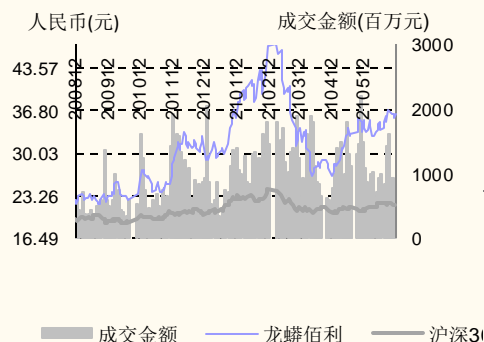


龙蟠佰利 (002601.SZ) 增持 (维持评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 36.15 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)	809.62
年内股价最高最低(元)	47.37/16.49
沪深 300 指数	5225
深证成指	14801

**相关报告**

1. 《龙蟠佰利公司更新报告-钛白粉景气度持续提升, 看好公司业绩增...》, 2021.4.17
2. 《股权激励草案推出, 行权条件高、覆盖范围广-公司点评(龙蟠佰利)》, 2021.3.11
3. 《成本优势构筑护城河, 钛白粉行业未来航母-龙蟠佰利公司首次覆盖》, 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

二季度业绩大幅增长, 公司高盈利继续维持**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	19,993	21,768	24,278
营业收入增长率	0.00%	8.20%	24.04%	41.19%	8.88%	11.53%
归母净利润(百万元)	2,286	2,594	2,289	4,950	5,557	6,484
归母净利润增长率	-8.66%	13.49%	-11.77%	116.28%	12.26%	16.68%
摊薄每股收益(元)	1.125	1.277	1.126	2.210	2.481	2.895
每股经营性现金流净额	1.00	0.92	1.51	1.96	3.86	4.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.40%	18.70%	16.12%	29.25%	27.35%	26.69%
P/E	10.93	12.06	27.32	16.36	14.57	12.49
P/B	2.01	2.25	4.40	4.78	3.99	3.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 6 月 14 日发布 2021 年半年度业绩预告, 2021H1 公司预计归母净利润 23.27-29.74 亿元, 同比上升 80%-130%。同时, 公司公告公司及子公司共计收到政府补贴资金共计 2051.32 万元。

经营分析

- 公司业绩预告符合预期, 钛白粉景气度上行提升公司盈利。公司预告 Q2 归母净利润 12.63-19.10 亿元, Q2 归母净利润预计同比增长 222.19%-387.24%、环比增长 18.70%-79.51%。公司 Q2 业绩同比环比均大幅上涨, 主要由于钛白粉行业景气度高、产品售价提升, 以及公司氯化法和硫酸法产能利用率提升。Q1 龙蟠佰利 R-996 金红石型钛白均价为 1.82 万元/吨, Q2 均价 2.08 万元/吨, Q2 环比 Q1 均价上涨 14.29%。公司焦作一期 6 万吨/年氯化法钛白粉产能提升至 10 万吨/年、焦作二期 20 万吨/年氯化法产能及云南新立一期 6 万吨/年氯化法钛白粉产能利用率持续提升, 氯化法产能释放增加公司盈利。钛精矿 Q1 均价 2050 元/吨, Q2 均价 2410 元/吨, Q2 环比 Q1 均价上涨 17.56%。虽然钛矿价格二季度大幅上涨, 但公司产业链一体化布局, 自备钛矿、硫酸等原料, 成本优势下公司业绩增长明显。
- 预计钛白粉景气度继续向好, 公司高盈利继续维持。原料端, 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, 钛精矿预计供给继续偏紧, 支撑钛白粉价格。下游需求方面, 疫情回暖下钛白粉订单充足, 预计全年钛白粉 8%左右需求增速, 供需偏紧下预计钛白粉景气度继续向好。

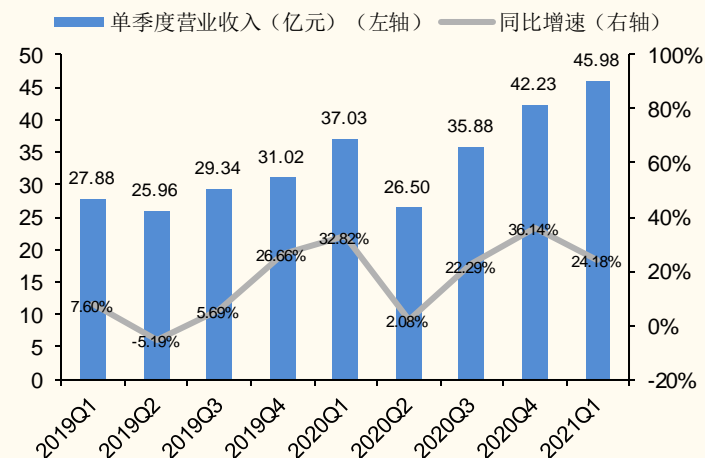
盈利预测与投资建议

- 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, 产业链延伸发展钛钴业务及电池材料长期成长性强, 上调公司 2021-2022 年净利润至 49.50 亿元 (上调 13.95%)、55.57 亿元 (上调 5.49%), 2023 年净利润维持为 64.84 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示

