

证券研究报告—动态报告

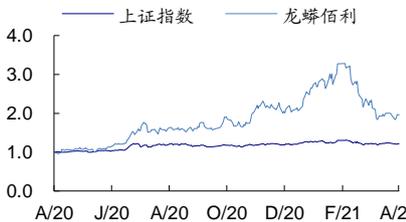
基础化工

化学制品

龙蟒佰利(002601)
买入
2020年财报&2021Q1业绩快报点评

(维持评级)

2021年04月17日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,240/1,507
总市值/流通(百万元)	64,546/43,427
上证综指/深圳成指	3,427/13,721
12个月最高/最低(元)	51.68/14.79

相关研究报告:

- 《龙蟒佰利-002601-重大事件快评: 钛白粉价格大幅调涨, 看好一体化龙头成长》——2021-02-09
- 《龙蟒佰利-002601-重大事件快评: 非公开发行获核准批复, 看好一体化龙头成长》——2020-12-23
- 《龙蟒佰利-002601-2020 三季度业绩点评: 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

证券分析师: 杨林

 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

证券分析师: 龚诚

 E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

证券分析师: 薛聪

 E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

 电话:
 E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

独立性声明:

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。

财报点评

产业链一体化优势明显, 钛白粉持续高景气

● 钛白粉景气持续提升, 公司氯化法产能释放

公司发布 2020 年财报, 全年实现营收 141.08 亿元 (同比+24.21%), 归母净利润 22.89 亿元 (同比-11.77%), 扣非净利润 25.08 亿元 (同比+0.65%); 另外, 公司发布 2021Q1 业绩快报, Q1 单季度实现营收 45.98 亿元 (同比+24.18%), 归母净利润 10.61 亿元 (同比+17.77%)。2020 年由于受到疫情影响, 钛白粉行业盈利状况波动较大, 去年下半年由于全球需求的复苏, 行业景气度持续改善。随着氯化法产线新产能的释放, 公司去年钛白粉销售 83.24 万吨 (同比+33.12%), 其中硫酸法钛白粉 63.88 万吨 (同比+14.52%), 氯化法钛白粉 19.36 万吨 (同比+186.81%)。在钛白粉高景气和氯化法新产能释放的带动之下, 公司 2021Q1 单季度净利润达到 10.61 亿元, 创下历史新高。

● 全年供需紧平衡, 看好钛白粉保持高景气

目前国内锐钛型钛白粉价格在 17500-18000 元/吨, 金红石型钛白粉价格在 20500 元/吨, 在钛精矿成本上升以及供需紧平衡 (开工率提升、库存水平下降) 的格局推动之下, 钛白粉价格处于近年来的较高水平。钛白粉行业平均毛利已经超过 3700 元/吨, 同样处于 2018 年以来的历史较高水平。

● 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。公司投建 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料等项目。公司一方面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。另外, 公司近期成立河南佰利新能源材料有限公司, 进军锂电池材料, 加大产业链下游布局。

● 风险提示:

下游需求不及预期; 新项目投产进度低于预期; 上游钛精矿大幅涨价。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

我们看好公司长期围绕钛产业链持续转型升级, 预计 2021-2023 年归母净利润 39.30/50.41/56.74 亿元, 同比 71.7%/28.3%/12.6%, 摊薄 EPS 为 1.93/2.48/2.79 元, 对应 PE 为 14.9/11.6/10.3, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,419.89	14,164.02	17,889.39	20,306.77	22,443.07
(+/-%)	8.20%	24.03%	26.30%	13.51%	10.52%
净利润(百万元)	2,593.98	2,288.69	3,930.33	5,040.58	5,673.81
(+/-%)	13.49%	-11.77%	71.73%	28.25%	12.56%
摊薄每股收益(元)	1.28	1.13	1.93	2.48	2.79
EBIT Margin	32.63%	28.10%	28.37%	30.45%	30.87%
净资产收益率(ROE)	18.70%	16.12%	24.93%	28.34%	28.29%
市盈率(PE)	22.58	25.59	14.90	11.62	10.32
EV/EBITDA	15.04	15.24	11.96	10.34	9.73
市净率(PB)	4.22	4.13	3.71	3.29	2.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

