

Q3 单季业绩历史最高，关注钛白粉行业的周期弱化

——龙蟠佰利 (002601.SZ) 2019 年三季报点评

公司简报

增持 (维持)

当前价/目标价：11.92 元

分析师

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)
010-58452072

zhaoqc@ebscn.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535

qiuxf@ebscn.com

市场数据

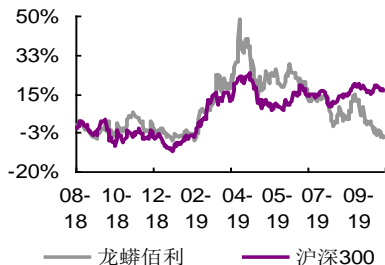
总股本(亿股)：20.32

总市值(亿元)：242.00

一年最低/最高(元)：11.50/18.94

近3月换手率：27.31%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.17	-16.38	-26.76
绝对	-5.25	-14.61	-3.04

资料来源：Wind

相关研报

EPS0.64 元，产品结构持续向氯化法调整——龙蟠佰利 (002601.SZ) 2019 年半年报点评

..... 2019-08-22
业绩符合预期，纵向一体化战略积极推进——龙蟠佰利 (002601.SZ) 2018 年年报及 2019 年一季报点评

..... 2019-04-24
业绩维持稳健，关注海外库存进入上升期——龙蟠佰利 (002601.SZ) 首次覆盖报告

..... 2018-11-30

事件：

公司公告 2019 年三季报，前三季度实现营收 82.71 亿元，同增 3.08%，实现归母净利 20.66 亿元，同比+4.84%，扣非后 19.95 亿元，同比+5.44%，实现经营性净现金流 9.93 亿元，同比-9.81%，EPS1.04 元。单 Q3 实现营业收入 29.10 亿元，同比+5.25%，环比+12.60%，实现归母净利润 7.96 亿元，同比+26.41%，环比+23.15%。单季利润创上市以来最高，超出我们的预期。

点评：

◆整体毛利率维持高位，期间费用控制稳定

WIND 数据显示 Q3 国内金红石钛白粉现货均价 15463 元/吨，同比下滑 9.4%，环比 Q2 下滑 5.8%；Q3 国产铁精矿均价 864.7 元/吨，同比上涨 37.5%，环比 Q2 上涨 7.2%。公司 2019 上半年生产铁精矿 177 万吨，销售铁精矿 155 万吨，合理推测公司矿产品业务部分前期库存在 Q3 转化为销量，受益于矿产品铁精矿的量价齐升，公司 Q3 整体毛利率同比上升 1.17pct，环比 Q2 上升 1.36pct 至 44.80%。Q3 国内钛白粉一线企业去库情况良好，同时出口维持稳定，1-8 月份国内累计出口 65.76 万吨，同比增加 2.95%，受人民币汇率波动影响出口利润大幅改善，受出口支撑国内市场供需趋紧，行业龙头先后两次引领调价。成本控制方面维持稳定，期间费用环比减少 7.8%至 3.71 亿元，期间费用率环比下降 2.8pct 至 12.8%。

◆产品结构持续向氯化法调整，纵向一体化战略继续推进

公司二期 20 万吨氯化法钛白粉项目已投入试运行；新立钛业 6 万吨氯化法生产线复产工作仍在进行中，9 月份新立钛业武定公司 80kt/年高钛渣生产线成功产出钛渣和副产品生铁，标志着新立钛业复产工作取得阶段性成果，10 月初新立钛业海绵钛分公司 10000 吨/年海绵钛生产线成功产出第一炉海绵钛。随着公司产品结构向氯化法产品持续调整，以及向高端钛材领域的拓展，公司钛精矿-氯化钛渣-氯化法钛白粉-海绵钛-钛合金的全产业链布局将日趋完善。

◆钛白粉行业的周期性趋于弱化

1) 钛白粉的最大下游用途为涂料，占比约 63%，主要应用于地产和汽车行业。作为房地产和汽车行业的后周期品种，以往钛白粉的表现消费量通常滞后于地产销售周期一年左右时间，表现出较强的周期性。2018 年国内商品房销售面积累计同比+1.30%，相比 2017 年下滑 6.4pct，2019 年 1-9 月汽车累计产量 -12%，但观察 2019 年 1-9 月国内钛白粉产量同比增长 8.60%至 23.75 万吨，表现消费量同比增长 6.03%至 17.51 万吨，并未受到下游地产销售增速放缓和汽车产量下滑的严重影响。我们认为国内钛白粉行业的周期性正趋于弱化，除涂料之外，钛白粉还应用于改性塑料、造纸、橡胶和油墨等领域，2019 年 1-8 月份国内塑料制品产量累积同比增长 8.10%，机制纸及纸板累计产量同比增长 2.50%，橡胶轮胎外胎产量累积同比增长 1.90%。国内塑料制品业和造纸业受

