化工

2020 年 07 月 07 日

龙蟒佰利 (002601)

——与攀枝花政府签订战略协议，拟大幅扩建钛矿和钛白产能

报告原因：有信息公布需要点评

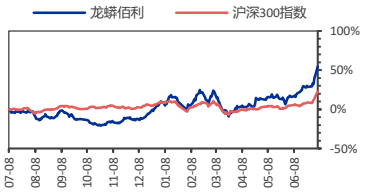
买入（维持）

市场数据：	2020 年 07 月 06 日
收盘价（元）	21.5
一年内最高/最低（元）	21.77/11.64
市净率	3.0
息率（分红/股价）	3.49
流通 A 股市值（百万元）	30964
上证指数/深证成指	3332.88/12941.72

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2020 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	7.29
资产负债率%	47.58
总股本/流通 A 股(百万)	2032/1440
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《龙蟒佰利（002601）深度：系列深度之三：被低估的阿尔法，剖析氯化法全产业链优势》 2020/07/06

《龙蟒佰利（002601）点评：一季报业绩大超预期，定增募资扩大氯化法产业布局》 2020/04/24

证券分析师
李楠竹 A0230518120003
linz@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人
马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**公司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》，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 年内实现产业化转化突破，10 年内形成完整的大规模产业集群。本协议将进一步加强公司参与攀西地区钒钛磁铁矿资源综合开发与利用，形成更紧密的多方合作共赢局面。

- **根据《协议》，公司将重点开展以下四个项目：**项目一，矿山扩建补短板以及采选技术升级相关项目，拟投资 40 亿元；项目二，攀枝花钛精矿升级氯化钛渣项目，拟投资 20 亿元；项目三，氯化钛渣产业链延伸到氯化钛白等深加工项目，拟投资 30 亿元；项目四，依法参与攀枝花企业破产重整，分期分批盘活存量资产项目，拟投资 50 亿元。

- **提高钛资源自给率，打造氯化法全产业链第三基地。**从本公告的项目内容及投资额来看，我们认为未来五年，随着在攀枝花地区的投资落地，公司的钛原料和钛白粉产能都将有大幅增加。其中，项目一和项目四主要针对钛资源进行布局，龙蟒矿冶目前钛精矿年产量约 85 万吨、铁矿石产量约 400 万吨，项目一投产后预计可将钛、铁精矿的年产量提升 50%左右；项目四则将通过收购整合、技术改进等方式，使原矿产量得到进一步增加，参考此前。项目二和项目三主要聚焦氯化法全产业链，项目二实现从国产钛矿到氯化钛渣的升级转化，达产后可提供 30 万吨高品位氯化法原料，项目三则将在攀枝花增加 20 万吨氯化法钛白粉产能，实现公司第三个氯化法全产业链基地的布局。综上，我们预计在上述投资全部落地后，将为公司增加约 90 万吨钛精矿、400 万吨铁精矿、30 万吨氯化钛渣和 20 万吨氯化钛白产能。

- **坚定看好公司氯化法全产业链竞争优势：**公司今年钛白粉产能规模达到 101 万吨，其中硫酸法 65 万吨、氯化法 36 万吨，将于云南和攀枝花分别扩建 20 万吨氯化法钛白。公司还是中国第二大的钛矿生产企业，85 万吨钛精矿可为 36 万吨硫酸法提供原料配套；已投产的 30 万吨合成金红石和在建的 30 万吨氯化钛项目将为 60 万吨氯化法提供原料配套；在氯化法下游布局钛金属冶炼，依托自主掌握的大型氯化法工艺，全面降低海绵钛生产成本，将较当前主流工艺节约成本至少 1 万元/吨，未来成为公司新的利润增长点。我们测算氯化法全产业链布局落地后，公司利润中枢将在硫酸法盈利的基础上提升 27 亿元。

- **投资评级与估值：**维持公司 2020-2022 年盈利预测，预计实现归母净利润 34.0、43.1、48.5 亿元，不考虑增发摊薄，对应 PE 为 13X、10X、9X。维持"买入"评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	11,420	3,703	15,088	18,066	20,730
同比增长率（%）	8.2	32.8	32.1	19.7	14.7
归母净利润（百万元）	2,594	901	3,400	4,310	4,850
同比增长率（%）	13.5	44.7	31.1	26.7	12.5
每股收益（元/股）	1.28	0.44	1.67	2.12	2.39
毛利率（%）	42.4	42.7	40.3	42.3	42.0
ROE（%）	18.7	6.1	22.0	24.8	25.2
市盈率	17		13	10	9

注："市盈率"是指目前股价除以各年每股收益;"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,554	11,420	15,088	18,066	20,730
其中：营业收入	10,441	11,359	14,997	17,977	20,650
减：营业成本	6,139	6,546	8,950	10,377	11,978
减：税金及附加	146	133	176	211	242
主营业务利润	4,155	4,679	5,871	7,389	8,430
减：销售费用	402	463	604	723	829
减：管理费用	456	551	728	871	1,000
减：研发费用	399	416	550	659	756
减：财务费用	232	123	281	376	458
经营性利润	2,666	3,125	3,708	4,760	5,387
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-129	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-226	-62	15	0	0
加：投资收益及其他	135	55	139	157	166
营业利润	2,688	3,050	3,950	5,003	5,630
加：营业外净收入	27	-28	0	0	0
利润总额	2,716	3,022	3,950	5,003	5,630
减：所得税	396	418	535	676	760
净利润	2,320	2,605	3,414	4,327	4,870
少数股东损益	35	11	14	18	20
归属于母公司所有者的净利润	2,286	2,594	3,400	4,310	4,850
全面摊薄总股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
每股收益（元）	1.15	1.29	1.67	2.12	2.39

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。
行业的投资评级：
以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。
本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。
本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。