

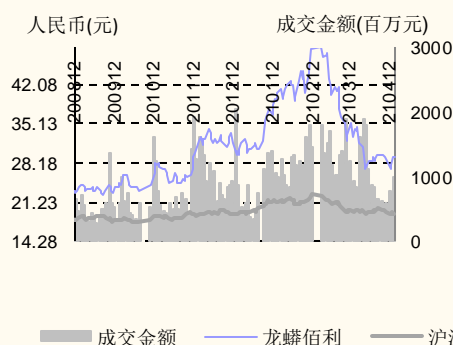
## 龙蟒佰利 (002601.SZ) 增持 (维持评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 29.14 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)	652.62
年内股价最高最低(元)	48.64/14.28
沪深 300 指数	4949
深证成指	13680



## 相关报告

1. 《股权激励草案推出, 行权条件高、覆盖范围广-公司点评(龙蟒佰利...》, 2021.3.11
2. 《成本优势构筑护城河, 钛白粉行业未来航母-龙蟒佰利公司首次覆盖》, 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

## 钛白粉景气度持续提升, 看好公司业绩增长 ——龙蟒佰利公司更新报告

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,551	11,416	14,160	17,587	20,407	24,002
营业收入增长率	0.00%	8.20%	24.04%	24.20%	16.04%	17.61%
归母净利润(百万元)	2,286	2,594	2,289	4,344	5,268	6,484
归母净利润增长率	-8.66%	13.49%	-11.77%	89.82%	21.27%	23.08%
摊薄每股收益(元)	1.125	1.277	1.126	1.940	2.352	2.895
每股经营性现金流净额	1.00	0.92	1.51	1.62	3.50	4.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.40%	18.70%	16.12%	23.85%	24.65%	25.66%
P/E	10.93	12.06	27.32	15.02	12.39	10.06
P/B	2.01	2.25	4.40	3.58	3.05	2.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **疫情影响去年业绩下滑, 2021Q1 盈利恢复明显。**疫情影响钛白粉 2020 年均价同比下滑, 公司 2020 年归母净利润 22.89 亿元, 同比下滑-11.77%。2020Q1 公司归母净利润同比大幅增长 17.77%至 10.61 亿元, 主要由于一季度钛矿景气度继续上行、下游需求拉动下, 公司钛白粉销量、价格增加。其中, 钛白粉价格从 2021 年初 1.66 万元/吨涨至 2.04 万元/吨, 涨幅 22.89%, 钛精矿 (47%TiO<sub>2</sub> 含量) 价格从年初 2060 元/吨上涨至目前 2400 元/吨, 涨幅 16.50%。
- **2021 年公司已连续提价四次, 预计钛白粉价格继续上行。**公司于 2021 年起连续四次提价, 在原本价格基础上依次涨幅 500 元/吨、1000 元/吨、1000 元/吨、1000 元/吨, 对国际客户价格依次涨幅 100 美元/吨、150 美元/吨、150 美元/吨、150 美元/吨, 提价幅度较大。四川龙蟒 R-996 价格从 2021 年初 16600 元/吨涨至 20400 元/吨。预计钛矿景气度上行、钛白粉需求向好, 钛白粉价格继续上行。
- **预计钛矿景气度继续上行, 公司自备矿山具备成本优势。**钛白粉成本中钛矿占比超一半, 国内资源禀赋限制钛矿资源产能储备无法满足国内需求、全球主要的钛矿生产企业近年无大幅资本开支意愿, 叠加下游钛白粉需求好转, 进一步造成原料紧张, 全球供应依旧维持紧张态势。2021 年初至今钛精矿价格从 2060 元/吨上涨至目前 2400 元/吨左右, 增长 16.5%, 公司自备钛矿成本优势明显。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑到钛白粉景气度继续上行, 公司作为钛白粉龙头受益明显, 2021-2022 营收预测上调至 175.87 (+3.05%) / 204.07 (+4.33%) 亿元, 预测 2023 年营收为 240.02 亿元, 2021-2022 归母净利润预测上调至 43.44 (+18.98%) / 52.68 (+19.32%) 亿元, 预测 2023 年归母净利润为 64.84 亿元, 产业链延伸发展钛铝业务及电池材料长期成长性强, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 氯化法产能增加导致行业产能过剩; 氯化法钛白粉技术风险以及项目释放进度不及预期; 下游行业需求下行; 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、大股东减持风险等。

## 内容目录

一、 2020 年疫情影响归母净利润同比下滑 .....	3
1.1 公司业绩概述 .....	3
1.2 2020 年盈利分析：疫情影响归母净利润同比下行 .....	3
1.3 2021Q1：业绩增长明显，疫情回暖提升海外需求 .....	4
二、钛白粉：景气度持续提升，看好公司业绩增长 .....	5
2.1 2021 年公司已连续提价四次，预计钛白粉价格继续上行 .....	5
2.2 预计钛矿景气度继续上行，公司自备矿山具备成本优势 .....	6
2.3 公司氯化法钛白粉扩产顺利，助力公司盈利中枢提升 .....	7
三、公司重大事项进展跟踪 .....	9
四、盈利预测与投资建议 .....	11
五、风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1：营业收入同比上升 .....	3
图表 2：归母净利润同比下滑 .....	3
图表 3：钛白粉是公司主要营收来源 .....	3
图表 4：公司固定资产同比增长 .....	4
图表 5：公司在建工程同比大幅增长 .....	4
图表 6：公司期间费用率情况 (%) .....	4
图表 7：公司毛利率、净利率、ROE 情况 (%) .....	4
图表 8：公司季度营收及增速 .....	5
图表 9：公司季度归母净利润及增速 .....	5
图表 10：四川龙蟒钛白粉价格持续提升 .....	5
图表 11：下游房屋市场销售面积同比增加 .....	6
图表 12：下游汽车市场销售量与销售增速 .....	6
图表 13：原材料市场价格上升——钛精矿 .....	6
图表 14：原材料市场价格——钛渣 .....	6
图表 15：公司硫酸法钛白粉价差图 .....	7
图表 16：公司氯化法钛白粉价格提升 .....	8
图表 17：公司各产品产能及原料配套情况 .....	8
图表 18：公司重大事项披露情况 .....	9
图表 19：公司前十大股东变动情况（截至 2020 年 12 月 31 日） .....	11