益于居民消费升级，对钛白粉的消费量拉动明显，随着下游应用结构的持续调整，国内地产周期导致的钛白粉消费的周期性未来将趋于弱化。

2) 从出口来看，2019年1-8月份国内钛白粉累计出口65.76万吨，同比增长2.95%，在国内产量中占比31.2%，尽管受贸易摩擦影响8月份对美出口1612吨，同比减少73.54%，在总出口量占比同比下滑6.2pct至1.85%，但随着新兴市场国家的需求带动下，国内钛白粉出口稳定增长，8月份印度和巴西成为国内钛白粉出口的前两大目的地，在总出口量分别占比14.33%和7.36%。中国作为硫酸法钛白粉最大的生产国，新兴市场需求未来仍将持续驱动国内出口增长，从而平抑国内地产周期导致的消费波动。

3) 而从欧美等海外市场来看，科慕等海外巨头正通过建立价格和盈利稳定机制来寻求降低钛白粉行业的周期波动风险。科慕通过旗下淳泰品牌钛白粉产品推出价值稳定(VS)计划，未来客户将更多的通过根据全球钛白粉生产价格指数调整的定价合同来采购产品，调价周期为6个月，此外特诺和Venator也推出了类似的长期稳定合同。全球钛白粉寡头竞争格局高度稳定，海外巨头推行的“价值稳定计划”策略将在未来有效平抑行业的周期波动，除了有助于稳定包括中国在内的全球钛白粉市场价格之外，具备成本优势的国内钛白粉厂家将获得更多提升欧美市场份额的机会。

◆盈利预测、估值与评级

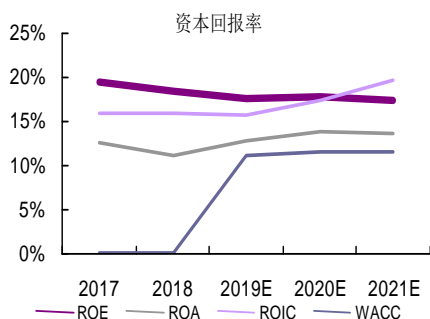
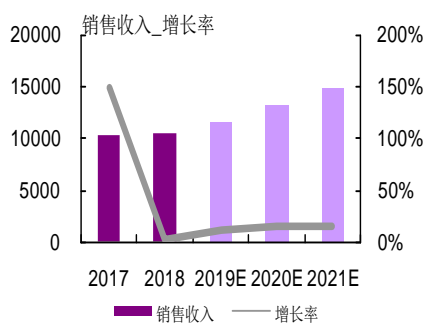
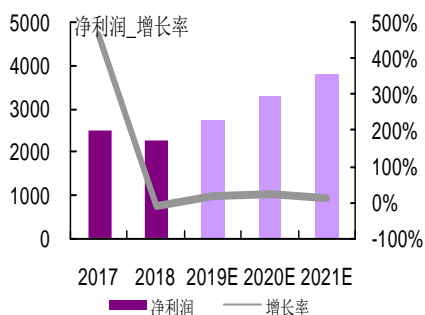
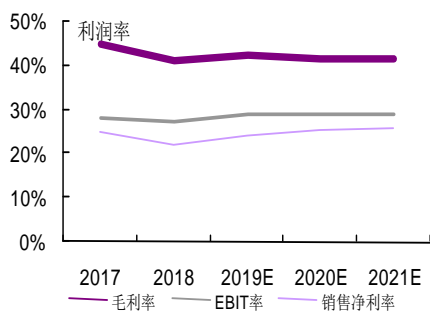
保守假设铁精矿盈利水平，仍维持公司2019~2021年盈利预测，预计净利润分别为27.11、33.02和38.16亿元，EPS分别为1.33、1.62和1.88元，最新收盘价对应2019~2021年PE分别为10倍、8倍和7倍，考虑二期氯化法项目逐渐放量和新立钛业的复产预期，维持“增持”评级。

