

## 化工

2020年08月02日

# 龙蟒佰利 (002601)

## ——Q2 出口承压，公司最差时期已过，坚定看好氯化法全产业链竞争优势

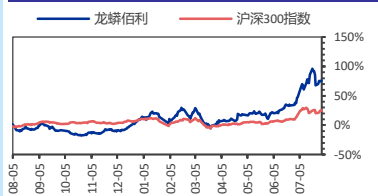
**报告原因：有信息公布需要点评**
**买入 (维持)**
**市场数据：** 2020年07月31日

收盘价(元)	23.58
一年内最高/最低(元)	26.68/11.64
市净率	3.6
息率(分红/股价)	3.18
流通A股市值(百万元)	33427
上证指数/深证成指	3310.01/13637.88

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2020年06月30日

每股净资产(元)	6.6
资产负债率%	54.42
总股本/流通A股(百万)	2032/1418
流通B股/H股(百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**

《龙蟒佰利(002601)点评：与攀枝花政府签订战略合作协议，拟大幅扩建钛矿和钛白产能》2020/07/07

《龙蟒佰利(002601)深度：系列深度之三：被低估的阿尔法，剖析氯化法全产业链优势》2020/07/06

**证券分析师**

李楠竹 A0230518120003  
linz@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

**联系人**

马昕晔  
(8621)23297818x7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **公司公告：**公司发布半年报，报告期内实现营业总收入 63.53 亿元 (YoY +17.99%)；实现归母净利润 12.93 亿元 (YoY +1.84%)；其中 Q2 单季度实现营业总收入 26.50 亿元 (YoY +2.06%，QoQ -28.44%)，实现归母净利润 3.92 亿元 (YoY -39.43%，QoQ -56.55%)，业绩略低于市场预期。
- **上半年氯化法及副产品贡献增量。**上半年公司各主要产品产销量稳中有增：**钛白粉板块**，共生产硫酸法钛白粉 31.02 万吨 (YoY +13.51%)，生产氯化法钛白粉 9.51 万吨 (YoY +183.17%)，主要受益于氯化法二期 20 万吨产能和云南新立 6 万吨产能开工逐渐稳定、贡献氯化法产量增长。钛白粉销量 35.55 万吨 (YoY +15.62%)，实现收入 48.41 亿元，平均单价为 13617 元/吨 (较去年同期下降 610 元)，平均成本为 7770 元/吨 (较去年同期下降 340 元)，毛利率为 42.94% (同比下降 0.05pct)。毛利润为 20.78 亿元，比去年同期增加 1.98 亿元。**矿产品板块**，公司上半年采选铁精矿 190.74 万吨 (YoY +7.56%)，实现收入 7.50 亿元，平均单价为 393 元/吨 (较去年同期提升 83.9 元)，平均成本为 228 元 (较去年同期提升 80.5 元)，毛利率为 41.92% (同比下降 10.30pct)。毛利润为 3.14 亿元，比去年同期增加 0.28 亿元。**其他主营业务**，由于今年增产四氯化钛、海绵钛等氯化法产业链产品，上半年收入增加至 6.10 亿元 (YoY +99.80%)，毛利润为 1.36 亿元，比去年同期增加 0.79 亿元。上述主要业务共增加毛利润 3.05 亿元。**费用端**，由于销量增加、运费提升，期间费用支出合计 9.65 亿元，较去年增加 1.66 亿元，费用率提升 0.35pct。销售毛利率为 40.69%，同比下降 0.51pct；销售净利率为 20.73%，同比下降 1.49pct。
- **Q2 受海外需求萎缩，单季度业绩下滑。**二季度受海外需求下滑影响，国内钛白粉出口量大幅下滑，Q2 出口量为 23.19 万吨 (YoY -6.87%，QoQ -29.98%)，使公司产品销售面临较大压力；钛白粉市场价格亦因此大幅下滑，根据我们追踪的市场价格，Q2 均价为 12107 元/吨，环比 Q1 下滑 1150 元。公司销售结构中，出口占比近 50%，海外需求萎缩使公司钛白粉量价齐跌。Q2 海绵钛均价 5.74 万元 (QoQ -18.80%)、四氯化钛均价 5824 元 (QoQ -18.75%)，价格下滑幅度较大。产品价格下降致公司单季度毛利率下滑，Q2 销售毛利率 37.93%，同比下降 5.51pct，环比下降 4.73pct；Q2 实现毛利润 10.14 亿元 (YoY -10.66%，QoQ -36.13%)。由于销售、管理费用支出增加，期间费用支出 4.76 亿元 (YoY +18.36%，QoQ -2.61%)，期间费用率达 17.98%，同比上升 2.48pct，环比上升 4.77pct。主要产品价格下跌及费用支出上升导致 Q2 单季度业绩下滑。
- **Q3 市场逐渐回暖，看好氯化法全产业链落地带来的竞争优势。**进入 7 月，随着海外复工和国内需求复苏，钛白粉行业自底部有所回暖，月初各企业纷纷上调产品价格 500 元/吨，市场价格触底反弹。从长期来看，公司的硫酸法、氯化法全产业链布局正在逐渐推进。目前公司钛白粉产能规模达到 101 万吨，其中硫酸法 65 万吨、氯化法 36 万吨，并将于云南和攀枝花分别扩建 20 万吨氯化法钛白；公司还是中国第二大的钛矿生产企业，85 万吨钛精矿可为 36 万吨硫酸法提供原料配套；已投产的 30 万吨合成金红石和在建的 30 万吨氯化钛项目将为 60 万吨氯化法提供原料配套；在氯化法下游布局钛金属冶炼，依托自主掌握的大型氯化法工艺，全面降低海绵钛生产成本，将较当前主流工艺节约成本至少 1 万元/吨，未来成为公司新的利润增长点。
- **投资评级与估值：**受海外需求影响的出口最差时刻已过，市场行情逐步回暖，维持 2020-2022 盈利预测，预计实现归母净利润 34.0、43.1、48.5 亿元，暂不考虑增发影响，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.67、2.12、2.39 元，对应 PE 为 14X、11X、10X。维持“买入”评级。

