太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-31

公司点评报告

买入/维持

龙蟒佰利(002601)

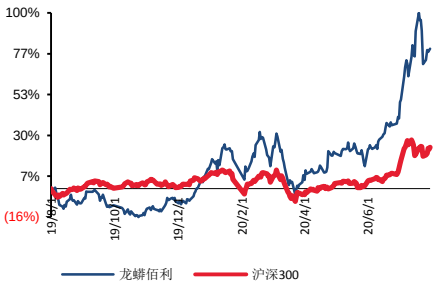
目标价：29

昨收盘：25.98

材料 材料II

Q3 以量补价业绩修复，Q4 有望量价齐升业绩快速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,032/1,418
总市值/流通(百万元)	52,792/36,830
12 个月最高/最低(元)	28.38/12.19

相关研究报告：

龙蟒佰利（002601）《【太平洋化工深度】龙蟒佰利：三维度对比思考，优质赛道上的加速赶超者》--2020/09/06

龙蟒佰利（002601）《【太平洋化工】龙蟒佰利：二季度低于预期，是危机还是机会？》--2020/08/01

龙蟒佰利（002601）《【太平洋化工】龙蟒佰利动态点评：继续加大攀西投入，夯实全球钛白粉巨头基石》--2020/07/06

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL：zhaixl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520060001

事件：（1）公司发布 2020 年三季报，报告期内，实现营业收入 99.41 亿元，同比+19.52%；归母净利润 19.5 亿元，同比-5.62%。其中三季度单季度实现营业收入 35.88 亿元，同比+22.32%，环比+35.40%；归母净利润 6.57 亿元，同比-17.52%，环比+67.60%。（2）公司发布利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发人民币现金股利 1.10 元（含税）。

1.三季度公司以量补价，四季度有望量价齐升

2020 年 Q1-Q3，公司单季度分别实现归母净利润 9.01 亿元、3.92 亿元、6.57 亿元，总计 19.5 亿元，同比-5.62%。一季度钛白粉市场正值春节前后的备货、补货时期，市场表现强势，公司业绩增长超预期；二季度国外疫情爆发，钛白粉出口量下滑，内需疲弱，价格快速下跌，公司业绩跌至谷底。

进入三季度，伴随国内外需求的逐步恢复，以及钛白粉上游钛矿成本的支撑，行业涨价潮开启，公司分别于 7 月 12 日和 9 月 8 日两次发布涨价公告，对于稳定及带动市场情绪起到了龙企的引领作用，行业景气度随之提升。但市场成交价格触底反弹仍需时日，三季度国内金红石型钛白粉市场均价 12610 元/吨，较二季度均价 13681 元/吨环比下滑 7.8%。需求方面，国内房地产开发数据持续好转，如新开工面积累计同比降幅持续收窄，叠加基建发力以及金九银十的消费旺季，内需大幅改善；三季度钛白粉出口 32.67 万吨，环比二季度 23.19 万吨增长 40.88%。公司氯化法二期产能继续释放，三季度钛白粉销量超 22 万吨，以量补价，营收环比增长 35.4%，而由于价格下跌，毛利率环比下滑 3.49 pct 至 34.44%。

自 9 月份开始，金红石型钛白粉市场成交价格也开始随着行业景气回升而开启反弹趋势。十月份市场均价已反弹至 13532 元/吨，环比九月份均价 12680 元/吨上涨 6.72%，10 月 30 日市场价格已经达到 14000 元/吨。我们认为市场价格尽管有些滞后与景气回升，但也已进入上升通道，叠加产销量的增加，量价齐升带动公司盈利快速修复。

2、疫情使国际巨头本就艰难的财务状况雪上加霜

近年来海外巨头由于受龙蟒佰利等国内企业冲击、资产负债率高、折旧摊销大多方因素影响，财务状况很不乐观，2019 年科慕、泛能拓、

特诺的净利润分别为-0.52 亿美元、-1.7 亿美元、-0.97 亿美元，均陷入亏损境地。2020 年上半年，受全球疫情影响，钛白粉量价齐跌，科慕、泛能拓、特诺、康诺斯营收同比分别为-13.9%、-13.3%、-16.0%、-47.8%，归母净利润同比分别-34.4%、-166.7%、129.0%、-23.7%，资产负债率进一步攀升至 90.63%、71.5%、86.72%、57.91%，或将加快海外钛白粉产能收缩的步伐。

3、公司逆势扩张，加速赶超，正成长为全球龙头

公司目前拥有河南焦作，四川德阳、攀枝花，湖北襄阳及云南楚雄等四省五地六大生产基地，形成了从钒钛磁铁矿采选到还原钛、高钛渣、合成金红石等原料精深加工，再到硫酸法钛白、氯化法钛白、海绵钛等产品的全产业链格局。**公司钛白粉年产能达 101 万吨，海绵钛年产能 1 万吨，目前钛白粉规模亚洲第一，世界第三。相比较于海外巨头的战略收缩，公司逆势扩张，**将逐步在云南新立和四川攀枝花分别新建 20 万吨/年氯化法钛白粉产能，**建成后将成为全球龙头。**

