

## 业绩符合预期，钛白粉龙头保持强劲增长

### 投资要点

- 事件:**公司发布2018年年报和2019年一季报，2018年实现营收105.5亿元，同比增长1.9%；实现归母净利润22.9亿元，同比降低8.7%。2019年一季度实现营收27.9亿元，同比增长7.6%，实现归母净利润6.2亿元，同比增长4.2%。
- 18年业绩小幅下滑，19Q1业绩稳定增长。**2018年公司主要产品产销稳中有进，共生产钛白粉硫酸法钛白粉56.5万吨，同比+4.5%，氯化法钛白粉6.2万吨，同比+9.0%；采选铁精矿330.8万吨，同比+3.9%，钛精矿80.4万吨，同比+1.7%。公司盈利下滑主要原因有：1) 钛白粉原料上涨导致钛白粉毛利率下降1.56pp至43.64%；2) 公司铁精矿售价下降；3) 公司类金融子公司对逾期项目计提坏账准备。公司2019Q1业绩稳定增长主要受益于钛白粉销量增加，2019Q1公司共销售钛白粉16.1万吨，同比增长10.1%；2019Q1硫酸法钛白粉价格价差分别为16341元/吨和11471元/吨，分别同比降低5.8%和5.0%。
- 集中度进一步提升、发展氯化法工艺是未来行业发展趋势。**目前钛白粉全球产能约750万吨/年，其中海外产能约390万吨/年，随着Tronox完成对Cristal的收购，海外钛白粉产能CR4达到92%，氯化法占比达到81%。国内钛白粉产能CR4目前只有35%，氯化法占比只有7%。2019年我国钛白粉行业有效产能释放只有约15-20万吨，同时行业严峻的环保形势将继续打压不具有完善环保设施的中小型硫酸法钛白粉企业；近两年以来，海外钛白粉产能除了复产未有明显增加，且在未来1-2年内也无新增产能投放，国际环境的持续改善不断促进钛白粉需求，2018年我国钛白粉出口90.8万吨，同比增长9.3%，对外出口量一直是支撑钛白粉市场景气度重要的因素，具有国际化优势的钛白粉企业将始终保持较强的市场竞争力。
- 氯化法钛白粉项目即将投产，打造钛全产业链布局。**公司拥有三省四地五大生产基地，目前具备硫酸法产能54万吨/年，氯化法产能6万吨/年，焦作基地20万吨/年氯化法钛白粉项目(两条10万吨/年生产线)将分别于2019Q2和2019H2投产。此外公司襄阳产业链扩能改造项目竣工后，2019年底公司钛白粉产能将超过80万吨/年，其中氯化法钛白粉26万吨/年，年产量有望超过70万吨，将成为亚洲第一、全球第三大钛白粉生产企业。公司远期规划形成60万吨硫酸法、70万吨氯化法产能，行业龙头地位不可撼动。上游方面，公司自有钛精矿产能80万吨/年，并与安宁铁钛签署5年50万吨钛精矿协议保障钛矿料供应；子公司龙蟒矿冶投资15.1亿元建设50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程建设，可年产氯化钛渣基料30万吨，高品质铁20万吨，有望实现氯化法钛白粉和高端钛合金项目原料的国产化和供给的稳定。下游方面，子公司佰利联新材料投资19.8亿元建设年产3万吨高端钛合金新材料项目，发展高端钛合金材料。公司致力于打造低成本、全流程氯化钛白产业链，一系列项目的实施有利于推动公司钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金全产业链的优化升级，提升公司盈利能力与核心竞争力，推动公司可持续发展。
- 盈利预测与评级。**我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.49元、2.01元和2.42元，对应PE分别为12倍、9倍和7倍，维持“买入”评级。
- 风险提示。**钛白粉价格大幅下跌的风险、新建项目建设进度不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10553.99	12656.63	14885.48	17741.92
增长率	1.94%	19.92%	17.61%	19.19%
归属母公司净利润(百万元)	2285.73	3024.46	4076.92	4925.69
增长率	-8.66%	32.32%	34.80%	20.82%
每股收益EPS(元)	1.12	1.49	2.01	2.42
净资产收益率ROE	18.37%	19.91%	21.84%	21.61%
PE	15	12	9	7
PB	2.82	2.31	1.88	1.54