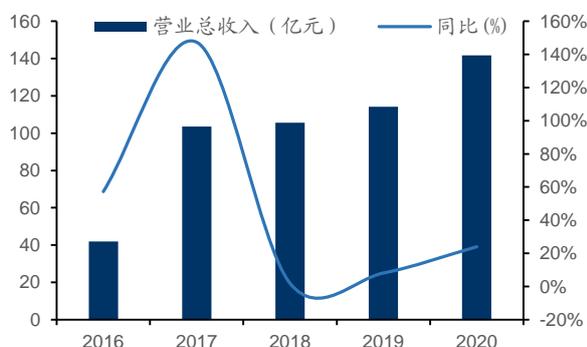
钛白粉景气持续提升，公司氯化法产能释放带动产销量创历史新高

公司发布 2020 年财报，全年实现营收 141.08 亿元（同比+24.21%），归母净利润 22.89 亿元（同比-11.77%），扣非净利润 25.08 亿元（同比+0.65%）；另外，公司发布 2021Q1 业绩快报，Q1 单季度实现营收 45.98 亿元（同比+24.18%），归母净利润 10.61 亿元（同比+17.77%）。

2020 年钛白粉市场呈“N”形走势，一季度钛白粉市场正值春节前后的备货、补货时期，市场表现强势；二季度由于国内外疫情蔓延，需求减少；三四季度随着疫情得到控制，全球经济企稳，钛白粉需求企稳并逐渐恢复，同时因为钛矿等原材料价格上涨的因素，钛白粉出现量价齐升的局面。

由于钛白粉持续处于高景气度，公司 2021Q1 盈利情况大幅改善，随着氯化法产线新产能的释放，公司单季度净利润达到 10.61 亿元，创下历史新高。

图 1：公司近年营收和增速（百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司近年归母净利润和增速（百万元、%）

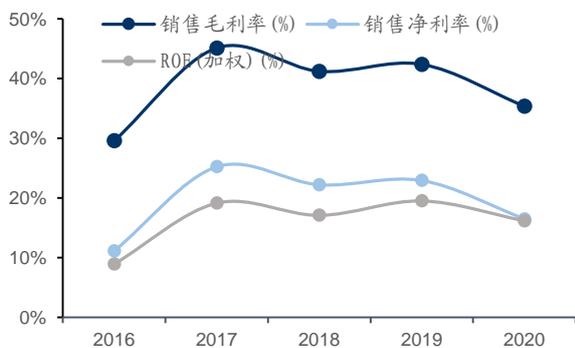


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

钛精矿自供比例下降，影响公司整体毛利率。公司 2020 年钛白粉达到 83.24 万吨，创历史新高。其中硫酸法钛白粉 63.88 万吨，同比增长 14.52%，销售氯化法钛白粉 19.36 万吨，同比增长 186.81%。去年由于钛精矿价格上涨，以及公司钛白粉产能扩张后导致外购钛精矿比例增加，影响公司盈利能力有所下降。

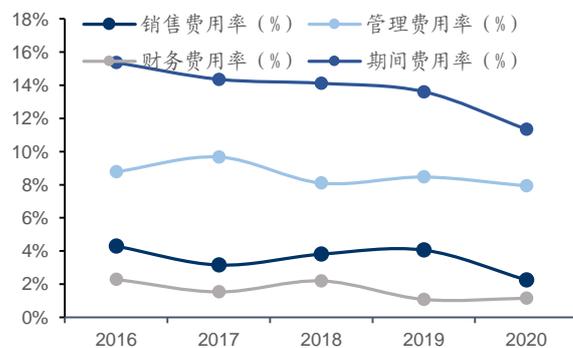
公司三项期间费用率保持较为稳定。由于会计统计口径的变化，公司销售费用率变化较大，不考虑统计口径的因素，公司期间费用率较为稳定。

