

公司研究

主营业绩稳定提升，单季利润创新高，公司着力全产业链优化升级

——龙蟒佰利（002601.SZ）2020年年报和2021年一季报点评

增持（维持）

当前价：31.99元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

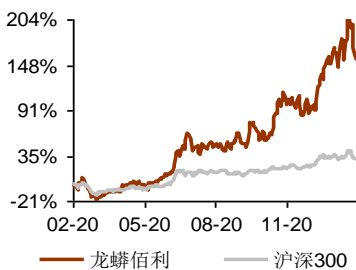
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.40
总市值(亿元)	716.45
一年最低/最高(元)	14.76/51.87
近3月换手率	82.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.34	-16.57	70.65
绝对	15.53	-25.29	105.90

资料来源：Wind

相关研报

钛白粉价格上调，行业龙头白马地位进一步巩固——龙蟒佰利（002601.SZ）主营产品价格调整点评（2021-01-11）

疫情影响双面，氯化法龙头拥有未来——龙蟒佰利（002601.SZ）2020年半年报点评（2020-08-03）

单季业绩再创新高，大手笔定增助力氯化法继续扩张——龙蟒佰利（002601.SZ）2020年一季报点评（2020-04-26）

要点

事件：

公司发布2020年报，2020年实现营业总收入141亿元，同比增长24%；归母净利润23亿元，同比减少12%；扣非后归母净利润25亿元，同比增长0.7%，经营性净现金流31亿元，同比增长56%。截至2020年底，归属于上市公司股东的净资产达到142亿元，同比增长2.3%。其中Q4实现营业收入42亿元，同比增长36%，归母净利润3.4亿元，同比下降36%。

公司发布2021年一季报，2021年一季度实现营收47亿元，同比增加26%，实现归母净利润11亿元，同比增加18%，实现扣非后归母净利润10亿元，同比增加20%，实现经营性净现金流9亿元，同比增加36%。

点评：

钛白粉盈利稳定提升，产销持续平衡：2020年公司钛白粉业务实现营收110亿元，同比增长25%，毛利率同比下滑3.65个百分点至36%，钛白粉仍然是公司营收最主要的来源。2020年公司钛白粉产销平衡，全年共生产钛白粉82万吨，同比增长30%，其中硫酸法钛白粉60万吨，同比增长9%；氯化法钛白粉21.25万吨，同比大幅增长184%。氯化法钛白粉占公司钛白粉总产量高达26%，主要由焦作年产20万吨氯化法钛白粉生产线、新立钛业年产6万吨氯化法钛白粉生产线产能释放所贡献。从销售价格来看，2020年公司钛白粉平均销售价格13128元/吨，同比下跌6%；从原材料成本来看，2020年钛白粉产品原材料成本均价5479元/吨，同比上涨10%。2020年公司采选铁精矿381万吨，同比增长8%，销售铁精矿380万吨，同比增长8%，2020年铁系产品营收19亿元，同比减少1.8%，毛利率44%。

公司大力发展氯化法，海绵钛及四氯化钛营收大幅提升：公司通过收购兼并、技改扩建、新项目建设等举措建立起了“钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金”全产业链，大力发展氯化法。通过50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目、年产20万吨氯化法钛白粉项目、年产3万吨转子级海绵钛智能制造技改项目等一系列重点项目，公司实现全年生产四氯化钛13万吨，同比增长374%；生产海绵钛9101吨，同比增长1200%，销售海绵钛8159吨，同比增长1933%。海绵钛及四氯化钛营收大幅度提升434%至8亿元，毛利率12%。

兼并收购谋划多业务板块发展格局：2020年，公司以“全球领先的钛及钛衍生品综合集成服务商”为目标，按照专业化、规模化的发展思路，对各成员公司主、辅业进行梳理、优化，并通过收购兼并完善产业布局，打造具有核心竞争力和可持续发展力的专业板块，谋划钛、钪、锆以及新材料的多业务板块发展格局。在钛方面：公司将下属子公司海绵钛业务全部整合到云南国钛，并通过云南国钛下属子公司甘肃国钛收购金川集团钛厂资产，将云南国钛打造为公司钛金属业务平台，云南国钛将依托公司已有的海绵钛、高钛渣及大型“沸腾炉”氯化技术，云南国钛将深耕钛材工业，巩固海绵钛业务的同时，积极向下游延伸。在钪方面：增资收购东方钪业并向东方钪业转让荣佳钪钒股权，东方钪业成为公司钪技术和钒技术研发平台，形成了氧化钪、金属钪、钪制品及铝钪合金、合金靶材、3D打印等高端领域新型材料的全产业链发展局。在锆方面：以现金认购东方锆业8500万股新股，持有东方

