

# 产品价格下滑不改成长预期， 公司龙头地位势将日益凸显

## 龙蟒佰利 (002601)

### 事件

#### 公司发布 2019 年半年报

公司于 2019 年 8 月 20 日发布 2019 年半年报，报告期内公司实现营业收入 53.62 亿元，同比增长 1.94%，实现归母净利 12.70 亿元，同比减少 5.29%。其中，Q2 单季公司实现 6.47 亿净利润，同比减少 12.94%。

### 简评

#### 产品价格虽有下滑，公司业绩仍然坚挺

18H2 钛白粉价格进入下降通道。19H1，钛白粉（金红石型，全国现货）均价 16378 元/吨，同比下滑 5.57%，而公司主营业务收入仍维持增长，净利润下滑幅度低于同行。主要由于公司钛白粉产品产销稳定，且依靠成本优势仍实现 42.99% 的高毛利率（同比下降 2.25pct）。同时，报告期内公司铁精矿产销两旺，使得公司矿产品业务营收及毛利率双增，同样起到支撑公司盈利的作用。费用率方面，19H1 公司销售、管理、财务费用率分别为 4.18%、3.89%、2.19%，分别同比+0.29、+0.36、+0.72pct。销售、管理费用率提升主要由于公司业务规模增长而主营产品价格下跌，而财务费用率的提高则主要由于本期借款利息增加。

#### 产能扩张叠加旺季到来，下半年量价均可期待

下半年，量的方面：据公司中报披露，公司年产 20 万吨氯化法钛白粉项目已成功试车、下半年将有批量产品投放，该项目的投产不仅将为公司进一步扩充产能，也将成为公司生产工艺从硫酸法向氯化法转变的重要一步；公司上半年已完成对新立钛业 98.39% 股权的收购，随后即委派管理团队和技术骨干入驻，预期下半年就能完成复产达产。价的方面：即将到来的 9-10 月是钛白粉传统旺季，或能对钛白粉市场价格形成一定支撑。

#### 2 年内预计达到 100 万吨生产规模，迈向全球钛白粉龙头

公司当前实际在产钛白粉产能约 60 万吨，除 20 万吨氯化法项目和新立钛业现有产能外，公司计划通过技改将硫酸法钛白粉产能从 54 万吨提升至 65 万吨；同时计划通过对新立钛业产线的改造使其产能扩充至 10-20 万吨。综合来看，公司在 2021 年左右钛白粉总产能就将达到约 100 万吨，较目前水平增加达 67%。同时，根据公司生产计划，2021 年公司目标达到的钛白粉产销量同样为 100 万吨。

维持

增持

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

发布日期：2019 年 08 月 21 日

当前股价：13.53 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	-4.52/-3.01	-11.18/-11.1	10.85/2.95
总股本 (万股)			203,202.09
流通 A 股 (万股)			70,553.05
总市值 (亿元)			274.93
流通市值 (亿元)			95.46
近 3 月日均成交量 (万)			831.45
主要股东			
许刚			20.5%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

### 集中度提升仍是大势所趋，公司或成为下一轮行业整合的主导者

钛精矿及钛白粉单吨价格均较高且相对易于储存，使其可承受远距离运输的成本。从全球格局看，钛白粉产品国际贸易繁荣，表现出全球供应的特征。这使得钛白粉行业本身便易于发生行业整合。自 90 年代以来，随着行业增速下降，海外钛白粉行业企业的大规模整合层出不穷，当前除中国外约 90% 以上的全球产能集中在科慕、特诺、Venator、康诺斯 4 家企业，行业集中度很高。

在国内，钛白粉行业总体集中度仍远低于海外水平。而伴随供给侧改革的持续压力和宏观经济增速下行，行业未来的新一轮整合是大势所趋。公司作为国内钛白粉绝对龙头，一方面相对于同行业企业具备较大的资金及技术优势，且具备分布在全国各地的生产基地和营销网络；另一方面，公司机制灵活、激励完备，具备充分外延扩张经验。如 16 年公司鲸吞四川龙蟒钛业，一举将公司业务规模翻倍，充分彰显了公司管理层的魄力和执行力；19 年，公司再次灵活运用股权及债权工具完成对新立钛业的收购。在国内下一轮的行业中，公司有望成为其中的主导者，并借此获得远超行业的成长速度和盈利稳定性。

我们预测公司 19、20、21 年净利润分别为 23.41、28.22、33.75 亿元，对应 PE 12X、10X、8X，维持“增持”评级。

**表 1：预测和比率**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	10,353.12	10,553.99	11,428.07	13,659.69	15,893.90
主营收入增长率	147.45%	1.94%	8.28%	19.53%	16.36%
EBITDA（百万元）	4,089.24	3,815.84	3,828.44	4,419.57	5,082.44
EBITDA 增长率	284.55%	-6.69%	0.33%	15.44%	15.00%
净利润（百万元）	2,502.41	2,285.73	2,341.31	2,822.11	3,375.32
净利润增长率	466.02%	-8.66%	2.43%	20.54%	19.60%
ROE	19.42%	18.40%	16.61%	16.68%	16.63%
EPS（元）	1.231	1.125	1.152	1.389	1.661
P/E	10.99	12.03	11.74	9.74	8.15
P/B	2.13	2.21	1.95	1.63	1.35
EV/EBITDA	7.24	7.97	6.85	5.08	3.66

数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**郑勇**：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

## 报告贡献人

**邓天泽** 010-86451606 dengtianze@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859