图 3：公司近年毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

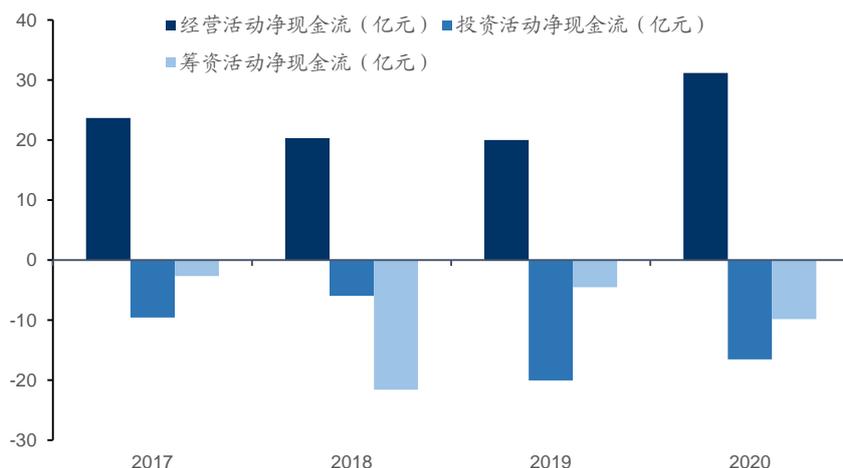
图 4：公司近年三费占比变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司状况良好，经营性现金流净流量首次突破 30 亿元。2016 年公司并购龙蟒钛业之后，经营状况大幅改善，现金流状况也持续维持健康状态。2020 年公司经营性现金流净流量达到 31.2 亿元，创历史新高。另外随着近年公司在钛产业链上的持续布局，投资活动净现金流也明显增大，2019 年、2020 年分别达到 20.0 亿元、16.5 亿元。公司在产业链上的持续整合，将为公司后续发展打下坚实基础。

图 5：公司现金流变化情况（百万元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产业链持续整合，各项产品经营数据持续改善

公司近年围绕钛产业链持续进行上下游整合，除了传统主营业务钛白粉生产规模持续扩大外，公司在海绵钛、铁精矿、锆产品等产品上也持续整合扩产，各项主要产品的经营数据持续改善。

钛白粉产销情况：2020 年公司生产钛白粉 81.72 万吨，同比增长 29.73%，其中生产硫酸法钛白粉 60.46 万吨，同比增长 8.90%，氯化法钛白粉 21.25 万吨，同比增长 184.47%；共销售钛白粉 83.24 万吨，同比增长 33.12%，其中，国内销量占比 48%，国际销量占比 52%，销售硫酸法钛白粉 63.88 万吨，同比增长 14.52%，销售氯化法钛白粉 19.36 万吨，同比增长 186.81%。

海绵钛产销情况：2020 年公司生产海绵钛 9101.25 吨，同比增长 1200.17%，销售海绵钛 8159.08 吨，同比增长 1933.42%。公司并购的云南新立钛业 2020 年生产海绵钛 9101.25 吨，产能利用率超过 90%，实现 2019 年收购当年复产，次年基本满负荷运行

其他产品情况：2020 年公司采选铁精矿 381.42 万吨，同比增长 8.40%，销售铁精矿 379.78 万吨，同比增长 7.93%；生产四氯化钛 13.23 万吨，同比增长 373.9%。

