

龙蟠佰利 (002601.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评(简报)

市场价格 (人民币): 33.00 元

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 22.40 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 14.18 |
| 总市值(亿元) | 739.07 |
| 年内股价最高最低(元) | 48.64/12.63 |
| 沪深 300 指数 | 5004 |
| 中小板综 | 12121 |



相关报告

1. 《成本优势构筑护城河, 钛白粉行业未来航母-龙蟠佰利公司首次覆盖》, 2020.12.31

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

股权激励草案推出, 行权条件高、覆盖范围广

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,551 | 11,416 | 13,805 | 17,067 | 19,560 |
| 营业收入增长率 | 1.91% | 8.20% | 20.92% | 23.63% | 14.61% |
| 归母净利润(百万元) | 2,286 | 2,594 | 2,705 | 3,651 | 4,415 |
| 归母净利润增长率 | -8.66% | 13.49% | 4.30% | 34.94% | 20.94% |
| 摊薄每股盈利(元) | 1.125 | 1.277 | 1.331 | 1.797 | 2.173 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.00 | 0.92 | 1.44 | 2.54 | 3.27 |
| 净资产收益率 | 18.40% | 18.70% | 17.46% | 20.64% | 21.71% |
| 市盈率(倍) | 10.93 | 12.06 | 23.77 | 17.62 | 14.57 |
| 市净率(倍) | 2.01 | 2.25 | 4.15 | 3.64 | 3.16 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布限制性股票激励计划(草案), 拟授予限制性股票数量 1.52 亿股, 激励对象人数为 4999 人, 激励计划限制性股票的授予价格为 16.54 元/股。

点评

- **限制性股票激励计划折价 50%, 激励计划覆盖员工总数 55%, 有利于充分调动员工积极性。**公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案), 拟分别向该激励计划时在公司(含分公司及控股子公司)任职的公司中层管理人员及核心技术(业务)骨干人员, 含部分境外员工共授予限制性股票 1.52 亿股。激励价格 16.54 元相比公告日折价 50%, 覆盖员工总数 55% (据 2019 年报员工总数), 有利于充分调动核心骨干的积极性, 提高公司凝聚力。
- **公司层面业绩考核以及个人层面绩效考核体系, 彰显公司高速增长信心。**公司层面, 本股权激励考核 2021-2023 年扣非净利润增速, 以 2017-2019 年扣非归母净利润平均值为基数, 2021-2023 年净利润增速分别不低于 10%/20%/30%。本激励计划首次授予限制性股票预计产生成本费用 8.40 亿元, 2021-2024 年分别摊销 3.76/2.68/1.70/0.26 亿元。个人层面, 公司将根据激励对象前一年度绩效结果, 确定激励对象个人是否达到解锁条件。
- **继续看好钛白粉行业景气向上为公司带来业绩弹性以及氯化法钛白粉稳定运行持续提升盈利中枢。**供应端, 未来全球钛白粉几乎没有新增产能; 需求端, 海外发展中国家对钛白粉需求提速、国内钛白粉需求稳定增长; 原料端, 预计钛矿供应持续偏紧支撑钛白粉行业景气度, 预计钛白粉行业景气度继续上行。此外, 我国钛白粉产品集中在中低端领域, 我们测算国内氯化法钛白粉价格相比海外有约 900 元/吨提升空间, 公司一期氯化法装置已稳定运行, 公司氯化法产品投产助力切入中高端领域。
- **投资建议:**我们看好未来钛白粉行业景气度上行、公司氯化法钛白粉产能释放、公司产业链一体化持续降本增效以及布局海绵钛带来业绩增长。预测公司 2020-2022 年, 归母净利润为 27.05/36.51/44.15 亿元, 维持公司 2022 年 19 倍估值, 对应目标价 34.14 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**氯化法产能过剩的风险、公司氯化法产能的技术风险、公司新建项目投产进度低于预期、房地产行业及汽车制造业需求下行、钛矿景气度下行、存货和应收增速较快、股权质押风险、商誉减值风险、大股东减持风险

图表 1：本次激励计划限制性股票在各激励对象间的分配情况

| 姓名 | 职务 | 获授的限制性股票数量(万股) | 占授予限制性股票总数的比例 | 占目前总股本的比例 |
|------------------------------|-------------|------------------|---------------|--------------|
| 和奔流 | 董事、常务副总裁 | 280.00 | 1.84% | 0.13% |
| 常以立 | 董事 | 300.00 | 1.97% | 0.13% |
| 杨民乐 | 董事 | 280.00 | 1.84% | 0.13% |
| 申庆飞 | 董事、财务总监 | 280.00 | 1.84% | 0.13% |
| 张海涛 | 副总裁、董事会秘书 | 200.00 | 1.32% | 0.09% |
| 陈建立 | 研发副总裁 | 200.00 | 1.32% | 0.09% |
| 闫明 | 合规总监、人事行政总监 | 150.00 | 0.99% | 0.07% |
| 中级管理人员与核心技术(业务)骨干人员(共4,992人) | | 12,510.00 | 82.30% | 5.59% |
| 预留部分 | | 1,000.00 | 6.58% | 0.45% |
| 合计 | | 15,200.00 | 100% | 6.79% |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：本次激励计划限制性股票的业绩考核标准