铝业股权比例增加到 26%，取得东方铝业控制权，增强东方铝业资本实力，助力铝业的发展。在新材料方面：成立佰利新能源材料公司，吹响进军新能源电池行业的号角，做好电池材料的研发和产业化。

推进龙头项目，巩固钛产业链优势：为努力把疫情带来的不利影响降到最低，公司抢占市场先机，加快项目建设，有序推进龙头项目，巩固钛产业链优势。2020年初，公司克服疫情管控人员组织困难、施工材料采购受阻等多重困难，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建设，该项目于 2020 年 1 月 30 日陆续复工，至 2020 年 2 月 22 日复工率达 100%。此外，公司董事会审议通过了云南国钛年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目。中国海绵钛主要应用于中低端产品，在航空航天领域存在非常大的短板，而航空用转子级海绵钛更是稀缺，年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目的实施将进一步完善公司钛产业链，推进公司融入高端制造供应链，与国际先进同行企业发展模式接轨，从而推动振兴我国钛产业等战略新兴产业发展。

增股募资推进氯化法钛白粉项目建设：2021 年 3 月 2 日，公司成功完成非公开发行 2 亿股，募集资金总额为 23 亿元，扣除本次发行费用后，募集资金净额 22 亿元。本次募集资金用于禄丰新立年产 20 万吨氯化法钛白粉生产线建设项目及补充流动资金项目。通过本次发行及后续募投项目的实施，公司先进产能得到提升，产品结构得到优化。通过进一步补充流动资金，可为公司日常经营活动和发展提供有力保障，提高抗风险能力。同时，此次募资增强公司资本实力，有效降低了公司财务杠杆率，有利于公司实施积极的资本结构管理策略，为实施内涵式增长、外延式扩张双轮驱动发展战略提供了充足的财务资本支持。

盈利预测、估值与评级：考虑公司主营产品盈利稳定提升，通过新增项目和兼并收购进行全产业链优化升级，核心竞争力持续提升，我们上调公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年公司净利润分别为 39.43(上调 17.0%)/47.42 (上调 19.6%) /55.20 亿元，折 EPS 为 1.76/2.12/2.46 元，维持“增持”评级。

风险提示：新项目投产不及预期；下游需求复苏不及预期；产品价格大幅下滑。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,359	14,108	18,109	21,878	25,043
营业收入增长率	8.79%	24.21%	28.36%	20.82%	14.47%
净利润 (百万元)	2,594	2,289	3,943	4,742	5,520
净利润增长率	13.49%	-11.77%	72.28%	20.26%	16.41%
EPS (元)	1.28	1.13	1.76	2.12	2.46
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.70%	16.12%	19.36%	18.88%	18.02%
P/E	25	28	18	15	13
P/B	4.7	4.6	3.5	2.9	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-23，注：2019 年、2020 年公司总股本为 20.32 亿股，2021 年 3 月公司定增后总股本为 22.40 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,359	14,108	18,109	21,878	25,043
营业成本	6,546	9,121	11,296	13,601	15,562
折旧和摊销	956	1,105	1,379	1,496	1,634
税金及附加	133	158	208	251	287
销售费用	463	319	574	694	794
管理费用	551	585	815	984	1,127
研发费用	416	539	678	819	937
财务费用	123	163	138	45	-17
投资收益	-51	-514	0	0	0
营业利润	3,050	2,831	4,701	5,656	6,574
利润总额	3,022	2,820	4,703	5,658	6,576
所得税	418	492	735	885	1,028
净利润	2,605	2,328	3,968	4,774	5,548
少数股东损益	11	39	25	32	28
归属母公司净利润	2,594	2,289	3,943	4,742	5,520
EPS(元)	1.28	1.13	1.76	2.12	2.46