全年供需紧平衡，看好钛白粉保持高景气

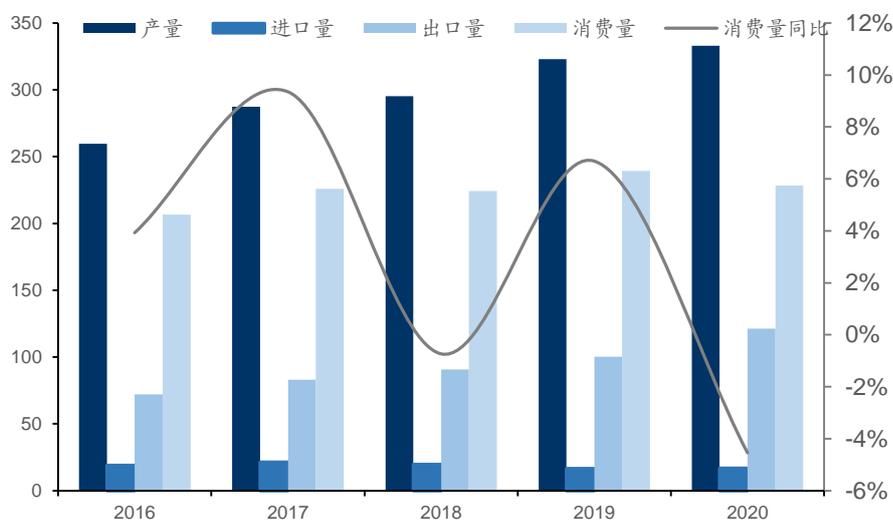
据国家化工行业生产力促进中心钛白分中心和钛白粉联盟秘书处数据，2020 年全国所有 42 家全流程型钛白粉生产企业的各类钛白粉及相关产品综合产量为 351.2 万吨，比上年增加 33 万吨，增幅为 10.39%。在 351.2 万吨总产量中，金红石型钛白粉为 285.6 万吨，占比为 81.31%；锐钛型钛白粉为 53.8 万吨，

占比为 15.33%；非颜料级钛白粉为 6.0 万吨，占比为 1.71%；催化和功能材料钛白粉为 5.8 万吨，占比为 1.65%。

2020 年全国氯化法钛白粉产量达到近 32 万吨，取得“双突破”的历史记录。全国 4 家氯化法钛白粉企业的氯化法钛白粉的综合产量为 31.89 万吨，占全国当年钛白粉总产量的 9.1%；占当年金红石型钛白粉产量的 11.68%。2020 年的氯化法钛白粉的产量系历史上首次突破 30 万吨大关；也是历史上在金红石型钛白粉产量中的占比首次突破 10%。

2020 年钛白粉出口约 121.48 万吨，比 2019 全年增加约 21.13 万吨，同比增长 21.06%；2020 年钛白粉进口量约为 17.24 万吨，比 2019 全年进口增加约 4784 吨，同比增长 2.85%。

图 6：国内钛白粉产量及消费量变化情况（单位：万吨、%）



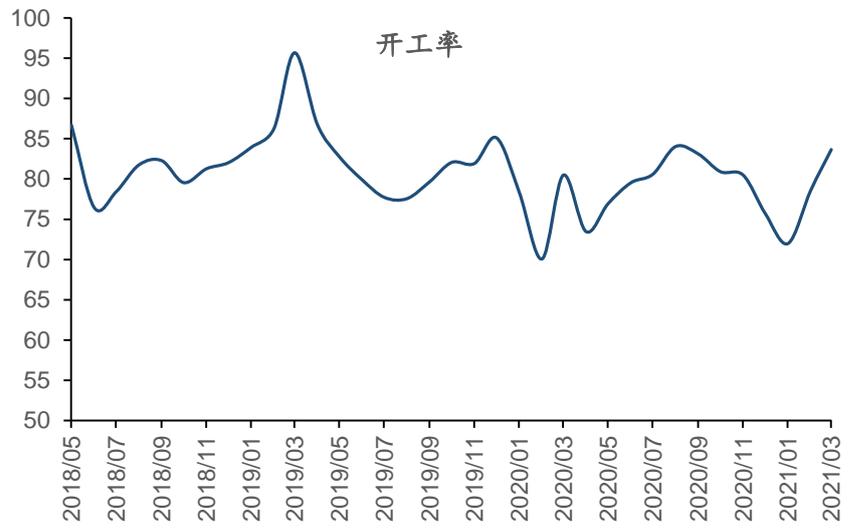
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