◆风险提示：新立钛业复产不及预期；原料端的价格大幅波动。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,258	10,441	11,537	13,126	14,935
营业收入增长率	148.03%	1.78%	10.50%	13.78%	13.78%
净利润(百万元)	2,502	2,286	2,711	3,302	3,816
净利润增长率	466.02%	-8.66%	18.61%	21.79%	15.58%
EPS(元)	1.23	1.12	1.33	1.62	1.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.42%	18.40%	17.39%	17.71%	17.21%
P/E	10	11	9	7	6
P/B	1.9	1.9	1.6	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月28日



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,258	10,441	11,537	13,126	14,935
营业成本	5,629	6,139	6,657	7,663	8,722
折旧和摊销	883	904	912	970	1,035
营业税费	150	146	160	182	207
销售费用	327	402	440	414	472
管理费用	1,000	456	935	1,064	1,210
财务费用	159	232	64	-46	-147
公允价值变动损益	0	9	0	0	0
投资收益	15	42	15	83	83
营业利润	3,054	2,688	3,290	3,927	4,539
利润总额	3,055	2,716	3,291	3,928	4,541
少数股东损益	86	35	86	37	44
归属母公司净利润	2,502	2,286	2,711	3,302	3,816

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	20,846	20,924	22,032	24,426	28,543
流动资产	7,082	6,468	6,372	8,547	13,083
货币资金	2,354	1,684	1,861	3,380	7,203
交易型金融资产	700	659	0	0	0
应收帐款	1,205	1,100	1,215	1,383	1,573
应收票据	977	713	787	896	1,019
其他应收款	17	34	37	42	48
存货	1,563	1,948	2,112	2,436	2,773
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	12	12	12	12
固定资产	6,029	5,844	6,155	6,496	6,723
无形资产	1,313	1,247	1,217	1,285	1,347
总负债	7,512	8,290	6,146	5,446	5,996
无息负债	3,027	3,671	3,945	4,460	5,010
有息负债	4,485	4,619	2,202	986	986
股东权益	13,334	12,634	15,885	18,979	22,546
股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
公积金	9,945	10,060	10,331	10,598	10,598
未分配利润	1,410	963	3,200	5,990	9,514
少数股东权益	448	211	298	335	378

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,368	2,031	2,719	4,024	4,488
净利润	2,502	2,286	2,711	3,302	3,816
折旧摊销	883	904	912	970	1,035
净营运资金增加	1,272	-586	300	413	472
其他	-2,289	-573	-1,204	-661	-835
投资活动产生现金流	-956	-592	-525	-1,107	-536
净资本支出	161	452	1,600	1,700	1,200
长期投资变化	17	12	0	0	0
其他资产变化	-1,135	-1,056	-2,125	-2,807	-1,736
融资活动现金流	-265	-2,157	-2,017	-1,399	-128
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,795	134	-2,417	-1,216	0
无息负债变化	410	644	274	516	550
净现金流	1,132	-723	177	1,518	3,824

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	148.03%	1.78%	10.50%	13.78%	13.78%
净利润增长率	466.02%	-8.66%	18.61%	21.79%	15.58%
EBITDA 增长率	310.10%	-1.01%	6.92%	12.18%	12.10%
EBIT 增长率	477.32%	-2.04%	8.70%	13.74%	13.49%
估值指标					
PE	10	11	9	7	6
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	7	7	6	5	4
EV/EBIT	9	9	8	6	5
EV/NOPLAT	11	11	10	8	6
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	2	2	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	45.12%	41.20%	42.30%	41.62%	41.60%
EBITDA 率	36.87%	35.85%	36.84%	36.32%	35.79%
EBIT 率	28.26%	27.20%	28.94%	28.93%	28.86%
税前净利润率	29.79%	26.01%	28.53%	29.93%	30.40%
税后净利润率 (归属母公司)	24.40%	21.89%	23.50%	25.15%	25.55%
ROA	12.42%	11.09%	12.70%	13.67%	13.52%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.42%	18.40%	17.39%	17.71%	17.21%
经营性 ROIC	15.81%	15.87%	15.70%	17.27%	19.56%
偿债能力					
流动比率	1.13	0.88	1.23	1.91	2.61
速动比率	0.88	0.62	0.82	1.36	2.06
归属母公司权益/有息债务	2.87	2.69	7.08	18.91	22.48
有形资产/有息债务	3.21	3.13	7.08	18.18	22.29
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.23	1.12	1.33	1.62	1.88
每股红利	0.55	0.10	0.12	0.14	0.17
每股经营现金流	1.17	1.00	1.34	1.98	2.21
每股自由现金流(FCFF)	1.05	1.91	0.91	1.03	1.50
每股净资产	6.34	6.11	7.67	9.18	10.91
每股销售收入	5.05	5.14	5.68	6.46	7.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