## 一、 2020 年疫情影响归母净利润同比下滑

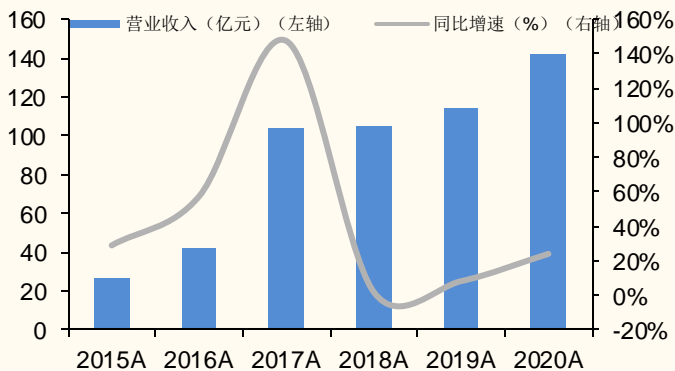
### 1.1 公司业绩概述

- 公司发布 2020 年年报：公司全年实现营业收入 141.64 亿元，同比上升 24.03%；毛利润 28.20 亿元，同比下降 6.68%；归母净利润 22.89 亿元，同比下降 11.77%，扣非净利润 25.08 亿元，同比上升 0.65%。产生销售费用 3.19 亿元，同比下降 31.03%；管理费用 5.85 亿元，同比增加 6.28%；研发费用 5.39 亿元，同比增加 29.42%；财务费用 1.63 亿元。
- 公司发布一季度业绩快报，2021Q1 营收 45.98 亿元 (YOY+24.18%)；归母净利润 10.61 亿元 (YOY+17.77%)。

### 1.2 2020 年盈利分析：疫情影响归母净利润同比下行

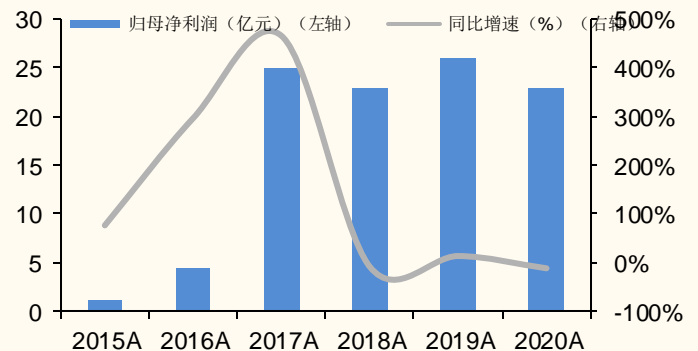
- 2020 年营收同比上涨，归母净利润同比下滑。2020 年公司实现营业收入 141.08 亿元 (YoY 24.21%)，归母净利润 22.89 亿元 (YoY -11.77%)、扣非净利润 25.08 亿元 (YoY 0.65%)，非经常性损益 -2.19 亿元。由于疫情影响钛白粉全年均价同比下滑，且原料钛矿紧缺下价格大幅上涨，公司部分钛矿需要外购，导致公司钛白粉业务毛利率由 43.06% 下降至 35.99%，其中国内业务毛利率下降 8.15%，国外业务毛利率下降 5.34%，钛白粉业务盈利收窄导致公司全年归母净利润同比下滑。公司营收同比大幅上涨，主要由于公司氯化法钛白粉新增产能投放，以及下半年以来随着海外需求恢复加大出口销量增加。

图表 1：营业收入同比上升



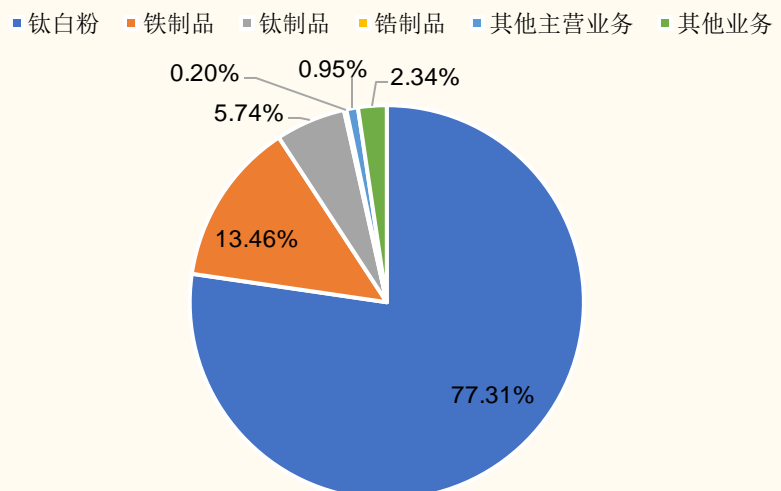
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：归母净利润同比下滑



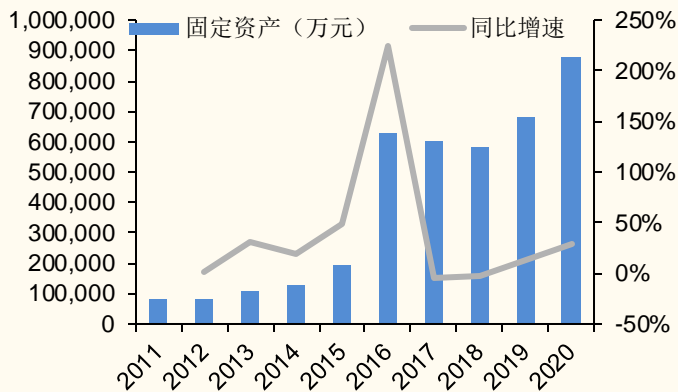
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：钛白粉是公司主要营收来源



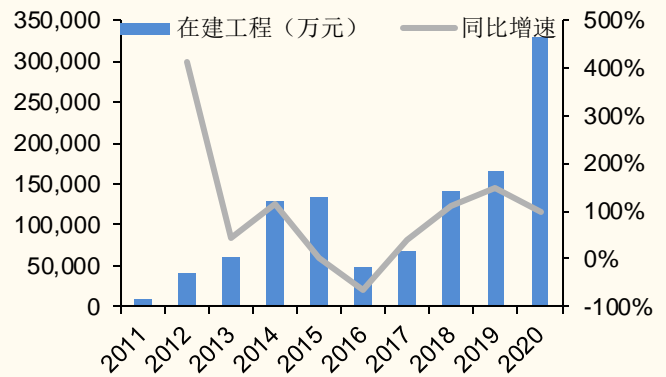
来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 公司固定资产同比增长