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hzw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
电话: 010-57758571  
邮箱: xuec@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	20.32
流通A股(亿股)	7.06
52周内股价区间(元)	11.87-19.19
总市值(亿元)	350.93
总资产(亿元)	225.73
每股净资产(元)	6.89

### 相关研究

- 龙蟒佰利(002601): 钛白粉年内二次提价，氯化法项目二季度试产 (2019-03-08)
- 龙蟒佰利(002601): 业绩略低于预期，未来有望实现氯化钛渣自给 (2019-02-28)
- 龙蟒佰利(002601): 钛白粉价格上调，产业链布局不断完善 (2019-02-14)
- 龙蟒佰利(002601): 业绩稳定增长，氯化法项目进展顺利 (2018-10-23)

### 关键假设：

假设 1：2019-2021 年公司硫酸法钛白粉产量分别为 55 万吨、60 万吨、65 万吨，含税均价分别为 16500 元/吨、16500 元/吨、17000 元/吨；

假设 2：2019-2021 年公司氯化法钛白粉产量分别为 15 万吨、22 万吨、30 万吨，含税均价分别为 19000 元/吨、19000 元/吨、19000 元/吨；

假设 3：公司三费费率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
钛白粉	收入	8,765.00	10,460.53	12,460.18	14,823.01
	增速	2.0%	19.3%	19.1%	19.0%
	成本	4,939.58	5,753.29	6,853.10	8,152.66
	毛利率	43.6%	45.0%	45.0%	45.0%
矿产品	收入	722.31	1,011.23	1,112.35	1,223.59
	增速	-35.0%	40.0%	10.0%	10.0%
	成本	445.29	505.61	556.18	611.79
	毛利率	38.4%	50.0%	50.0%	50.0%
锆产品	收入	76.75	95.94	115.13	138.16
	增速	27.3%	25.0%	20.0%	20.0%
	成本	57.02	71.96	86.35	103.62
	毛利率	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	989.93	1,088.93	1,197.82	1,557.16
	增速	66.9%	10.0%	10.0%	30.0%
	成本	697.17	762.25	838.47	1,012.16
	毛利率	29.6%	30.0%	30.0%	35.0%
合计	收入	10,553.99	12,656.63	14,885.48	17,741.92
	增速	1.9%	19.9%	17.6%	19.2%
	成本	6,139.06	7,093.11	8,334.10	9,880.22
	毛利率	41.8%	44.0%	44.0%	44.3%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10553.99	12656.63	14885.48	17741.92	净利润	2320.24	3070.13	4138.47	5000.05
营业成本	6139.06	7445.89	8334.10	9880.22	折旧与摊销	903.73	123.66	123.66	123.66
营业税金及附加	146.41	171.98	206.00	244.15	财务费用	231.82	191.47	137.21	75.94
销售费用	402.39	475.17	532.13	658.92	资产减值损失	225.65	10.00	10.00	10.00
管理费用	455.76	772.00	819.57	1011.96	经营营运资本变动	594.58	-2353.75	-701.08	-870.10
财务费用	231.82	191.47	137.21	75.94	其他	-2245.25	-41.92	-45.65	-45.69
资产减值损失	225.65	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	2030.78	999.58	3662.60	4293.86
投资收益	41.54	30.00	30.00	30.00	资本支出	6619.62	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.84	4.42	5.15	5.52	其他	-7212.01	34.42	35.15	35.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-592.38	54.42	35.15	35.52
<b>营业利润</b>	<b>2688.45</b>	<b>3624.53</b>	<b>4881.62</b>	<b>5896.25</b>	短期借款	192.42	-415.65	-2732.77	-484.81
其他非经营损益	27.42	-12.62	-12.84	-13.83	长期借款	-257.61	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2715.87</b>	<b>3611.91</b>	<b>4868.78</b>	<b>5882.41</b>	股权融资	-59.19	200.00	0.00	0.00
所得税	395.63	541.79	730.32	882.36	支付股利	0.00	-457.15	-604.89	-815.38
