

龙蟠佰利（002601）：钛白粉价格持续上涨，看好公司市占率加速提升

2021 年 02 月 01 日

强烈推荐/维持

龙蟠佰利

公司报告

事件：钛白粉市场价格呈现淡季不淡的行情。根据 wind 数据，国内金红石型钛白粉现货价 2021 年 1 月累计上涨 2.5%（400 元/吨）至 1.65 万元/吨。龙蟠佰利也于 1 月初发布提价公告，各型号钛白粉对国内客户提价 500 元/吨、对国际客户提价 100 美元/吨。

行业景气底部复苏。2020 年 6 月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、海外大厂控量保价，年初疫情以来累积库存基本消化完毕，2020 年 7 月初至 2021 年 1 月末，国内钛白粉价格已累计上涨 32%。

疫情下海外钛白大厂进入战略收缩，国产龙头加速抢占市场份额。从海外四家大厂的近 3-4 年的产销变动情况来看，四家大厂都经历了产销量以及盈利能力的大幅下滑，市场份额明显缩水。在巨大的经营压力下，海外大厂的战略收缩迹象越发明显。与此同时，以龙蟠佰利为代表的国内龙头正通过低成本氯化法以及清洁化硫酸法产品，抢占原属于海外大厂的份额。

公司持续延伸产业链，增强竞争力，有助于提升中长期市占率。公司产业链纵向、横向均有延伸：①纵向看，公司沿着钛矿原矿开采-钛原料精加工-四氯化钛-钛白粉领域纵向一体化布局，同时大力布局海绵钛，向高端钛材领域延伸；②横向看，公司向伴生小金属精加工领域拓展，实现对原料的“吃干榨净”。我们看好公司在海绵钛领域的发展前景，此外公司在原料钛矿的供应、中间原料四氯化钛的生产工艺上都具备较强优势，综合竞争力突出，中长期市占率有望不断提升。

公司盈利预测及投资评级：我们长期看好公司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、铈领域储备延伸，进一步提升中长期潜在增长动力。我们维持此前对公司的盈利预测，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 28、21 和 18 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。

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%

公司简介：

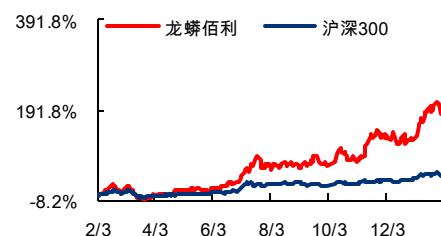
公司是一家致力于钛、锆精细粉体材料研发和制造的大型无机精细化工集团。集团目前已形成河南焦作、四川德阳、攀枝花、湖北襄阳、云南新立等多个生产基地，主营钛白粉产能大，规模居亚洲榜首、亚洲第三，其产品畅销亚太、拉美、北美、欧洲、中东和非洲等百余个国家和地区。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	42.82-12.63
总市值（亿元）	807.73
流通市值（亿元）	563.5
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	1.66

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

每股收益(元)	1.15	1.29	1.41	1.85	2.27
PE	34.57	30.81	28.19	21.43	17.52
PB	6.50	5.82	5.49	5.10	4.69

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						单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	6468	7843	10247	14270	17500	营业收入	10554	11420	13455	17111	19961
货币资金	1684	2641	3111	3957	4616	营业成本	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
非流动资产合计	14456	18100	17382	16675	15976	资产减值损失	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	营业利润	2688	3050	3395	4452	5436
资产总计	20924	25943	27629	30945	33476	营业外收入	56.66	6.26	6.26	6.26	6.26
流动负债合计	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	利润总额	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	净利润	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
非流动负债合计	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	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	8290	11871	12684	14854	15989	成长能力					
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	获利能力					
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%
负债和所有者权益	20924	25943	27629	30945	33476	净利率(%)	21.98%	22.81%	21.37%	22.09%	23.14%
现金流量表						总资产净利润(%)	10.92%	10.00%	10.37%	12.18%	13.77%
单位:百万元						ROE(%)	18.40%	18.70%	19.49%	23.80%	26.77%
2018A						2019A	2020E	2021E	2022E		
经营活动现金流	2031	2004	2968	3163	4209	偿债能力					
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
应收帐款减少	0	0	-286	-514	-401	营运能力					
预收帐款增加	0	0	52	66	77	总资产周转率	0.51	0.49	0.50	0.58	0.62
投资活动现金流	-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	每股指标(元)					
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
筹资活动现金流	-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	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	34.57	30.81	28.19	21.43	17.52
资本公积增加	-59	-97	0	0	0	P/B	6.50	5.82	5.49	5.10	4.69
现金净增加额	-718	-448	471	845	659	EV/EBITDA	16.94	15.12	18.64	15.03	12.65

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钛白粉行业报告：海外钛白粉大厂式微，国产龙头进攻	2021-01-29
行业	钛白粉行业研究跟踪框架之四：从钛原料涨价理解本轮钛白粉行情	2020-11-02
行业	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攻	2020-10-12
行业	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	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，持续推荐龙蟠佰利	2020-09-17
行业	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
行业	钛白粉行业深度报告：有涂有料有真相	2017-09-18
公司	龙蟠佰利（002601）三季报点评：行业底部复苏，公司产销持续放量	2020-11-01
公司	龙蟠佰利（002601）2019 年报点评：业绩符合预期，氯化法稳步放量	2020-03-25
公司	龙蟠佰利（002601）深度报告之二：成本全球领先、大型氯化法国内破局	2019-07-15
公司	龙蟠佰利（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	2019-04-24
公司	龙蟠佰利（002601）深度报告之一：具有全球影响力的钛白粉巨头	2018-08-14
公司	海外化工系列研究之泛能拓（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	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	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	海外化工系列研究之康诺斯（Kronos）：经营情况跟踪	2019-10-31
公司	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	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

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，7 年化工行业研究经验。从业期间获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、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