来源: wind, 国金证券研究所

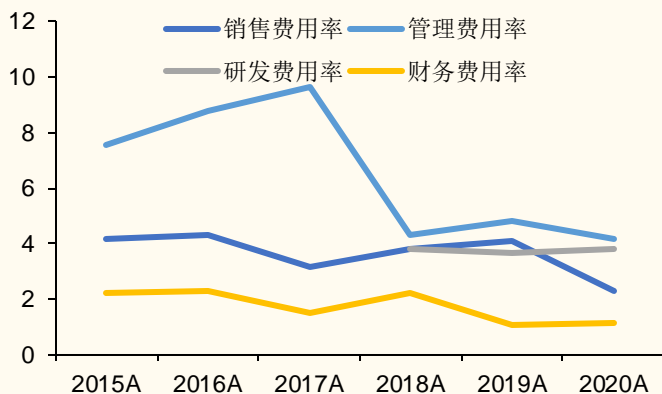
图表 5: 公司在建工程同比大幅增长



来源: wind, 国金证券研究所

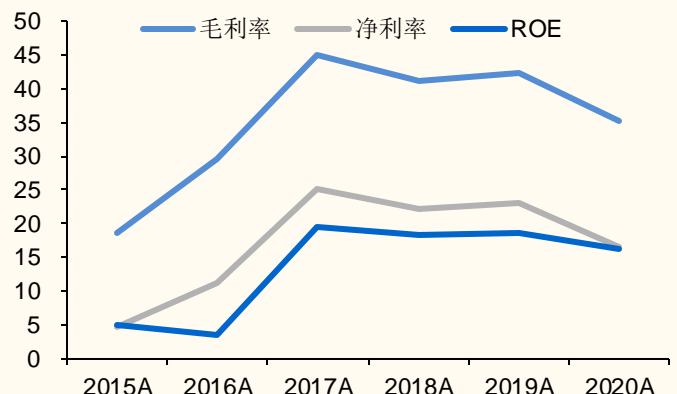
- 推行股权激励绑定核心员工导致管理费用率大幅提升，利息费用上升导致财务费用大幅提升。公司 2020 年销售费用 3.19 亿元，同比下降 31.03%，主要是 2020 年公司运输费转入主营业务成本；管理费用 5.85 亿元，同比增加 6.28%，主要是向 4999 名员工定向发行规模为 1.52 亿流通股的限制性股权激励，且公司出资 3 亿元在河南省沁阳市成立河南龙佰新材料科技有限公司，因此本年发生的职工薪酬、折旧费用等较上年增加所致；研发费用 5.39 亿元，同比增加 29.42%；财务费用 1.63 亿元，同比增加 31.89%，主要是利息费用增加所致。

图表 6: 公司期间费用率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 公司毛利率、净利率、ROE 情况 (%)

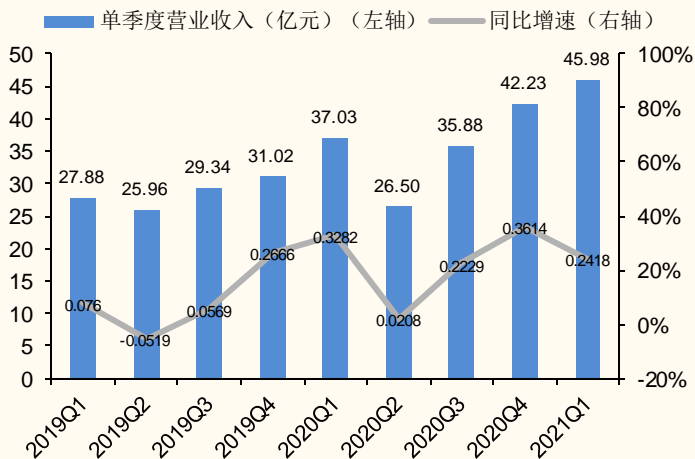


来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.3 2021Q1: 业绩增长明显，疫情回暖提升海外需求

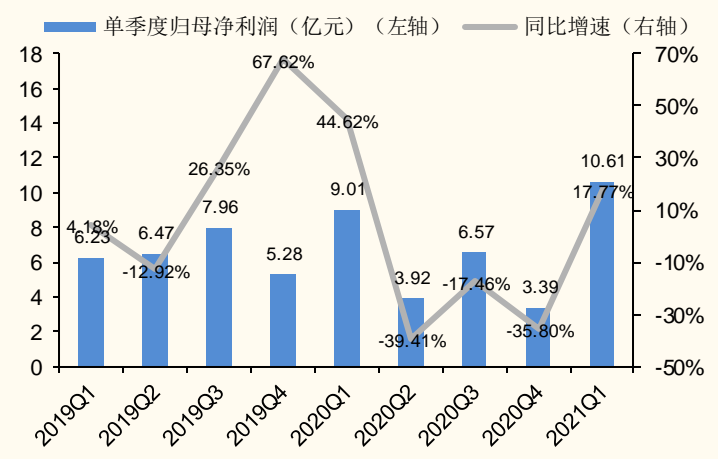
- 从单季度情况来看，2020Q1-2021Q1 分别实现营业收入 37.03 亿元 (YOY+32.8%)、26.50 亿元 (YOY+2.1%)、35.88 亿元 (YOY+22.3%)、42.23 亿元 (YOY+36.12%)、45.98 亿元 (YOY+24.18%)；分别实现归母净利润 9.01 亿元 (YOY+44.68%)、3.92 亿元 (YOY-39.43%)、6.57 亿元 (YOY-17.52%)、3.39 亿元 (YOY-35.81%)、10.61 亿元 (YOY+17.77%)，钛白粉价格走势良好，2021Q1 四川龙蟒 R-996 均价 17911.11 元/吨，R-972 均价 17787.78 元/吨，R-108 均价 17923.33 元/吨，分别环比提高 15.30%/14.51%/13.83%。2021Q1 业绩回暖明显，主要由于下游房地产市场回暖及海外需求恢复下，公司钛白粉销量、价格增加带动业绩回暖。