<b>净利润</b>	<b>2320.24</b>	<b>3070.13</b>	<b>4138.47</b>	<b>5000.05</b>	其他	-2032.44	-799.92	-137.21	-75.94
少数股东损益	34.51	45.66	61.55	74.37	筹资活动现金流净额	-2156.82	-1472.71	-3474.87	-1376.14
归属母公司股东净利润	2285.73	3024.46	4076.92	4925.69	<b>现金流量净额</b>	<b>-722.70</b>	<b>-418.72</b>	<b>222.89</b>	<b>2953.24</b>
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
货币资金	1684.38	1265.66	1488.55	4441.79	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2030.35	2730.81	3072.51	3671.41	销售收入增长率	1.94%	19.92%	17.61%	19.19%
存货	1947.72	2359.84	2642.14	3132.84	营业利润增长率	-11.97%	34.82%	34.68%	20.78%
其他流动资产	805.07	795.24	819.26	850.04	净利润增长率	-10.38%	32.32%	34.80%	20.82%
长期股权投资	11.63	11.63	11.63	11.63	EBITDA 增长率	-6.63%	3.02%	30.53%	18.54%
投资性房地产	52.20	52.20	52.20	52.20	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	41.83%	41.17%	44.01%	44.31%
无形资产和开发支出	6232.53	6094.10	5975.67	5857.24	三费率	10.33%	11.37%	10.00%	9.85%
其他非流动资产	8159.79	8154.56	8149.34	8144.11	净利率	21.98%	24.26%	27.80%	28.18%
<b>资产总计</b>	<b>20923.67</b>	<b>21464.04</b>	<b>22211.29</b>	<b>26161.26</b>	ROE	18.37%	19.91%	21.84%	21.61%
短期借款	3633.22	3217.57	484.81	0.00	ROA	11.09%	14.30%	18.63%	19.11%
应付和预收款项	538.64	1882.16	1827.99	2077.05	ROIC	21.89%	36.02%	40.17%	43.98%
长期借款	407.81	407.81	407.81	407.81	EBITDA/销售收入	36.23%	31.13%	34.55%	34.36%
其他负债	3710.00	539.84	540.44	541.50	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8289.67</b>	<b>6047.38</b>	<b>3261.05</b>	<b>3026.36</b>	总资产周转率	0.51	0.60	0.68	0.73
股本	2032.02	2032.02	2032.02	2032.02	固定资产周转率	3.50	—	—	—
资本公积	9581.88	9781.88	9781.88	9781.88	应收账款周转率	9.16	9.45	8.96	9.26
留存收益	1441.83	4009.15	7481.17	11591.47	存货周转率	3.49	3.46	3.33	3.42
归属母公司股东权益	12422.90	15159.89	18631.91	22742.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.73%	—	—	—
少数股东权益	211.11	256.77	318.32	392.69	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12634.00</b>	<b>15416.66</b>	<b>18950.23</b>	<b>23134.90</b>	资产负债率	39.62%	28.17%	14.68%	11.57%
负债和股东权益合计	20923.67	21464.04	22211.29	26161.26	带息债务/总负债	48.75%	59.95%	27.37%	13.48%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	流动比率	0.88	1.40	3.46	5.80
EBITDA	3824.00	3939.66	5142.49	6095.85	速动比率	0.62	0.94	2.32	4.30
PE	15.35	11.60	8.61	7.12	股利支付率	0.00%	15.11%	14.84%	16.55%
PB	2.82	2.31	1.88	1.54	<b>每股指标</b>				
PS	3.33	2.77	2.36	1.98	每股收益	1.12	1.49	2.01	2.42
EV/EBITDA	7.61	7.24	4.97	3.63	每股净资产	6.11	7.46	9.17	11.19
股息率	0.00%	1.30%	1.72%	2.32%	每股经营现金	1.00	0.49	1.80	2.11
					每股股利	0.00	0.22	0.30	0.40

数据来源：Wind, 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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn