

2019 年 04 月 24 日
罗健

H70406@capital.com.tw

目标价(元)
19
公司基本资讯

產業別	化工
A 股价(2019/4/23)	16.07
深证成指(2019/4/23)	10124.66
股價 12 個月高/低	19.78/10.96
總發行股數(百萬)	2032.02
A 股數(百萬)	705.53
A 市值(億元)	113.38
主要股東	许刚(20.50%)
每股淨值(元)	6.38
股價/賬面淨值	2.52
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.1 27.7 -5.5

近期评等

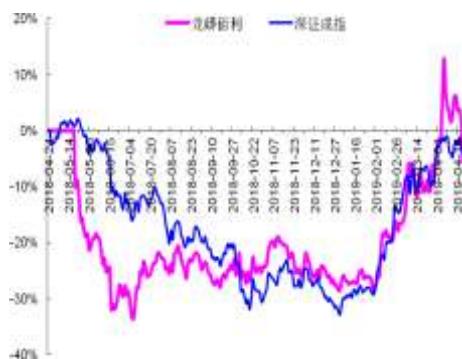
出刊日期 前日收盘 评等

产品组合

钛白粉	83.95%
矿产品	6.92%
锆制品	0.74%
其他	8.40%

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

龙蟒佰利 (002601.SZ)
Buy 买入
一季度业绩同比增长 9.0%，全年业绩有望快速增长
结论与建议：

公司发布18年业绩公告，全年实现营收104.4亿元， $\text{YoY}+1.78\%$ ，归母净利润22.86亿元， $\text{YoY}-8.66\%$ ，每股收益1.12元，其中四季度实现营收24.16亿元， $\text{YoY}-11.77\%$ ，归母净利润3.15亿元， $\text{YoY}-45.80\%$ ，业绩符合预期。期末公司拟现金分红0.1元/股(含税，下同)，加上中报分红，全年累计分红0.754元/股，股息率4.69%。

公司同时发布19年一季度业绩公告，一季度实现营收27.78亿元， $\text{YoY}+9.02\%$ ， $\text{QoQ}+14.96\%$ ，归母净利润6.23亿元， $\text{YoY}+4.19\%$ ， $\text{QoQ}+97.6\%$ ，每股收益0.32元，业绩符合预期。公司一季度拟现金分红0.6元/股，延续高分红风格。

国际钛矿原料供给偏紧、国内钛白粉新增产能有限，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企稳回升，叠加20万吨氯化法新增产能释放，公司19年业绩有望快速增长，维持“买入”评级。

- **18 年产销稳中有进，价格下滑、坏账计提影响全年业绩：**公司 18 年硫酸法、氯化法钛白粉产量为 56.45、6.21 万吨， $\text{YoY}+4.51\%、+9.02\%$ ，对应销量为 52.60、5.96 万吨， $\text{YoY}-0.31\%、+4.68\%$ ，上游采选铁精矿、钛精矿 330.79、80.39 万吨， $\text{YoY}+3.87\%、+1.72\%$ ，整体上产销量稳中有进。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%，钛白粉全年实现营业收入 87.65 亿元， $\text{YoY}+2.05\%$ ，毛利率同比下滑 1.55 个百分点至 43.64%，公司整体毛利率同比下滑 3.92 个百分点至 41.20%，另外公司类金融子公司出现逾期项目，按照会计政策计提坏账准备约 2 亿元，导致公司全年业绩下滑。
- **19 年一季度钛白粉量价齐升，钛白粉有望延续涨价：**由于厂家及下游企业钛白粉库存普遍偏低，19 年春节过后，下游补库存叠加旺季需求拉动，钛白粉生产商集体涨价，公司 2 月、3 月两次调价，上调幅度均为国内客户 500 元/吨，国际客户 100 美元/吨。在此情形下，公司一季度累计销量钛白粉 16.06 万吨， $\text{YoY}+10.11\%$ ，创单季新高。后市来看，受全球钛矿资本开支减少，钛白粉上游原料呈现偏紧态势，对钛白粉形成有利支撑。供给端，19 年钛白粉行业新增产能有限，有效新增产能约 15-20 万吨，另外受环保政策打压影响，中小产能开工率不足，钛白粉供给整体呈偏紧状态，下游需求方面，海外重涂市场带动出口需求向好，国内终端房地产 3 月销售面积增速由负转正，新开率维持在两位数增速，终端需求向好，钛白粉价格有望延续涨价。
- **不断完善一体化产业链，力争营收逐年增加：**公司目前拥有五大生产基地，钛白粉总产能达 95 万吨/年（含在建产能），居亚洲之首。与硫酸法相比，氯化法钛白粉更为环保，品质更加，是未来发展趋势。公司一期 6 万吨氯化法产能，目前国内续建规模最大，公司在此基础上将加速实现氯化法一期生产线 6 万吨至 10 万吨的产能扩增及二期 20 万吨达标达产，加快产品结构转型升级。公司未来三年发展目标指出，力争 19-21 年钛白粉销量突破 70、85、100 万吨，其中氯化法销量达 15、25、30 万吨，力争营业收入达 120、160、200 亿元。此外，除二期 20 万吨氯化法产能外，公司还配套建设 3 万吨高端钛合金项目、50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣创新项目、襄阳产业链扩能改造项目，积极推动公司钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金全产业链的转型升级，抢占发展机遇，实现产业一体化目标。
- **盈利预测：**我们预计公司 19/20/21 年实现净利润 30.5/36.7/42.2 亿元， $\text{YoY}+33.2\%、+20.4\%、+15.0\%$ ，折合 EPS 为 1.50/1.80/2.07 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 10.7、8.9、7.8 倍。鉴于钛白粉价格企稳回升，公司新产能逐渐释放，公司业绩有望快速增长，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		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,502	2,286	3,045	3,666	4,215
同比增减	%	466.02%	-8.66%	33.22%	20.39%	14.97%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.23	1.12	1.50	1.80	2.07
同比增减	%	466.03%	-8.66%	33.22%	20.39%	14.97%
A 股市盈率(P/E)	X	13.05	14.29	10.72	8.91	7.75
股利 (DPS)	RMB 元	1.05	0.75	1.00	1.20	1.40
股息率 (Yield)	%	6.53%	4.69%	6.22%	7.47%	8.71%

