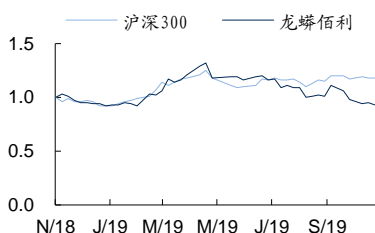


证券研究报告—动态报告
基础化工
化学制品
龙蟒佰利(002601)
买入
2019年三季度报点评

(维持评级)

2019年11月01日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,032/2,027
总市值/流通(百万元)	24,547/24,488
上证综指/深圳成指	2,954/9,802
12个月最高/最低(元)	18.94/11.50

相关研究报告:

《龙蟒佰利-002601-2018年年报和2019年1季报点评:1季度业绩明显好转,继续保持高分红》——2019-04-24
 《龙蟒佰利-002601-2018年业绩快报点评:4季度业绩低于预期,长期看好公司打造钛产业链》——2019-03-06
 《龙蟒佰利-002601-重大事件快评:节后开工钛白粉迎来新一轮提价》——2019-02-14
 《龙蟒佰利-002601-2018年半年报点评:上半年业绩稳增长,公司继续高分红》——2018-08-22
 《龙蟒佰利-002601-重大事件快评:行业供需紧张,钛白粉价格上调》——2018-06-28

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
 E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

证券分析师: 商艾华

电话:
 E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

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
3季度业绩持续增长,一体化优势显著

事件:公司发布2019年三季度报,前三季度营收82.71亿元(同比+3.08%)、归母净利润20.66亿元(同比+4.84%),扣非净利润19.94亿元(同比+5.44%)。其中Q3单季度实现营收29.34亿元,同比增长5.67%,环比增长12.99%,归母净利润7.96亿元,同比增长26.41%,环比增长23.15%,业绩环比改善明显。

● Q3铁矿石盈利较好,钛白粉新产能略有贡献

公司Q3销售毛利率和净利率分别为44.80%和27.64%,其中净利率比去年同期增长4.57个PCT,延续年初以来的增长态势。公司8月和9月连续两次上调钛白粉销售价格,同时川西地区铁精矿价格在Q3环比有上涨(攀枝花铁精粉59%品位Q3均价582元/吨,环比Q2增长8.6%),公司铁矿石业务价格和销量都有增加,推动公司净利率提升。另外公司二期氯化法产能正在试生产中,也贡献了部分新增钛白粉销量。公司Q3业绩略低于我们之前的预期,主要是氯化法二期项目中主要装置的国产化率较高,虽然试生产成功,但是工艺调试过程相对更为复杂,使得新产能完全投放需要更长的时间。

● 钛白粉行业格局逐步改善,看好公司盈利持续改善

2019年9月房屋施工面积同比8.70%,对钛白粉需求有较强支撑。目前钛白粉与钛精矿的价差仍处于2016年以来的较高水平位置,行业整体盈利并没有受到化工行业弱景气的影响,大多数钛白粉生产企业今年仍有较好的盈利状况。随着环保要求的提升推动的行业供给侧改革,目前行业格局逐步改善,Q3行业库存有明显的下降,我们看好公司后续盈利能力将会持续提升。

● 收购新立钛业,公司一体化战略再进一步

公司收购云南新立钛业后全产业链优势更加明显。新立钛业拥有500万吨钛矿资源、6万吨氯化法钛白粉、1万吨海绵钛产能。新立目前复产工作进展顺利,高钛渣和海绵钛已经复产,钛白粉预计11月复产。另外公司规划建设3万吨高端钛合金项目、50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目,投产后公司上中下游全产业链优势将持续提升,我们看好公司打造一体化钛产业链。