目前钛白粉行业供需紧平衡，看好全年保持较高景气度。目前在全球经济复苏的趋势之下，全球钛白粉需求量保持旺盛。国内钛白粉行业平均开工率已经接近 85% 的历史较高水平。在当前较高的行业平均开工率情况下，钛白粉的工厂库存水平持续下降，已经接近历史最低水平。从库存变化的情况来看，国内钛白粉行业供需格局较为紧张。

目前国内锐钛型钛白粉价格在 17500-18000 元/吨，金红石型钛白粉价格在 20500 元/吨，在钛精矿成本上升以及供需紧平衡的格局推动之下，钛白粉价格处于近年来的较高水平。钛白粉行业平均毛利已经超过 3700 元/吨，同样处于 2018 年以来的历史较高水平。

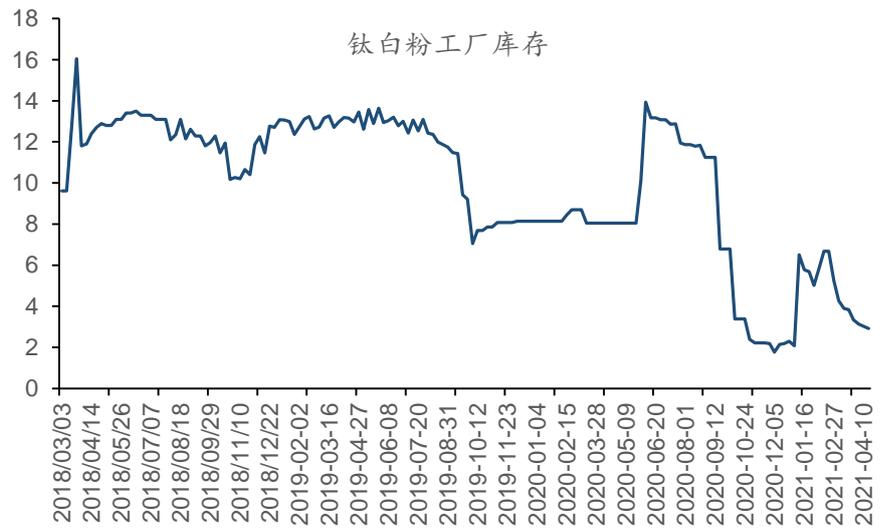
钛白粉作为全球流动的重要商品，全球需求仍处于持续改善的趋势当中，我们看好国内钛白粉行业全年保持较高景气度。

图 7: 今年国内钛白粉行业开工率持续提升 (单位: %)



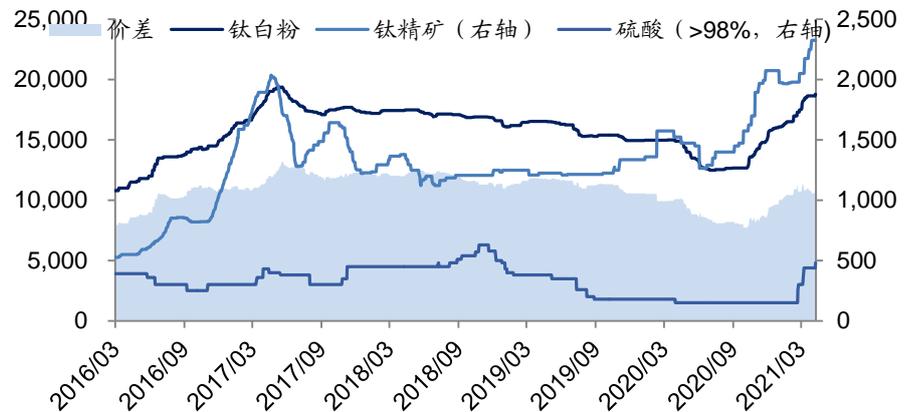
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 8: 下游需求旺盛, 工厂库存处于历史低位 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 9：钛白粉价格价差走势情况（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，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料等项目。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。