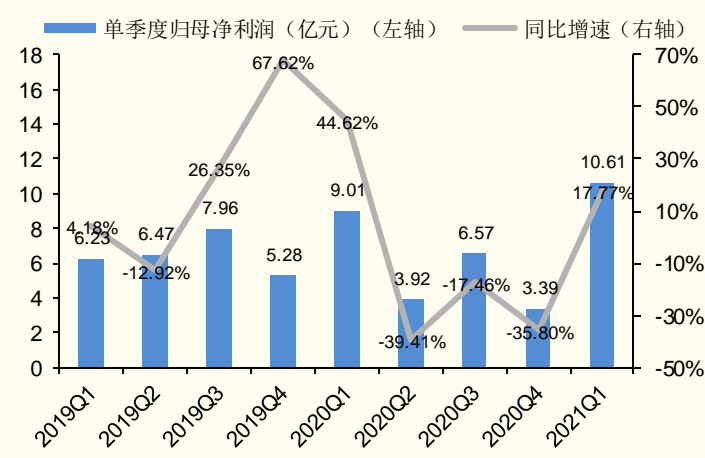
- 氯化法产能增加导致行业产能过剩; 氯化法钛白粉技术风险以及项目释放进度不及预期; 下游行业需求下行; 钛矿景气度下行; 存货和应收增速较快、股权质押风险、商誉减值风险、大股东减持风险等。

图表 1：公司季度营收及增速



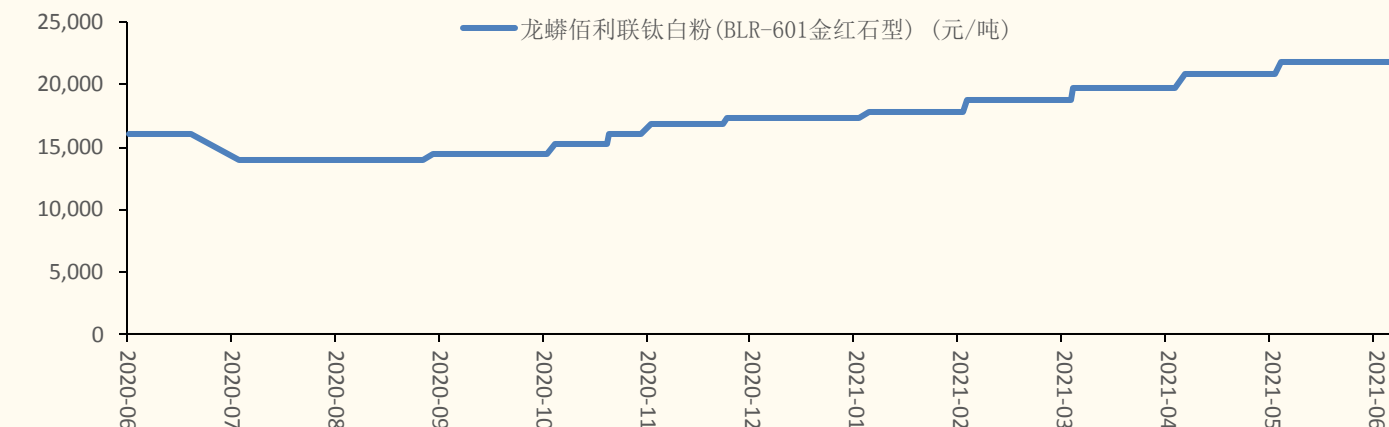
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：公司季度归母净利润及增速