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,004	3,121	3,314	7,359	7,382
净利润	2,594	2,289	3,943	4,742	5,520
折旧摊销	956	1,105	1,379	1,496	1,634
净营运资金增加	-893	-1,236	3,261	104	696
其他	-653	962	-5,269	1,018	-468
投资活动产生现金流	-2,003	-1,653	-2,545	-2,520	-3,020
净资本支出	-995	-935	-2,020	-2,520	-3,020
长期投资变化	941	211	0	0	0
其他资产变化	-1,949	-929	-525	0	0
融资活动现金流	-449	-984	-501	-73	1,006
股本变化	0	0	208	0	0
债务净变化	1,142	3,291	-2,582	-15	1,000
无息负债变化	2,439	3,772	-276	2,893	1,805
净现金流	-440	451	268	4,766	5,368

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	42.4%	35.3%	37.6%	37.8%	37.9%
EBITDA 率	38.7%	33.0%	33.5%	33.1%	32.8%
EBIT 率	30.1%	25.0%	25.9%	26.3%	26.3%
税前净利润率	26.6%	20.0%	26.0%	25.9%	26.3%
归母净利润率	22.8%	16.2%	21.8%	21.7%	22.0%
ROA	10.0%	6.7%	10.4%	10.4%	10.3%
ROE (摊薄)	18.7%	16.1%	19.4%	18.9%	18.0%
经营性 ROIC	15.1%	12.3%	14.0%	16.5%	17.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	46%	54%	42%	41%	40%
流动比率	0.93	0.82	1.26	1.57	1.84
速动比率	0.67	0.60	0.92	1.22	1.49
归母权益/有息债务	2.41	1.57	3.15	3.89	4.11
有形资产/有息债务	3.20	2.85	4.51	5.71	6.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末总股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	25,943	34,771	38,113	45,765	54,118
货币资金	2,641	5,127	5,396	10,162	15,530
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,605	2,015	2,354	3,032	3,460
应收票据	37	0	432	198	275
其他应收款 (合计)	45	32	83	110	134
存货	2,223	3,127	3,774	4,634	5,310
其他流动资产	804	1,022	1,339	1,638	1,889
流动资产合计	7,843	11,995	14,068	20,721	27,657
其他权益工具	0	1	1	1	1
长期股权投资	941	211	211	211	211
固定资产	6,811	8,817	8,960	9,255	9,727
在建工程	1,206	2,884	3,213	3,722	4,367
无形资产	1,552	2,544	2,513	2,482	2,452
商誉	5,637	6,072	6,072	6,072	6,072
其他非流动资产	857	1,218	1,743	1,743	1,743
非流动资产合计	18,100	22,776	24,046	25,045	26,461
总负债	11,871	18,934	16,076	18,954	21,759
短期借款	2,867	4,097	848	0	0
应付账款	2,012	2,707	3,047	3,962	4,450
应付票据	2,407	5,023	4,181	5,841	7,004
预收账款	130	0	119	131	105
其他流动负债	-48	149	198	355	441
流动负债合计	8,390	14,682	11,170	13,228	15,043
长期借款	2,752	3,469	4,136	4,969	5,969
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	330	321	308	295	285
非流动负债合计	3,481	4,252	4,905	5,726	6,716
股东权益	14,072	15,838	22,037	26,811	32,359
股本	2,032	2,032	2,240	2,240	2,240
公积金	10,135	10,459	12,732	12,732	12,732
未分配利润	1,658	1,662	5,365	10,106	15,626
归属母公司权益	13,871	14,195	20,370	25,111	30,631
少数股东权益	201	1,643	1,668	1,700	1,728

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.08%	2.26%	3.17%	3.17%	3.17%
管理费用率	4.85%	4.15%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	1.09%	1.15%	0.76%	0.21%	-0.07%
研发费用率	3.66%	3.82%	3.74%	3.74%	3.74%
所得税率	14%	17%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.99	1.54	1.48	3.29	3.30
每股净资产	6.83	6.99	9.10	11.21	13.68
每股销售收入	5.59	6.94	8.09	9.77	11.18

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	25	28	18	15	13
PB	4.7	4.6	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	16.2	16.4	13.4	10.7	9.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE