

## 中信证券研究部

## 核心观点



**王喆**  
 首席化工分析师  
 S1010513110001



**袁健聪**  
 化工分析师  
 S1010517080005

**公司是钛白粉行业龙头，积极布局新材料延伸产业链。公司公告收购东方锆业，从上游矿产和下游新材料都具备显著战略意义，料将发挥最大协同效应。考虑到公司技术成本优势明显，看好公司长期发展。维持目标价 20 元和“买入”评级。**

**8.76 亿收购东方锆业，成为第一大股东。**中核集团持有的广东东方锆业科技股份有限公司（东方锆业，002167.SZ）97,210,818 股股份（无限售条件），占东方锆业总股本的 15.66%。中核集团本次所转让股份价格不低于 7.59 元/股。在此基础上，龙蟠佰利董事会考虑了综合情况，授权价格 8.98 元/股，总金额为 8.73 亿元进行收购，收购协议于 2019 年 11 月 8 日签订。签订协议前，公司已向中核工业集团支付 5,000 万元缔约保证金。东方锆业是专业从事锆及锆系列制品的研发、生产和经营的重点高新技术企业，锆产业链配套齐全，拥有自己的锆矿砂资源，在当前锆产业发展走向高端的复合氧化锆粉体及氧化锆陶瓷、核级海绵锆等两大领域拥有自主知识产权的核心技术和雄厚的产业基础。

**收购上游锆矿资源料将有效协同。**在上游矿资源方面，东方锆业及子公司铭瑞锆业（Murray）合计占 Image（在澳交所上市的勘探公司，IMA.AX）24.2% 的股份，是其第一大股东。Image 总部设在澳大利亚帕斯，主要业务为以珀斯北部 40 公里的珀斯盆地重矿物砂矿床的勘探和开发。Image 控制布纳伦（Boonanarring）和阿特拉斯（Atlas）两块资源，可产出钛铁矿、红金石、白钛矿、红金石、锆英砂及十字石等矿物质。2017 年开始，IMA 着手各项工作开始建设布纳伦项目，主要的工作包括银行评估、许可证的获取、融资、现场建设。2018 年 11 月进入正式生产阶段，2019 年 1 月开始第一批重矿砂实现向中国发货。

**布局下游将有助于龙蟠佰利完善金属新材料产业链。**东方锆业已形成五大独立的规模化生产基地，分别是：1、汕头总部：氧化锆结构陶瓷生产基地；2、汕头总部盐鸿厂区：复合氧化锆和硅酸锆生产基地；3、广东韶关的乐昌东锆：高纯氟氧化锆和高纯二氧化锆生产基地；4、湖南耒阳的耒阳东锆：电熔锆生产基地；5、辽宁朝阳市的朝阳东锆：海绵锆生产基地。在锆材产品端，东方锆业已经在高端的复合氧化锆粉体及氧化锆陶瓷、核级海绵锆两大领域有深厚的产业基础。本次收购将完善龙蟠佰利锆产业布局，利用东方锆业复合氧化锆粉体的优势，向下游新兴锆制品领域拓展，建设氧化锆陶瓷手机背板、研磨微珠、外科植入物用氧化锆陶瓷生产线，进一步提升公司锆产业的核心竞争力，将有力推动公司锆产业相关战略的实施和拓展。

**风险因素：**1、主要原材料及产品价格波动风险；2、主要项目，如氯化法新产能、云南新立等进展低于预期的风险；3、下游行业受周期性影响而发展放缓的风险。

**盈利预测及投资建议：**看好公司的战略布局和快速成长的潜力，维持公司 2019/20/21 年归母净利润预测分别为 25.36/33.47/42.77 亿元，对应 EPS 预测分别 1.25/1.65/2.10 元。维持目标价 20 元（对应 2020 年 12 倍 PE 估值）和“买入”评级。

