

2018 年 12 月 28 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(2018/12/27) | 12.30 |
| 深证成指(2018/12/27) | 7215.34 |
| 股价 12 个月高/低 | 17.98/10.96 |
| 总发行股数(百万) | 2032.02 |
| A 股数(百万) | 705.53 |
| A 市值(亿元) | 86.78 |
| 主要股东 | 许刚(20.50%) |
| 每股净值(元) | 6.24 |
| 股价/账面净值 | 1.97 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | -3.9 -2.5 -13.8 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

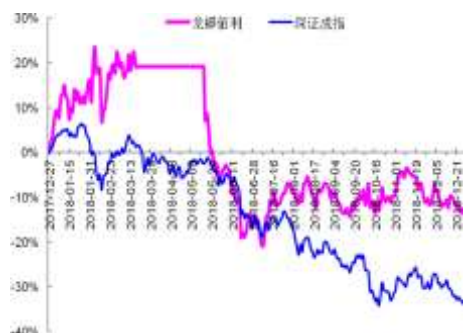
产品组合

| | |
|-----|--------|
| 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

盈利能力可观，高分红有望延续

结论与建议：

近日公司公告，公司与南漳县人民政府签署了框架协议，拟在南漳县内继续扩大投资建设钛白粉产业链生产装置。公司计划投资20亿元，重点围绕“硫-铁-钛”循环经济产业链，继续扩大钛白粉产业链项目投资，扩建钛白粉生产装置，同时根据生产要素匹配条件配套投资建设一套还原钛及合成金红石生产装置。

当前钛白粉价格较17年高点有所回落，但仍在较高位置运行，钛白粉与原料的价差维持在1.15万元/吨左右，盈利能力可观。在未来较长一段时间内，受重涂市场占比提升，出口需求旺盛以及钛矿原料供给偏紧、落后产能退出等多因素影响，钛白粉价格有望稳中有升，加之公司新增产能释放，盈利能力越发可观，而公司近三年分红逐年增加，16、17年股息率3.9%、8.2%，18年上半年分红13.2亿元，占公司可分配利润的97%，另外公司负债率约37%，处于行业低水平，公司后期延续高分红的概率大，维持“买入”评级。

■ **钛矿供给收缩，钛白粉产能增速趋缓：**钛白粉生产成本中钛原料占主导地位，其中氯化法更为明显。2012 年全球钛矿价格攀升至高位后持续下跌，近两年价格重新进入上升通道，受钛矿价格下跌影响，钛原料供应商大幅削减开采资本，导致近年来无新增钛矿供应，另外部分原有钛矿开采殆尽，作为钛白粉的主要生产原料，钛矿供给偏紧无疑会推升钛白粉价格上涨。钛白粉产能方面，国内钛白粉产能绝大部分以硫酸法为主，技术落后，且集中度较为分散，作为高能耗高污染行业，在环保政策日益严苛的大背景下，部分落后小产能将逐步被淘汰，利好未来钛白粉价格走势，与此同时，公司作为龙头企业，其市场份额将有望提升。

■ **重涂占比提升，出口旺盛保障下游需求稳增长：**从钛白粉终端需求来看，房地产是下游需求决定性行业，占消费结构的六成。18 年前 11 个月国内商品房销售面积同比增 1.4%，增长速度有所放缓，但值得注意的是，前 11 个月国内房屋新开工面积同比增 16.8%，这将对未来钛白粉需求起到拉动作用，此外，房地产经历十多年快速发展后，重涂市场逐渐显现，随着重涂市场在房地产中的占比提升，房地产对钛白粉的需求将保持稳定增长。出口方面，据统计 18 年前 11 个月钛白粉累计出口 84.6 万吨，同比增长 13.9%，新兴地区的地产景气以及欧美重涂市场需求同样可观，带动钛白粉出口需求快速增长。

■ **产业链完善，工艺技术新进，新规划确保未来增长空间：**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，实现原料自给率约 60%，使得钛白粉生产成本具有明显优势。公司除硫酸法产能外，还拥有 6 万吨/年氯化法产能，二期新增 20 万吨/年氯化法产能待 19 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，相较于硫酸法，氯化法更为环保，产品品质更佳。公司再次公告计划投资 20 亿元，继续扩大钛白粉产业链项目投资，并完善全产业链布局，为未来业绩打开成长空间。

■ **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。鉴于公司新产能将释放，盈利能力好，高分红风格，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 | 0.50 | 1.05 | 1.00 | 1.05 | 1.10 |
| 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



资料来源: 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，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此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j @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j @。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。