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|----------|---|
| 第一个解除限售期 | 以公司 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值为基数，公司 2021 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 10% |
| 第二个解除限售期 | 以公司 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值为基数，公司 2022 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 20% |
| 第三个解除限售期 | 以公司 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值为基数，公司 2023 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润较 2017 年度至 2019 年度扣除非经常性损益后归属于股东的净利润平均值增长不低于 30% |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：本次激励计划各期的摊销费用预估

| 首次授予的限制性股票总数(万股) | 需摊销的总费用(万元) | 2021年(万元) | 2022年(万元) | 2023年(万元) | 2024年(万元) |
|------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 14,200.00 | 83,992.30 | 37,554.35 | 26,830.77 | 16,983.31 | 2,623.87 |

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 主营业务收入 | 10,353 | 10,551 | 11,416 | 13,805 | 17,067 | 19,560 |
| 增长率 | | 1.9% | 8.2% | 20.9% | 23.6% | 14.6% |
| 主营业务成本 | -5,633 | -6,143 | -6,546 | -8,114 | -9,612 | -10,807 |
| %销售收入 | 54.4% | 58.2% | 57.3% | 58.8% | 56.3% | 55.3% |
| 毛利 | 4,720 | 4,408 | 4,870 | 5,691 | 7,455 | 8,753 |
| %销售收入 | 45.6% | 41.8% | 42.7% | 41.2% | 43.7% | 44.8% |
| 营业税金及附加 | -150 | -146 | -133 | -152 | -188 | -215 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.4% | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 销售费用 | -327 | -402 | -463 | -552 | -683 | -782 |
| %销售收入 | 3.2% | 3.8% | 4.1% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 管理费用 | -1,000 | -456 | -551 | -621 | -768 | -880 |
| %销售收入 | 9.7% | 4.3% | 4.8% | 4.5% | 4.5% | 4.5% |
| 研发费用 | 0 | -399 | -416 | -497 | -614 | -704 |
| %销售收入 | 0.0% | 3.8% | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 3.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,242 | 3,004 | 3,306 | 3,869 | 5,202 | 6,171 |
| %销售收入 | 31.3% | 28.5% | 29.0% | 28.0% | 30.5% | 31.6% |
| 财务费用 | -159 | -232 | -123 | -475 | -705 | -769 |
| %销售收入 | 1.5% | 2.2% | 1.1% | 3.4% | 4.1% | 3.9% |
| 资产减值损失 | -93 | -226 | -191 | -150 | -140 | -146 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 15 | 42 | -51 | -50 | -50 | -50 |
| %税前利润 | 0.5% | 1.5% | n.a | n.a | n.a | n.a |
| 营业利润 | 3,054 | 2,688 | 3,050 | 3,195 | 4,307 | 5,206 |
| 营业利润率 | 29.5% | 25.5% | 26.7% | 23.1% | 25.2% | 26.6% |
| 营业外收支 | 1 | 27 | -28 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 3,055 | 2,716 | 3,022 | 3,195 | 4,307 | 5,206 |
| 利润率 | 29.5% | 25.7% | 26.5% | 23.1% | 25.2% | 26.6% |
| 所得税 | -467 | -396 | -418 | -479 | -646 | -781 |
| 所得税率 | 15.3% | 14.6% | 13.8% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 2,589 | 2,320 | 2,605 | 2,715 | 3,661 | 4,425 |
| 少数股东损益 | 86 | 35 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 归属于母公司的净利润 | 2,502 | 2,286 | 2,594 | 2,705 | 3,651 | 4,415 |
| 净利率 | 24.2% | 21.7% | 22.7% | 19.6% | 21.4% | 22.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 2,589 | 2,320 | 2,605 | 2,715 | 3,661 | 4,425 |
| 少数股东损益 | 86 | 35 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 非现金支出 | 976 | 1,129 | 1,030 | 1,264 | 1,556 | 1,863 |
| 非经营收益 | 123 | 95 | 312 | 476 | 632 | 628 |
| 营运资金变动 | -1,321 | -1,514 | -2,072 | -1,532 | -696 | -274 |
| 经营活动现金净流 | 2,368 | 2,031 | 1,874 | 2,923 | 5,153 | 6,642 |
| 资本开支 | -161 | -452 | -995 | -2,981 | -2,860 | -2,860 |
| 投资 | -812 | -181 | -1,065 | -100 | -100 | -100 |
| 其他 | 17 | 40 | 57 | -50 | -50 | -50 |
| 投资活动现金净流 | -956 | -592 | -2,003 | -3,131 | -3,010 | -3,010 |
| 股权募资 | 4 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 1,853 | 277 | 1,215 | 2,839 | 617 | -745 |
| 其他 | -2,137 | -2,443 | -1,656 | -1,552 | -2,042 | -2,344 |
| 筹资活动现金净流 | -279 | -2,161 | -441 | -1,882 | -3,222 | -3,183 |
| 现金净流量 | 1,132 | -723 | -569 | 1,232 | 877 | 1,692 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,354 | 1,684 | 2,641 | 3,720 | 4,438 | 4,981 |
| 应收款项 | 2,200 | 1,847 | 2,022 | 3,079 | 3,793 | 4,333 |
| 存货 | 1,563 | 1,948 | 2,223 | 2,861 | 3,372 | 3,772 |
| 其他流动资产 | 965 | 1,271 | 1,235 | 946 | 1,029 | 1,094 |
| 流动资产 | 7,082 | 6,750 | 8,121 | 10,606 | 12,632 | 14,180 |
| %总资产 | 34.0% | 32.3% | 31.3% | 35.0% | 37.4% | 38.9% |
| 长期投资 | 95 | 280 | 1,299 | 1,399 | 1,499 | 1,599 |
| 固定资产 | 7,135 | 7,257 | 8,465 | 9,777 | 10,802 | 11,542 |
| %总资产 | 34.2% | 34.7% | 32.6% | 32.2% | 32.0% | 31.6% |
| 无形资产 | 6,325 | 6,285 | 7,248 | 7,582 | 7,901 | 8,204 |
| 非流动资产 | 13,765 | 14,173 | 17,822 | 19,719 | 21,163 | 22,306 |
| %总资产 | 66.0% | 67.7% | 68.7% | 65.0% | 62.6% | 61.1% |
| 资产总计 | 20,846 | 20,924 | 25,943 | 30,325 | 33,794 | 36,486 |
| 短期借款 | 3,820 | 4,211 | 3,009 | 5,895 | 6,511 | 5,766 |
| 应付款项 | 1,604 | 2,597 | 4,846 | 4,745 | 5,240 | 5,893 |
| 其他流动负债 | 821 | 539 | 534 | 551 | 696 | 810 |
| 流动负债 | 6,244 | 7,347 | 8,390 | 11,191 | 12,447 | 12,470 |
| 长期贷款 | 665 | 408 | 2,752 | 2,752 | 2,752 | 2,752 |
| 其他长期负债 | 603 | 535 | 729 | 675 | 688 | 698 |
| 负债 | 7,512 | 8,290 | 11,871 | 14,619 | 15,888 | 15,920 |
| 普通股股东权益 | 12,887 | 12,423 | 13,871 | 15,495 | 17,686 | 20,335 |
| 其中：股本 | 2,032 | 2,032 | 2,032 | 2,032 | 2,032 | 2,032 |
| 未分配利润 | 1,410 | 963 | 1,658 | 3,281 | 5,472 | 8,121 |
| 少数股东权益 | 448 | 211 | 201 | 211 | 221 | 231 |
| 负债股东权益合计 | 20,846 | 20,924 | 25,943 | 30,325 | 33,794 | 36,486 |

