



# 行业底部复苏，公司产销持续放量

## ——龙蟒佰利（002601）三季报点评

2020年11月01日

强烈推荐/维持

龙蟒佰利

公司报告

**事件：**公司发布 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 99.41 亿、同比 +19.5%，归母净利润 19.5 亿、同比 -5.6%；其中单三季度实现营收 35.88 亿，同比 +22.3%、环比 +35.4%，归母净利润 6.57 亿，同比 -17.5%、环比 +67.6%。

**行业景气底部复苏，量价齐升带动业绩环比大增。**6 月份以来外需持续边际好转（前 9 月钛白粉出口累计同比 +20.01%，较前 6 月增幅扩大 3.1 pcts），而国内小厂现金亏损下降负、海外大厂控量保价，年初疫情以来累积库存基本消化完毕，7 月中旬以来国内普涨 4~5 轮，估算三季度整体销售均价较二季度提升 1000 元/吨左右，公司的量价齐升是营收同比环比均大增的核心原因；公司单三季度毛利率 34.44%，环比下滑 3.5 个百分点，公司营收中的一半来自于出口，人民币汇率的变动可能产生一定程度的负面影响；成本端钛矿今年经受住了非常严苛的压力测试、供需面强于钛白粉、无需担心成本端坍塌，10 月国内钛矿累计上涨 340 元/吨（扣增值税后），价差上看已将钛白粉 10 月涨幅耗尽，11 月钛白粉继续涨价基本定局，持续利好少数钛矿高度配套的公司。

**行业变革推动龙头市占率加速提升。**在硫酸法受限、氯化法高壁垒背景下，国内钛白粉的工艺路线面临变迁拐点，行业整体壁垒提高是未来中长期产业趋势，可预见具备成熟氯化法技术、具备成本优势的龙头份额将加速提升。公司是国内唯一一家能够同时实现全流程、大型化与稳定化生产的氯化法企业，未来几年在焦作、新立和攀枝花基地预计仍有氯化法产能持续投放，对国内而言具备强产品优势、对海外而言具备强成本优势，同时挤占海外大厂与国内小厂份额、市占率提升确定性强。2019 年科慕、特诺、泛能拓、康诺斯四家海外大厂销量增速分别为 -24%、-0.2%、7%、15%，2020 年上半年销量增速分别为 5%、-12%、-11% 和 -14%，能够充分验证此替代逻辑。

**延展产业链，以进一步提升中远期增长动力。**2019 年以来，公司资本运作频繁，接连收购云南新立、东方锆业、东方钪业、金川海绵钛资产、与攀钢国投、钢城集团等公司成立合资公司钒钛资源，一方面沿着钛矿原矿开采-钛原料精加工-四氯化钛-钛白粉领域垂直一体化布局，同时大力布局海绵钛向高端钛材领域延伸，另一方面横向向伴生小金属精加工领域拓展、实现原料的吃干榨净。非常看好公司在海绵钛领域的发展前景，在卡脖子的原料供应端也就是钛矿、以及中间原料四氯化钛的生产工艺上，工艺都具备强天然优势，从成本上容易形成降维打击。

**公司盈利预测及投资评级：**长期看好公司（1）成长为全球第一钛白粉龙头，（2）向钛原料、钛金属行业延伸成长为全球性钛产业链龙头，（3）向锆、钪领域储备延伸，进一步提升中远期潜在增长动力；预计公司 2020-2022 年净利润分别为 28.7、37.7 和 46.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.41、1.85 和 2.27 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 17.5、13.3 和 10.9 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**疫情二次冲击下的需求风险等。

### 公司简介：

公司是一家致力于钛、锆精细粉体材料研发和制造的大型无机精细化工集团。集团目前已形成河南焦作、四川德阳、攀枝花、湖北襄阳、云南新立等多个生产基地，主营钛白粉产能大，规模居亚洲榜首、亚洲第三，其产品畅销亚太、拉美、北美、欧洲、中东和非洲等百余个国家和地区。