<b>龙蟠佰利</b>	<b>002601</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	12.42 元
目标价	20 元
总股本	2,032 百万股
流通股本	2,027 百万股
52 周最高/最低价	19.19/11.77 元
近 1 月绝对涨幅	-0.56%
近 6 月绝对涨幅	-15.93%
近 12 月绝对涨幅	-3.70%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,353	10,554	12,220	15,207	18,028
营业收入增长率	147%	2%	16%	24%	19%
净利润(百万元)	2,502	2,286	2,536	3,347	4,277
净利润增长率	466%	-9%	11%	32%	28%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.25	1.15	1.25	1.65	2.10
毛利率%	46%	42%	41%	41%	42%
净资产收益率 ROE%	19.42%	18.40%	18.87%	22.73%	26.06%
每股净资产(元)	6.34	6.11	6.61	7.25	8.08
PE	9.9	10.8	10.0	7.5	5.9
PB	2.0	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 8 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,353	10,554	12,220	15,207	18,028
营业成本	5,629	6,139	7,211	8,952	10,505
毛利率	45.63%	41.83%	41.00%	41.13%	41.73%
营业税金及附加	150	146	160	211	246
销售费用	327	402	459	545	672
营业费用率	3.16%	3.81%	3.76%	3.58%	3.73%
管理费用	1,000	456	529	659	782
管理费用率	9.66%	4.32%	4.32%	4.33%	4.34%
财务费用	159	232	176	190	160
财务费用率	1.53%	2.20%	1.44%	1.25%	0.89%
投资收益	15	42	20	26	29
营业利润	3,054	2,688	3,063	4,026	5,124
营业利润率	29.50%	25.47%	25.06%	26.47%	28.42%
营业外收入	12	57	29	33	39
营业外支出	11	29	22	21	24
利润总额	3,055	2,716	3,069	4,038	5,139
所得税	467	396	459	603	762
所得税率	15.27%	14.57%	14.96%	14.93%	14.82%
少数股东损益	86	35	75	88	101
归属于母公司股东的净利润	2,502	2,286	2,536	3,347	4,277
净利率	24.17%	21.66%	20.75%	22.01%	23.72%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,354	1,684	2,849	3,150	3,615
存货	1,563	1,948	2,487	2,805	3,416
应收账款	2,182	1,812	3,163	3,257	3,884
其他流动资产	983	1,023	1,160	1,210	1,286
流动资产	7,082	6,468	9,658	10,422	12,201
固定资产	6,029	5,844	5,962	5,789	6,382
长期股权投资	17	12	12	12	12
无形资产	1,313	1,247	1,206	1,152	1,080
其他长期资产	6,406	7,354	7,119	8,024	7,923
非流动资产	13,765	14,456	14,298	14,976	15,398
资产总计	20,846	20,924	23,957	25,398	27,599
短期借款	3,441	3,633	5,289	4,907	4,390
应付账款	1,407	2,438	2,530	2,977	3,784
其他流动负债	1,397	1,276	1,476	1,471	1,596
流动负债	6,244	7,347	9,294	9,356	9,770
长期借款	665	408	408	408	408
其他长期负债	603	535	535	535	535
非流动性负债	1,268	943	943	943	943
负债合计	7,512	8,290	10,236	10,299	10,713
股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
资本公积	9,641	9,582	9,582	9,582	9,582
归属于母公司所有者权益合计	12,887	12,423	13,435	14,726	16,411
少数股东权益	448	211	286	374	474
股东权益合计	13,334	12,634	13,720	15,099	16,886
负债股东权益总计	20,846	20,924	23,957	25,398	27,599

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,055	2,716	3,069	4,038	5,139
所得税支出	-467	-396	-459	-603	-762
折旧和摊销	883	904	678	742	898
营运资金的变化	-1,321	-1,514	-1,959	-153	-331
其他经营现金流	217	321	378	294	74
经营现金流合计	2,368	2,031	1,707	4,318	5,020
资本支出	-164	-455	-520	-1,420	-1,320
投资收益	15	42	20	26	29
其他投资现金流	-807	-179	3	4	5
投资现金流合计	-956	-592	-497	-1,391	-1,286
发行股票	4	5	0	0	0
负债变化	7,561	10,270	1,655	-381	-517
股息支出	-2,117	-1,524	-1,524	-2,056	-2,592
其他融资现金流	-5,714	-10,907	-176	-190	-160
融资现金流合计	-265	-2,157	-45	-2,627	-3,269
现金及现金等价物净增加额	1,147	-718	1,165	301	465

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	147.45%	1.94%	15.79%	24.44%	18.55%
营业利润增长率	455.59%	-11.97%	13.93%	31.44%	27.29%
净利润增长率	466.02%	-8.66%	10.94%	31.98%	27.80%
毛利率	45.63%	41.83%	41.00%	41.13%	41.73%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	31.49%	32.10%	33.82%
净利率	24.17%	21.66%	20.75%	22.01%	23.72%
净资产收益率	19.42%	18.40%	18.87%	22.73%	26.06%
总资产收益率	12.00%	10.92%	10.58%	13.18%	15.50%
资产负债率	36.04%	39.62%	42.73%	40.55%	38.82%
所得税率	15.27%	14.57%	14.96%	14.93%	14.82%
股利支付率	84.58%	66.68%	81.06%	77.44%	75.06%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。