

中核钛白(002145)公告点评

定增改善流动性 大股东坚定看好公司发展

- **事件:** 公司拟以不低于 10.22 元/股的价格向李建锋共计 1 名特定投资者非公开发行不超过 97,847,358 股, 募集资金总额不超过 10 亿元, 募集资金净额中 6 亿元用于偿还银行借款, 其余募集资金用于补充流动资金。
- **钛白粉实行走出去战略, 行业回暖值得期待。** 2014年1-9月, 我国钛白粉累计出口 42.5 万吨, 同比增加 38.6%, 出口大增的原因一方面是受到国外经济复苏拉动, 钛白粉需求增多, 另一方面是由于我国钛白粉相比国外产品具有明显的价格优势, 目前价格比国外价格便宜约三分之一, 海外需求增加是钛白粉走出去的原动力。目前钛白粉进入淡季市场行情, 金红石型钛白粉、精四氯化钛等报价略有下滑, 主要由于生产商库存高企以及年底资金回收压力较大造成, 随着城镇化推进, 基础设施建设和公租房、经济适用房等的建造有望得到拉动, 将刺激下游涂料市场需求增加, 有望带动钛白粉行业回暖。
- **行业竞争格局有望改善, 存在持续并购机会。** 未来新增产能以氯化法为主, 由于氯化法产品短期内难以形成规模实现盈利, 钛白粉投资热情将维持低位。随着环保加码, 行业准入门槛被提高, 约 24% 产能和 52% 企业将被淘汰, 行业供给端有望缩窄。另外, 最近频发担保公司及融资企业“跑路”和破产事件, 政府、小贷、银行等机构普遍谨慎, 间接造成钛白粉中小企业融资难的困境, 对于近八成亏损的钛白粉企业来说, 这无疑是在雪上加霜, 行业竞争格局将进一步改善, 存在持续并购机会, 利好公司等大企业。
- **产品结构逐步改善, 产能扩张值得期待。** 公司收购南通宝聚, 其具备 2.1 万吨氧化铁生产能力、5 万吨氧化铁精加工能力, 此举有利于降低运营成本, 完善公司产品结构。随着金星钛白 10 万吨/年钛白粉后处理技改项目及无锡豪普 5 万吨/年钛白粉精加工生产线技改扩建项目陆续投产, 以及甘肃东方钛业建成后, 届时公司总产能将达 40 万吨/年, 一跃成为行业龙头。
- **定增改善流动性, 大股东坚定看好公司发展。** 本次定增有利于降低公司财务费用、优化资产负债结构, 满足发行人日常经营活动对流动资金的需求。定增后, 控股股东李建锋先生持股比例上升至 39.97%, 后期运作值得期待, 看好公司长期发展。
- **业绩预测与估值:** 随着行业中小产能逐渐被淘汰, 供给端将进一步缩窄。另外, “一带一路”有望加速钛白粉出口, 刺激下游需求, 钛白粉价格将稳中有升, 我们预计 2014-2016 金红石型钛白粉价格为 14500、14800、15000 元/吨。公司募投项目预计在 2014 年底开始投产, 2015 年产能有望达到 30 万吨, 实现产能翻倍, 预计 2014-2016 年公司钛白粉产量为 12、24、26 万吨。因此, 我们上调公司 2014-2016 年 EPS 至 0.17 元、0.30 元、0.35 元, 对应动态 PE 分别为 70 倍、39 倍、34 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原料价格上升, 项目投产进度低于预期。

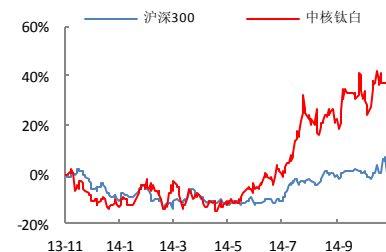
指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1585.27	1688.32	3553.91	3678.30
增长率	260.10%	6.50%	110.50%	3.50%
归属母公司净利润(百万元)	16.35	69.01	122.77	141.96
增长率	789.35%	321.99%	77.90%	15.64%
每股收益 EPS(元)	0.04	0.17	0.30	0.35
净资产收益率 ROE	1.41%	5.61%	9.08%	9.50%
PE	294.67	69.83	39.25	33.94
PB	4.15	3.92	3.56	3.23

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 023-63786519
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 李晓迪
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.5
流通 A 股(亿股)	1.88
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	51.73
总资产(亿元)	33.06
每股净资产(元)	2.98

