

2019 年 03 月 06 日

罗健  
H70406@capital.com.tw  
目标价(元)

18

#### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2019/3/5)	14.47
深证成指(2019/3/5)	9595.74
股价 12 个月高/低	17.58/10.96
总发行股数(百万)	2032.02
A 股数(百万)	705.53
A 市值(亿元)	102.09
主要股东	许刚(20.50%)
每股净值(元)	6.11
股价/账面净值	2.37
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	15.4 10.5 -14.7

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

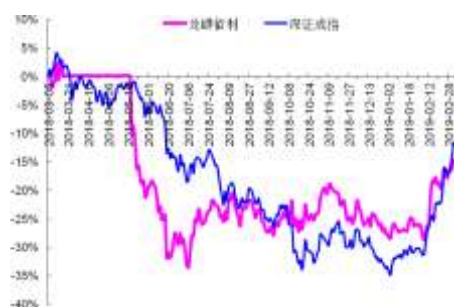
#### 产品组合

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

2018 年净利下滑 8.6%，19 年钛白粉价格有望企稳回升

#### 结论与建议：

公司发布18年业绩快报，公司全年实现营业收入10.5亿元，yoy+1.73%，录得归母净利润22.9亿元，yoy-8.59%，折合每股收益1.15元，其中四季度实现营业收入25.1亿元，yoy-7.02%，录得归母净利润3.2亿元，yoy-45.5%，业绩落在预告下限。

国际钛矿原料供给偏紧、国内新增产能有限，出口需求有望带动下游需求稳增长，19年钛白粉中枢价格料上行，迭加20万吨氯化法新增产能释放，公司19年业绩有望恢复正增长。另外，公司16、17年股息率为3.5%、7.4%，18年上半年分红占公司可分配利润的97%，而公司负债率约37%，处于行业低水平，截止三季度每股未分配利润1.10元，未来延续高分红的可能性大，维持“买入”评级。

■ **钛白粉盈利能力下降，致全年业绩同比下滑：**据彭博资讯统计，18 年 93% 金红石型钛白粉出厂均价为 16045 元/吨，同比下滑 5.57%，98%锐钛型钛白粉出厂均价为 13440 元/吨，同比下滑 7.41%，迭加钛白粉原料价格有所上涨，导致毛利率略有降低，钛白粉盈利能力下滑。另外钛精矿售价降幅较大，导致矿产品利润降低，最后公司金融子公司出现逾期项目，按照会计政策计提坏账准备，对公司业绩起到负面影响。

■ **新增产能有限、需求稳定、成本支撑，钛白粉价格料上行：**受节前冬季环保限产影响，钛白粉行业开工率下滑，企业库存低位，迭加需求回暖等因素影响，春节刚过国内钛白粉生产企业纷纷上调出厂价，公司硫酸法金红石钛白粉对国内客户上调 500 元/吨，对外上调 100 美元/吨。后市来看，在环保高压下，落后产能有望退出，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。下游需求方面，房地产是下游需求决定性行业，占终端消费结构的六成，18 年国内商品房销售面积同比增 1.3%，增长速度有所放缓，但值得注意的是，全年国内房屋新开工面积同比增 17.2%，对后续钛白粉需求有拉动作用，另外，重涂市场及租房等惠民政策的推广，钛白粉整体需求仍将保持稳定增长。出口方面，据统计 18 年钛白粉累计出口 90.8 万吨，同比增长 9.3%，新兴地区的地产景气以及欧美重涂市场需求，带动钛白粉出口需求快速增长。此外，全球钛矿供应偏紧，对钛白粉价格形成支撑。公司钛白粉原料自足率约 60%，钛白粉出口量占总销量的五成有余，在钛白粉价格上行中占据行业优势。