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 ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

会计年度(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,257.51	10,440.59	13,003.23	15,526.58	17,113.58
经营成本	265.27	340.74	367.26	449.87	354.59
营业税金及附加	150.36	146.41	182.35	217.73	239.99
销售费用	326.91	402.39	501.16	598.41	659.57
管理费用	1,000.32	455.76	567.63	677.78	747.05
财务费用	158.61	231.82	288.72	344.75	379.99
资产减值损失	93.39	225.65	281.04	335.57	369.87
投资收益	15.40	41.54	42.79	44.07	45.39
营业利润	3,053.98	2,688.45	3,583.71	4,325.16	4,975.92
营业外收入	12.19	56.66	58.36	60.11	61.91
营业外支出	10.70	29.24	30.12	31.02	31.95
利润总额	3,055.46	2,715.87	3,611.95	4,354.25	5,005.88
所得税	466.59	395.63	515.64	621.61	714.64
少数股东损益	86.46	34.51	51.20	66.55	76.51
归属于母公司股东权益	2,502.41	2,285.73	3,045.11	3,666.09	4,214.73

附二：合并资产负债表

会计年度(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,353.50	1,684.38	2,298.69	3,189.05	4,353.10
应收账款	1,204.54	1,099.68	1,187.65	1,247.04	1,284.45
存货	1,563.20	1,947.72	2,103.54	2,271.82	2,339.98
流动资产合计	7,081.56	6,467.53	7,425.98	8,615.45	9,942.29
长期股权投资	17.35	11.63	11.98	12.34	12.71
固定资产	6,028.94	5,843.52	6,134.19	5,959.97	6,216.61
在建工程	604.73	1,413.24	1,455.64	1,499.31	1,544.29
非流动资产合计	13,764.79	14,456.15	14,855.62	14,793.47	15,165.53
资产总计	20,846.35	20,923.67	22,281.60	23,408.93	25,107.83
流动负债合计	6,243.93	7,347.12	7,616.76	7,420.88	7,643.51
非流动负债合计	1,268.22	942.55	966.53	995.53	1,025.39
负债合计	7,512.15	8,289.67	8,583.29	8,416.41	8,668.90
少数股东权益	447.54	211.11	262.31	328.86	405.37
股东权益合计	13,334.21	12,634.00	13,698.30	14,992.52	16,438.93
负债及股东权益合计	20,846.35	20,923.67	22,281.60	23,408.93	25,107.83

附三：合并现金流量表

会计年度(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	2,367.77	2,030.78	2,193.24	2,237.11	2,348.96
投资活动产生的现金流量净额	-956.22	-592.38	-503.52	-427.99	-449.39
筹资活动产生的现金流量净额	-264.81	-2,156.82	-1,078.41	-916.65	-733.32
现金及现金等价物净增加额	1,132.25	-722.70	614.31	890.37	1,164.05

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审审计。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。