

非经常性损失拖累全年业绩，“十四五”期间规划超500亿收入

龙蟒佰利(002601)

评级:	增持	股票代码:	002601
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	51.68/14.79
目标价格:		总市值(亿)	645.46
最新收盘价:	28.82	自由流通市值(亿)	434.27
		自由流通股数(百万)	1,506.84

事件概述

(1) 公司公告2020年全年业绩141.08亿元，同比增长24.21%，归母净利润为22.89亿元，同比下降11.77%，扣非净利润为25.08亿元，同比增长0.65%，公司所持有的东方锆业15.66%股权投资公允价值变动造成损失3.7亿元。单Q4营收42.23亿元，同比增长36.12%，归母净利润为3.39亿元，同比下降35.81%。

(2) 公司公告2021Q1业绩快报，净利润为10.61亿元，同比增长17.77%。

分析判断:

► 2020年下半年产品量价齐升，单Q4受非经常性损失拖累逾5亿元。

(1) 钛白粉：公司钛白粉业务销售收入109亿元，毛利率为36%，营收同比增长25%，毛利率同比下降7PCT。当前拥有产能101万吨，全年钛白粉产量/销量分别为81.7/83.2万吨，其中下半年产量/销量分别为41.2/48万吨。全年硫酸法/氯化法销量分别为63.9/19.4万吨，其中下半年硫酸法/氯化法销量分别为32.9/9.9万吨。总体销量国内占比48%，国际占比52%。

产品价格走势来看，去年四月受疫情影响，金红石型钛白粉价格从14900元/吨下跌至7月份12500元/吨，后续受海内外需求拉动，价格持续上涨至近期的18650元/吨。钛精矿自去年以来一直处于景气持续上行阶段，去年上半年维持在1400元/吨的平稳价格附近，7月以后从1400元/吨持续上涨至近期的2325元/吨，已达到近5年的历史高点。由于钛白粉的景气周期启动略晚于钛精矿，“钛白粉-钛精矿-硫酸”价差从去年10月初8300元/吨开始扩大，当前已达到11000元/吨以上。

2020年/2021Q1钛白粉、钛矿、及价差均价分别为14000/17400、1557/2055、9600/10700元/吨。

(2) 其他产品：铁系产品营收19亿元，同比增长9.4%，毛利率基本持平，产量达380万吨，较去年增长30万吨。由于海绵钛及四氯化钛的投产，公司首次独立拆分了海绵钛及四氯化钛的营收情况，营收为8.1亿元，毛利率11.9%。其中全年生产海绵钛9100吨，销售海绵钛8160吨，市场均价约6.5万元/吨。生产四氯化钛13.23万吨。

公司单四季度业绩受投资净损失及资产减值、处置等非经常性损失拖累逾5亿元。若剔除非经常性损失，公司单四季度基本符合预期。

► 持续高比例研发投入，50万吨氯化钛渣项目投产在即。

公司全年期间费用率为11.4%，由于运输费用改为计入营业成本，销售费用率同比降低1.8PCT至2.3%，研发费用率3.8%，总金额约5.4亿元。公司当前同时拥有湿法和火法两种富钛料的生产工艺，可适应不同品质的富钛料；拥有U型和I型两种海绵钛冶炼技术，可产出不同质量要求的海绵钛。报告期内，公司正在申请环评批复的项目包括襄阳10改15万吨金红石项目、年产3万吨转子级海绵钛项目。攀西50万吨氯化钛渣项目已于3月底进入设备安装阶段，投产在即，该项目建成投产后将国产钛精矿升级为氯化钛渣，同时获得高品质铁，使钛精矿的利用价值大大提升，利于公司全产业链的优化升级。

► “十四五”期间规划超500亿收入，内生外延双轮驱动。

公司集团将围绕钛白粉、金属钛、矿产品、新能源等产业规划了超500亿的营业目标。公司将坚持“项目建设”与“并购重组”两条腿走路，围绕打造“绿色高质量钛产业链”，通过资本市场收购和项目建设，进行资源统筹和发展布局，构建绿色大循环产业体系。新能源业务方面已布局石墨电极资产及磷酸铁锂业务。

投资建议

基于景气度的变化，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 174、213、238 亿元（此前预期 2021-2022 年收入为 223、255 亿元），分别同比增长 23.2%、21.8%、12.0%，归母净利润分别为 41.6、50.4、58.9 亿元（此前预期 2021-2022 年净利润为 41.5、51.6 亿元），对应 EPS 分别为 1.86、2.25、2.63 元，目前股价对应 PE 分别为 16、13、11 倍。维持“增持”评级。