**财务数据及盈利预测**

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	11,420	6,353	15,088	18,066	20,730
同比增长率(%)	8.2	18.0	32.1	19.7	14.7
归母净利润(百万元)	2,594	1,293	3,400	4,310	4,850
同比增长率(%)	13.5	1.8	31.1	26.7	12.5
每股收益(元/股)	1.28	0.64	1.67	2.12	2.39
毛利率(%)	42.4	40.7	40.3	42.3	42.0
ROE(%)	18.7	9.6	22.0	24.8	25.2
市盈率	18		14	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,554	11,420	15,088	18,066	20,730
其中: 营业收入	10,441	11,359	14,997	17,977	20,650
减: 营业成本	6,139	6,546	8,950	10,377	11,978
减: 税金及附加	146	133	176	211	242
主营业务利润	4,155	4,679	5,871	7,389	8,430
减: 销售费用	402	463	604	723	829
减: 管理费用	456	551	728	871	1,000
减: 研发费用	399	416	550	659	756
减: 财务费用	232	123	281	376	458
经营性利润	2,666	3,125	3,708	4,760	5,387
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	-129	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-226	-62	15	0	0
加: 投资收益及其他	135	55	139	157	166
营业利润	2,688	3,050	3,950	5,003	5,630
加: 营业外净收入	27	-28	0	0	0
利润总额	2,716	3,022	3,950	5,003	5,630
减: 所得税	396	418	535	676	760
净利润	2,320	2,605	3,414	4,327	4,870
少数股东损益	35	11	14	18	20
归属于母公司所有者的净利润	2,286	2,594	3,400	4,310	4,850
全面摊薄总股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
每股收益 (元)	1.15	1.29	1.67	2.12	2.39

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。