



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2021-04-16

公司点评报告

买入/维持

龙麟佰利(002601)

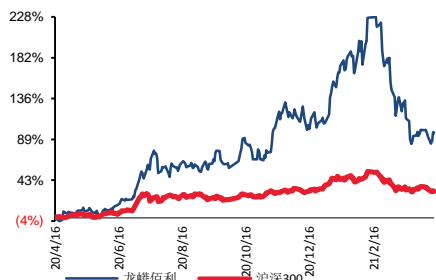
目标价: 40

昨收盘: 29.14

材料 材料 II

## 投资损益拖累短期业绩, 持续看好公司中长期发展

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,240/1,418
总市值/流通(百万元)	65,262/41,309
12 个月最高/最低(元)	48.64/15.12

### 相关研究报告:

龙麟佰利(002601)《【太平洋化工】龙麟佰利 2020 三季报点评: Q3 以量补价业绩修复, Q4 有望量价齐升业绩快速增长》--2020/10/31

龙麟佰利(002601)《【太平洋化工深度】龙麟佰利: 三维度对比思考, 优质赛道上的加速赶超者》--2020/09/06

龙麟佰利(002601)《【太平洋化工】龙麟佰利: 二季度低于预期, 是危机还是机会?》--2020/08/01

### 证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

### 证券分析师: 翟绪丽

电话: 010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

**事件:** 公司发布 2020 年年报, 报告期内, 实现营业收入 141.64 亿元, 同比+24.03%; 归母净利润 22.89 亿元, 同比-11.77%。单季度实现归母净利润分别为 9.01/3.92/6.57/3.39 亿元。同时发布 2021 年一季度业绩快报, 报告期内实现营业收入 45.98 亿元, 同比+24.18%, 实现归母净利润 10.61 亿元, 同比+17.77%。

### 1. 投资损益拖累四季度业绩, 2021Q1 大幅反弹

2020 年公司单季度分别实现营业收入 37.03/26.5/35.88/42.23 亿元, 分别实现归母净利润为 9.01/3.92/6.57/3.39 亿元, 总计 22.89 亿元, 同比-11.77%。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, 公司业绩增长超预期; 二季度国外疫情爆发, 钛白粉出口量下滑, 内需疲弱, 价格快速下跌, 公司业绩下滑。进入三季度, 伴随国内外需求的逐步恢复, 行业景气度随之提升。但市场成交价格触底反弹仍需时日, 三季度国内金红石型钛白粉市场均价 12610 元/吨, 较二季度均价 13681 元/吨环比下滑 7.8%。四季度国内金红石型钛白粉价格企稳回升, 均价 14777 元/吨, 环比上升 17.2%, 带动公司四季度营收达到 42.23 亿元, 同比+36.12%, 环比+17.7%, 创单季度营收历史新高, 而四季度归母净利润却仅有 3.39 亿元, 同比-35.81%, 环比-48.4%, 主要系公司对持有东方铝业 15.66%的股权在其非公开发行日的公允价值进行重新计量产生的投资损失 3.78 亿元, 叠加贴现手续费 1.09 亿元等, 共计 5.14 亿元。

公司钛白粉产能的不断扩张带来产销量的大幅增长: 2020 年生产钛白粉 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%。

2021Q1, 钛白粉市场价格继续上涨, 金红石型市场均价 17311 元/吨, 同比+15.55%, 环比+17.15%。公司分别在 1 月 9 日、2 月 8 日、3 月 11 日、4 月 12 日连续发布价格调整公告, 也反映出行业景气度的持续提升, 带动公司业绩大幅反弹。

### 2. 全产业链扩张继续推进, 龙头地位愈加稳固

执业资格证书编码：S1190520060001

氯化法钛白粉方面，云南新立 20 万吨氯化法钛白粉项目的环评安评等合规手续已全部完成，正在进行前期土建工作，预计 2023 年建成投产。

海绵钛方面，2019 年云南国钛 1 万吨/年产能复产后，2020 年产能利用率超过 90%，2020 年生产海绵钛 9101.25 吨，同比增长 1200.17%，销售海绵钛 8159.08 吨，同比增长 1933.42%。同时，云南国钛年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目正处在厂房建设阶段，一期 1.5 万吨/年预计 2023 年建成投产。甘肃国钛 6000 吨/年产能将于今年复产，之后将进行技改扩能，预计 2022 年产能达到 1.5 万吨/年。海绵钛项目的逐步实施将进一步完善公司钛产业链。

氯化法钛白粉原料方面，攀西 50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣项目已进入设备安装阶段，预计近期即将建成投产。该项目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，有利于进一步推动公司钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金全产业链的优化升级，降低原料成本，保障氯化法长期稳定的原料来源，提升公司盈利能力与核心竞争力。

