

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学制品

龙蟒佰利 (002601)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年02月09日

钛白粉价格大幅调涨，看好一体化龙头成长

证券分析师：杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

证券分析师：薛聪

xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001

证券分析师：龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

事项：

2021年02月07日，公司发布公告各型号钛白粉（包括硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉）销售价格即日起在原价基础上对国内各类客户上调1000元人民币/吨，对国际各类客户上调150美元/吨。

国信化工观点：

1) 钛白粉价格淡季上涨，春节前涨价超预期。根据卓创资讯报价，公司金红石型 R-996、金红石型 BLR-601 报价均上涨1000元/吨至18100元/吨，氯化法报价至20000元/吨。钛白粉全年旺季一般在年内3-6月和9-11月，目前是钛白粉淡季且为春节假期前，钛白粉涨价超预期。

2) 全年供需紧平衡，钛白粉景气度持续上升。目前金红石型主流报价16800-18100元/吨，锐钛型主流报价13500-14500元/吨。氯化法钛白粉主流报价为19000-20000元/吨，均较2020年三季度末上涨约4000元/吨。2021年预计国内只有中信钛业6万吨/年氯化法装置有望于2021H2投产，需求端预计出口高景气度仍将持续，全年出口有望达到135-140万吨，国内表观消费量保持6%-7%增长，全年需求增量30-35万吨，供需进一步紧平衡，景气度有望持续上升。

3) 公司产业链整合利好不断，一体化转型逐步落地。公司持续加大产业链资源整合力度，从2019年开始公司落实战略规划，启动钒钛磁铁矿资源项目、新建高端钛合金项目、收购云南新立钛业等、参股东方铝业等项目。近期发布公告拟投建3万吨海绵钛项目，合建合聚钒钛资源公司，增资收购东方钽业，成立合资公司处理公司化工石膏等固体废物等项目。一方面公司向上游加大稀土产业布局，另一方面填补国内高端海绵钛短板，加速产业链一体化转型升级。

4) 公司产业链资源丰富，布局下游新材料未来可期。公司近期发布公告，出资10,000万元人民币在河南省焦作市成立河南佰利新能源材料有限公司，经营范围涉及新能源科技领域内的技术开发；电子材料的研发、生产及销售；电池制造等领域，借助自身产业链及现金流优势，布局下游新材料未来可期。

投资建议：我们预计公司2020-2022年归母净利润为27.15/34.24/43.58亿元，同比增速4.7/26.1/27.3%，摊薄EPS=1.21/1.53/1.95元，当前股价对应PE=36.4/28.8/22.6x，我们看好公司长期围绕钛产业链持续转型升级，维持“买入”评级。

风险提示：钛白粉价格大幅波动；并购项目整合进展低于预期。

评论:

■ 钛白粉价格淡季上涨，全年有望维持高景气

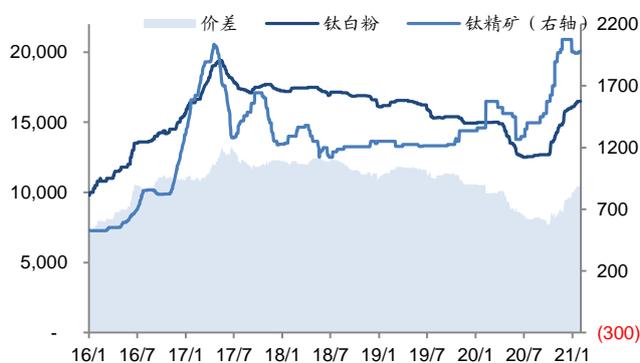
根据卓创资讯报价，公司金红石型 R-996、金红石型 BLR-601 报价均上涨 1000 元/吨至 18100 元/吨，氯化法报价至 20000 元/吨。钛白粉全年旺季一般在年内 3-6 月和 9-11 月，目前是钛白粉淡季且为春节假期前，钛白粉涨价超预期。

■ 涨价受成本推动及需求拉动，全年供需紧平衡

目前金红石型主流报价 16800-18100 元/吨，锐钛型主流报价 13500-14500 元/吨。氯化法钛白粉主流报价为 19000-20000 元/吨，均较 2020 年三季度末上涨约 4000 元/吨，同时近期海外钛白粉进口价格出现小幅上涨，景气度持续上升，主要受到成本推动及需求拉动。从成本上看，钛矿方面 2021 年 2 月以来攀西地区 46,10 矿价格上涨 50-70 元/吨，现报价 1950-2050 元/吨，20 矿同样上涨 50-70 元/吨，47,20 矿现报价 2050-2100 元/吨。成本端继续支撑钛白粉价格上行。

从供需来看，目前国内钛白粉产能约 430 万吨，根据钛云商数据，2020 年国内钛白粉产量 351.2 万吨，较 2019 年增加约 33 万吨，增幅为 10.4%。全年累计出口 121.4 万吨，同比增长 21.0%，表观消费量 246.6 万吨，同比增长 5.2%。受疫情影响，海外钛白粉企业有限生产和关停操作，目前国内企业出口订单均已排至 3 月，企业基本为负库存。反映出国内钛白粉在质量、价格上的全球竞争力越来越强。2021 年预计国内只有中信钛业 6 万吨/年氯化法装置有望于 2021H2 投产，需求端预计出口高景气度仍将持续，全年出口有望达到 135-140 万吨，国内表观消费量保持 6%-7% 增长，全年需求增量 30-35 万吨，供需进一步紧平衡，景气度有望持续上升。

图 1: 钛白粉、钛矿价格及价差 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 2: 国内钛白粉出口情况



