地区核心钒钛企业的合作，提升公司钒钛资源的综合利用能力**

此前公司于 7 月 7 日披露，其与攀枝花人民政府签署了《攀枝花钒钛磁铁矿资源综合开发深加工战略合作框架协议》，双方协议共同推进攀西地区钒钛磁铁矿资源高质量开发利用，公司计划在未来 5 年累计投资 140 亿元人民币，重点围绕“高质量利用攀西钛资源大规模生产氯化法钛白粉产业链”，分期分批实施技术创新和产业化项目，力争 5 年内取得产业化转化突破，10 年内形成完整的大规模工业生产产业链。此次公告披露的参股攀枝花合聚钒钛资源发展有限公司，是龙蟒佰利推进钒钛磁铁矿资源高效利用的实质性行动，将加深公司攀枝花地区钒钛产业链深度合作，未来有望大幅提升公司对钒钛资源的综合利用能力。

➤ **副产物的高效利用将提高一体化程度，有望进一步降低公司综合成本**

此次公司公告披露将与河南百奥恒新材料公司合资成立新公司，新公司主要业务为以龙蟒佰利钛白粉生产过程中产生的化工石膏为原料生产新型建材。副产物资源的综合利用是龙蟒佰利一体化链条的核心环节之一。自上市以来，公司在能源、环保及资源综合利用等配套项目的固定资产投资额达到 21.13 亿元，充分体现了公司对资源一体化、精

益化高效利用的经营理念。此次综合利用化工石膏合资公司的成立,将有望促进公司化工石膏副产物的高价值化利用,降低公司的综合成本。

➤ **收购东方钨业、梳理公司钨产业链条有望促进相关业务快速发展**
在增资控股东方钨业并向东方钨业转让荣佳钨钼股权的交易完成后,公司将不再直接持有荣佳钨钼的股权,荣佳钨钼成为东方钨业全资子公司,公司的二级子公司。经过本次交易及结构调整,龙蟒佰利的钨产业链条有望得到加强,同时管理体系更加清晰,有望促进公司钨产业的快速发展。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 31.23、37.52、52.87 亿元,同比增速为 20.4%、20.2%、40.9%。对应 PE 分别为 16.72/13.92 和 9.88 倍。给予“买入”评级。

风险提示

疫情影响海外钛白粉需求,国际局势影响公司产品出口和原料进口,氯化法钛白粉产能提升进度不达预期,氯化法钛白粉技术扩散的风险,海绵钛项目落地进度不达预期。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11420	13103	17349	21469
收入同比 (%)	8.2%	14.7%	32.4%	23.7%
归属母公司净利润	2594	3123	3752	5287
净利润同比 (%)	13.5%	20.4%	20.2%	40.9%
毛利率 (%)	42.7%	44.0%	41.0%	43.6%
ROE (%)	18.7%	18.4%	18.1%	20.3%
每股收益 (元)	1.28	1.54	1.85	2.60
P/E	12.06	15.60	12.98	9.21
P/B	2.25	2.86	2.35	1.87
EV/EBITDA	8.04	9.45	8.27	6.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

附录：公司财务预测表
单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7843	7357	10738	14688	营业总收入	11420	13103	17349	21469
现金	2641	1589	3175	5722	营业成本	6546	7344	10239	12118
应收账款	1605	1630	2193	2750	营业税金及附加	133	153	208	253
其他应收款	45	44	62	77	营业费用	463	605	722	919
预付账款	487	404	596	725	管理费用	551	485	642	794
存货	2223	2363	3348	3967	财务费用	123	240	263	229
其他	842	1327	1364	1448	资产减值损失	-62	-40	-46	-52
非流动资产	18100	21146	23769	26605	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	941	941	941	941	投资净收益	-51	-86	-115	-126
固定资产	6811	8943	10762	12769	营业利润	3050	3736	4511	6279
无形资产	1552	1901	2167	2467	营业外收入	6	20	20	20
其他	8797	9361	9900	10428	营业外支出	35	20	20	20
资产总计	25943	28502	34507	41293	利润总额	3022	3736	4511	6279
流动负债	8390	7789	9997	11447	所得税	418	583	722	951
短期借款	2867	2867	2867	2867	净利润	2605	3153	3789	5328
应付账款	2012	1845	2685	3224	少数股东损益	11	31	37	42
其他	3510	3076	4445	5355	归属母公司净利润	2594	3123	3752	5287
非流动负债	3481	3481	3481	3481	EBITDA	4278	5594	6206	7960
长期借款	2752	2752	2752	2752	EPS(元)	1.28	1.54	1.85	2.60
其他	729	729	729	729					
负债合计	11871	11270	13478	14928	主要财务比率				
少数股东权益	201	232	268	310	成长能力				
股本	2032	2032	2032	2032	营业收入	8.2%	14.7%	32.4%	23.7%
资本公积	9485	9485	9485	9485	营业利润	13.5%	22.5%	20.7%	39.2%
留存收益	2354	5484	9244	14538	归属母公司净利润	13.5%	20.4%	20.2%	40.9%
归属母公司股东权	13871	17001	20761	26055	获利能力				
负债和股东权益	25943	28502	34507	41293	毛利率	42.7%	44.0%	41.0%	43.6%
					净利率	22.7%	23.8%	21.6%	24.6%
					ROE	18.7%	18.4%	18.1%	20.3%
					ROIC	14.4%	14.8%	15.3%	17.4%
现金流量表					偿债能力				
经营活动现金流	2004	3979	6000	7261	资产负债率	45.8%	39.5%	39.1%	36.2%
净利润	2594	3123	3752	5287	净负债比率	84.4%	65.4%	64.1%	56.6%
折旧摊销	968	1550	1328	1390	流动比率	0.93	0.94	1.07	1.28
财务费用	190	297	297	297	速动比率	0.61	0.59	0.68	0.87
投资损失	51	86	115	126	营运能力				
营运资金变动	-2072	-1167	413	47	总资产周转率	0.44	0.46	0.50	0.52
其他	4939	4379	3433	5353	应收账款周转率	7.12	8.04	7.91	7.81
投资活动现金流	-2003	-4741	-4124	-4424	应付账款周转率	3.25	3.98	3.81	3.76
资本支出	-995	-4567	-3911	-4188	每股指标(元)				
长期投资	-1065	-80	-90	-100	每股收益	1.28	1.54	1.85	2.60
其他	57	-93	-123	-135	每股经营现金	0.99	1.96	2.95	3.57
筹资活动现金流	-449	-297	-297	-297	每股净资产	6.83	8.37	10.22	12.82
短期借款	-766	0	0	0	估值比率				
长期借款	2345	0	0	0	P/E	12.06	15.60	12.98	9.21
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.25	2.86	2.35	1.87
资本公积增加	-97	0	0	0	EV/EBITDA	8.04	9.45	8.27	6.12
其他	-1930	-297	-297	-297					
现金净增加额	-440	-1052	1586	2547					

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古 武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。