图表 8：公司季度营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：公司季度归母净利润及增速



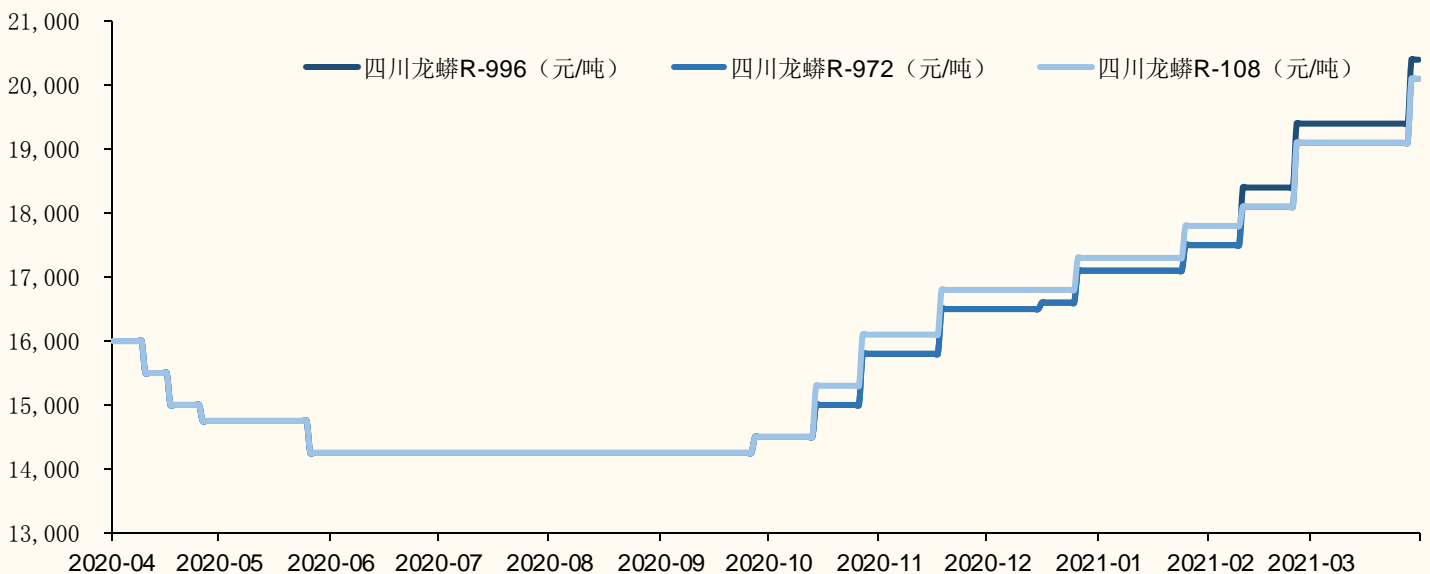
来源：Wind，国金证券研究所

## 二、钛白粉：景气度持续提升，看好公司业绩增长

### 2.1 2021 年公司已连续提价四次，预计钛白粉价格继续上行

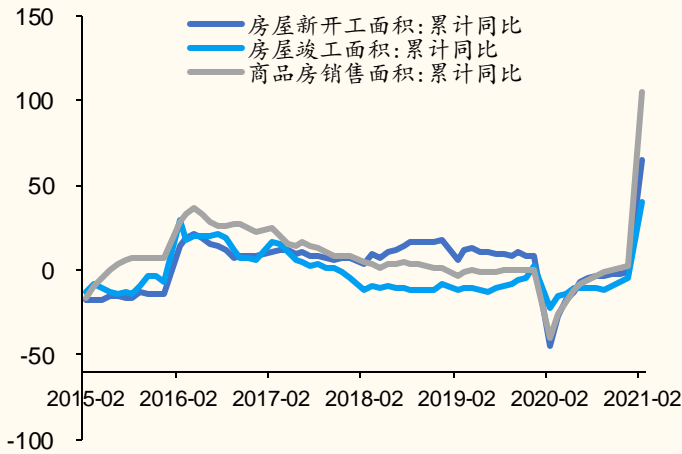
- **预计钛白粉需求继续向好。**钛白粉为性能优异白色颜料，具有遮盖力高、色彩鲜艳、耐候性好等特点，下游主要应用于涂料、塑料、造纸、油墨等行业，其中涂料行业约占钛白粉下游市场 60%，涂料行业终端下游主要为房地产行业，2021 年 2 月房地产行业商品房销售面积累计同比增加 104.9%，预计钛白粉需求继续向好。
- **公司 2021 年来已连续提价四次，预计未来钛白粉价格继续上行。**公司于 2021 年起连续四次提价，在原本价格基础上依次涨幅 500 元/吨、1000 元/吨、1000 元/吨、1000 元/吨，对国际客户价格依次涨幅 100 美元/吨、150 美元/吨、150 美元/吨、150 美元/吨，提价幅度较大。四川龙蟒 R-996 价格从 2021 年初 16600 元/吨涨至 20400 元/吨，R-972 价格从 2021 年初 16600 元/吨涨至 20100 元/吨，R-108 价格从 2021 年初始价格 16800 元/吨涨至 20100 元/吨。预计钛矿景气度上行、钛白粉需求向好下，钛白粉价格继续上行。

图表 10：四川龙蟒钛白粉价格持续提升



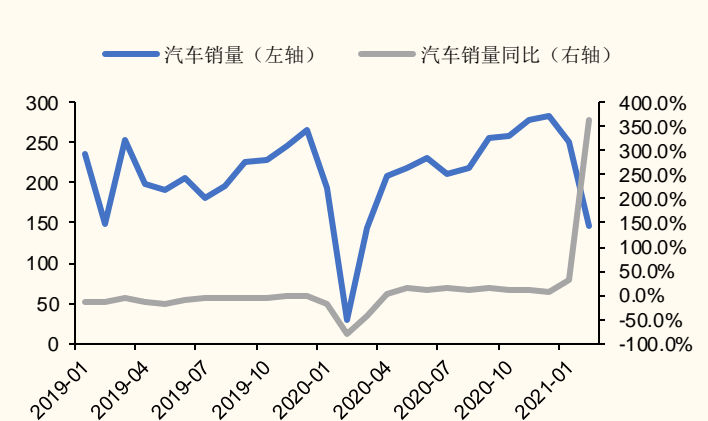
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 11：下游房屋市场销售面积同比增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：下游汽车市场销售量与销售增速

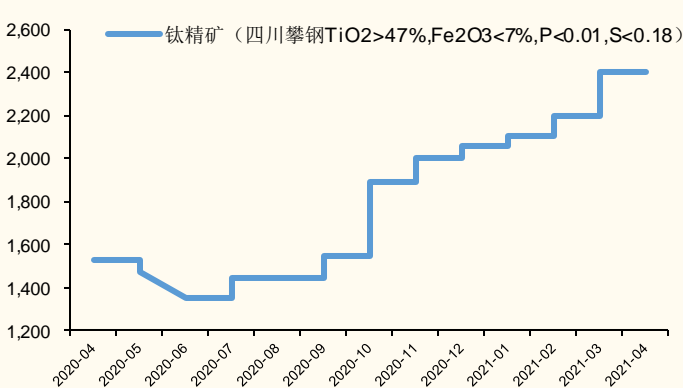


来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 预计钛矿景气度继续上行，公司自备矿山具备成本优势

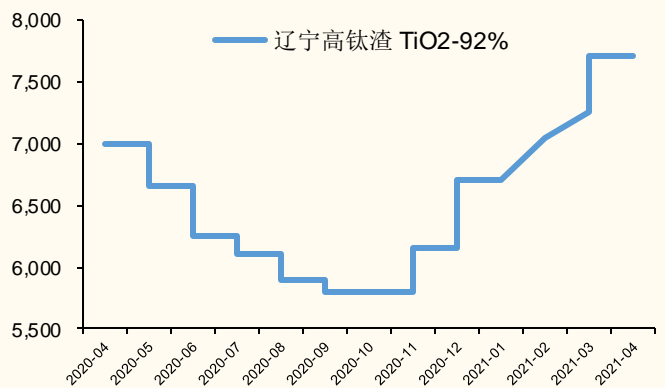
- **预计钛矿供给仍偏紧，景气度继续上行。**钛白粉成本中钛矿占比超一半，钛矿价格对钛白粉价格影响明显。从整个钛行业产业链来看，我国的钛矿长期以来处于“低端钛矿供大于求，高端钛矿依赖于进口”的状态，2019年对外依存度63.8%，国内资源禀赋限制叠加没有新采矿权，钛矿资源产能储备无法满足国内需求。全球主要的钛矿生产企业近年无大幅资本开支意愿。自2012年钛矿价格下跌以来，全球各大钛矿供应商都大幅削减资本开支，2013~2018年全球几乎无新增矿山供应，部分在产矿山也逐步接近了开采尾声，高品位钛矿供应将持续下滑。叠加下游钛白粉需求好转，进一步造成原料紧张，全球供应依旧维持紧张态势。
- **公司自备矿山，具备成本优势。**公司自2016年收购龙蟒钛业后，开始具备60万吨/年钛精矿的配套能力；2017年公司再次完成收购瑞尔鑫钛精矿20万吨/年产能，目前公司具备80万吨/年钛矿产能。除自备原料外，公司还与瑞尔鑫和安宁铁钛签署协议保障钛矿料供应，降低原料波动对成本的影响。根据百川资讯，2021年初至今钛精矿价格从2060元/吨上涨至目前2400元/吨左右，增长16.5%，在钛矿价格持续上行钛白粉成本持续推升下，钛白粉价差持续扩大，公司成本优势明显。