相关研究

1. 中核钛白(002145): 盈利能力翻倍产能扩张值得期待 (2014-10-31)
2. 中核钛白(002145): 产能进一步增长, 产品结构多样化 (2014-09-25)
3. 中核钛白(002145): 钛白粉底部回暖盈利大幅提升 (2014-09-03)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1585.27	1688.32	3553.91	3678.30	净利润	16.35	69.01	122.77	141.96
营业成本	1225.06	1240.91	2754.28	2799.18	折旧与摊销	75.73	112.97	140.83	148.28
营业税金及附加	4.49	4.73	9.95	10.30	财务费用	74.21	63.43	66.36	68.72
销售费用	70.77	85.26	156.37	161.85	资产减值损失	2.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	191.85	211.04	408.70	448.75	经营营运资本变动	-103.87	-51.95	47.18	-5.04
财务费用	74.21	63.43	66.36	68.72	其他	-223.44	-22.22	-6.34	-21.76
资产减值损失	2.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-157.46	175.69	378.71	341.33
投资收益	4.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	-81.38	-114.44	-560.20	-215.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.25	11.25	12.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.64	-103.19	-548.20	-206.30
营业利润	21.27	82.95	158.25	189.50	短期借款	864.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.25	15.00	16.00	12.00	长期借款	97.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.51	97.95	174.25	201.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	14.10	24.49	43.56	50.37	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	17.41	73.46	130.69	151.12	其他	-701.72	-51.43	-53.36	-54.72
少数股东损益	1.06	4.45	7.92	9.16	筹资活动现金流净额	259.78	-51.43	-53.36	-54.72
归属母公司股东净利润	16.35	69.01	122.77	141.96	现金流量净额	8.68	21.07	-222.85	80.31
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	276.43	297.49	74.64	154.96	成长能力				
应收和预付款项	381.71	413.77	681.01	705.63	销售收入增长率	260.10%	6.50%	110.50%	3.50%
存货	324.12	384.98	616.58	627.50	营业利润增长率	-117.33%	290.01%	90.78%	19.75%
其他流动资产	15.17	15.17	15.17	15.17	净利润增长率	254.89%	321.99%	77.90%	15.64%
长期股权投资	47.03	47.03	47.03	47.03	EBITDA 增长率	241.46%	53.34%	40.44%	9.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1384.09	1384.19	1801.76	1864.15	毛利率	22.72%	26.50%	22.50%	23.90%
无形资产和开发支出	520.05	525.64	530.90	535.82	三费率	21.25%	21.31%	17.77%	18.47%
其他非流动资产	30.22	27.07	23.91	23.91	净利率	1.10%	4.35%	3.68%	4.11%
资产总计	2978.82	3095.33	3791.01	3974.17	ROE	1.41%	5.61%	9.08%	9.50%
短期借款	966.00	966.00	966.00	966.00	ROA	3.20%	4.83%	6.00%	6.45%
应付和预收款项	663.75	704.65	1253.23	1280.58	ROIC	20.75%	5.06%	7.76%	7.57%
长期借款	97.50	97.50	97.50	97.50	EBITDA/销售收入	10.79%	15.54%	10.37%	11.00%
其他负债	62.04	64.19	80.59	85.29	营运能力				
负债合计	1789.29	1832.34	2397.32	2429.37	总资产周转率	0.53	0.55	0.94	0.93
股本	410.11	410.11	410.11	410.11	固定资产周转率	1.53	1.22	1.97	1.97
资本公积	574.12	574.12	574.12	574.12	应收账款周转率	4.64	4.67	6.07	6.12
留存收益	175.78	244.79	367.56	509.52	存货周转率	3.78	3.22	4.47	4.46
归属母公司股东权益	1160.01	1229.02	1351.79	1493.75	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.72	—	—	—
少数股东权益	29.52	33.98	41.90	51.06	资本结构				
股东权益合计	1189.54	1263.00	1393.68	1544.81	资产负债率	60.07%	59.20%	63.24%	61.13%
负债和股东权益合计	2978.82	3095.33	3791.01	3974.17	带息债务/总负债	59.44%	58.04%	44.36%	43.78%
					流动比率	0.61	0.66	0.62	0.66
					速动比率	0.40	0.42	0.34	0.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.04	0.17	0.30	0.35
					每股净资产	2.83	3.00	3.30	3.64
					每股经营现金	-0.38	0.43	0.92	0.83
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	171.09	262.35	368.43	404.50					
PE	294.67	69.83	39.25	33.94					
PB	4.15	3.92	3.56	3.23					
PS	3.04	2.85	1.36	1.31					
EV/EBITDA	33.03	21.48	15.97	14.38					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：公司公告，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟(地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn