



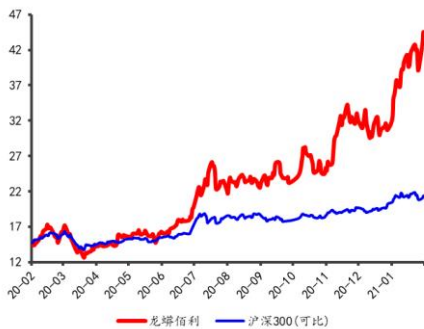
硫酸法钛白粉新增产能对公司盈利影响几何？

投资评级：买入

报告日期：2021-02-05

近 12 个月最高/最低 (元)	44.84/12.81
总股本 (百万股)	2,032
流通股本 (百万股)	1,418
流通股比例 (%)	69.78
总市值 (亿元)	872
流通市值 (亿元)	610

公司与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuw@hazq.com

联系人：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

《化工行业月报：政策助力，供需错配，化工龙头继续受益》2021.02.02
《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29
《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

核心观点：

➤ 新增硫酸法钛白粉成本高于龙蟒佰利

我们根据现有硫酸法钛白粉产能数据进行测算，新建硫酸法钛白粉产能完全成本高于 12300 元/吨的国内硫酸法钛白粉成本中位水平。龙蟒佰利产能的平均完全成本约 8600 元/吨，远低于新建硫酸法钛白粉产能。

➤ 国内硫酸法钛白粉产能快速扩张周期已过，产能增加影响有限

国内硫酸法钛白粉受到环保政策的严格限制，小产能已无法扩张。据我们统计，已披露环评的硫酸法钛白粉新增产能约为 25 万吨/年，其中 13 万吨/年为技改或搬迁入园项目，另 12 万吨/年为以搪瓷钛白粉、锐钛型钛白粉为主的低端产能，对硫酸法钛白粉供给影响不大。

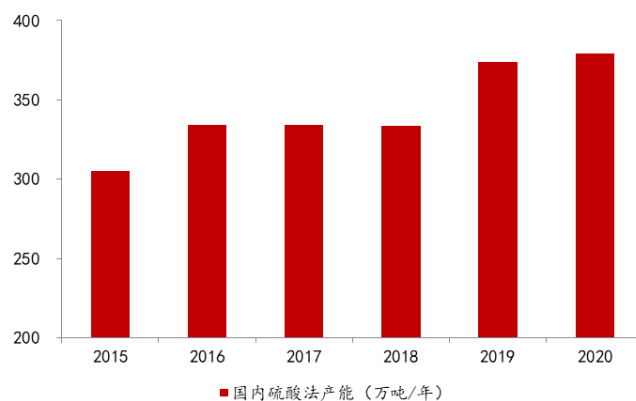
图表1 国内已披露环评的硫酸法钛白粉产能统计

公司	新建产能 (万 t/a)	投建时间	备注
G	3	2021	5 改 8
K	10	2021	搬迁入园新增
A	12	2022	搬迁技改 (2 万吨搪瓷钛白粉、4 万吨锐钛型钛白粉、6 万吨金红石型钛白粉)

资料来源：环评报告，公司公告，华安证券研究所

我国硫酸法钛白粉产能在 2020 年达到约 380 万吨/年，新增 25 万吨/年钛白粉产能，占比约为 6.6%，且 3 年以上才能全部建成投产，对整体硫酸法钛白粉供需格局不会造成实质性影响。

图表2 国内硫酸法钛白粉产能变化



资料来源：wind，中国有色网，华安证券研究所

➤ **高成本扩能有利于产能成本曲线结构，龙蟒佰利安全盈利再提升**
 据我们测算，相较于边际产能现金成本，龙蟒佰利硫酸法钛白粉的安全盈利空间达到约 4200 元/吨，且随着一体化程度加深和原料配套率提升仍有进一步扩大空间。国内硫酸法钛白粉企业新增产能成本高于龙蟒佰利，位于国内硫酸法钛白粉产能成本曲线中部以上区间，其扩产行为不会改变陡峭的钛白粉产能成本成本曲线。拥有最低成本的龙蟒佰利超额收益不变，并有望再提升。