### 3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 39.15/45.72/54.08 亿元，对应 EPS 1.75/2.04/2.41 元，PE 17/14/12 倍。考虑公司钛白粉规模全球第三，且有望成长为全球龙头，产业链一体化优势明显，新增产能陆续释放，盈利提升，低估值高分红，维持“买入”评级。

**风险提示：**全球经济复苏不及预期，钛白粉需求及价格下滑，新产能投放不及预期，减持。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入(亿元)	141.64	179.27	205.81	241.52
(+/-%)	24	26.6	22	17.3
净利润(亿元)	22.89	39.15	45.72	54.08
(+/-%)	-11.8	71	24.6	18.3
摊薄每股收益(元)	1.13	1.75	2.04	2.41
市盈率(PE)	26	17	14	12

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	11995	12558	14182	16356	<b>营业收入</b>	14164	17927	20581	24152
货币资金	5127	3585	4116	4830	<b>营业成本</b>	9121	10756	12349	14491
应收账款	2015	2063	2368	2779	营业税金及附加	158	251	288	338
其他应收款	32	40	46	54	营业费用	319	896	1029	1208
预付款项	671	724	786	859	管理费用	585	1076	1235	1449
存货	3127	3389	3891	4566	财务费用	163	100	100	100
<b>其他流动资产</b>	582	582	582	582	<b>资产减值损失</b>	-5	100	50	50
非流动资产合计	22776	20236	19146	17946	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	211	30	30	30	投资净收益	-514	10	10	10
固定资产	8817	9445	9280	8711	营业利润	2831	4758	5540	6526
无形资产	2544	2289	2035	1781	营业外收入	20	15	15	15
其他非流动资产	713	100	100	100	营业外支出	31	10	10	0
<b>资产总计</b>	34771	32794	33328	34302	<b>利润总额</b>	2820	4763	5545	6541
<b>流动负债合计</b>	14682	12432	11965	11772	所得税	492	762	887	1047
短期借款	4097	7652	6662	5764	<b>净利润</b>	2328	4001	4658	5494
应付账款	2707	2063	2368	2779	少数股东损益	39	86	86	86
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2289	3915	4572	5408
一年内到期的非流动	1486	400	400	400	EBITDA	4099	6026	6881	7885
<b>非流动负债合计</b>	4252	3870	3870	3870	<b>EPS (元)</b>	1.13	1.75	2.04	2.41
长期借款	3469	3469	3469	3469	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	0	0	0	0		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	18934	16302	15835	15642	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	1643	1729	1815	1901	营业收入增长	24.0%	26.6%	14.8%	17.3%
实收资本(或股本)	2032	2240	2240	2240	营业利润增长	-7.2%	68.0%	16.5%	17.8%
资本公积	9579	9579	9579	9579	归属于母公司净利润增	-11.8%	71.0%	16.8%	18.3%
未分配利润	1662	2053	2510	3051	<b>获利能力</b>				
归属母公司股东权益	14195	14475	15286	16241	毛利率(%)	36%	40%	40%	40%
<b>负债和所有者权益</b>	34771	32505	32936	33784	净利率(%)	16%	22%	23%	23%
<b>现金流量表</b>					总资产净利润(%)	7%	12%	14%	16%
					ROE(%)	16%	27%	30%	33%
<b>经营活动现金流</b>	3121	-893	5469	6138	<b>偿债能力</b>				
净利润	2328	4001	4658	5494	资产负债率(%)	54%	50%	48%	46%
折旧摊销	1105.08	1167.87	1240.28	1259.49	流动比率	0.82	1.01	1.19	1.39
财务费用	163	100	100	100	速动比率	0.60	0.74	0.86	1.00
应付账款的变化	0	-644	305	411	<b>营运能力</b>				
预收账款的变化	0	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.53	0.63	0.72
<b>投资活动现金流</b>	-1653	-166	-190	-100	应收账款周转率	8	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	6.00	7.52	9.29	9.38
长期投资	211	30	30	30	<b>每股指标(元)</b>				
投资收益	-514	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.13	1.75	2.04	2.41
<b>筹资活动现金流</b>	-984	-483	-4748	-5324	每股净现金流(最新摊)	0.24	-0.69	0.24	0.32
短期借款	4097	7652	6662	5764	每股净资产(最新摊薄)	6.99	6.46	6.83	7.25
长期借款	3469	3469	3469	3469	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	208	0	0	P/E	25.79	16.67	14.27	12.07
资本公积增加	94	0	0	0	P/B	4.17	4.51	4.27	4.02
<b>现金净增加额</b>	483	-1542	531	714	EV/EBITDA	15.40	12.15	10.42	8.89

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。