

2021年4月21日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

37

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2021/4/20)	29.77
深证成指(2021/4/20)	14101.90
股价 12 个月高/低	51.68/13.97
总发行股数(百万)	2239.61
A 股数(百万)	1506.84
A 市值(亿元)	448.59
主要股东	许刚(27.87%)
每股净值(元)	7.83
股价/账面净值	3.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.3 -28.1 108.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

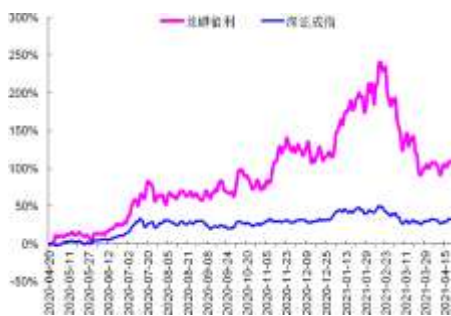
产品组合

钛白粉	77.6%
铁系产品	13.5%
海绵钛及四氯化钛	5.8%
其他	2.9%
锆制品	0.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.5%
一般法人	8.3%

股价相对大盘走势



龙蟒佰利 (002601.SZ)

Buy 买进

钛白粉价格景气上行，增量产能支撑全年业绩增长

结论与建议:

4月16日，公司发布20年年报，全年实现营收 141.64亿元，yoy+24.0%，归母净利润22.89亿元，yoy-11.7%，扣非归母净利润25.08亿元，yoy+0.65%，每股收益1.13元；其中Q4实现营收42.23亿元，qoq+17.7%，yoy+36.8%，归母净利润3.39亿元，qoq-48.4%，yoy-35.8%，扣非归母净利润为5.83亿元，qoq-9.4%，yoy+17.3%，扣非净利润增速符合预期。

4月20日，公司发布21年一季报，21年Q1实现营收45.45亿元，yoy+25.9%，归母净利润10.64亿元，yoy+18.0%，每股收益0.52元，再创单季历史新高。公司公告2021Q1利润分配预案，拟向全体股东每10股派发人民币现金股利9.00元，股息率3.0%。

受疫情影响，20年上半年钛白粉价格大幅下滑，公司毛利率下降，20年3Q开始，钛白粉价格企稳回弹，目前仍然向好，支撑21年公司业绩增长。公司通过新增项目进一步扩大产能，完善全产业链布局，降低生产成本，提高核心竞争力，看好公司未来成长空间，维持“买进”评级。

■ **营收同比增加，毛利率略有下滑：**20 年公司营业快速增长主要是于钛白粉销量提升，20 年公司共销售钛白粉 83.24 万吨，同比增加 33%。归母净利润涨幅不及营收，主要是受疫情影响，钛白粉均价同比下跌，钛精矿均价同比上涨，20 年金红石型钛白粉均价为 14900 元/吨，yoy-6%，钛精矿均价为 1551 元/吨，yoy+25%，公司综合毛利率同比下降 6.86 个百分点至 35.51%。公司费用率有所降低，研发费用率降低 0.59 个百分点至 3.82%，财务费用降低 0.14 个百分点至 1.29，管理费用率微增 0.2 个百分点至 4.15%，销售费用由于统计口径变化下降 2.43 个百分点。此外，公司 204Q 对持有东方锆业 15.66%的股权在其非公开发行日的公允价值进行重新计量，产生投资损失 3.78 亿元，迭加贴现手续费 1.09 亿元等，拖累了公司单季净利表现。

■ **钛白粉价格延续涨势，21 年业绩向好：**21 年 Q1 公司业绩增长主要是由于 20 年 Q4 以来钛白粉价格迅速回弹，呈现“淡季不淡”情况，21 年 Q1 金红石型钛白粉均价为 17976 元/吨，yoy+16%，相对于年初价格涨幅达 8%，钛精矿均价为 2050 元/吨，yoy+39%，相对于年初价格涨幅达 4%。21 年 4 月钛白粉和钛精矿价格相对于年初涨幅分别达 20%和 21%。成本支撑叠加下游需求向好，钛白粉价格维持高位，公司 21 年以来已进行多次提价，后续钛白粉价格依旧看涨，将进一步为公司带来业绩增长。公司硫酸法钛白粉原料自给率达 60%，成本护城河深，钛精矿价格的上涨加深了公司成本护城河，增厚利润，公司产业链一体化优势凸显。

■ **新增项目不断，未来成长空间大：**20 年公司资本开支大幅增加，在建工程达 33.01 亿元，同比增加 99.5%。公司布局上下游配套项目，不断完善钛精矿—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。50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣专案进入设备安装阶段，预计 4 月底投产。云南新立年产 20 万吨氯化法钛白粉生产线项目、云南国钛年产 3 万吨转子级海绵钛智慧制造技改专案建设也都在稳步推进，产能释放后，将助力公司进一步扩大钛白粉市场份额，进军高端航空钛产业。

■ **盈利预测：**考虑到钛白粉价格景气上行，我们上修盈利预测，预计公司 21/22/23 年实现净利润 35.4/42.0/48.0 亿元，yoy+55%/+19%/+14%，折合 EPS 为 1.74/2.07/2.36 元，目前股价对应的 PE 为 18/15/13 倍。鉴于公司新产能逐渐释放，未来成长空间大，维持“买进”评级。

■ **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,594	2,289	3,542	4,199	4,803
同比增减	%	13.49%	-11.77%	54.78%	18.53%	14.39%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.28	1.13	1.74	2.07	2.36
同比增减	%	13.49%	-11.77%	54.78%	18.53%	14.39%
A 股市盈率(P/E)	X	24.89	28.21	18.22	15.38	13.44
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11359	14108	17887	21494	23102
经营成本	6546	9121	11399	13751	14437
研发费用	416	539	649	764	805
营业税金及附加	133	158	200	240	258
销售费用	463	319	405	487	523
管理费用	551	585	742	892	959
财务费用	123	163	206	248	267
资产减值损失	-62	-5	-5	-5	-5
投资收益	-51	-514	0	0	0
营业利润	3050	2831	4375	5204	5949
营业外收入	6	20	21	22	23
营业外支出	35	31	31	31	31
利润总额	3022	2820	4365	5174	5918
所得税	418	492	762	903	1033
少数股东损益	11	39	61	72	82
归属于母公司股东权益	2594	2289	3542	4199	4803

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2641	5127	6168	8217	11521
应收账款	1642	2015	1813	1904	1999
存货	2223	3127	3439	3508	3859
流动资产合计	7843	11995	15048	17475	21458
长期股权投资	941	211	221	232	244
固定资产	6811	8817	9699	10183	10693
在建工程	1654	3301	2641	2773	3050
非流动资产合计	18100	22776	23188	24022	25019
资产总计	25943	34771	38236	41497	46477
流动负债合计	8390	14682	13991	13975	14249
非流动负债合计	3481	4252	4455	3048	2394
负债合计	11871	18934	18446	17023	16644
少数股东权益	201	1643	2053	2539	3095
股东权益合计	14072	15838	19790	24475	29833
负债及股东权益合计	25943	34771	38236	41497	46477

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	2004	3121	3745	4119	4531
投资活动产生的现金流量净额	-2003	-1653	-1818	-1273	-509
筹资活动产生的现金流量净额	-449	-984	-886	-797	-718
现金及现金等价物净增加额	-440	451	1041	2049	3304

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。