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.8/35.7/43.1 亿元，对应 EPS 1.37/1.75/2.12 元， PE 18/14/12 倍。**考虑公司钛白粉规模全球第三，且有望成长为全球龙头，产业链一体化优势明显，新增产能陆续释放，盈利提升，低估值高分红，维持“买入”评级。**

风险提示：全球经济下滑，钛白粉需求及价格下滑，新产能投放不及预期，减持。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	114.2	130.32	162.42	193.96
(+/-%)	8.2	14.15	24.59	19.42
净利润(亿元)	25.94	27.8	35.7	43.1
(+/-%)	13.49	7.21	28.24	20.74
摊薄每股收益(元)	1.29	1.37	1.75	2.12
市盈率(PE)	19	18	14	12

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表			单位:百万元		利润表			单位:百万元	
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	7843	9393	11333	13254	**营业收入**	11420	13036	16242	19396
货币资金	2641	2607	3248	3879	**营业成本**	6546	7822	9745	11638
应收账款	1605	1500	1869	2232	营业税金及附加	133	183	227	272
其他应收款	45	52	64	77	营业费用	463	652	812	970
预付款项	487	526	575	633	管理费用	551	782	975	1164
存货	2223	2464	3070	3667	财务费用	123	100	100	100
其他流动资产	470	470	470	470	**资产减值损失**	-62	100	50	50
非流动资产合计	18100	15506	14803	14000	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	941	30	30	30	投资净收益	-51	10	10	10
固定资产	6811	6851	6555	6073	营业利润	3050	3408	4343	5213
无形资产	1552	1397	1242	1086	营业外收入	6	15	15	15
其他非流动资产	579	100	100	100	营业外支出	35	10	10	0
资产总计	25943	24899	26136	27254	**利润总额**	3022	3413	4348	5228
流动负债合计	8390	7363	7801	7971	所得税	418	546	696	837
短期借款	2867	3418	3224	2771	**净利润**	2605	2867	3652	4392
应付账款	2012	1500	1869	2232	少数股东损益	11	86	86	86
预收款项	130	130	130	130	归属母公司净利润	2594	2781	3566	4306
一年内到期的非流动	142	400	400	400	EBITDA	4130	4326	5296	6177
非流动负债合计	3481	3153	3153	3153	**EPS（元）**	1.29	1.37	1.75	2.12
长期借款	2752	2752	2752	2752	**主要财务比率**				
应付债券	0	0	0	0		2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	11871	10516	10954	11124	**成长能力**				
少数股东权益	201	287	373	459	营业收入增长	8.2%	14.2%	24.6%	19.4%
实收资本（或股本）	2032	2032	2032	2032	营业利润增长	13.5%	11.7%	27.4%	20.0%
资本公积	9485	9485	9485	9485	归属于母公司净利润增	13.5%	7.2%	28.2%	20.7%
未分配利润	1658	1936	2293	2723	**获利能力**				
归属母公司股东权益	13871	14056	14767	15612	毛利率(%)	43%	40%	40%	40%
负债和所有者权益	25943	24859	26094	27195	净利率(%)	23%	22%	22%	23%
现金流量表			单位:百万元		总资产净利润（%）	10%	11%	14%	16%
	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19%	20%	24%	28%
经营活动现金流	2004	918	3978	4728	**偿债能力**				
净利润	2605	2867	3652	4392	资产负债率(%)	46%	42%	42%	41%
折旧摊销	956.11	817.80	853.21	863.17	流动比率	0.93	1.28	1.45	1.66
财务费用	123	100	100	100	速动比率	0.67	0.94	1.06	1.20
应付帐款的变化	0	-512	369	363	**营运能力**				
预收帐款的变化	0	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.51	0.64	0.73
投资活动现金流	-2003	541	-190	-100	应收账款周转率	8	8	10	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	6.98	7.42	9.64	9.46
长期投资	941	30	30	30	**每股指标（元）**				
投资收益	-51	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.29	1.37	1.75	2.12
筹资活动现金流	-449	-1492	-3147	-3997	每股净现金流(最新摊	-0.22	-0.02	0.32	0.31
短期借款	2867	3418	3224	2771	每股净资产(最新摊薄)	6.83	6.92	7.27	7.68
长期借款	2752	2752	2752	2752	**估值比率**				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	19.18	18.08	14.10	11.68
资本公积增加	-97	0	0	0	P/B	3.62	3.58	3.40	3.22
现金净增加额	-448	-33	641	631	EV/EBITDA	12.93	12.54	10.08	8.47

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。