● 风险提示:钛白粉价格波动,新建氯化法产能消化进度低于预期。
● 投资建议:继续维持“买入”评级。

我们预计2019-2021年归母净利润分别为29.4/36.8/44.3亿元,同比增速28.7/25.2/20.4%,摊薄EPS=1.50/1.81/2.18元,当前股价对应PE=8.4/6.7/5.5。我们看好公司长期打造一体化钛产业链,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,353	10,554	11,989	15,704	18,740
(+/-%)	147.5%	1.9%	13.6%	31.0%	19.3%
净利润(百万元)	2502	2286	2941.49	3681.42	4432.35
(+/-%)	466.0%	-8.7%	28.7%	25.2%	20.4%
摊薄每股收益(元)	1.23	1.12	1.45	1.81	2.18
EBIT Margin	31.4%	32.3%	29.7%	29.4%	28.8%
净资产收益率(ROE)	19.4%	18.4%	23.1%	28.1%	32.8%
市盈率(PE)	9.8	10.7	8.4	6.7	5.6
EV/EBITDA	7.8	7.6	7.9	6.6	6.0
市净率(PB)	1.90	1.98	1.95	1.89	1.83

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

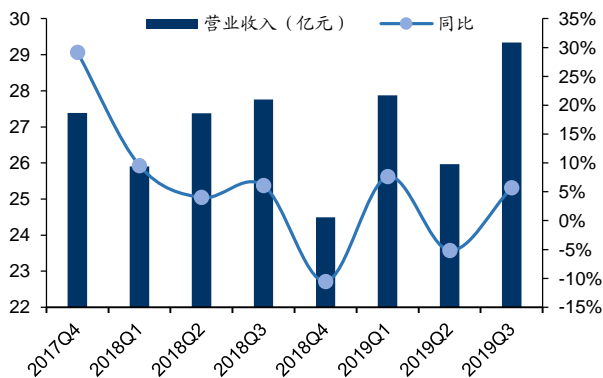
注:摊薄每股收益按最新总股本计算

事件：公司发布 2019 年三季报，前三季度营收 82.71 亿元（同比+3.08%）、归母净利润 20.66 亿元（同比+4.84%），扣非净利润 19.94 亿元（同比+5.44%）。其中 Q3 单季度实现营收 29.34 亿元，同比增长 5.67%，环比增长 12.99%，归母净利润 7.96 亿元，同比增长 26.41%，环比增长 23.15%，业绩环比改善明显。

3 季度公司营收盈利持续增加，成本控制效果明显

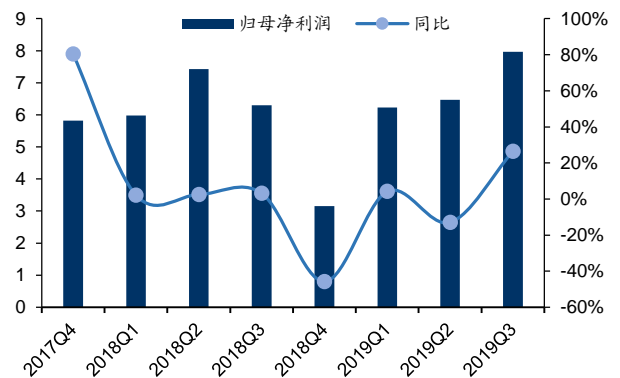
公司三季度营收和盈利延续年初至今的趋势，持续提升，其中钛白粉价格提升是主要因素，公司目前是国内第一，世界第三的钛白粉企业，有着明显的议价能力，公司 8 月和 9 月连续两次上调钛白粉销售价格至：1000 元/吨（国内）和 100 美元/吨（国外）。公司 3 季度销售毛利率和净利率分别为 44.80% 和 27.64%，净利润同比增长+4.57 个百分点，环比延续年初以来的增长态势，分别增长+1.36 和+2.45 个百分点。毛利率提高受益于公司 8 月和 9 月连续两次上调钛白粉销售价格，净利润提高增速大于毛利率说明了公司成本控制明显改善，期间费用率环比下降 2.84 个百分点达到 12.65%，三费用支出显著下降，环比总降幅达到 2.85 个百分点。

图 1：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



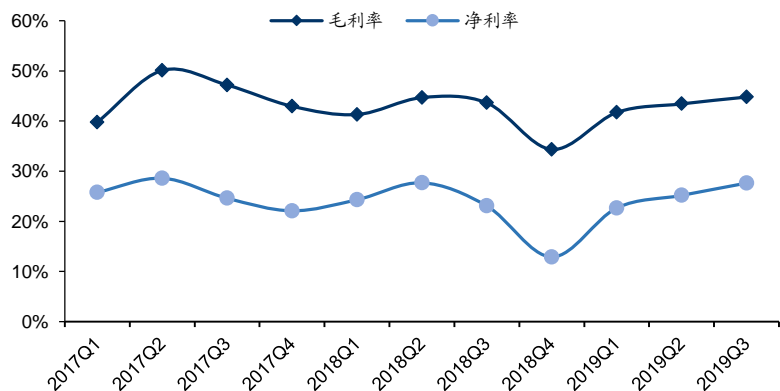
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司单季度销售毛利率和净利率变化（单位：%）

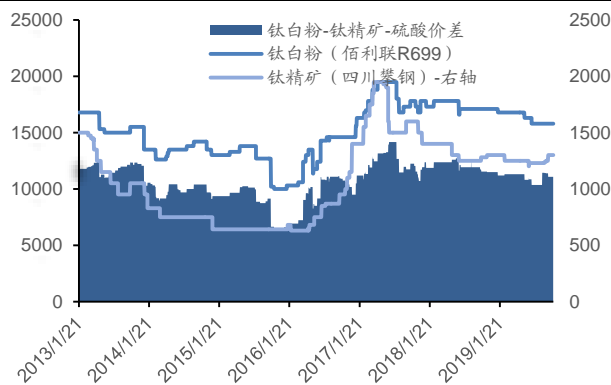


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

钛白粉行业格局逐步改善，看好公司盈利持续改善

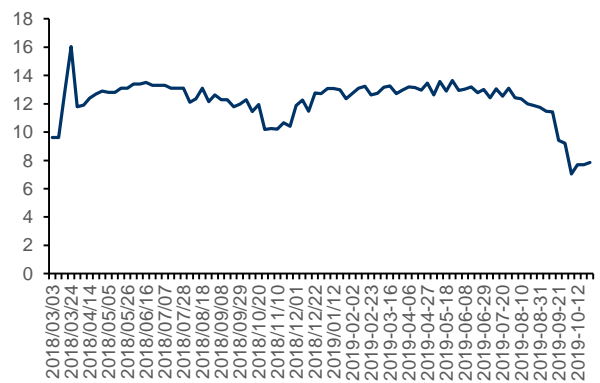
钛白粉下游需求市场平稳，供给端收缩导致价格攀升，拉动公司业绩持续增长。钛白粉 60%以上用于涂料领域，属于房地产后周期产品。2019 年 9 月房屋施工面积同比 8.70%，处于较好水平，我们预计四季度钛白粉需求将继续改善。目前钛白粉与钛精矿的价差仍处于 2016 年以来的较高水平位置，行业整体盈利并没有受到化工行业弱景气的影响，大多数钛白粉生产企业今年仍有较好的盈利状况。随着环保要求的提升推动的行业供给侧改革，目前行业格局逐步改善，Q3 行业库存有明显的下降，我们看好公司后续盈利能力将会继续提升。

图 4：钛白粉价格及价差走势（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 5：钛白粉工厂及社会库存（单位：万吨）



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

收购新立钛业，公司一体化战略再进一步

公司收购云南新立钛业后全产业链优势更加明显。新立钛业拥有 500 万吨钛矿资源、6 万吨氯化法钛白粉、1 万吨海绵钛产能。新立目前复产工作进展顺利，高钛渣和海绵钛已经复产，钛白粉预计 11 月复产。另外公司规划建设 3 万吨高端钛合金项目、50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目，投产后公司上中下游全产业链优势将持续提升，我们看好公司打造一体化钛产业链。