图表 13：原材料市场价格上升——钛精矿



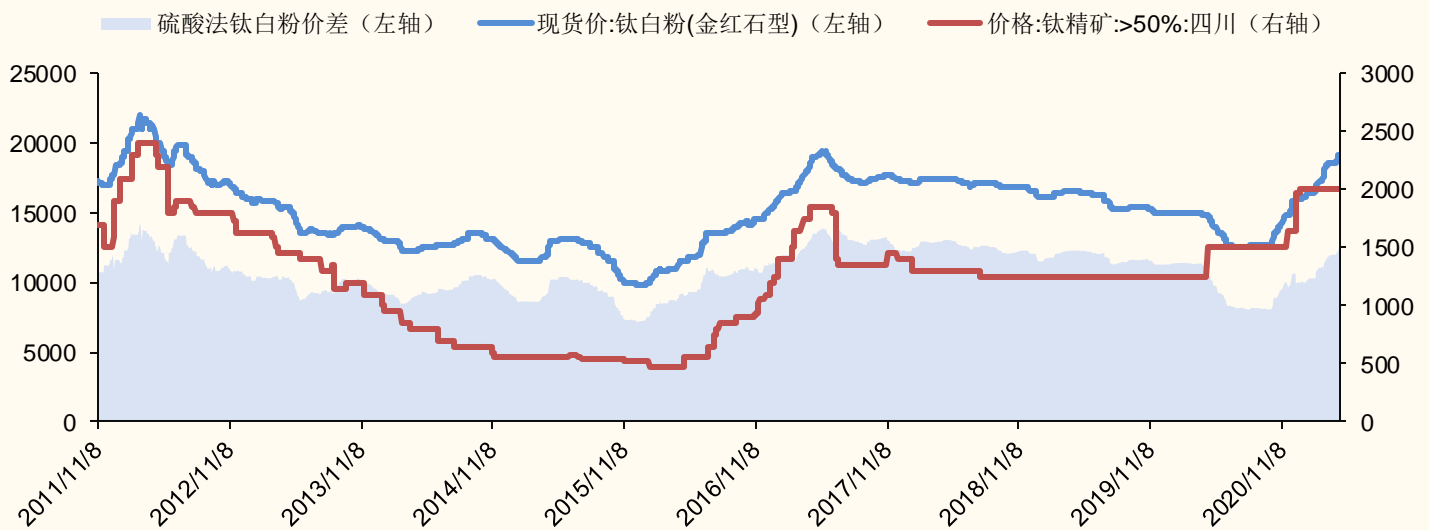
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 14：原材料市场价格——钛渣



来源：wind，国金证券研究所

图表 15：公司硫酸法钛白粉价差图

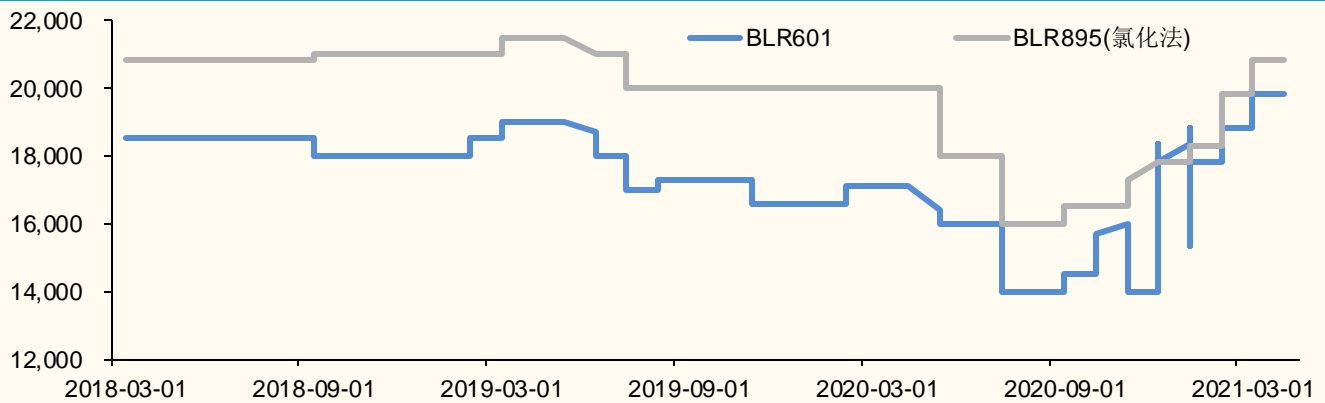


来源：百川盈孚，国金证券研究所

### 2.3 公司氯化法钛白粉扩产顺利，助力公司盈利中枢提升

- **公司氯化法钛白粉国内领先，产能扩张顺利。**公司是国内唯一一家掌握 10 万吨/年大型沸腾氯化法技术的企业，相对于国内竞争对手，具有绝对领先优势。公司 2016 年投产 6 万吨/年氯化法一期生产线（预计 2021 年产能提升到 10 万吨/年）和云南新立氯化法生产线均是引进德国钛康的技术，经过 5-6 年的运行和对技术的消化吸收，公司目前已基本掌握大型沸腾氯化法钛白粉生产技术。在完成一期产能的基础上，公司 20 万吨/氯化法二期两条生产线分别于 2019 年 5 月和 2019 年 11 月投产，前两条生产线平均运行率在 60% 以上，最大运行率 80%。氯化法生产线调试期一般为两年，在原料供应充足的情况下，预计公司氯化法二期项目将于 2021 年全面达产，使公司氯化法产能达到 30 万吨/年，在收购云南新立钛业后，总产能达到 36 万吨/年。另外，2022 年公司 20 万吨/年氯化法产能预计投产，到 2022 年预计公司氯化法钛白粉产能 56 万吨/年，加快切入高端领域。
- **公司自产氯化钛渣及建设硫氯耦合钛材料绿色制造项目，未来氯化法钛白粉成本将持续降低。**公司 2019 年 4 月公告，投资 15.1 亿元建设 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程建设项目，可年产氯化钛渣基料 30 万吨，高品质铁 20 万吨，可实现氯化法钛白粉和高端钛合金项目原料的国产化和供给的稳定，建设周期 2 年，预计 2021 年投产；公司自主创新建设年产 30 万吨硫氯耦合钛材料绿色制造项目，依托焦作总部既有硫酸法又有氯化法生产线，利用硫酸法的废酸和进口钛金矿结合做合成金红石，在降低氯化法生产成本压力的同时大幅降低硫酸法的三废排放。