比率分析

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.231 | 1.125 | 1.277 | 1.33 | 1.80 | 2.17 |
| 每股净资产 | 6.342 | 6.114 | 6.826 | 7.626 | 8.703 | 10.007 |
| 每股经营现金净流 | 1.165 | 0.999 | 0.922 | 1.439 | 2.536 | 3.269 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.533 | 0.719 | 0.869 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 19.42% | 18.40% | 18.70% | 17.46% | 20.64% | 21.71% |
| 总资产收益率 | 12.00% | 10.92% | 10.00% | 8.92% | 10.80% | 12.10% |
| 投入资本收益率 | 15.25% | 14.75% | 14.20% | 13.38% | 16.14% | 17.90% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 147.45% | 1.91% | 8.20% | 20.92% | 23.63% | 14.61% |
| EBIT增长率 | 379.84% | -7.35% | 10.06% | 17.01% | 34.47% | 18.62% |
| 净利润增长率 | 466.02% | -8.66% | 13.49% | 4.30% | 34.94% | 20.94% |
| 总资产增长率 | 15.50% | 0.37% | 23.99% | 16.89% | 11.44% | 7.96% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 35.6 | 39.9 | 43.2 | 55.0 | 55.0 | 55.0 |
| 存货周转天数 | 92.1 | 104.3 | 116.3 | 130.0 | 130.0 | 130.0 |
| 应付账款周转天数 | 61.6 | 66.7 | 91.2 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 固定资产周转天数 | 212.6 | 202.2 | 217.8 | 211.1 | 189.7 | 176.7 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 10.74% | 18.01% | 22.18% | 31.37% | 26.95% | 17.20% |
| EBIT利息保障倍数 | 20.4 | 13.0 | 26.8 | 9.6 | 11.0 | 14.0 |
| 资产负债率 | 36.04% | 39.62% | 45.76% | 41.29% | 37.37% | 33.47% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 5 | 22 | 32 | 84 |
| 增持 | 0 | 0 | 3 | 4 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.12 | 1.11 | 1.00 |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2020-12-31 | 买入 | 30.71 | 20.00~50.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|---------------------------|---|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-66216979 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 传真：010-66216793 | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100053 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼 | 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402 |