

龙蟒佰利 (002601)

证券研究报告

2021年04月18日

20年业绩低于预期，Q1 受益于钛白粉涨价业绩增长

事件

龙蟒佰利发布 2020 年年报，实现营业收入 141.64 亿元，yoy+24.03%；归属于上市公司股东净利润 22.89 亿元，yoy-11.77%。按 22.40 亿股总股本计，实现每股收益 1.13 元，每股经营现金流 1.54 元。

公司同时发布 21 年一季度业绩预告，预计实现营业收入 45.98 亿元，yoy+24.18%；归属于上市公司股东净利润 10.61 亿元，yoy+17.77%。按 22.40 亿股总股本计，实现每股收益 0.52 元。

钛白粉量价齐升，但毛利率受累于原材料价格上涨

20 年公司钛白粉、铁产品、锆制品、海绵钛及四氯化钛、其他产品营业收入分别为 109.51 (yoy +25.2%)、19.06 (yoy+9.4%)、0.28 (yoy-57.9%)、8.13(yoy+433.5%)、1.35(yoy-69.8%)亿元；毛利率分别为 35.99%(yoy -7.1pct)、43.69% (yoy -0.9pct)、12.03% (yoy -8.8pct)、11.86% (yoy -16.7pct)、25.46%(yoy+0.9pct)。

(1) 疫情冲击下钛白粉业务收入规模大幅增长，但毛利率同比小幅下滑，三四季度需求企稳后，全年钛白粉业务量价齐升（销量 83.24 万吨，yoy +33.12%；其中硫酸法钛白粉 63.88 万吨，yoy +14.52%，氯化法钛白粉 19.36 万吨，yoy +186.81%。价格方面，受制于原材料价格大幅上涨，价差小幅降低致使毛利率下降（根据百川资讯，2020 年钛精矿价格 yoy+47.1%，金红石钛白粉-钛精矿-硫酸价差 yoy-2.4%）。

(2) 公司海绵钛及四氯化钛营收稳步提升但毛利率有所下降，主要系 2020 年新立钛业海绵钛产能释放，实现产量 9101.25 吨，产能利用率达到 90.19%，实现销量 8159.08 吨，yoy+1933.42%，同时我们推测由于海绵钛价格下跌，与 2019 年年初相比价格回调近 30%致使毛利率下滑。

(3) 2020 年高钛渣、四氯化钛、铁精矿等中间产品及副产品销量增加售价提高进一步提升了业绩。

公司期间费用 yoy+0.53 亿元，其中销售费用 yoy-1.44 亿元，主要系运输费用转入主营业务成本，财务费用 yoy+0.4 亿元，主要系利息费用增加所致。此外，公司投资净收益-5.14 亿元，主要系其他业务和贴现手续费拖累。

多基地、产业链一体化布局逐步完善

通过多年内生外延布局（16 年收购四川龙蟒、19 年收购新立钛业），公司已经形成了七大钛白粉生产基地（分布于五省六地），拥有钛白粉产能 101 万吨（含在建），同时具有硫酸法和氯化法两种生产工艺并形成“钛矿开采、精矿加工、钛渣冶炼、钛白粉生产”的全产业链模式。另一方面，新立海绵钛产能基本已实现满负荷运行；2020 年公司全力保障 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程建设项目的建设。此外，公司审议通过的年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目剑指航空航天高端蓝海市场，使其产业链得以进一步延伸。

盈利预测与估值：综合考虑钛白粉价格，以及公司后续新项目推进情况，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 32.4、38.3、45.4 亿元（21/22 年前值分别为 35.1、42.7 亿元），维持“增持”的投资评级。

