龙蟒佰利（002601） 化工

发布时间：2020-06-01

证券研究报告 / 公司点评报告

氯化法产能提升，技术护城河优势加强

买入

上次评级：买入

事件：考虑到龙蟒佰利与德国钛康在钛粉白领域所具有的技术和管理优势，为实现优势互补，进一步促进双方在钛白粉领域的技术和管理水平的提升，双方正式签订了《技术合作合同》，双方同意在智能型自动控制系统、生产优化、生产组织的改进、新产品及产品质量、环境保护问题、生产成本的降低等领域进行合作，逐步将公司在焦作的第一条氯化法钛白粉生产线产能由 6 万吨/年提升到 10 万吨/年。

点评：公司氯化法产能持续提升。公司现有焦作一期氯化法产能 6 万吨，二期 20 万吨，云南新立 6 万吨。二期氯化法 20 万吨产能于 2019 年投产，产量逐步逐月提高，负荷不断提升。云南新立氯化法钛白粉生产线 3 月复工，运行良好。2020 年通过技术合作将逐步将焦作一期 6 万吨产能扩产至 10 万吨，目前在 6 改 8 进行中。预计全年焦作一期氯化法产量将超过 7 万吨。焦作技改完成后新立同样会进行 6 改 10 扩产，公司氯化法产能进一步提高，市场份额不断提升竞争力不断加强。

保证大型沸腾氯化法技术不扩散。钛康公司提供钛白生产技术以及咨询服务，拥有并掌握氯化法钛白粉生产线的设计、建设、操作和后期等相关技术及服务，是除钛白粉企业外掌握并出售大型沸腾氯化法技术的最主要技术服务咨询公司。双方合作签订合同期限为 5 年，**具有排他性**，合同期内不得向中国大陆境内除公司以外的任何第三方以任何直接或间接方式转移氯化钛白技术或参加氯化钛白项目，保证大型沸腾氯化法技术不扩散，进一步巩固氯化法护城河。

公司于 4 月发布定增公告，新建 20 万吨氯化法钛白粉产能，氯化法钛白粉的此次形成的技术垄断，加之较高的资金建设要求、龙头规模效应，会形成三股力量威慑新入玩家，保证公司国内氯化法龙头地位不断加强。

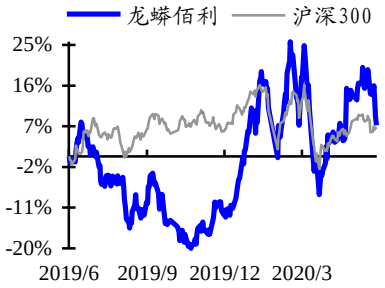
盈利预测：我们维持公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年的营业收入为 144.25、186.46、230.65 亿元，归母净利润分别为 26.62、34.64、43.51 亿元，对应 PE 分别为 12X、9X、7X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情导致国内及海外需求不及预期；环保、安全生产风险。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,554	11,420	14,425	18,646	23,065
(+/-)%	1.94%	8.20%	26.31%	29.26%	23.70%
归属母公司净利润	2,286	2,594	2,662	3,464	4,351
(+/-)%	-8.66%	13.49%	2.63%	30.12%	25.61%
每股收益（元）	1.12	1.28	1.31	1.70	2.14
市盈率	10.93	12.06	11.92	9.16	7.29
市净率	2.01	2.25	2.11	1.87	1.60
净资产收益率(%)	18.40%	18.70%	17.74%	20.44%	22.00%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	4.80%	4.80%	4.80%
总股本（百万股）	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032

股票数据	2020/5/29
6 个月目标价（元）	19.65
收盘价（元）	15.62
12 个月股价区间(元)	11.64 ~ 18.59
总市值（百万元）	31,740
总股本（百万股）	2,032
A 股（百万股）	2,032
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	18