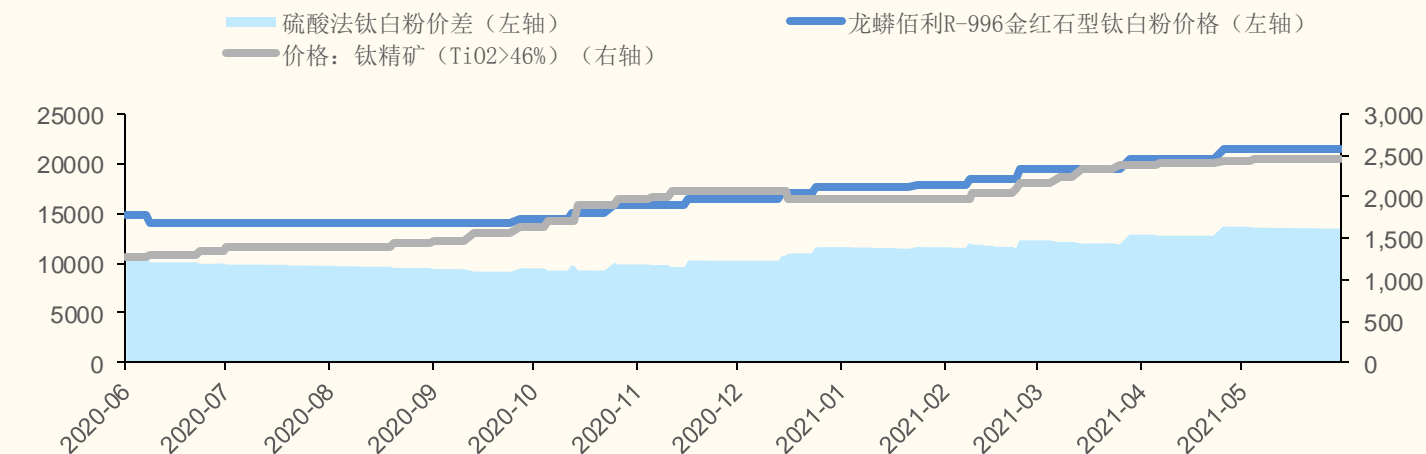
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：四川龙蟒钛白粉价格持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：硫酸法钛白粉价差图



来源：Wind，百川盈孚，国金证券研究所

图表 5：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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	10,551	11,416	14,160	19,993	21,768	24,278
增长率	8.2%	8.2%	24.0%	41.2%	8.9%	11.5%
主营业务成本	-6,143	-6,546	-9,121	-11,332	-12,245	-13,593
%销售收入	58.2%	57.3%	64.4%	56.7%	56.3%	56.0%
毛利	4,408	4,870	5,039	8,661	9,524	10,685
%销售收入	41.8%	42.7%	35.6%	43.3%	43.8%	44.0%
营业税金及附加	-146	-133	-158	-212	-231	-257
%销售收入	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-402	-463	-319	-600	-653	-728
%销售收入	3.8%	4.1%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-456	-551	-585	-800	-871	-971
%销售收入	4.3%	4.8%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-399	-416	-539	-712	-775	-864
%销售收入	3.8%	3.6%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	3,004	3,306	3,438	6,338	6,994	7,864
%销售收入	28.5%	29.0%	24.3%	31.7%	32.1%	32.4%
财务费用	-232	-123	-163	-685	-756	-592
%销售收入	2.2%	1.1%	1.1%	3.4%	3.5%	2.4%
资产减值损失	-226	-191	56	-195	-109	-113
公允价值变动收益	9	0	0	0	0	0
投资收益	42	-51	-514	42	45	45
%税前利润	1.5%	n.a	n.a	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	2,688	3,050	2,831	5,500	6,174	7,204
营业利润率	25.5%	26.7%	20.0%	27.5%	28.4%	29.7%
营业外收支	27	-28	-11	0	0	0
税前利润	2,716	3,022	2,820	5,500	6,174	7,204
利润率	25.7%	26.5%	19.9%	27.5%	28.4%	29.7%
所得税	-396	-418	-492	-550	-617	-720
所得税率	14.6%	13.8%	17.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	2,320	2,605	2,328	4,950	5,557	6,484
少数股东损益	35	11	39	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,286	2,594	2,289	4,950	5,557	6,484
净利率	21.7%	22.7%	16.2%	24.8%	25.5%	26.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,320	2,605	2,328	4,950	5,557	6,484
少数股东损益	35	11	39	0	0	0
非现金支出	1,129	1,030	1,124	1,631	1,833	2,136
非经营收益	95	312	745	308	561	371
营运资金变动	-1,514	-2,072	-1,137	-2,900	-74	-85
经营活动现金净流	2,031	1,874	3,060	3,989	7,878	8,905
资本开支	-452	-995	-935	-2,647	-2,660	-2,860
投资	-181	-1,065	-719	-35	-110	-110
其他	40	57	0	-58	-55	-55
投资活动现金净流	-592	-2,003	-1,653	-2,740	-2,825	-3,025
股权募资	5	0	90	-329	0	0
债权募资	277	1,215	2,228	1,557	-1,959	-2,377
其他	-2,443	-1,656	-3,334	-2,493	-2,739	-2,925
筹资活动现金净流	-2,161	-441	-1,016	-1,264	-4,698	-5,302
现金净流量	-723	-569	390	-15	355	578