图表 16：公司氯化法钛白粉价格提升



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 17：公司各产品产能及原料配套情况

	产能 (万吨/年)	2020	2021E	2022E
钛白粉总产能		89	101	125
硫酸法钛白粉		57	65	65
河南焦作硫酸法钛白粉		20	25	25
硫酸实际配套		60	60	60
硫酸理论需求		70	87.5	87.5
钛精矿实际配套		-	-	-
钛精矿理论需求		47	58.75	58.75
四川德阳硫酸法钛白粉		22	25	25
硫酸实际配套		80	80	80
硫酸理论需求		77	87.5	87.5
钛精矿实际配套			龙蟒矿冶和瑞尔鑫合计 80 万吨/年	
钛精矿理论需求		51.7	58.75	58.75
湖北襄阳硫酸法钛白粉		15	15	15
硫酸实际配套		42	42	42
硫酸理论需求		52.5	52.5	52.5
钛精矿实际配套			龙蟒矿冶和瑞尔鑫合计 80 万吨/年	
钛精矿理论需求		35.25	35.25	35.25
硫酸配套率		91.2%	80.0%	80.0%
钛精矿配套率		59.7%	52.4%	52.4%
氯化法钛白粉		32	36	60
河南焦作氯化法钛白粉		26	30	30
河南焦作一期氯化法钛白粉		6	10	10
河南焦作二期氯化法钛白粉		20	20	20
云南新立氯化法钛白粉		6	6	30
云南新立一期氯化法钛白粉		6	10	10
云南新立二期氯化法钛白粉				20
钛精矿		80	80	80
龙蟒矿冶钛精矿		60	60	60
瑞尔鑫钛精矿		20	20	20
高钛渣		38	38	68
焦作总部高钛渣 (暂时停产)		30	30	30
云南新立高钛渣 (复工中)		8	8	8



	龙蟒矿冶高钛渣（设备安装中）			30
海绵钛		1	2.5	2.5
	云南新立海绵钛	1	1	1
	河南焦作海绵钛		1.5	1.5

来源：公司公告，国金证券研究所

### 三、公司重大事项进展跟踪

- 股权激励计划顺利实施，完成公司、股东、核心团队个人利益一致性。**2021年3月9日公司董事会审议通过了《2021年限制性股票激励计划（草案）》。本次授予的限制性股票数量为15,200万股，占《股权激励计划》首次公告时公司股本总额的6.79%。本次《股权激励计划》的顺利实施，进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动高级管理人员、中级管理人员及核心技术（业务）骨干人员的积极性，有效完成股东利益、公司利益和核心团队个人利益的一致性，促进公司的长远、持续、稳定及健康的发展。
- 设立全资子公司，加快实施创新驱动绿色发展战略，提高公司综合实力和盈利水平。**2021年2月19日，根据公司经营业务及战略发展的需要，为加快实施创新驱动绿色发展战略，公司全资子公司河南佰利新能源材料有限公司拟出资30,000万元人民币在河南省沁阳市成立河南龙佰新材料科技有限公司，主营料制造；电子专用材料销售等。本次投资不构成关联交易，亦不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。本次投资由公司自有资金投入，不会对公司财务及经营状况产生不利影响，不存在损害公司及全体股东利益的情形。

图表 18：公司重大事项披露情况

事件类型	内容
股东大会	<p>2020年12月24日，公司召开2020年第七次临时股东大会，会议审议通过了《关于为下属子公司担保的议案》、《关于公司2021年度向银行申请授信额度的议案》。</p> <p>2020年11月16日，公司召开2020年第六次临时股东大会，会议审议通过了《2020年第三季度利润分配预案》、《关于续聘会计师事务所的议案》。</p> <p>2020年8月7日，公司召开2020年第五次临时股东大会，会议审议通过了《关于为下属子公司担保的议案》、《关于公司与银行、经销商及客户签订金融网络服务协议的议案》、《关于为参股公司提供担保暨关联交易的议案》。</p> <p>2020年6月3日，公司召开2020年第四次临时股东大会，会议审议通过了《关于拟发行中期票据的议案》。</p> <p>2020年5月28日，公司召开2020年第三次临时股东大会，会议审议通过了《关于公司符合非公开发行A股股票条件的议案》、《关于公司本次非公开发行股票预案的议案》、《关于本次非公开发行A股股票募集资金使用可行性分析报告的议案》、《关于本次非公开发行股票摊薄即期回报、填补即期回报措施及相关主体承诺的议案》、《关于提请股东大会授权董事会全权办理本次发行工作相关事宜的议案》、《关于公司&lt;前次募集资金使用情况鉴证报告&gt;的议案》、《关于&lt;前次募集资金使用情况报告&gt;的议案》、《关于公司与特定投资者签署&lt;附条件生效的股份认购协议&gt;的议案》、《关于公司本次非公开发行股票涉及关联交易的议案》、《关于公司未来三年（2020-2022年）股东回</p>

报规划的议案》、《关于修订<募集资金使用管理制度>的议案》、《2020年第一季度利润分配预案》，逐项审议通过了《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的议案》、《关于引进战略投资者并签署<战略合作协议>的议案》。

2020年4月22日，公司召开2020年第二次临时股东大会，会议审议通过了《关于董事会换届选举非独立董事的议案》、《关于董事会换届选举独立董事的议案》、《关于监事会换届选举的议案》。

2020年1月13日，公司召开2020年第一次临时股东大会，会议审议通过了《关于制定<董事长、监事会主席及高级管理人员薪酬管理办法>的议案》、《关于修改<公司章程>的议案》、《关于为参股子公司东方锆业提供担保暨关联交易的议案》。

#### 股权激励

公司董事会2021年3月9日审议通过《2021年限制性股票激励计划（草案）》。本次涉及激励对象共计4999人，授予的限制性股票数量为15,200万股，占《股权激励计划》首次公告时公司股本总额的6.79%。其中首次授予14,200万股，占《股权激励计划》首次公告时公司股本总额的6.34%。本计划首次授予限制性股票的授予价格为每股16.54元。

#### 投资活动

2021年2月19日，公司投资设立全资子公司。根据公司经营业务及战略发展的需要，为加快实施创新驱动绿色发展战略，公司全资子公司河南佰利新能源材料有限公司拟出资30,000万元人民币在河南省沁阳市成立河南龙佰新材料科技有限公司。