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

### 发债及交叉持股介绍：

公司持有东方锆业（002617.SZ）15.66% 股份

### 交易数据

52 周股价区间（元）	28.38-11.46
总市值（亿元）	502.72
流通市值（亿元）	350.72
总股本/流通 A 股（万股）	203,202/141,762
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.38

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张明烨

0755-82832017

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,553.99	11,419.89	13,455.20	17,110.82	19,961.03
增长率 (%)	1.94%	8.20%	17.82%	27.17%	16.66%
归母净利润 (百万元)	2,285.73	2,593.98	2,865.36	3,768.37	4,609.15
增长率 (%)	-8.66%	13.49%	10.46%	31.51%	22.31%
净资产收益率 (%)	18.40%	18.70%	19.49%	23.80%	26.77%
每股收益(元)	1.15	1.29	1.41	1.85	2.27
PE	21.51	19.18	17.54	13.34	10.91
PB	4.05	3.62	3.42	3.17	2.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
<b>流动资产合计</b>	6468	7843	10247	14270	17500	<b>营业收入</b>	10554	11420	13455	17111	19961			
货币资金	1684	2641	3111	3957	4616	<b>营业成本</b>	6139	6546	7916	10015	11484			
应收账款	1100	1605	1891	2405	2805	营业税金及附加	146	133	187	237	277			
其他应收款	34	45	53	68	79	营业费用	402	463	546	694	810			
预付款项	218	487	812	1223	1695	管理费用	456	551	581	739	862			
存货	1948	2223	2689	3402	3901	财务费用	232	123	332	342	358			
其他流动资产	111	470	1312	2825	4005	研发费用	399	416	490	624	728			
<b>非流动资产合计</b>	14456	18100	17382	16675	15976	<b>资产减值损失</b>	225.65	-61.73	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	12	941	941	941	941	公允价值变动收益	8.84	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	5844	6811	6173	5540	4906	投资净收益	41.54	-50.77	-0.70	0.20	0.40			
无形资产	1247	1552	1459	1371	1289	加：其他收益	87.75	113.37	0.00	0.00	0.00			
其他非流动资产	170	579	579	579	579	<b>营业利润</b>	2688	3050	3395	4452	5436			
<b>资产总计</b>	20924	25943	27629	30945	33476	营业外收入	56.66	6.26	6.26	6.26	6.26			
<b>流动负债合计</b>	7347	8390	9203	11373	12508	营业外支出	29.24	34.68	34.68	34.68	34.68			
短期借款	3633	2867	2737	3433	3505	<b>利润总额</b>	2716	3022	3366	4423	5407			
应付账款	1259	2012	2400	3036	3482	所得税	396	418	490	644	788			
预收款项	86	130	182	248	326	<b>净利润</b>	2320	2605	2876	3779	4620			
一年内到期的非流动负债	578	142	142	142	142	少数股东损益	35	11	11	11	11			
<b>非流动负债合计</b>	943	3481	3481	3481	3481	归属母公司净利润	2286	2594	2865	3768	4609			
长期借款	408	2752	2752	2752	2752	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
<b>负债合计</b>	8290	11871	12684	14854	15989	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	211	201	212	222	233	营业收入增长	1.94%	8.20%	17.82%	27.17%	16.66%			
实收资本(或股本)	2032	2032	2032	2032	2032	营业利润增长	-11.97	13.47%	11.29%	31.14%	22.11%			
资本公积	9582	9485	9485	9485	9485	归属于母公司净利润增长	10.46%	31.51%	10.46%	31.51%	22.31%			
未分配利润	963	1658	2328	3208	4285	<b>获利能力</b>								
