

2018年10月25日
罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)
15
公司基本资讯

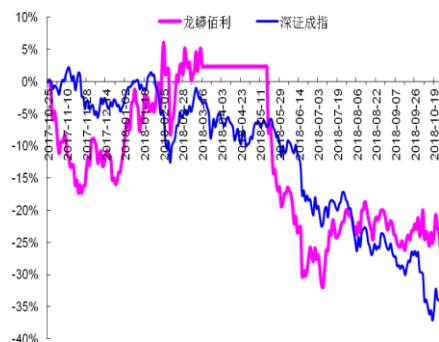
产业别	化工
A股价(2018/10/25)	12.83
深证成指(2018/10/25)	7529.41
股价12个月高/低	18.9/11.52
总发行股数(百万)	2032.02
A股数(百万)	705.53
A市值(亿元)	90.52
主要股东	许刚(20.50%)
每股净值(元)	6.24
股价/账面净值	2.06
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.8 -8.2 -26.5

近期评等
出刊日期 前日收盘 评等
产品组合

钛白粉	84.89%
矿产品	10.98%
锆制品	0.60%
其他	3.53%

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

龙蟠佰利 (002601.SZ)
Buy 买入
前三季度业绩平稳增长，看好新产能释放，维持买入
结论与建议：

公司发布18年前三季度业绩报告，前三季度公司实现营业收入80.2亿元， $YoY+6.24\%$ ，录得归母净利润19.7亿元， $YoY+2.59\%$ ，折合每股收益0.98元，其中Q3实现营业收入27.7亿元， $YoY+6.62\%$ ，录得归母净利润6.3亿元， $YoY+3.14\%$ 。

公司同时预计18年全年净利润为22.5~30.0亿元， $YoY-10\% \sim +20\%$ ，折合每股收益1.11~1.48元，其中Q4净利润为2.9~10.3亿元， $YoY-50.7\% \sim +81.9\%$ 。钛白粉作为高污染、高能耗行业，环保高压下，部分落后产能退出，19年国内除公司新增20万吨氯化法产能外，并无其他新增产能，随着新产能释放，公司业绩有望稳增长，加上公司近年高分红风格，维持“买入”评级。

- **钛白粉价格小幅小跌，三季报略低于预期：**18年前三季度钛白粉均价(93%金红石型，出厂价，下同)为16191元/吨，同比下滑5.54%，其中三季度均价为15921元/吨，同比下滑4.52%，环比下滑3.4%。钛白粉价格下滑，导致前三季度综合毛利率同比下滑2.63个百分点，至43.26%，其中三季度同比下滑3.56个百分点，环比下滑1.06个百分点至43.64%。受益于钛白粉销量小幅增加，公司前三季度业绩略有增长。另外公司前三季度三项费用率(含研发费用)同比下降0.1个百分点，至14.03%，对公司业绩起到积极作用。
- **拥有完整产业链，硫酸法、氯化法并驾齐驱：**公司在收购龙蟠钛业之后，形成“钒钛磁铁矿-钛精矿-钛白粉”完整产业链公司。钛精矿在钛白粉生产成本中占到四成，实现原料自给率约60%，使得公司钛白粉生产成本明显优于同行业平均水平，市场竞争力强。当前国内钛白粉以硫酸法生产为主，占总产能的95%。氯化法生产厂家屈指可数，公司硫酸法、氯化法产能均属国内龙头。相较于硫酸法，氯化法在环保、工艺流程、产品质量均优于硫酸法，在环保趋严的背景下，氯化法更有发展前景。公司新增20万吨/年氯化法钛白粉产能预计年底实现单机试车，待明年顺利投产后，公司预计19年氯化法钛白粉产量可增加10-15万吨，钛白粉产量提升的同时，还将丰富产品种类及产品质量，为公司提高市场占有率，带动业绩增长奠定基础。
- **内需增速放缓，出口需求强劲：**房地产在钛白粉下游消费结构中占比约六成，18年前三季度国内商品房销售面积增速为2.39%，增长速度放缓，考虑到迫于环保压力退出的钛白粉产能，以及新增产能有限，下游需求增速放缓的同时，钛白粉供给端同样在相应收缩，因此预计未来钛白粉需求仍平稳增长。出口方面，据统计18年前7个月钛白粉累计出口56万吨，同比增长21%，欧美的房地产重涂市场需求可观，东南亚地产处于景气周期，钛白粉出口需求有望持续强劲。需注意的是，中美贸易摩擦，钛白粉在9月份2000亿美元清单之中，当前加征关税10%，但公司对美国出口量占比不大，因此短期来看美国发起的贸易战对公司影响有限。
- **盈利预测：**我们预计公司2018/2019年实现净利润26.3、30.2亿元， $YoY+4.9\% / +15.1\%$ ，折合EPS为1.29、1.49元，目前A股股价对应的PE为9.9、8.6倍。鉴于公司新产能19年有望释放，当前估值较低，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。
.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	442	2,502	2,626	3,023	3,601
同比增减	%	296.72%	466.02%	4.92%	15.13%	19.13%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.22	1.23	1.29	1.49	1.77
同比增减	%	-60.09%	466.03%	4.92%	15.13%	19.13%
A 股市盈率(P/E)	X	58.97	10.42	9.93	8.62	7.24
股利 (DPS)	RMB 元	0.5008	1.05	1	1.05	1.1
股息率 (Yield)	%	3.90%	8.18%	7.79%	8.18%	8.57%

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 ($ER \leq -30\%$)

图: 金红石型钛白粉 (93%TiO2) 出厂价



资料源: 彭博资讯、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,135.56	10,257.51	10,931.66	12,085.71	13,716.25
经营成本	296.38	265.27	340.74	367.26	449.87
营业税金及附加	45.46	150.36	156.91	173.59	197.13
销售费用	179.60	326.91	452.92	500.34	565.40
管理费用	367.25	1,000.32	805.24	888.24	1,004.50
财务费用	95.83	158.61	205.66	230.04	261.98
资产减值损失	32.36	93.39	73.47	82.29	95.33
投资收益	2.14	15.40	65.70	71.15	56.57
营业利润	549.69	3,053.98	3,161.51	3,623.68	4,320.81
营业外收入	17.46	12.19	13.71	14.18	10.96
营业外支出	26.61	10.70	14.18	6.01	11.32
利润总额	540.54	3,055.46	3,161.05	3,631.85	4,320.44
所得税	81.23	466.59	479.23	544.11	641.03
少数股东损益	17.21	86.46	56.24	64.83	78.17
归属于母公司股东权益	442.11	2,502.41	2,625.59	3,022.90	3,601.25

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,303.39	3,422.67	2,353.50	2,756.07	3,405.94
应收账款	817.56	1,226.34	1,204.54	1,324.99	1,430.99
存货	1,280.67	1,536.80	1,563.20	1,688.26	1,823.32
流动资产合计	4,582.04	7,425.26	7,081.56	7,856.21	8,861.40
长期股权投资	40.51	42.54	17.35	17.70	18.23
固定资产	6,265.50	6,783.64	6,028.94	6,142.01	6,015.58
在建工程	418.64	439.57	604.73	616.82	635.33
非流动资产合计	13,466.52	14,149.44	13,764.79	14,161.22	14,275.36
资产总计	18,048.56	21,574.70	20,846.35	22,017.42	23,136.76
流动负债合计	3,916.75	5,365.52	6,243.93	6,743.88	6,870.50
非流动负债合计	1,390.02	1,459.51	1,268.22	1,289.62	1,328.31
负债合计	5,306.77	6,825.03	7,512.15	8,033.50	8,198.81
少数股东权益	401.92	501.64	447.54	503.78	568.61
股东权益合计	12,741.80	14,735.45	13,334.21	13,983.93	14,937.95
负债及股东权益合计	18,048.56	21,560.48	20,846.35	22,017.42	23,136.76

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	432.22	2,367.77	1,183.89	1,278.60	1,380.88
投资活动产生的现金流量净额	-8,786.74	-956.22	-764.98	-650.23	-552.70
筹资活动产生的现金流量净额	8,939.97	-264.81	-26.48	28.60	30.89
现金及现金等价物净增加额	597.34	1,132.25	402.57	649.87	864.05

1

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或审计。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和意见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券@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券@。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。