

收购石墨电极资产，正式进入新能源领域

龙蟒佰利(002601)

评级:	增持	股票代码:	002601
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	51.68/13.66
目标价格:		总市值(亿)	610.52
最新收盘价:	27.26	自由流通市值(亿)	386.44
		自由流通股数(百万)	1,417.62

事件概述

公司公告:

(1) 全资子公司佰利新能源拟以 2.9 亿现金 (约 1.5 倍 PB) 收购焦作中州炭素所持有的中炭新材料 100% 股权，中炭新材料主要从事石墨及碳素制品的制作与销售。

(2) 控股子公司云南国钛拟以 1.64 亿元现金 (约 1.28 倍 PB) 收购控股子公司东方锆业持有的朝阳东锆 100% 股权，朝阳东锆为锆金属生产平台；

(3) 公司拟以自有资金分别对佰利新能源、龙佰四川、云南国钛增资 9 亿元、3.7 亿元、5 亿元。

分析判断:

► 收购石墨电极资产，正式进入新能源领域，未来可实现正负极材料协同发展。

中州炭素是国内最早的炭素企业之一，拥有国内领先的石墨电极生产技术，主要生产超高功率石墨电极产品。本次收购完成后，公司将利用中炭新材料在人才和技术方面的优势进入石墨负极行业，正式进入新能源领域，并为公司实现研发生产新能源电池正负极材料协同发展。

正极材料方面，公司曾在 2 月 19 日公告成立佰利新材料，并在接受上证报采访中提到，将利用自行研发工艺生产，实验所产产品综合性能好，制造成本低，循环性能显著提高。我们分析来看，磷酸铁锂的生产可以充分利用公司硫酸法钛白粉副产的硫酸亚铁、废酸水及废硫酸，有望显著降低生产成本。

► 做大做强锆金属业务，东方锆业实现业务聚焦。

公司当前控股东方锆业 25.81% 股权间接持有朝阳东锆 25.81% 的股权，此次收购完成后，将全资持有朝阳东锆 100% 的股权。朝阳东锆为锆金属生产平台，其中，海绵锆与海绵钛存在生产、工艺方面的协同效应，且其下游也与海绵钛类似被应用于航空、航天及竣工等。云南国钛是公司现有的海绵钛生产平台，此次交易完成后，云南国钛将成为公司钛金属和锆金属的业务平台，有利于做大做强锆金属业务。东方锆业则进一步聚焦于二氧化锆和氟氧化锆相关产品研发、生产与销售，集中人力、物力、财力加快向现代新兴锆制品领域转型。

► 钛矿景气持续上行，下游地产需求旺盛，钛白粉盈利能力不断向好。

自去年 6 月以来，钛精矿 (42%TiO₂ 含量) 价格从 1265 元/吨持续上涨至当前 2250 元/吨，达到近 5 年以来价格高点。根据我们对海外钛矿企业 2021 年的产量规划跟踪，相关企业并未提高钛矿产量规划，钛矿供不应求的局面预计仍难缓解，景气将持续上行，公司现有 80 万吨钛精矿产能，将大幅受益于钛矿高景气。美国地产价格去年持续上行，拟新建私人住宅数据大幅走高，推动钛白粉需求持续上行，当前“钛白粉-钛矿”价差也已恢复至疫情之前的价差水平，生产企业仍普遍排单较满，未来价差也有望维持良好水平。

投资建议

公司未来有望在新能源材料领域复制当前大化工领域的发展优势，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 114、223、255 亿元，归母净利润分别为 28.2、41.5、51.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.26、1.85、2.3 元，对应 PE 分别为 22、15、12 倍。维持“增持”评级。

风险提示

新业务拓展不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10553.99	11419.89	11441.18	22308.79	25534.16
YoY (%)	1.94%	8.20%	0.19%	94.99%	14.46%
归母净利润(百万元)	2285.73	2593.98	2823.43	4131.39	5187.50
YoY (%)	-8.66%	13.49%	8.85%	46.33%	25.56%
毛利率 (%)	41.80%	42.68%	43.62%	34.31%	35.27%
每股收益 (元)	1.02	1.16	1.26	1.84	2.32
ROE	18.40%	18.70%	16.92%	14.71%	15.59%
市盈率	26.71	23.54	21.62	14.78	11.77