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

■ 公司产业链整合利好不断，一体化转型逐步落地

公司是全球钛白粉龙头企业，具备产能 101 万吨/年，其中硫酸法 65 万吨/年、氯化法 36 万吨/年，同时在云南新立规划新建 20 万吨氯化法产能，2023 年产能将达到 120 万吨。公司持续加大产业链资源整合力度，启动钒钛磁铁矿资源项目、新建高端钛合金项目、收购云南新立钛业等、控股东方锆业等项目。公司具备钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金的全产业链，现有钛精矿产能 85 万吨/年，充分受益于钛矿价格上行，2020 年底公司在攀枝花新建的 30 万吨氯化钛渣升级项目即将投产，将进一步降低公司氯化钛白成本。近期子公司云南国钛金属拟投资 18.6 亿元建设年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目，合建合聚钒钛资源公司，增资收购东方钽业，成立合资公司处理公司化工石膏等固体废物等项目。一方面公司向上游加大稀土产业布局，另一方面填补国内高端海绵钛短板，加速产业链一体化转型升级。

公司近期发布公告，出资 10,000 万元人民币在河南省焦作市成立河南佰利新能源材料有限公司，经营范围涉及新能源科技领域内的技术开发；电子材料的研发、生产及销售；电池制造等领域，借助自身产业链及现金流优势，布局下游新材

料未来可期。

■ **投资建议：**看好公司长期围绕钛产业链持续转型升级，维持“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 27.15/34.24/43.58 亿元，同比增速 4.7/26.1/27.3%，摊薄 EPS=1.21/1.53/1.95 元，当前股价对应 PE=36.4/28.8/22.6x，我们看好公司长期围绕钛产业链持续转型升级，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

钛白粉价格大幅波动；并购项目整合进展低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2641	4933	6719	9000	营业收入	11420	13132	16326	19838
应收款项	1687	2159	2460	2973	营业成本	6546	7898	9635	11713
存货净额	2223	3007	3401	4186	营业税金及附加	133	197	245	296
其他流动资产	1291	1313	1306	986	销售费用	463	630	735	789
流动资产合计	7843	11412	13886	17146	管理费用	551	1194	1384	1656
固定资产	8465	8598	8463	8034	财务费用	123	(95)	183	126
无形资产及其他	1552	1474	1397	1319	投资收益	(51)	(50)	(50)	0
投资性房地产	7142	7142	7142	7142	资产减值及公允价值变动	62	(50)	(50)	0
长期股权投资	941	941	1405	1870	其他收入	(564)	0	0	0
资产总计	25943	29567	32293	35511	营业利润	3050	3208	4045	5148
短期借款及交易性金融负债	3009	3680	3634	3441	营业外净收支	(28)	0	0	0
应付款项	4419	5521	6787	8354	利润总额	3022	3208	4045	5148
其他流动负债	962	1994	2428	2957	所得税费用	418	481	607	772
流动负债合计	8390	11196	12848	14752	少数股东损益	11	11	14	18
长期借款及应付债券	2752	2752	2752	2752	归属于母公司净利润	2594	2715	3424	4358
其他长期负债	729	729	771	772					
长期负债合计	3481	3481	3523	3525	现金流量表 (百万元)				
负债合计	11871	14677	16371	18277	净利润	2594	2715	3424	4358
少数股东权益	201	204	209	214	资产减值准备	(35)	40	(0)	(8)
股东权益	13871	14686	15713	17020	折旧摊销	956	855	963	1015
负债和股东权益总计	25943	29567	32293	35511	公允价值变动损失	(62)	50	50	0
					财务费用	123	(95)	183	126
关键财务与估值指标					营运资本变动	125	898	1053	1111
每股收益	1.28	1.21	1.53	1.95	其它	37	(37)	4	14
每股红利	0.96	0.85	1.07	1.36	经营活动现金流	3616	4522	5494	6489
每股净资产	6.83	6.56	7.01	7.60	资本开支	(2058)	(1000)	(800)	(500)
ROIC	19%	15%	23%	31%	其它投资现金流	659	0	0	0
ROE	19%	18%	22%	26%	投资活动现金流	(2328)	(1000)	(1264)	(964)
毛利率	43%	40%	41%	41%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	24%	27%	27%	负债净变化	2345	0	0	0
EBITDA Margin	41%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(1947)	(1901)	(2397)	(3051)
收入增长	8%	15%	24%	21%	其它融资现金流	(1126)	671	(47)	(193)
净利润增长率	13%	5%	26%	27%	融资活动现金流	(331)	(1230)	(2444)	(3243)
资产负债率	47%	50%	51%	52%	现金净变动	956	2292	1786	2281
息率	3.1%	2.9%	3.6%	4.6%	货币资金的期初余额	1684	2641	4933	6719
P/E	24.6	36.4	28.8	22.6	货币资金的期末余额	2641	4933	6719	9000
P/B	4.6	5.0	4.6	4.3	企业自由现金流	2235	3484	4895	6109
EV/EBITDA	16.1	21.5	16.9	14.5	权益自由现金流	3453	4236	4693	5809

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《龙蟒佰利-002601-2020 三季报业绩点评：产能释放行业回暖，Q3 环比上行》 ——2020-11-02
 《龙蟒佰利-002601-2020 年一季报点评：Q1 业绩超预期，非公开发行方案凸显信心》 ——2020-04-24
 《龙蟒佰利-002601-2019 年财报点评：产销规模再创新高，一体化扩张战略清晰》 ——2020-03-26
 《龙蟒佰利-002601-2019 年三季报点评：3 季度业绩持续增长，一体化优势显著》 ——2019-11-01
 《龙蟒佰利-002601-2018 年年报和 2019 年 1 季报点评：1 季度业绩明显好转，继续保持高分红》 ——2019-04-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032