2020年4月23日公司召开第七届董事会第二次会议，审议通过了《关于公司引进战略投资者并签署附条件生效的战略合作协议的议案》，同意公司与津联（天津）资产管理有限公司、河南资产管理有限公司、和广州市玄元投资管理有限公司签署附条件生效的《战略合作协议》，《协议》生效之日起，各方不再受《股份认购协议》及《战略合作协议》的约束，亦不再享有《股份认购协议》及《战略合作协议》约定的任何权利或承担任何义务，也不得要求对方履行协议项下的任何约定义务。

2020年4月23日公司召开第七届董事会第二次会议，审议通过了《关于与特定投资者签署附条件生效的股份认购协议的议案》，同意公司与许刚、常以立、杨民乐、申庆飞、刘红星、吴彭森、陈俊、齐满富、靳三良、邓伯松、陈建立、津联资产、河南资产、玄元投资分别签署《龙蟒佰利联集团股份有限公司拟于2020年非公开发行股票之附条件生效的股份认购协议书》。

2021年2月20日，公司发布关于签订募集资金三方监管协议的公告。根据公司《2020年度非公开发行A股股票预案（修订稿）》，本次募投项目“年产20万吨氯化法钛白粉生产线建设项目”的实施主体为公司控股子公司禄丰新立钛业有限公司（以下简称“禄丰新立”）。公司于2021年2月18日召开的第七届董事会第十三次会议审议通过了《关于使用募集资金向控股子公司提供借款实施募投项目的议案》，为确保募集资金投资项目顺利实施，公司使用部分募集资金向控股子公司禄丰新立在不超过15亿元的额度范围内提供借款。

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 19：公司前十大股东变动情况（截至 2020 年 12 月 31 日）**

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	报告期内增 减变动情况 (万股)	持有有限售条 件的股份数量 (万股)	持股比 例 (%)	股本性质
1	许刚	不变	41664	0	31248	20.50%	境内自然人
2	谭瑞清	减少	23317	-1510	18620	11.47%	境内自然人
3	李玲	减少	15574	-987	0	7.66%	境内自然人
4	香港中央结算有限公 司	增加	8186	4170	0	4.03%	境外法人
5	范先国	减少	6827	-2031	0	3.36%	境内自然人
6	河南银泰投资有限公 司	减少	5780	-320	0	2.84%	境内非国有 法人
7	王泽龙	减少	3204	-9483	0	1.58%	境内自然人
8	陈开琼	增加	3000	3000	0	1.48%	境内自然人
9	龙蟒佰利联集团股份 有限公司—第二期员 工持股计划	减少	2846	-2847	0	1.40%	其他
10	泰康人寿保险有限责 任公司—分红—个人 分红-019L-FH002 深	增加	2487	1325	0	1.22%	其他
合计			112887			55.54%	

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 四、盈利预测与投资建议

我们认为未来公司的主要业绩增量在于氯化法产能释放、钛白粉景气度上行、公司产业链一体化持续降本增效以及产业链延伸发展钛钴业务及电池材料等。

##### ■ 假设条件

(1) 硫酸法钛白粉价格：预计 2021 年后钛白粉行业景气继续上行，预计 2021-2023 年硫酸法钛白粉均价为 1.80、1.85、1.85 万元/吨。

(2) 氯化法钛白粉价格：看好氯化法钛白粉景气度上行，以及氯化法产品应用逐步高端化带来单价的提升。预计 2021 年氯化法钛白粉均价为 2 万元/吨，其中新立一期氯化法钛白粉价格相比其他基地略低，主要由于新

产品推出加大市场渗透。

(3) 焦作总部氯化法项目释放进度：一期 6 万吨/年氯化法项目产能持续提升，预计 2021-2023 年销量分别为 8 万吨、9 万吨、10 万吨；二期 20 万吨/年氯化法项目 2019 年二季度已基本完成项目施工，进入调试阶段，预计 2021 年氯化法二期产能利用率 80%、2022 年开工率提升至 100%，预计 2021-2023 年销量分别为 16 万吨/年、20 万吨/年、20 万吨/年。

(4) 新立氯化法项目释放进度：一期 6 万吨/年项目预计持续进行产能提升，2021-2023 年销量预计为 9 万吨/年、10 万吨/年、10 万吨/年；二期 20 万吨/年项目预计 2022 年底投产。

(5) 钛精矿：预计 2020-2022 年钛精矿景气上行，预计 2021-2023 年钛精矿均价分别为 1500 元/吨、1550 元/吨、1550 元/吨。

#### ■ 盈利预测及投资建议

考虑到钛白粉行业景气度继续上行，公司作为钛白粉龙头受益明显，我们将公司 2021-2022 年的营业收入预测上调至 175.87 (+3.05%) /204.07 (+4.33%) 亿元，预测 2023 年营业收入为 240.02 亿元，将 2021-2022 年归母净利润预测上调至 43.44 (+18.98%) /52.68 (+19.32%) 亿元，预测 2023 年归母净利润为 64.84 亿元，2021-2023 年对应 EPS 分别为 1.77/2.09/2.57 元，对应当前市值 PE 分别为 16.48/13.96/11.36 倍。我们看好公司未来成长为全球钛白粉行业龙头，产业链延伸发展钛锆业务及电池材料长期成长性强，维持“增持”评级。