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)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11419.89	11441.18	22308.79	25534.16	净利润	2604.55	2859.32	4173.58	5239.45
YoY (%)	8.20%	0.19%	94.99%	14.46%	折旧和摊销	968.00	1139.36	1526.58	1873.97
营业成本	6546.01	6450.42	14655.69	16527.32	营运资金变动	-2072.05	-1605.04	10.78	-256.94
营业税金及附加	133.50	133.86	260.94	298.69	经营活动现金流	2003.55	2660.56	5875.33	6997.46
销售费用	463.16	572.06	892.35	1021.37	资本开支	-994.74	-2631.50	-3528.50	-3528.50
管理费用	550.76	549.18	1070.82	1225.64	投资	-1065.37	-22.34	0.00	0.00
财务费用	123.40	78.12	-76.51	-373.15	投资活动现金流	-2002.65	-2692.86	-3488.50	-3488.50
资产减值损失	61.73	33.31	56.98	36.15	股权募资	0.00	0.00	7258.37	0.00
投资收益	-50.77	-70.00	40.00	40.00	债务募资	1214.94	-743.90	-123.46	0.00
营业利润	3050.48	3318.66	4822.59	6059.31	筹资活动现金流	-448.64	-764.44	6965.99	-166.33
营业外收支	-28.43	-1.00	20.00	20.00	现金净流量	-447.75	-796.74	9352.82	3342.63
利润总额	3022.05	3317.66	4842.59	6079.31					
所得税	417.50	458.34	669.01	839.87	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2604.55	2859.32	4173.58	5239.45	成长能力				
归属于母公司净利润	2593.98	2823.43	4131.39	5187.50	营业收入增长率	8.20%	0.19%	94.99%	14.46%
YoY (%)	13.49%	8.85%	46.33%	25.56%	净利润增长率	13.49%	8.85%	46.33%	25.56%
每股收益	1.16	1.26	1.84	2.32	盈利能力				
					毛利率	42.68%	43.62%	34.31%	35.27%
					净利率	22.81%	24.99%	18.71%	20.52%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	10.00%	10.60%	9.59%	10.52%
货币资金	2640.65	1843.91	11196.73	14539.36	净资产收益率 ROE	18.70%	16.92%	14.71%	15.59%
预付款项	486.89	396.17	963.45	1062.69	偿债能力				
存货	2223.43	2120.69	4818.31	5433.64	流动比率	0.93	1.66	2.32	2.54
其他流动资产	2491.81	2715.97	4544.83	5084.70	速动比率	0.61	1.07	1.70	1.91
流动资产合计	7842.79	7076.74	21523.32	26120.39	现金比率	0.31	0.43	1.21	1.41
长期股权投资	940.59	962.93	962.93	962.93	资产负债率	45.76%	36.48%	34.18%	31.89%
固定资产	6810.84	6857.25	7571.05	7991.06	经营效率				
无形资产	1552.02	1865.26	2124.89	2330.91	总资产周转率	0.49	0.44	0.64	0.55
非流动资产合计	18099.99	19567.76	21561.19	23207.22	每股指标 (元)				
资产合计	25942.78	26644.51	43084.51	49327.61	每股收益	1.16	1.26	1.84	2.32
短期借款	2867.36	123.46	0.00	0.00	每股净资产	6.19	7.45	12.54	14.85
应付账款及票据	4418.89	2925.06	6989.17	7752.69	每股经营现金流	0.89	1.19	2.62	3.12
其他流动负债	1103.34	1217.07	2284.48	2524.61	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8389.58	4265.59	9273.65	10277.30	估值分析				
长期借款	2752.33	4752.33	4752.33	4752.33	PE	23.54	21.62	14.78	11.77
其他长期负债	728.93	700.70	700.70	700.70	PB	2.48	4.13	2.45	2.07
非流动负债合计	3481.26	5453.04	5453.04	5453.04					
负债合计	11870.84	9718.63	14726.69	15730.33					
股本	2032.02	2032.02	7239.02	7239.02					
少数股东权益	201.01	236.90	279.09	331.04					
股东权益合计	14071.94	16925.88	28357.83	33597.27					
负债和股东权益合计	25942.78	26644.51	43084.51	49327.61					

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。