投资建议：维持“买入”评级。考虑到公司氯化法钛白粉二期项目的 20 万吨生产线一条线已顺利投产，但是调试过程略超出我们之前的预期，我们预计公司今年钛白粉销售量增加 4-8 万吨（2018 年销售 58.56 万吨），其中 Q4 季度销售 16-20 万吨。相比上次盈利预测，我们降低了 2019 年业绩预期，预计 2019-2021 年归母净利润 29.4/36.8/44.3 亿元（上半年我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 30.5/36.8/44.3 亿元），同比增速 28.7/25.2/20.4%，摊薄 EPS=1.45/1.81/2.18 元，当前股价对应 PE=8.4/6.7/5.5。看好公司长期打造完整钛产业链，维持“买入”评级。

风险提示：钛白粉价格波动，新建氯化法产能消化进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1684	2005	2817	4409	营业收入	10554	11989	15704	18740
应收款项	1846	2097	2747	3278	营业成本	6139	6863	8963	10953
存货净额	1948	2257	2996	3706	营业税金及附加	146	180	236	281
其他流动资产	331	767	1366	937	销售费用	402	456	581	656
流动资产合计	6468	7785	10585	12988	管理费用	456	925	1306	1455
固定资产	7257	6792	6332	5802	财务费用	232	(46)	121	101
无形资产及其他	1247	1197	1147	1097	投资收益	42	(20)	(50)	0
投资性房地产	5941	5941	5941	5941	资产减值及公允价值变动	(217)	(79)	(50)	0
长期股权投资	12	12	9	6	其他收入	(315)	0	0	0
资产总计	20924	21727	24013	25835	营业利润	2688	3513	4397	5294
短期借款及交易性金融负债	4211	3330	3787	3776	营业外净收支	27	0	0	0
应付款项	2438	2825	3750	4639	利润总额	2716	3513	4397	5294
其他流动负债	698	1698	2269	2761	所得税费用	396	527	660	794
流动负债合计	7347	7852	9805	11175	少数股东损益	35	45	56	67
长期借款及应付债券	408	408	408	408	归属于母公司净利润	2286	2941	3681	4432
其他长期负债	535	535	494	495					
长期负债合计	943	943	902	903	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8290	8794	10707	12078	净利润	2286	2941	3681	4432
少数股东权益	211	216	221	228	资产减值准备	132	28	(12)	(18)
股东权益	12423	12717	13085	13528	折旧摊销	896	707	772	797
负债和股东权益总计	20924	21727	24013	25835	公允价值变动损失	217	79	50	0
					财务费用	232	(46)	121	101
关键财务与估值指标					营运资本变动	475	418	(544)	553
每股收益	1.23	1.45	1.81	2.18	其它	(140)	(24)	17	24
每股红利	0.78	1.30	1.63	1.96	经营活动现金流	3865	4150	3965	5788
每股净资产	6.34	6.26	6.44	6.66	资本开支	(1249)	(300)	(300)	(200)
ROIC	18%	19%	26%	33%	其它投资现金流	41	0	0	0
ROE	19%	23%	28%	33%	投资活动现金流	(1202)	(300)	(297)	(197)
毛利率	46%	43%	43%	42%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	31%	30%	29%	29%	负债净变化	(258)	0	0	0
EBITDA Margin	40%	36%	34%	33%	支付股利、利息	(2806)	(2647)	(3313)	(3989)
收入增长	147%	14%	31%	19%	其它融资现金流	2791	(882)	457	(11)
净利润增长率	466%	29%	25%	20%	融资活动现金流	(3333)	(3529)	(2856)	(4000)
资产负债率	38%	41%	46%	48%	现金净变动	(669)	321	812	1591
息率	6.4%	10.7%	13.4%	16.1%	货币资金的期初余额	2354	1684	2005	2817
P/E	9.8	8.4	6.7	5.6	货币资金的期末余额	1684	2005	2817	4409
P/B	1.9	1.9	1.9	1.8	企业自由现金流	3036	3856	3854	5735
EV/EBITDA	7.8	7.9	6.6	6.0	权益自由现金流	5569	3014	4208	5638

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