

2019年11月06日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元) 15.00

龙蟠佰利 (002601.SZ)

Buy 买入

三季度业绩环比改善明显，看好公司业绩持续增长

公司基本资讯

產業別	化工
A 股价(2019/11/5)	12.33
深证成指(2019/11/5)	9938.61
股價 12 個月高/低	18.94/11.5
總發行股數(百萬)	2032.02
A 股數(百萬)	2027.18
A 市值(億元)	249.95
主要股東	许刚(20.50%)
每股淨值(元)	6.70
股價/賬面淨值	1.84
股價漲跌(%)	一个月 三个月 一年
	-1.3 -6.0 -4.8

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

产品组合

钛白粉	83.95%
矿产品	6.92%
锆制品	0.74%
其他	8.40%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.9%
一般法人	28.4%

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司发布19年前三季度业绩公告，前三季度实现营收82.7亿元，yoy+3.1%，录得归母净利润 20.7亿元，yoy+4.8%，折合每股收益1.04元，其中第三季度实现营收29.1亿元，yoy+5.3%，qoq+12.6%，录得归母净利润 7.96亿元，yoy+26.4%，qoq+23.2%，业绩超预期。此外，公司拟每股现金分红0.15元（含税，下同），加上一季度分红0.6元/股，年内累计分红高达0.75元/股。8月份至今公司钛白粉已两次提价，钛白粉整体价格呈企稳回升趋势，同时公司20万吨氯化法钛白粉产能已投产试运行，叠加新立钛业产能逐渐复产，公司钛白粉有望迎来量价齐升，带动公司业绩持续增长，维持“买入”评级。

■ **钛精矿盈利提升，费用下降致业绩超预期：**第三季度金红石钛白粉均价为15463元/吨，同比跌9.4%，环比跌5.8%，钛精矿均价为865元/吨，同比涨37.5%，环比涨7.2%，受钛精矿价格上涨带动，公司三季度综合毛利率环比增1.36个百分点，同比增1.17个百分点至44.8%，同时公司三季度期间费用率为12.76%，环比降2.82个百分点，同比降4.52个百分点，钛精矿盈利提升加上费用下降，致业绩超预期。前三季度公司营收及净利润同比增长，除钛精矿涨价外，公司20万吨氯化法产能释放增量产量，收购新立钛业贡献并表业绩，均对公司业绩起到积极作用。整体上，公司前三季度公司综合毛利率为43.35%，同比微增0.09个百分点，期间费用率同比微增0.12个百分点至14.15%。

■ **新立钛业复产顺利，巩固行业龙头地位：**公司上半年通过收购及债转股方式，实现对新立钛业控股比例达98.39%。新立钛业拥有完善的氯化法工艺配套产线，氯化法钛白粉产能6万吨，同时拥有1万吨海绵钛产线和8万吨高钛渣生产线。目前新立钛业高钛渣及海绵钛分别于9月、10月成功复产，剩余6万吨钛白粉产能有望11月复产。本次收购使公司拥有海绵钛生产能力，增加新的利润增长点，完善公司钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金全产业链的同时，进一步巩固和提升公司钛白粉行业龙头地位。

■ **新项目构筑增长空间，钛白粉中枢价格有望上移：**公司是国内硫酸法、氯化法钛白粉双龙头企业，国内市占率接近30%，受益于纵向延伸与资源整合，钛白粉原料自足率在50%以上，行业成本优势明显。公司内生外延并举，不断扩大钛白粉产能，力争19-21年钛白粉销量突破70、85、100万吨，年均增速在20%左右。近端公司二期20万吨/年氯化法钛白粉产能第一条产线顺利投产，第二条产线有望年底投产，远期公司规划建设年产3万吨高端钛合金项目，发展高端钛合金材料，以及建设50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目，满足自身氯化法钛白粉和高端钛合金项目原料需求，两项目将于2020~2021年逐步投产。公司加强钛全产业链垂直经营，扩大产能规模，丰富产品类型，不断提升行业竞争优势，未来成长空间可期。钛白粉价格方面，受全球钛矿资本开支减少，钛白粉上游原料呈现偏紧态势，对钛白粉形成有利支撑，下半年以来公司已两次提价，提价幅度均是国内客户上调500元/吨，国际客户上调50美元/吨，国内环保政策叠加出口需求稳增长，前三季度国内钛白粉出口同比增长4.03%，钛白粉中枢价格有望进一步上移。