风险提示：钛白粉价格下跌、环保政策风险、原材料价格波动风险、汇率风险、投资风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,419.89	14,164.02	17,061.47	19,307.34	21,883.89
增长率(%)	8.20	24.03	20.46	13.16	13.34
EBITDA(百万元)	4,693.53	4,576.21	4,609.13	5,375.45	6,264.71
净利润(百万元)	2,593.98	2,288.69	3,240.23	3,826.05	4,544.88
增长率(%)	13.49	(11.77)	41.58	18.08	18.79
EPS(元/股)	1.16	1.02	1.45	1.71	2.03
市盈率(P/E)	24.88	28.20	19.92	16.87	14.20
市净率(P/B)	4.65	4.55	4.23	3.96	3.73
市销率(P/S)	5.65	4.56	3.78	3.34	2.95
EV/EBITDA	7.05	14.48	14.71	12.49	10.52

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	28.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,239.61
流通 A 股股本(百万股)	1,417.62
A 股总市值(百万元)	64,545.57
流通 A 股市值(百万元)	40,855.81
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	54.45
一年内最高/最低(元)	51.68/14.79

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《龙蟒佰利-半年报点评:疫情影响二季度业绩，下半年预计改善》2020-08-03
- 《龙蟒佰利-季报点评:全产业链规模化优势显现，一季度实现良好增长》2020-04-24
- 《龙蟒佰利-年报点评报告:2019 年业绩稳步增长，全产业链优势逐步显现》2020-03-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,640.65	5,127.45	4,265.37	5,792.20	7,221.68	营业收入	11,419.89	14,164.02	17,061.47	19,307.34	21,883.89
应收票据及应收账款	1,642.28	2,014.98	3,198.24	2,701.22	3,985.52	营业成本	6,546.01	9,121.31	11,178.73	12,302.34	13,738.26
预付账款	486.89	670.56	74.69	1,160.67	185.58	营业税金及附加	133.50	157.74	187.68	231.69	262.61
存货	2,223.43	3,126.61	3,083.80	1,358.71	3,602.32	营业费用	463.16	319.44	426.54	579.22	656.52
其他	849.53	1,055.57	187.79	699.14	674.53	管理费用	550.76	585.38	699.52	810.91	919.12
流动资产合计	7,842.79	11,995.17	10,809.89	11,711.95	15,669.65	研发费用	416.28	538.76	614.21	733.68	831.59
长期股权投资	940.59	210.79	210.79	210.79	210.79	财务费用	123.40	162.75	142.69	133.91	97.21
固定资产	6,810.84	8,816.86	10,110.65	11,044.69	11,742.88	资产减值损失	(61.73)	(4.60)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
在建工程	1,654.19	3,300.88	2,580.53	2,148.32	1,888.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,552.02	2,543.78	2,366.01	2,188.24	2,010.46	投资净收益	(50.77)	(513.61)	40.00	40.00	40.00
其他	6,864.22	7,398.73	7,156.34	7,250.79	7,206.65	其他	248.80	965.63	(80.00)	(80.00)	(80.00)
非流动资产合计	17,821.88	22,271.05	22,424.33	22,842.83	23,059.78	营业利润	3,050.48	2,831.21	3,862.11	4,565.60	5,428.59
资产总计	25,942.78	34,771.43	33,589.60	34,934.35	39,142.82	营业外收入	6.26	19.65	27.52	17.81	21.66
短期借款	2,867.36	4,096.58	4,198.12	4,633.21	4,617.48	营业外支出	34.68	30.78	31.57	32.35	31.57
应付票据及应付账款	4,418.89	7,729.74	7,175.23	6,494.04	9,533.93	利润总额	3,022.05	2,820.08	3,858.07	4,551.06	5,418.68
其他	1,103.34	2,855.62	1,575.18	2,055.88	2,189.88	所得税	417.50	492.15	578.71	682.66	812.80
流动负债合计	8,389.58	14,681.94	12,948.52	13,183.13	16,341.30	净利润	2,604.55	2,327.93	3,279.36	3,868.40	4,605.88
长期借款	2,752.33	3,469.28	3,000.00	3,000.00	3,000.00	少数股东损益	10.57	39.24	39.12	42.35	61.01
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,593.98	2,288.69	3,240.23	3,826.05	4,544.88
其他	728.93	782.61	682.09	731.21	731.97	每股收益(元)	1.16	1.02	1.45	1.71	2.03
非流动负债合计	3,481.26	4,251.90	3,682.09	3,731.21	3,731.97						
负债合计	11,870.84	18,933.84	16,630.62	16,914.34	20,073.27	主要财务比率					
少数股东权益	201.01	1,642.99	1,682.12	1,724.47	1,785.48		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	2,032.02	2,032.02	2,239.61	2,239.61	2,239.61	成长能力					
资本公积	9,484.82	9,578.65	9,578.65	9,578.65	9,578.65	营业收入	8.20%	24.03%	20.46%	13.16%	13.34%
留存收益	11,793.41	12,120.28	13,037.26	14,055.93	15,044.46	营业利润	13.47%	-7.19%	36.41%	18.22%	18.90%
其他	(9,439.32)	(9,536.36)	(9,578.65)	(9,578.65)	(9,578.65)	归属于母公司净利润	13.49%	-11.77%	41.58%	18.08%	18.79%
股东权益合计	14,071.94	15,837.59	16,958.98	18,020.01	19,069.55	获利能力					
负债和股东权益总	25,942.78	34,771.43	33,589.60	34,934.35	39,142.82	毛利率	42.68%	35.60%	34.48%	36.28%	37.22%
						净利率	22.71%	16.16%	18.99%	19.82%	20.77%
						ROE	18.70%	16.12%	21.21%	23.48%	26.30%
						ROIC	19.60%	15.75%	18.98%	21.53%	24.88%
						偿债能力					
						资产负债率	45.76%	54.45%	49.51%	48.42%	51.28%
						净负债率	22.18%	24.78%	17.88%	13.41%	5.86%
						流动比率	0.93	0.82	0.83	0.89	0.96
						速动比率	0.67	0.60	0.60	0.79	0.74
						营运能力					
						应收账款周转率	6.61	7.75	6.55	6.55	6.55
						存货周转率	5.48	5.29	5.49	8.69	8.82
						总资产周转率	0.49	0.47	0.50	0.56	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	1.16	1.02	1.45	1.71	2.03
						每股经营现金流	0.89	1.39	1.79	2.03	2.66
						每股净资产	6.19	6.34	6.82	7.28	7.72
						估值比率					
						市盈率	24.88	28.20	19.92	16.87	14.20
						市净率	4.65	4.55	4.23	3.96	3.73
						EV/EBITDA	7.05	14.48	14.71	12.49	10.52
						EV/EBIT	8.85	19.09	16.93	14.28	11.93