风险提示

新业务拓展不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,420	14,164	17,446	21,257	23,801
YoY (%)	8.2%	24.0%	23.2%	21.8%	12.0%
归母净利润(百万元)	2,594	2,289	4,156	5,036	5,892
YoY (%)	13.5%	-11.8%	81.6%	21.2%	17.0%
毛利率 (%)	42.7%	35.6%	39.1%	39.6%	40.0%
每股收益 (元)	1.16	1.02	1.86	2.25	2.63
ROE	18.7%	16.1%	22.6%	21.5%	20.1%
市盈率	24.88	28.20	15.53	12.82	10.96

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：陈凯茜

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn 邮箱：chenkq1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,164	17,446	21,257	23,801	净利润	2,328	4,200	5,106	5,964
YoY (%)	24.0%	23.2%	21.8%	12.0%	折旧和摊销	1,129	1,541	1,586	1,571
营业成本	9,121	10,621	12,832	14,273	营运资金变动	-1,137	-474	1,019	72
营业税金及附加	158	199	240	270	经营活动现金流	3,121	5,835	8,290	8,188
销售费用	319	551	575	595	资本开支	-935	-4,143	-4,123	-4,173
管理费用	585	140	425	476	投资	-719	0	0	0
财务费用	163	225	199	135	投资活动现金流	-1,653	-4,146	-4,125	-4,174
资产减值损失	-5	-261	-282	-293	股权募资	90	0	0	0
投资收益	-514	0	0	0	债务募资	6,277	-477	-180	-256
营业利润	2,831	4,978	6,117	7,106	筹资活动现金流	-984	-787	-479	-546
营业外收支	-11	1	2	2	现金净流量	451	902	3,686	3,468
利润总额	2,820	4,978	6,118	7,107					
所得税	492	778	1,012	1,143	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2,328	4,200	5,106	5,964	成长能力				
归属于母公司净利润	2,289	4,156	5,036	5,892	营业收入增长率	24.0%	23.2%	21.8%	12.0%
YoY (%)	-11.8%	81.6%	21.2%	17.0%	净利润增长率	-11.8%	81.6%	21.2%	17.0%
每股收益	1.02	1.86	2.25	2.63	盈利能力				
					毛利率	35.6%	39.1%	39.6%	40.0%
					净利率率	16.4%	24.1%	24.0%	25.1%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	6.6%	10.6%	10.8%	11.0%
货币资金	5,127	6,029	9,715	13,183	净资产收益率 ROE	16.1%	22.6%	21.5%	20.1%
预付款项	671	785	946	1,054	偿债能力				
存货	3,127	3,624	4,388	4,876	流动比率	0.82	0.95	1.13	1.33
其他流动资产	3,071	3,573	4,113	4,492	速动比率	0.56	0.65	0.81	0.99
流动资产合计	11,995	14,011	19,163	23,605	现金比率	0.35	0.41	0.57	0.74
长期股权投资	211	211	211	211	资产负债率	54.5%	48.8%	46.0%	41.7%
固定资产	8,817	9,309	9,763	10,229	经营效率				
无形资产	2,544	3,350	4,120	4,944	总资产周转率	0.41	0.45	0.46	0.45
非流动资产合计	22,776	25,124	27,396	29,734	每股指标 (元)				
资产合计	34,771	39,136	46,558	53,339	每股收益	1.02	1.86	2.25	2.63
短期借款	4,097	3,470	3,269	2,978	每股净资产	6.34	8.19	10.44	13.07
应付账款及票据	7,730	8,085	10,321	11,173	每股经营现金流	1.39	2.61	3.70	3.66
其他流动负债	2,856	3,141	3,402	3,624	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	14,682	14,696	16,993	17,775	估值分析				
长期借款	3,469	3,619	3,639	3,674	PE	28.20	15.53	12.82	10.96
其他长期负债	783	783	783	783	PB	4.85	3.52	2.76	2.20
非流动负债合计	4,252	4,402	4,422	4,457					
负债合计	18,934	19,098	21,415	22,232					
股本	2,032	2,032	2,032	2,032					
少数股东权益	1,643	1,687	1,757	1,829					
股东权益合计	15,838	20,038	25,144	31,108					
负债和股东权益合计	34,771	39,136	46,558	53,339					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。