归属母公司股东权益合计	12423	13871	14700	15834	17220	毛利率(%)	41.83%	42.68%	41.17%	41.47%	42.47%			
<b>负债和所有者权益</b>	20924	25943	27629	30945	33476	净利率(%)	21.98%	22.81%	21.37%	22.09%	23.14%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>		总资产净利润(%)	10.92%	10.00%	10.37%	12.18%	13.77%		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		ROE(%)	18.40%	18.70%	19.49%	23.80%	26.77%		
<b>经营活动现金流</b>	2031	2004	2968	3163	4209	<b>偿债能力</b>								
净利润	2320	2605	2876	3779	4620	资产负债率(%)	40%	46%	46%	48%	48%			
折旧摊销	2020.75	2374.98	0.00	648.69	650.21	流动比率	0.88	0.93	1.11	1.25	1.40			
财务费用	232	123	332	342	358	速动比率	0.62	0.67	0.82	0.96	1.09			
应收账款减少	0	0	-286	-514	-401	<b>营运能力</b>								
预收款项增加	0	0	52	66	77	总资产周转率	0.51	0.49	0.50	0.58	0.62			
<b>投资活动现金流</b>	-592	-2003	-29	-33	-38	应收账款周转率	9	8	8	8	8			
公允价值变动收益	9	0	0	0	0	应付账款周转率	9.40	6.98	6.10	6.30	6.13			
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	42	-51	-1	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.15	1.29	1.41	1.85	2.27			
<b>筹资活动现金流</b>	-2157	-449	-2468	-2284	-3512	每股净现金流(最新摊薄)	-0.35	-0.22	0.23	0.42	0.32			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.11	6.83	7.23	7.79	8.47			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.51	19.18	17.54	13.34	10.91			
资本公积增加	-59	-97	0	0	0	P/B	4.05	3.62	3.42	3.17	2.92			
<b>现金净增加额</b>	-718	-448	471	845	659	EV/EBITDA	10.77	9.62	11.82	9.52	7.98			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度	钛白粉行业研究跟踪框架之三：从海外钛白公司的没落看国产龙头的进击	2020-10-12
行业点评	钛白粉行业研究跟踪框架之二：价格指标明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断	2020-09-21
行业点评	钛白粉行业研究跟踪框架之一：当前仍处景气底部，未来复苏弹性大，持续推荐龙蟒佰利	2020-09-17
公司点评	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）2019年报点评：业绩符合预期，氯化法稳步放量	2020-03-25
行业点评	[东兴化工]海外钛白粉行业跟踪：从海外龙头三季报看行业库存变化	2019-11-26
公司点评	[东兴化工]泛能拓（VNTR）三季报跟踪：单季盈利继续下滑，幅度低于预期	2019-11-18
公司点评	海外化工龙头之科慕（CC.N）三季报跟踪：景气下滑业绩承压，推出油墨钛白粉新产品	2019-11-05
公司深度	海外化工系列研究之【科慕（Chemours）——景气下行拖累业绩，坚定执行价值稳定战略】	2019-10-31
公司点评	海外化工系列研究之【康诺斯（Kronos）经营情况跟踪】	2019-10-31
公司深度	海外化工系列研究之【泛能拓（VNTR）经营情况跟踪——致力于推进业务改善计划和钛白粉价值稳定计划】	2019-10-28
公司深度	海外基础化工研究之【特诺（Trox.N）经营情况跟踪——收购 Cristal 致收入体量大增，期待垂直整合下的协同效应】	2019-10-22
公司深度	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）深度报告：成本全球领先、大型氯化法国内破局	2019-07-15
公司点评	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）年报及一季报点评：一季度产销创历史新高，二期氯化法年中投产值得期待	2019-04-24
公司深度	基础化工公司深度报告之龙蟒佰利：具有全球影响力的钛白粉巨头	2018-08-14
行业深度	周期品系列研究之钛白粉：有涂有料有真相	2017-09-18

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3年化工实业经验，2015年起从事化工行业研究工作，2017年加入东兴证券研究所，从业以来获得2017年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018年水晶球公募榜入围，2019年新浪财经新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526