➤ **投资建议**

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.23、35.95、46.03 亿元，同比增速为 5.0%、32.0%、28.1%。对应 PE 分别为 18.46、13.99 和 10.92 倍。维持“买入”评级。

➤ **风险提示**

疫情影响海外钛白粉需求，国际局势影响公司产品出口和原料进口，氯化法钛白粉产能提升进度不达预期，氯化法钛白粉技术扩散的风险，海绵钛项目落地进度不达预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11420	13080	15889	19499
收入同比 (%)	8.2%	14.5%	21.5%	22.7%
归属母公司净利润	2594	2723	3595	4603
净利润同比 (%)	13.5%	5.0%	32.0%	28.1%
毛利率 (%)	42.7%	40.1%	42.0%	42.0%
ROE (%)	18.7%	16.4%	17.8%	18.6%
每股收益 (元)	1.28	1.34	1.77	2.27
P/E	12.06	18.46	13.99	10.92
P/B	2.25	3.03	2.49	2.03
EV/EBITDA	8.04	10.77	8.97	7.29

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7843	5956	6936	9984	营业总收入	11420	13080	15889	19499
现金	2641	7	7	1652	营业成本	6546	7834	9208	11301
应收账款	1605	1627	2008	2498	营业税金及附加	133	153	191	230
其他应收款	45	44	57	69	营业费用	463	604	661	834
预付账款	487	431	536	676	管理费用	551	484	588	721
存货	2223	2521	3011	3699	财务费用	123	210	205	132
其他	842	1326	1317	1389	资产减值损失	-62	-40	-46	-52
非流动资产	18100	21146	23769	26605	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	941	941	941	941	投资净收益	-51	-86	-105	-115
固定资产	6811	8943	10762	12769	营业利润	3050	3257	4321	5467
无形资产	1552	1901	2167	2467	营业外收入	6	20	20	20
其他	8797	9361	9900	10428	营业外支出	35	20	20	20
资产总计	25943	27102	30706	36589	利润总额	3022	3257	4321	5467
流动负债	8390	6792	6759	7995	所得税	418	508	691	828
短期借款	2867	1580	324	0	净利润	2605	2749	3630	4639
应付账款	2012	1968	2415	3007	少数股东损益	11	27	35	36
其他	3510	3244	4020	4988	归属母公司净利润	2594	2723	3595	4603
非流动负债	3481	3481	3481	3481	EBITDA	4278	5085	5964	7062
长期借款	2752	2752	2752	2752	EPS(元)	1.28	1.34	1.77	2.27
其他	729	729	729	729					
负债合计	11871	10273	10240	11476					
少数股东权益	201	228	263	299	主要财务比率				
股本	2032	2032	2032	2032	成长能力				
资本公积	9485	9485	9485	9485	营业收入	8.2%	14.5%	21.5%	22.7%
留存收益	2354	5084	8686	13296	营业利润	13.5%	6.8%	32.7%	26.5%
归属母公司股东权益	13871	16601	20203	24813	归属母公司净利润	13.5%	5.0%	32.0%	28.1%
负债和股东权益	25943	27102	30706	36589	获利能力				
					毛利率	42.7%	40.1%	42.0%	42.0%
					净利率	22.7%	20.8%	22.6%	23.6%
					ROE	18.7%	16.4%	17.8%	18.6%
					ROIC	14.4%	14.0%	16.4%	17.2%
					偿债能力				
					资产负债率	45.8%	37.9%	33.3%	31.4%
					净负债比率	84.4%	61.0%	50.0%	45.7%
					流动比率	0.93	0.88	1.03	1.25
					速动比率	0.61	0.44	0.50	0.70
					营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.48	0.52	0.53
					应收账款周转率	7.12	8.04	7.91	7.81
					应付账款周转率	3.25	3.98	3.81	3.76
					每股指标(元)				
					每股收益	1.28	1.34	1.77	2.27
					每股经营现金	0.99	1.80	2.74	3.22
					每股净资产	6.83	8.17	9.94	12.21
					估值比率				
					P/E	12.06	18.46	13.99	10.92
					P/B	2.25	3.03	2.49	2.03
					EV/EBITDA	8.04	10.77	8.97	7.29

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过CFA二级考试。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 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。市场基准指数为沪深300指数。