■ **完善全产业链，行业优势明显：**2 月 26 日公司发布公告称，公司当日与盐边县人民政府签署了《50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程项目投资协议》，拟投资 20 亿元，形成年产 30 万吨氯化钛渣产能，项目预计 2020 年建成投产，建成后公司氯化法钛白粉实现原料钛渣完全自足，摆脱进口依赖，大幅降低生产成本。另外，公司在建项目 20 万吨/年氯化法产能有望二季度投产，新增氯化法钛白粉产量，将为公司 19 年业绩带来增量。公司向上游原料布局的同时，也积极向下游高附加值产品延伸，其中公司拟建 3 万吨/年海绵钛产线，计划 2020 年底投产。公司新增项目不断，横向丰富公司产品种类，纵向完善全产业链，行业优势凸显，未来业绩增长可期。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2019/2020 年实现净利润 30.2/36.0 亿元，yoy+32.2%/+19.1%，折合 EPS 为 1.49/1.77 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 9.7、8.2 倍。鉴于钛白粉价格企稳回升，公司新产能逐渐释放，公司业绩有望恢复快增长，此外公司近年股息率较高，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	2,287	3,023	3,601
同比增减	%	296.72%	466.02%	-8.59%	32.15%	19.13%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.22	1.23	1.13	1.49	1.77
同比增减	%	-60.09%	466.03%	-8.59%	32.15%	19.13%
A 股市盈率(P/E)	X	66.51	11.75	12.85	9.73	8.16
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	1.05	1.00	1.05	1.10
股息率 (Yield)	%	3.46%	7.26%	6.91%	7.26%	7.60%

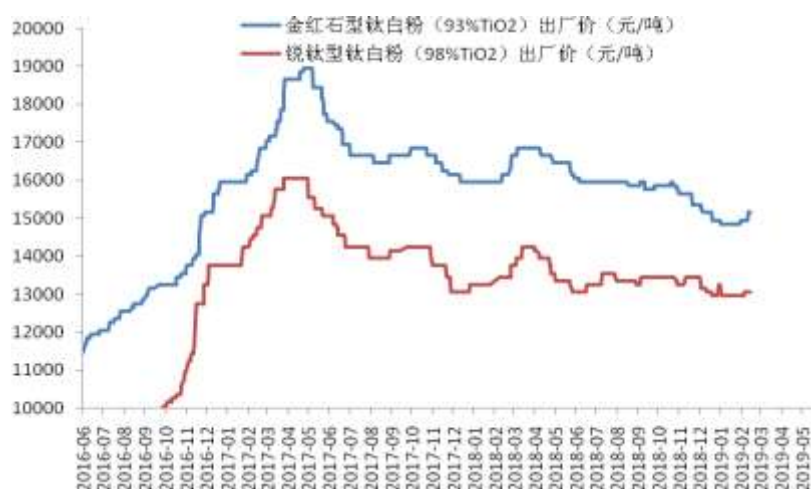
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

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: 钛白粉出厂价格走势



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	10,532.73	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	151.08	173.59	197.13
销售费用	179.60	326.91	441.88	500.34	565.40
管理费用	367.25	1,000.32	760.56	888.24	1,004.50
财务费用	95.83	158.61	199.61	230.04	261.98
资产减值损失	32.36	93.39	66.98	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	2,688.35	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	2,716.34	3,631.85	4,320.44
所得税	81.23	466.59	415.96	544.11	641.03
少数股东损益	17.21	86.46	45.84	64.83	78.17
归属于母公司股东权益	442.11	2,502.41	2,287.41	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	2,318.49	2,541.95
应收账款	817.56	1,226.34	1,204.54	1,216.59	1,313.91
存货	1,280.67	1,536.80	1,563.20	1,485.04	1,603.84
流动资产合计	4,582.04	7,425.26	7,081.56	7,019.06	7,565.88
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	6,169.06	6,508.73
在建工程	418.64	439.57	604.73	514.02	529.44
非流动资产合计	13,466.52	14,149.44	13,764.79	13,985.74	14,559.91
资产总计	18,048.56	21,574.70	20,846.35	21,004.80	22,125.79
流动负债合计	3,916.75	5,365.52	6,243.93	6,796.52	6,924.72
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	8,086.14	8,253.03
少数股东权益	401.92	501.64	447.54	493.38	558.21
股东权益合计	12,741.80	14,735.45	13,334.21	12,918.66	13,872.77
负债及股东权益合计	18,048.56	21,560.48	20,846.35	21,004.80	22,125.79

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	947.11	1,022.88	1,104.71
投资活动产生的现金流量净额	-8,786.74	-956.22	-965.78	-820.91	-697.78
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	-35.01	223.46	442.79

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，或买入，沽出或提供销售或出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。