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,684	2,641	5,127	5,112	5,467	6,045
应收款项	1,847	2,022	2,487	4,444	4,838	5,396
存货	1,948	2,223	3,127	3,976	4,296	4,769
其他流动资产	1,271	1,235	1,759	1,271	1,333	1,424
流动资产	6,750	8,121	12,500	14,802	15,933	17,634
%总资产	32.3%	31.3%	36.0%	38.7%	39.4%	40.9%
长期投资	280	1,299	458	608	818	1,028
固定资产	7,257	8,465	12,118	13,169	13,933	14,412
%总资产	34.7%	32.6%	34.8%	34.4%	34.5%	33.5%
无形资产	6,285	7,248	8,731	9,015	9,286	9,544
非流动资产	14,173	17,822	22,271	23,472	24,488	25,435
%总资产	67.7%	68.7%	64.0%	61.3%	60.6%	59.1%
资产总计	20,924	25,943	34,771	38,274	40,421	43,069
短期借款	4,211	3,009	5,583	7,138	5,179	2,802
应付款项	2,597	4,846	8,141	7,865	8,499	9,435
其他流动负债	539	534	958	728	799	903
流动负债	7,347	8,390	14,682	15,732	14,477	13,140
长期贷款	408	2,752	3,469	3,469	3,469	3,469
其他长期负债	535	729	783	510	517	527
负债	8,290	11,871	18,934	19,711	18,463	17,137
普通股股东权益	12,423	13,871	14,195	16,921	20,315	24,289
其中：股本	2,032	2,032	2,032	2,040	2,040	2,040
未分配利润	963	1,658	1,662	4,714	8,109	12,083
少数股东权益	211	201	1,643	1,643	1,643	1,643
负债股东权益合计	20,924	25,943	34,771	38,274	40,421	43,069

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.125	1.277	1.126	2.210	2.481	2.895
每股净资产	6.114	6.826	6.985	7.555	9.071	10.845
每股经营现金净流	0.999	0.922	1.506	1.955	3.862	4.365
每股股利	0.750	0.750	1.010	0.930	1.060	1.230
回报率						
净资产收益率	18.40%	18.70%	16.12%	29.25%	27.35%	26.69%
总资产收益率	10.92%	10.00%	6.58%	12.93%	13.75%	15.05%
投入资本收益率	14.75%	14.20%	11.25%	19.53%	20.55%	21.96%
增长率						
主营业务收入增长率	1.91%	8.20%	24.04%	41.19%	8.88%	11.53%
EBIT增长率	-7.35%	10.06%	3.97%	84.37%	10.35%	12.43%
净利润增长率	-8.66%	13.49%	-11.77%	116.28%	12.26%	16.68%
总资产增长率	0.37%	23.99%	34.03%	10.07%	5.61%	6.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.9	43.2	46.7	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	104.3	116.3	107.0	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	66.7	91.2	94.4	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	202.2	217.8	227.3	177.6	173.6	160.7
偿债能力						
净负债/股东权益	18.01%	22.18%	24.78%	29.60%	14.49%	0.88%
EBIT利息保障倍数	13.0	26.8	21.1	9.3	9.3	13.3
资产负债率	39.62%	45.76%	54.45%	51.50%	45.68%	39.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周	一月	二月	三月	六月
	内	内	内	内	内
买入	1	4	32	41	75
增持	1	1	12	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.20	1.27	1.24	1.00

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
3	2021-04-17	买入	28.82	25.00~55.00

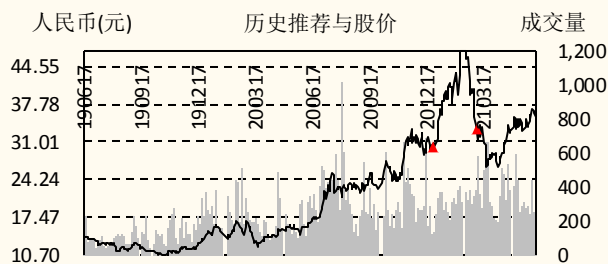
来源：国金证券研究所

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


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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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