■ **盈利预测：**我们预计公司19/20/21年实现净利润27.2/33.4/41.9亿元，yoy+18.8%/+22.9%/+25.5%，折合EPS为1.34/1.64/2.06元，目前A股价对应的PE为9.2/7.5/6.0倍。鉴于钛白粉价格企稳回升，公司新产能逐渐释放，公司业绩持续增长，且19年股息率不低于6%，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；3、解

禁股减持压力。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,502	2,286	2,716	3,337	4,190
同比增减	%	466.02%	-8.66%	18.83%	22.87%	25.54%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.23	1.12	1.34	1.64	2.06
同比增减	%	466.03%	-8.66%	18.83%	22.87%	25.54%
A 股市盈率(P/E)	X	10.01	10.96	9.22	7.51	5.98
股利 (DPS)	RMB 元	1.05	0.75	0.90	1.00	1.10
股息率 (Yield)	%	8.52%	6.12%	7.30%	8.11%	8.92%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,257.51	10,440.59	12,144.26	15,004.20	18,585.81
经营成本	265.27	340.74	367.26	449.87	354.59
研发费用	418.91	399.48	464.67	574.09	711.13
营业税金及附加	150.36	146.41	170.30	210.41	260.63
销售费用	326.91	402.39	468.05	578.28	716.31
管理费用	581.40	455.76	530.13	654.97	811.32
财务费用	158.61	231.82	269.65	333.15	412.67
资产减值损失	93.39	225.65	262.47	324.28	401.69
投资收益	15.40	41.54	42.79	44.07	45.39
营业利润	3,053.98	2,688.45	3,199.84	3,941.51	4,954.78
营业外收入	12.19	56.66	58.36	60.11	61.91
营业外支出	10.70	29.24	30.12	31.02	31.95
利润总额	3,055.46	2,715.87	3,228.08	3,970.60	4,984.74
所得税	466.59	395.63	460.84	566.84	711.62
少数股东损益	86.46	34.51	51.20	66.55	83.55
归属于母公司股东权益	2,502.41	2,285.73	2,716.04	3,337.21	4,189.57

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,353.50	1,684.38	2,601.30	3,826.96	5,350.71
应收账款	1,204.54	1,099.68	1,187.65	1,247.04	1,284.45
存货	1,563.20	1,947.72	2,103.54	2,271.82	2,339.98
流动资产合计	7,081.56	6,467.53	8,095.87	9,639.00	11,337.12
长期股权投资	17.35	11.63	11.98	12.34	12.71
固定资产	6,028.94	5,843.52	5,960.20	5,214.55	5,126.79
在建工程	604.73	1,413.24	2,402.51	2,474.58	2,548.82
非流动资产合计	13,764.79	14,456.15	16,192.43	15,587.25	15,644.18
资产总计	20,846.35	20,923.68	24,288.30	25,226.25	26,981.29
流动负债合计	6,243.93	7,347.12	8,251.97	8,144.58	8,388.91
非流动负债合计	1,268.22	942.55	2,667.10	2,747.11	2,829.53
负债合计	7,512.15	8,289.67	10,919.07	10,891.69	11,218.44
少数股东权益	447.54	211.11	262.31	328.86	412.41
股东权益合计	13,334.21	12,634.00	13,369.23	14,334.56	15,762.86
负债及股东权益合计	20,846.35	20,923.67	24,288.30	25,226.25	26,981.29

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	2,367.77	2,030.78	2,233.86	2,278.54	2,392.46
投资活动产生的现金流量净额	-956.22	-592.38	-888.57	-533.14	-426.51
筹资活动产生的现金流量净额	-264.81	-2,156.82	-431.36	-517.64	-439.99
现金及现金等价物净增加额	1,132.25	-722.70	916.92	1,225.66	1,523.75

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。