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,604.55	2,327.93	3,240.23	3,826.05	4,544.88
折旧摊销	968.00	1,128.53	604.33	675.94	738.91
财务费用	190.23	230.18	142.69	133.91	97.21
投资损失	50.77	513.61	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(3,160.46)	(796.10)	16.48	(97.11)	545.83
其它	1,350.46	(283.59)	39.12	42.35	61.01
经营活动现金流	2,003.55	3,120.56	4,002.85	4,541.15	5,947.84
资本支出	3,855.65	5,401.35	1,100.52	950.88	999.24
长期投资	928.97	(729.80)	0.00	0.00	0.00
其他	(6,787.27)	(6,324.50)	(1,910.69)	(1,935.07)	(1,993.06)
投资活动现金流	(2,002.65)	(1,652.95)	(810.17)	(984.19)	(993.82)
债权融资	5,761.52	9,052.24	7,298.12	8,209.28	8,338.30
股权融资	475.40	(54.61)	40.13	(116.39)	(79.69)
其他	(6,685.56)	(9,981.96)	(11,393.02)	(10,123.01)	(11,783.15)
筹资活动现金流	(448.64)	(984.32)	(4,054.77)	(2,030.12)	(3,524.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(447.75)	483.28	(862.08)	1,526.84	1,429.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com