## 五、风险提示

- **氯化法产能的继续增加导致行业产能过剩的风险：**我国氯化法钛白粉技术虽然推进很早，但是由于生产技术难度大，引进技术投资大、试车达产期长等因素，推进速度低于预期，我们认为短期内氯化法新增产能主要集中在龙蟒佰利，但是如果国内氯化法钛白粉技术突破导致国内投放，会导致氯化法钛白粉行业产能过剩引起钛白粉产品价格下跌的风险。
- **公司氯化法钛白粉技术风险以及项目释放进度不及预期的风险：**我们预计公司焦作总部二期 20 万吨/年氯化法项目产能利用率持续提升，是公司未来产能释放主要增量，公司在二期基础上已经具备稳定运行的能力，但是如果公司氯化法装置运行不稳定，可能造成氯化法钛白粉投产进度不及预期的风险。
- **房地产行业及汽车制造业需求下行的风险：**钛白粉下游需求与房地产及汽车行业相关度高，我们预计房地产及汽车行业景气度回暖，如果房地产及汽车行业景气下行，会造成钛白粉需求不及预期的风险，可能会引起公司钛白粉产品价格下行以及销量不及预期的风险。
- **钛矿景气度下行的风险：**由于国内资源禀赋限制叠加没有新采矿权，钛矿资源产能储备无法满足国内需求，而近年全球钛矿资本开支减弱，叠加钛矿下游钛白粉及海绵钛需求向好，我们预计钛矿供应持续偏紧。如果钛矿新增产能投放，会导致钛矿行业景气度下行，进而引发钛白粉行业景气度下行的风险。
- **其他风险：**公司存货和应收增速较快、股权质押风险、商誉减值风险、大股东减持风险等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	10,551	11,416	14,160	17,587	20,407	24,002	货币资金	1,684	2,641	5,127	4,419	5,075	5,959
增长率		8.2%	24.0%	24.2%	16.0%	17.6%	应收款项	1,847	2,022	2,487	3,909	4,536	5,335
主营业务成本	-6,143	-6,546	-9,121	-10,320	-11,887	-13,919	存货	1,948	2,223	3,127	3,621	4,170	4,883
% 销售收入	58.2%	57.3%	64.4%	58.7%	58.3%	58.0%	其他流动资产	1,271	1,235	1,759	1,202	1,308	1,446
毛利	4,408	4,870	5,039	7,267	8,520	10,083	流动资产	6,750	8,121	12,500	13,151	15,089	17,623
% 销售收入	41.8%	42.7%	35.6%	41.3%	41.8%	42.0%	% 总资产	32.3%	31.3%	36.0%	35.8%	37.9%	40.6%
营业税金及附加	-146	-133	-158	-88	-102	-120	长期投资	280	1,299	458	758	1,058	1,358
% 销售收入	1.4%	1.2%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	7,257	8,465	12,118	13,169	13,933	14,412
销售费用	-402	-463	-319	-528	-612	-720	% 总资产	34.7%	32.6%	34.8%	35.8%	35.0%	33.2%
% 销售收入	3.8%	4.1%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	6,285	7,248	8,731	9,015	9,286	9,544
管理费用	-456	-551	-585	-703	-816	-960	非流动资产	14,173	17,822	22,271	23,622	24,728	25,765
% 销售收入	4.3%	4.8%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	% 总资产	67.7%	68.7%	64.0%	64.2%	62.1%	59.4%
研发费用	-399	-416	-539	-352	-408	-480	资产总计	20,924	25,943	34,771	36,773	39,817	43,388
% 销售收入	3.8%	3.6%	3.8%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	4,211	3,009	5,583	5,156	3,831	1,944
息税前利润 (EBIT)	3,004	3,306	3,438	5,596	6,581	7,803	应付款项	2,597	4,846	8,141	7,149	8,235	9,643
% 销售收入	28.5%	29.0%	24.3%	31.8%	32.3%	32.5%	其他流动负债	539	534	958	642	753	898
财务费用	-232	-123	-163	-627	-658	-524	流动负债	7,347	8,390	14,682	12,947	12,819	12,484
% 销售收入	2.2%	1.1%	1.1%	3.6%	3.2%	2.2%	长期贷款	408	2,752	3,469	3,469	3,469	3,469
资产减值损失	-226	-191	56	-184	-115	-119	其他长期负债	535	729	783	500	512	526
公允价值变动收益	9	0	0	0	0	0	负债	8,290	11,871	18,934	16,916	16,800	16,480
投资收益	42	-51	-514	42	45	45	普通股股东权益	12,423	13,871	14,195	18,214	21,375	25,265
% 税前利润	1.5%	n.a	n.a	0.9%	0.8%	0.6%	其中：股本	2,032	2,032	2,032	2,132	2,132	2,132
营业利润	2,688	3,050	2,831	4,827	5,854	7,205	未分配利润	963	1,658	1,662	6,006	9,167	13,058
营业利润率	25.5%	26.7%	20.0%	27.4%	28.7%	30.0%	少数股东权益	211	201	1,643	1,643	1,643	1,643
营业外收支	27	-28	-11	0	0	0	负债股东权益合计	20,924	25,943	34,771	36,773	39,817	43,388
税前利润	2,716	3,022	2,820	4,827	5,854	7,205							
利润率	25.7%	26.5%	19.9%	27.4%	28.7%	30.0%	比率分析						
所得税	-396	-418	-492	-483	-585	-720		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	14.6%	13.8%	17.5%	10.0%	10.0%	10.0%	每股指标						
净利润	2,320	2,605	2,328	4,344	5,268	6,484	每股收益	1.125	1.277	1.126	1.940	2.352	2.895
少数股东损益	35	11	39	0	0	0	每股净资产	6.114	6.826	6.985	8.132	9.544	11.281
归属于母公司的净利润	2,286	2,594	2,289	4,344	5,268	6,484	每股经营现金净流	0.999	0.922	1.506	1.625	3.504	4.138
净利率	21.7%	22.7%	16.2%	24.7%	25.8%	27.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.988	1.217
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.40%	18.70%	16.12%	23.85%	24.65%	25.66%
净利润	2,320	2,605	2,328	4,344	5,268	6,484	总资产收益率	10.92%	10.00%	6.58%	11.81%	13.23%	14.94%
少数股东损益	35	11	39	0	0	0	投入资本收益率	14.75%	14.20%	11.25%	17.66%	19.52%	21.71%
非现金支出	1,129	1,030	1,124	1,620	1,839	2,142	增长率						
非经营收益	95	312	745	243	452	298	主营业务收入增长率	1.91%	8.20%	24.04%	24.20%	16.04%	17.61%
营运资金变动	-1,514	-2,072	-1,137	-2,743	-89	-102	EBIT 增长率	-7.35%	10.06%	3.97%	62.79%	17.60%	18.56%
经营活动现金净流	2,031	1,874	3,060	3,464	7,471	8,822	净利润增长率	-8.66%	13.49%	-11.77%	89.82%	21.27%	23.08%
资本开支	-452	-995	-935	-2,647	-2,660	-2,860	总资产增长率	0.37%	23.99%	34.03%	5.76%	8.28%	8.97%
投资	-181	-1,065	-719	-185	-200	-200	资产管理能力						
其他	40	57	0	-58	-55	-55	应收账款周转天数	39.9	43.2	46.7	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-592	-2,003	-1,653	-2,890	-2,915	-3,115	存货周转天数	104.3	116.3	107.0	130.0	130.0	130.0
股权募资	5	0	90	-328	0	0	应付账款周转天数	66.7	91.2	94.4	90.0	90.0	90.0
债权募资	277	1,215	2,228	-425	-1,326	-1,886	固定资产周转天数	202.2	217.8	227.3	201.9	185.2	162.6
其他	-2,443	-1,656	-3,334	-530	-2,574	-2,937	偿债能力						
筹资活动现金净流	-2,161	-441	-1,016	-1,283	-3,900	-4,823	净负债/股东权益	18.01%	22.18%	24.78%	21.18%	9.67%	-2.03%
现金净流量	-723	-569	390	-708	655	884	EBIT 利息保障倍数	13.0	26.8	21.1	8.9	10.0	14.9
							资产负债率	39.62%	45.76%	54.45%	46.00%	42.19%	37.98%

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	0	9	16	33	81
增持	0	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.10	1.20	1.13	1.00

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

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
2	2021-03-11	买入	33.00	N/A

来源: 国金证券研究所



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，不作为或被视为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