

证券研究报告—动态报告

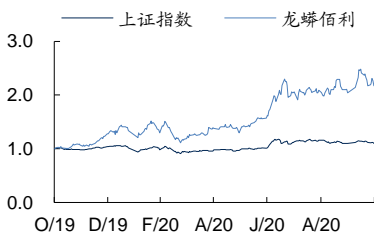
基础化工

化学制品

龙蟠佰利(002601)
买入
2021 年中报预告点评

(维持评级)

2021 年 06 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,240/1,507
总市值/流通(百万元)	80,962/54,472
上证综指/深圳成指	3,590/14,801
12个月最高/最低(元)	51.68/16.01

相关研究报告:

《龙蟠佰利-002601-2020 年财报&2021Q1 业绩快报点评: 产业链一体化优势明显, 钛白粉持续高景气》——2021-04-18

《龙蟠佰利-002601-重大事件快评: 钛白粉价格大幅调涨, 看好一体化龙头成长》——2021-02-09

《龙蟠佰利-002601-重大事件快评: 非公开发行获核准批复, 看好一体化龙头成长》——2020-12-23

《龙蟠佰利-002601-2020 三季度业绩点评: 产能释放行业回暖, Q3 环比上行》——2020-11-02

《龙蟠佰利-002601-2020 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 非公开发行方案凸显信心》——2020-04-24

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
 E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
钛产业链高景气, Q2 业绩超预期
● 单季度业绩创历史新高, 横纵一体化优势凸显

公司发布 2021 年半年度业绩预告, 预计实现归母净利润 23.27-29.74 亿元 (同比+80%+130%), EPS 为 1.04-1.33 元/股, 业绩超市场预期。公司 2021 年二季度预计实现归母净利润 12.63-19.10 亿元, 同比+222.5%+387.7%, 环比+18.7%+79.5%。本期业绩同比大幅增长的原因有: 1). 钛白粉量价齐升、氯化法产能释放, 公司垂直一体化的全产业链竞争优势充分显现; 2). 加强内部管理, 打造纵向一体化和横向耦合化的独特核心技术优势, 推动降本增效; 3). 并购资产协同效应逐步发挥, 定增完成降低融资财务费用。

● 钛白粉处于强景气周期, 价格上涨价差扩大增厚盈利

钛白粉年初之今已经六轮涨价, 目前金红石型钛白粉的均价在 21000 元/吨, 氯化法钛白粉成交均价在 24000 元/吨, 公司自 7 月 1 日起继续上调各类钛白粉价格 500 元/吨, 且海外龙企科慕、康诺斯自 7 月 1 号起上调售价 200-250 美元/吨。21Q2 至今, 钛白粉均价 19740 元/吨, 同比+44.3%, 环比+14.3%; 钛白粉价差 11300 元/吨, 同比+23.2%, 环比+7.9%; 钛精矿均价 2410 元/吨, 同比+70.2%, 环比+17.7%。

● 在建产能进展顺利, 布局新能源市场

公司的 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目已出产品, 达产后可年产 30 万吨氯化钛渣, 为公司氯化钛白和海绵钛提供国产化原料。钛白粉企业利用副产物硫酸亚铁, 布局硫酸亚铁-磷酸铁-磷酸铁锂产业链, 公司 5 万吨磷酸铁预计 2021 年底投产, 5 万吨磷酸铁锂预计 2022 年投产。此外, 公司 H 股发行正在推进, 公司未来向国际化布局发展。

● **风险提示:** 钛白粉价格大幅波动; 下游需求不及预期, 新产能投放进度不及预期。

● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。

上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 49.69/59.10/73.81 亿元, 同比增速 117.1%/18.9%/24.9%; 摊薄 EPS=2.22/2.64/3.29 元, 当前股价对应 PE=16.3/13.7/11.0x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,420	14,164	18,774	22,178	27,221
(+/-%)	8.2%	24.0%	32.5%	18.1%	22.7%
净利润(百万元)	2594	2289	4969	5910	7381
(+/-%)	13.5%	-11.8%	117.1%	18.9%	24.9%
摊薄每股收益(元)	1.28	1.13	2.22	2.64	3.29
EBIT Margin	32.6%	28.1%	32.6%	32.2%	32.5%
净资产收益率(ROE)	18.7%	16.1%	31.7%	33.9%	37.5%
市盈率(PE)	28.3	32.1	16.3	13.7	11.0
EV/EBITDA	18.2	18.2	13.4	11.8	10.1
市净率(PB)	5.30	5.18	5.16	4.64	4.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