为了更好地满足现有及新增客户产品需求，公司发布公告计划投资 5.25 亿元在湖州新建年产 10,000 吨高性能新材料项目，在半导体、5G 通讯装备领域加大投入，向下游产业链延伸，增强市场竞争力，为公司未来持续发展奠定坚实基础。

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。

我们看好公司长期围绕钛产业链持续转型升级，打造全球钛产业链龙头企业，预计公司 2021-2023 年归母净利润 39.30/50.41/56.74 亿元，同比 71.7%/28.3%/12.6%，摊薄 EPS 为 1.93/2.48/2.79 元，对应 PE 为 14.9/11.6/10.3，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；上游原材料大幅涨价。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5127	1560	6230	11798	营业收入	14164	17889	20307	22443
应收款项	2047	2585	2934	3243	营业成本	9121	10656	12093	13394
存货净额	3127	3726	4222	4707	营业税金及附加	158	268	305	337
其他流动资产	1695	2140	2429	2685	销售费用	319	626	609	673
流动资产合计	11995	10011	15816	22433	管理费用	585	1265	1117	1112
固定资产	12118	12069	11404	10301	财务费用	163	224	154	141
无形资产及其他	2544	2642	2540	2439	投资收益	(514)	(100)	0	0
投资性房地产	7904	7904	7904	7904	资产减值及公允价值变动	5	(20)	0	0
长期股权投资	211	211	211	211	其他收入	(477)	(30)	0	0
资产总计	34771	32837	37875	43287	营业利润	2831	4701	6029	6786
短期借款及交易性金融负债	5583	0	0	0	营业外净收支	(11)	0	0	0
应付款项	7730	9213	10438	11638	利润总额	2820	4701	6029	6786
其他流动负债	1369	1765	3563	5509	所得税费用	492	705	904	1018
流动负债合计	14682	10977	14002	17147	少数股东损益	39	65	84	94
长期借款及应付债券	3469	3669	3669	3669	归属于母公司净利润	2289	3930	5041	5674
其他长期负债	783	783	783	783	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	4252	4452	4452	4452	净利润	2289	3930	5041	5674
负债合计	18934	15429	18454	21599	资产减值准备	(134)	17	(2)	(5)
少数股东权益	1643	1641	1639	1636	折旧摊销	1105	1113	1268	1311
股东权益	14195	15767	17783	20052	公允价值变动损失	(5)	20	0	0
负债和股东权益总计	34771	32837	37875	43287	财务费用	163	224	154	141
关键财务与估值指标					营运资本变动	1211	312	1889	2090
每股收益	1.13	1.93	2.48	2.79	其它	133	(19)	(1)	3
每股红利	1.16	1.16	1.49	1.68	经营活动现金流	4599	5373	8195	9072
每股净资产	6.99	7.76	8.75	9.87	资本开支	(4485)	(1200)	(500)	(100)
ROIC	16%	20%	28%	37%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	25%	28%	28%	投资活动现金流	(3755)	(1200)	(500)	(100)
毛利率	36%	40%	40%	40%	权益性融资	90	0	0	0
EBIT Margin	28%	28%	30%	31%	负债净变化	717	200	0	0
EBITDA Margin	36%	35%	37%	37%	支付股利、利息	(2354)	(2358)	(3024)	(3404)
收入增长	24%	26%	14%	11%	其它融资现金流	4826	(5583)	0	0
净利润增长率	-12%	72%	28%	13%	融资活动现金流	1643	(7741)	(3024)	(3404)
资产负债率	59%	52%	53%	54%	现金净变动	2487	(3568)	4671	5567
息率	4.0%	4.0%	5.2%	5.8%	货币资金的期初余额	2641	5127	1560	6230
P/E	25.6	14.9	11.6	10.3	货币资金的期末余额	5127	1560	6230	11798
P/B	4.1	3.7	3.3	2.9	企业自由现金流	1116	4538	7912	9189
EV/EBITDA	15.2	12.0	10.3	9.7	权益自由现金流	6660	(1035)	7781	9069

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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