

## 钛白粉价格上调，行业龙头白马地位进一步巩固

——龙蟒佰利（002601.SZ）主营产品价格调整点评

### 要点

**事件：**2021年1月9日，公司发布关于主营产品价格调整的公告，根据目前国内国际钛白粉市场情况，经公司价格委员会研究决定，自即日起，公司各型号钛白粉（包括硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉）销售价格在原价基础上对国内各类客户上调500元人民币/吨，对国际各类客户上调100美元/吨。

### 点评：

**钛白粉价格上调，整体业绩将进一步提升：**2020年，国内钛白粉价格呈现V型走势。以金红石型钛白粉为例，二季度受海外疫情影响，国内金红石型钛白粉价格大幅下跌，随着疫情逐渐控制下游需求恢复，国内金红石型钛白粉价格自20年7月份以来持续上涨。公司是国内钛白粉龙头企业，钛白粉年产能达101万吨，海绵钛年产能1万吨，钛白粉产能规模位居亚洲第一、世界第三。2011年上市以来，公司坚持并购扩张与内生增长双轮驱动，目前在钛产业领域拥有河南焦作，四川德阳、攀枝花，湖北襄阳及云南楚雄等四省五地六大生产基地，形成了从钒钛磁铁矿采选到还原钛、高钛渣、合成金红石等原料精深加工，再到硫酸法钛白、氯化法钛白、海绵钛等产品的全产业链格局。

**替代空间广阔，氯化法龙头拥有未来：**近年来全球钛白粉产能增速维持在较低水平，海外产能呈现持续收缩态势，新增产能绝大部分都在中国。国内氯化法产能对海外产能替代已经开启，近年来我国钛白粉进口数量持续下降，而与此对应的却是出口量一直维持高速增长，2020年1-11月，我国钛白粉出口量超11万吨，同比增长23.2%。国内供给方面，由于氯化法产能壁垒较高，新增产能有限，2020年上半年国内新增产能48万吨，其中30万吨来自公司氯化法二期的释放和新立装置的投产，公司2020年上半年硫酸法钛白粉产量同比增长13.6%，氯化法产量同比增长183%，钛白粉销量同比增长15.62%至35.55万吨。长期来看，以公司为龙头的国产氯化法钛白粉对硫酸法产能和进口氯化法产能的替代已经开启，公司未来增长空间广阔。

**盈利预测、估值与评级：**我们长期看好钛白粉价格，此次产品价格上调符合预期，维持盈利预测，维持公司2020-2022年盈利预测，预计EPS分别为1.51、1.66和1.95元，最新收盘价对应PE分别为24倍、22倍和19倍，公司未来氯化法产能将看齐硫酸法，全产业链布局降低周期波动风险，仍维持‘增持’评级。

**风险提示：**产能投产进度不达预期；原材料价格大幅波动；疫情加剧影响国内下游需求和对外出口。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,441	11,359	13,047	13,876	15,958
营业收入增长率	1.78%	8.79%	14.87%	6.36%	15.00%
净利润（百万元）	2,285.73	2,593.98	3,075.35	3,369.80	3,965.24
净利润增长率	-8.66%	13.49%	18.56%	9.57%	17.67%
EPS（元）	1.12	1.28	1.51	1.66	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.40%	18.70%	18.15%	16.82%	16.73%
P/E	33	29	24	22	19
P/B	6.0	5.4	4.4	3.7	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-11

### 增持（维持）

当前价：36.78元

### 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebscn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

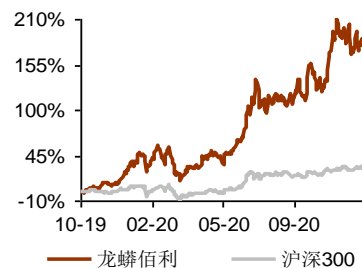
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	20.32
总市值(亿元)：	747.38
一年最低/最高(元)：	12.52/39.82
近3月换手率：	125.49%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.49	28.53	103.82
绝对	18.88	42.47	134.54

资料来源：Wind

### 相关研报

疫情影响双面，氯化法龙头拥有未来——龙蟒佰利（002601.SZ）2020年半年报点评（2020-08-03）

单季业绩再创新高，大手笔定增助力氯化法继续扩张——龙蟒佰利（002601.SZ）2020年一季度报点评（2020-04-26）

全产业链优势显现，氯化法钛白粉将驱动持续增长——龙蟒佰利（002601.SZ）2019年报点评（2020-03-26）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,441	11,359	13,047	13,876	15,958
营业成本	6,139	6,546	7,616	8,084	9,297
折旧和摊销	896	956	1,078	1,168	1,287
税金及附加	146	133	168	179	206
销售费用	402	463	517	550	633
管理费用	456	551	601	639	735
研发费用	232	123	171	80	-26
财务费用	399	416	489	520	598
投资收益	42	(51)	0	0	0
营业利润	2,688	3,050	3,608	3,944	4,641
利润总额	2,716	3,022	3,610	3,946	4,644
所得税	396	418	512	560	659
净利润	2,320	2,605	3,098	3,386	3,985
少数股东损益	35	11	23	17	20
归属母公司净利润	2,286	2,594	3,075	3,370	3,965
EPS(按最新股本计)	1.12	1.28	1.51	1.66	1.95

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,031	2,004	2,576	5,070	5,502
净利润	2,286	2,594	3,075	3,370	3,965
折旧摊销	896	956	1,078	1,168	1,287
净营运资金增加	-579	-986	2,110	-273	149
其他	-571	-560	-3,694	806	105
投资活动产生现金流	-592	-2,003	-2,020	-2,520	-3,020
净资本支出	-452	-995	-2,020	-2,520	-3,020
长期投资变化	12	941	0	0	0
其他资产变化	-152	-1,949	0	0	0
融资活动现金流	-2,157	-449	-621	-2,388	-658
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	134	1,142	-444	-2,036	-387
无息负债变化	644	2,439	-1,082	720	1,092
净现金流	-723	-440	-72	163	1,828

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	41.2%	42.4%	41.6%	41.7%	41.7%
EBITDA 率	35.1%	38.7%	37.2%	37.5%	37.1%
EBIT 率	26.4%	30.1%	28.9%	29.1%	29.1%
税前净利润率	26.0%	26.6%	27.7%	28.4%	29.1%
归母净利润率	21.9%	22.8%	23.6%	24.3%	24.8%
ROA	11.1%	10.0%	11.3%	11.6%	11.8%
ROE (摊薄)	18.4%	18.7%	18.2%	16.8%	16.7%
经营性 ROIC	13.9%	16.0%	15.1%	15.3%	16.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	40%	46%	38%	31%	29%
流动比率	0.88	0.93	1.23	1.61	1.85
速动比率	0.62	0.67	0.89	1.14	1.37
归母权益/有息债务	2.69	2.41	3.19	6.11	8.19
有形资产/有息债务	3.13	3.20	3.77	6.66	9.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	20,924	25,943	27,509	29,308	33,702
货币资金	1,684	2,641	2,569	2,732	4,561
交易性金融资产	659	0	0	0	0
应收帐款	1,100	1,605	1,583	1,703	2,050
应收票据	713	37	725	588	539
其他应收款 (合计)	35	45	38	47	55
存货	1,948	2,223	2,376	2,613	3,021
其他流动资产	111	804	804	804	804
流动资产合计	6,468	7,843	8,467	8,915	11,575
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	12	941	941	941	941
固定资产	5,844	6,811	6,816	7,104	7,668
在建工程	1,104	1,206	1,954	2,778	3,659
无形资产	1,247	1,552	1,541	1,530	1,519
商誉	4,986	5,637	5,637	5,637	5,637
其他非流动资产	453	857	857	857	857
非流动资产合计	14,456	18,100	19,042	20,394	22,127
总负债	8,290	11,871	10,345	9,030	9,735
短期借款	3,633	2,867	2,423	387	0
应付账款	1,259	2,012	1,746	1,999	2,429
应付票据	1,179	2,407	1,611	2,078	2,591
预收账款	86	130	140	140	172
其他流动负债	-4	-48	-48	-48	-48
流动负债合计	7,347	8,390	6,864	5,548	6,254
长期借款	408	2,752	2,752	2,752	2,752
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	188	330	330	330	330
非流动负债合计	943	3,481	3,481	3,481	3,481
股东权益	12,634	14,072	17,164	20,279	23,967
股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
公积金	10,060	10,135	10,443	10,501	10,501
未分配利润	963	1,658	4,426	7,466	11,135
归属母公司权益	12,423	13,871	16,940	20,039	23,707
少数股东权益	211	201	224	240	260

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用率	4.4%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%
财务费用率	2.2%	1.1%	1.3%	0.6%	-0.2%
研发费用率	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
所得税率	14.6%	13.8%	14.2%	14.2%	14.2%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.00	0.13	0.15	0.17
每股经营现金流	1.00	0.99	1.26	2.50	2.71
每股净资产	6.11	6.83	8.34	9.86	11.67
每股销售收入	5.14	5.59	6.42	6.83	7.85

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	33	29	24	22	19
PB	6.0	5.4	4.4	3.7	3.2
EV/EBITDA	22	18	16	15	13
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