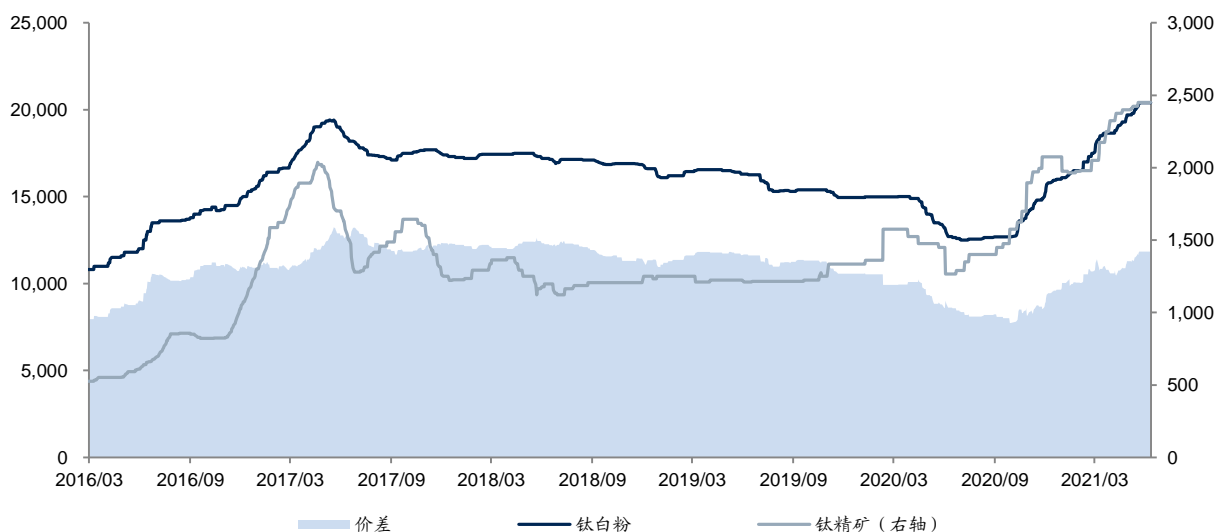
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

单季度业绩创历史新高，纵横一体化优势凸显。公司发布 2021 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 23.27-29.74 亿元（同比+80%+130%），EPS 为 1.04-1.33 元/股，业绩超市场预期。公司 2021 年二季度预计实现归母净利润 12.63-19.10 亿元，同比+222.5%+387.7%，环比+18.7%+79.5%。

本期业绩同比大幅增长的原因有：（1）钛白粉量价齐升、氯化法产能释放，公司垂直一体化的全产业链竞争优势充分显现；（2）加强内部管理，打造纵向一体化和横向耦合化的独特核心技术优势，推动降本增效；（3）并购资产协同效应逐步发挥，定增完成降低融资财务费用。

钛白粉处于强景气周期，价格上涨价差扩大增厚盈利。钛白粉年初之今已经六轮涨价，目前金红石型钛白粉的均价在 21000 元/吨，氯化法钛白粉成交均价在 24000 元/吨，公司自 7 月日起继续上调各类钛白粉价格 500 元/吨，且海外龙企科慕、康诺斯自 7 月 1 号起上调售价 200-250 美元/吨。21Q2 至今，钛白粉均价 19740 元/吨，同比+44.3%，环比+14.3%；钛白粉价差 11300 元/吨，同比+23.2%，环比+7.9%；钛精矿均价 2410 元/吨，同比+70.2%，环比+17.7%。

图 1：钛白粉价格与价差（元/吨）

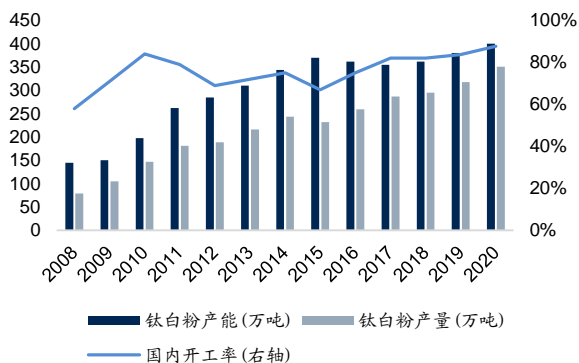


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

钛白粉处于强景气周期，价格上涨价差扩大增厚盈利。钛白粉年初之今已经六轮涨价，目前金红石型钛白粉的均价在 21000 元/吨，氯化法钛白粉成交均价在 24000 元/吨，公司自 7 月日起继续上调各类钛白粉价格 500 元/吨，且海外龙企科慕、康诺斯自 7 月 1 号起上调售价 200-250 美元/吨。21Q2 至今，钛白粉均价 19740 元/吨，同比+44.3%，环比+14.3%；钛白粉价差 11300 元/吨，同比+23.2%，环比+7.9%；钛精矿均价 2410 元/吨，同比+70.2%，环比+17.7%。

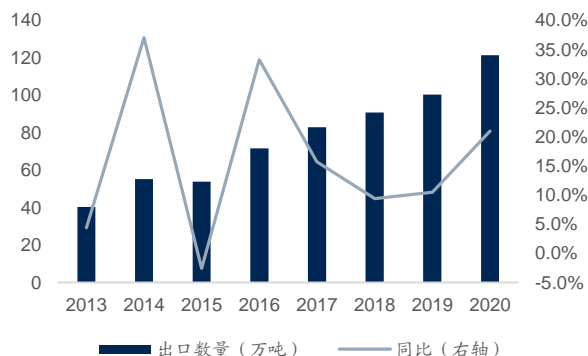
2020 年国内钛白粉产能约 400 万吨，产量 351 万吨，同比增脏 10.4%，出口 121.4 万吨，同比增长 21.3%。今年国内出口依旧向好，2021 年 1-4 月份国内钛白粉累计出口超过 43 万吨，同比上涨超过 3.7%，且 4 月份钛白粉出口均价达到 2700 美元/吨，单月出口量继续超过 10 万吨，出口向好拉动需求，国内钛白粉在全球市场份额未来将继续提升。

图 2：钛白粉产能、产量、开工率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：2013-2020 年钛白粉出口数量



资料来源：Wind、海关总署、国信证券经济研究所整理

在建产能进展顺利，布局新能源市场。公司的 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目已出产品，达产后可年产 30 万吨氯化钛渣，为公司氯化钛白和海绵钛提供国产化原料。钛白粉企业利用副产物硫酸亚铁，布局硫酸亚铁-磷酸铁-磷酸铁锂产业链，公司 5 万吨磷酸铁预计 2021 年底投产，5 万吨磷酸铁锂预计 2022 年投产。此外，公司 H 股发行正在推进，公司未来向国际化布局发展

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑钛产业链景气度有望超预期，同时公司布局新能源材料，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 49.69/59.10/73.81 亿元，同比增速 117.1%/18.9%/24.9%；摊薄 EPS=2.22/2.64/3.29 元，当前股价对应 PE=16.3/13.7/11.0x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5127	5106	8341	12768	营业收入	14164	18774	22178	27221
应收款项	2047	926	1215	1492	营业成本	9121	11325	13501	16514
存货净额	3127	2299	2743	3397	营业税金及附加	158	188	222	272
其他流动资产	1695	2246	2653	3257	销售费用	319	375	444	544
流动资产合计	11995	10591	14962	20918	管理费用	585	759	878	1054
固定资产	12118	12572	12363	12074	财务费用	163	214	95	38
无形资产及其他	2544	2442	2340	2239	投资收益	(514)	30	30	30
投资性房地产	7904	7904	7904	7904	资产减值及公允价值变动	5	0	0	0
长期股权投资	211	221	231	241	其他收入	(477)	0	0	0
资产总计	34771	33730	37800	43376	营业利润	2831	5943	7068	8828
短期借款及交易性金融负债	5583	600	600	600	营业外净收支	(11)	0	0	0
应付款项	7730	9746	11631	14402	利润总额	2820	5943	7068	8828
其他流动负债	1369	1737	2071	2563	所得税费用	492	891	1060	1324
流动负债合计	14682	12084	14302	17565	少数股东损益	39	83	98	123
长期借款及应付债券	3469	3469	3469	3469	归属于母公司净利润	2289	4969	5910	7381
其他长期负债	783	783	783	783					
长期负债合计	4252	4252	4252	4252					
负债合计	18934	16336	18554	21817					
少数股东权益	1643	1709	1788	1886					
股东权益	14195	15685	17458	19672					
负债和股东权益总计	34771	33730	37800	43376					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2289	4969	5910	7381
资产减值准备	(134)	20	1	(1)
折旧摊销	1105	1127	1310	1391
公允价值变动损失	(5)	0	0	0
财务费用	163	214	95	38
营运资本变动	1211	3802	1078	1729
其它	133	46	78	99
经营活动现金流	4599	9964	8377	10599
资本开支	(4485)	(1500)	(1000)	(1000)
其它投资现金流	0	(15)	5	5
投资活动现金流	(3755)	(1525)	(1005)	(1005)
权益性融资	90	0	0	0
负债净变化	717	0	0	0
支付股利、利息	(2354)	(3478)	(4137)	(5167)
其它融资现金流	4826	(4983)	0	0
融资活动现金流	1643	(8461)	(4137)	(5167)
现金净变动	2487	(22)	3235	4428
货币资金的期初余额	2641	5127	5106	8341
货币资金的期末余额	5127	5106	8341	12768
企业自由现金流	1116	8637	7452	9631
权益自由现金流	6660	3472	7371	9598

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.13	2.22	2.64	3.29
每股红利	1.16	1.55	1.85	2.31
每股净资产	6.99	7.00	7.79	8.78
ROIC	16%	25%	37%	52%
ROE	16%	32%	34%	38%
毛利率	36%	40%	39%	39%
EBIT Margin	28%	33%	32%	32%
EBITDA Margin	36%	39%	38%	38%
收入增长	24%	33%	18%	23%
净利润增长率	-12%	117%	19%	25%
资产负债率	59%	53%	54%	55%
息率	3.2%	4.7%	5.6%	7.0%
P/E	32.1	16.3	13.7	11.0
P/B	5.2	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	18.2	13.4	11.8	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032