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	0%	1%
相对收益	-7%	2%	-4%

相关报告

《龙蟒佰利（002601）：业绩超市场预期，氯化法优势进一步巩固》

--20200424

《龙蟒佰利（002601）：志存高远的钛白粉巨头》

--20200407

《从“限塑”到“禁塑”，可降解塑料迎黄金发展期，首推金发科技》

--20200121

证券分析师：陈俊杰
执业证书编号：S0550518100001
01058034571 chenjunjie@nesc.cn

联系人：李博
执业证书编号：S0550119060023
01058034578 libo1@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,641	1,540	1,586	1,634
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,642	2,369	2,959	3,646
存货	2,223	2,935	3,871	4,791
其他流动资产	1,336	1,505	1,910	2,312
流动资产合计	**7,843**	**8,349**	**10,325**	**12,382**
可供出售金融资产				
长期投资净额	941	941	941	941
固定资产	6,811	7,879	9,582	10,966
无形资产	1,552	1,655	1,871	2,027
商誉	5,637	5,637	5,637	5,637
非流动资产合计	**18,100**	**19,794**	**22,182**	**24,209**
资产总计	**25,943**	**28,143**	**32,507**	**36,592**
短期借款	2,867	3,048	3,250	2,216
应付款项	4,419	4,614	6,152	7,702
预收款项	130	151	193	244
一年内到期的非流动负债	142	142	142	142
流动负债合计	**8,390**	**9,018**	**11,107**	**12,020**
长期借款	2,752	3,152	3,452	3,752
其他长期负债	729	729	729	729
长期负债合计	**3,481**	**3,881**	**4,181**	**4,481**
负债合计	**11,871**	**12,899**	**15,288**	**16,501**
归属于母公司股东权益合计	13,871	15,009	16,949	19,776
少数股东权益	201	235	270	314
负债和股东权益总计	**25,943**	**28,143**	**32,507**	**36,592**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11,420**	**14,425**	**18,646**	**23,065**
营业成本	6,546	9,119	11,836	14,632
营业税金及附加	133	186	236	290
资产减值损失	-62	-63	-66	-67
销售费用	463	552	727	900
管理费用	551	690	880	1,098
财务费用	123	235	266	262
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-51	-10	-22	-36
营业利润	**3,050**	**3,146**	**4,078**	**5,120**
营业外收支净额	-28	0	0	0
利润总额	**3,022**	**3,146**	**4,078**	**5,120**
所得税	418	450	579	725
净利润	2,605	2,696	3,499	4,395
归属于母公司净利润	**2,594**	**2,662**	**3,464**	**4,351**
少数股东损益	11	34	35	44

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**2,605**	**2,696**	**3,499**	**4,395**
资产减值准备	191	63	66	67
折旧及摊销	968	1,045	1,141	1,096
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	190	263	287	284
投资损失	51	10	22	36
运营资本变动	-2,072	-1,159	-44	-61
其他	71	9	10	14
经营活动净现金流量	**2,004**	**2,927**	**4,982**	**5,829**
投资活动净现金流量	**-2,003**	**-2,821**	**-3,627**	**-3,239**
融资活动净现金流量	**-449**	**-1,207**	**-1,309**	**-2,542**
企业自由现金流	**966**	**2,219**	**1,165**	**2,410**

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	1.28	1.31	1.70	2.14
每股净资产（元）	6.83	7.39	8.34	9.73
每股经营性现金流量（元）	0.99	1.44	2.45	2.87
成长性指标				
营业收入增长率	8.2%	26.3%	29.3%	23.7%
净利润增长率	13.5%	2.6%	30.1%	25.6%
盈利能力指标				
毛利率	42.7%	36.8%	36.5%	36.6%
净利润率	22.7%	18.5%	18.6%	18.9%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	51.30	45.40	46.14	46.75
存货周转率（次）	123.98	117.48	119.37	119.51
偿债能力指标				
资产负债率	45.8%	45.8%	47.0%	45.1%
流动比率	0.93	0.93	0.93	1.03
速动比率	0.61	0.54	0.52	0.56
费用率指标				
销售费用率	4.1%	3.8%	3.9%	3.9%
管理费用率	4.8%	4.8%	4.7%	4.8%
财务费用率	1.1%	1.6%	1.4%	1.1%
分红指标				
分红比例	0.0%	57.2%	44.0%	35.0%
股息收益率	0.0%	4.8%	4.8%	4.8%
估值指标				
P/E（倍）	12.06	11.92	9.16	7.29
P/B（倍）	2.25	2.11	1.87	1.60
P/S（倍）	2.78	2.20	1.70	1.38
净资产收益率	18.7%	17.7%	20.4%	22.0%

资料来源：东北证券

分析师简介:

陈俊杰: 清华大学有机化学硕士，华南理工大学应用化学本科，现任东北证券化工行业首席分析师。曾任申银万国证券研究所材料业部高级分析师。2015年以来具有4年证券研究从业经历，2015年、2016年新财富入围，2019年水晶球入围。在农化、玻纤、新材料等领域具有独到深刻见解，曾挖掘扬农化工、利尔化学、中国巨石、金发科技等标的，基本面研究扎实获市场认可。

李博: 山东大学高分子化学与物理硕士，郑州大学材料科学与工程本科，现任东北证券基础化工组研究人员。曾任万华化学（北京）有限公司技术研发部研发工程师，2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵（总监）	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn