

矿产品盈利大幅改善，钛白龙企业绩符合预期

投资要点

- 业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入53.6亿元，同比+1.9%；实现归母净利润12.7亿元，同比-5.3%，其中Q2实现营业收入26.0亿元，环比-6.9%，实现归母净利润6.5亿元，环比+3.8%。
- 公司产销平稳，钛白粉价格略有降低，铁精矿盈利大幅改善。**公司2019H1生产硫酸法钛白粉27.3万吨(同比-1.6%)，氯化法钛白粉3.4万吨(同比+2.1%)，采选铁精矿177.3万吨(同比+2.3%)，钛精矿44.0万吨(同比+6.1%)；共销售钛白粉30.74万吨(同比+2.3%)，铁精矿155.0万吨，钛精矿全部自用。分板块来看，公司2019H1钛白粉板块营收43.7亿元，同比-3.0%，毛利率43.0%，同比-2.3pp，钛白粉均价16380元/吨，同比-5.3%，价差11550元/吨，同比-5.0%；矿产品板块营收5.5亿元，铁精矿均价350元/吨，同比+45.4%，毛利率52.2%，同比+11.4pp，铁精矿盈利能力大幅改善，抵消钛白粉价格价差降低的影响。
- 公司焦作基地20万吨/年氯化法项目进展顺利，钛白粉即将进入需求旺季。**公司目前是亚洲第一、全球第三大钛白粉生产企业，目前具备在产硫酸法产能54万吨/年，氯化法产能6万吨/年。目前焦作基地20万吨/年氯化法钛白粉二期项目投产进展顺利，第一条10万吨/年产线处于联动试车，系统连续运行时间及负荷屡创新高，已有合格产品产出，预计9月份达产；第二条10万吨/年产线在第一条线达产后开始联动试车，预计年底达产。2019H1国内钛白粉产量154.5万吨，同比增长5.8%，出口量48.2万吨，同比减少2.3%，进口7.5万吨，同比减少29%，主要得益于国内钛白粉质量提高明显。钛白粉即将进入“金九银十”需求旺季，公司于8月初带头进行年内第三次钛白粉价格调涨，凸显行业龙头信心。
- 新立钛业复产进度良好，公司打造钛全产业链布局。**公司上半年收购云南新立钛业98%股权，目前新立钛业1万吨/年海绵钛和6万吨/年氯化法钛白粉正在技改复产。目前复产进度练好，其中海绵钛产能有望在三季度恢复运行，氯化法钛白粉产能有望在年底之前投入生产。此外，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项目建设，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；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。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2019-2021年EPS至1.39元、1.79元和2.26元，对应PE分别为10倍、8倍和6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。

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：hjw@swsc.com.cn

联系人：薛聪
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn

联系人：周峰春
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

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)	12.11-19.19
总市值(亿元)	267.82
总资产(亿元)	226.01
每股净资产(元)	6.38

相关研究

1. 龙蟒佰利(002601)：年内第三次带头调涨，看好龙头未来成长 (2019-08-05)
2. 龙蟒佰利(002601)：布局全钛产业链，打造钛业国际龙头 (2019-05-26)
3. 龙蟒佰利(002601)：拟竞购新立钛业，进一步完善钛产品全产业链 (2019-05-14)

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10553.99	11823.29	14549.19	17741.92
增长率	1.94%	12.03%	23.06%	21.94%
归属母公司净利润(百万元)	2285.73	2824.95	3632.08	4592.65
增长率	-8.66%	23.59%	28.57%	26.45%
每股收益EPS(元)	1.12	1.39	1.79	2.26
净资产收益率ROE	18.37%	18.85%	20.11%	20.93%
PE	12	10	8	6
PB	2.27	1.89	1.57	1.29

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	11823.29	14549.19	17741.92	净利润	2320.24	2867.60	3686.91	4661.99
营业成本	6139.06	6955.64	8581.00	10252.57	折旧与摊销	903.73	616.33	616.33	616.33
营业税金及附加	146.41	160.66	201.35	244.15	财务费用	231.82	180.09	120.45	101.32
销售费用	402.39	443.88	520.11	658.92	资产减值损失	225.65	10.00	10.00	10.00
管理费用	455.76	721.17	801.06	1011.96	经营营运资本变动	590.79	-596.54	-273.85	-363.43
财务费用	231.82	180.09	120.45	101.32	其他	-2241.46	-43.82	-47.54	-44.43
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	3033.66	4112.30	4981.78
投资收益	41.54	30.00	30.00	30.00	资本支出	-327.87	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.84	4.42	5.15	5.52	其他	-264.51	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
营业利润	2688.45	3386.26	4350.38	5498.53	短期借款	192.42	-2544.44	-1088.78	0.00
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
利润总额	2715.87	3373.64	4337.54	5484.69	股权融资	-59.19	200.00	0.00	0.00
所得税	395.63	506.05	650.63	822.70	支付股利	-2438.34	-457.15	-564.99	-726.42
净利润	2320.24	2867.60	3686.91	4661.99	其他	405.90	-788.54	-120.45	-101.32
少数股东损益	34.51	42.65	54.84	69.34	筹资活动现金流净额	-2156.82	-3590.13	-1774.23	-827.74
归属母公司股东净利润	2285.73	2824.95	3632.08	4592.65	现金流量净额	-722.70	-502.05	2373.22	4189.57
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1684.38	1182.33	3555.55	7745.12	成长能力				
应收和预付款项	2064.07	2570.09	3046.01	3720.49	销售收入增长率	1.94%	12.03%	23.06%	21.94%
存货	1947.72	2206.70	2725.76	3256.04	营业利润增长率	-11.97%	25.96%	28.47%	26.39%
其他流动资产	771.35	786.26	815.63	850.04	净利润增长率	-10.38%	23.59%	28.57%	26.45%
长期股权投资	11.63	11.63	11.63	11.63	EBITDA 增长率	-6.63%	9.38%	21.62%	22.19%
投资性房地产	52.20	52.20	52.20	52.20	获利能力				
固定资产和在建工程	6947.50	6487.57	6027.65	5567.73	毛利率	41.83%	41.17%	41.02%	42.21%
无形资产和开发支出	6232.53	6061.36	5910.18	5759.00	三费率	10.33%	11.38%	9.91%	9.99%
其他非流动资产	1212.29	1207.07	1201.84	1196.62	净利润率	21.98%	24.25%	25.34%	26.28%
资产总计	20923.67	20565.20	23346.45	28158.85	ROE	18.37%	18.85%	20.11%	20.93%
短期借款	3633.22	1088.78	0.00	0.00	ROA	11.09%	13.94%	15.79%	16.56%
应付和预收款项	2976.53	3139.31	3845.27	4678.73	ROIC	16.78%	20.50%	25.67%	32.15%
长期借款	407.81	407.81	407.81	407.81	EBITDA/销售收入	36.23%	35.38%	34.97%	35.04%
其他负债	1272.11	715.16	757.32	800.68	营运能力				
负债合计	8289.67	5351.06	5010.40	5887.22	总资产周转率	0.51	0.57	0.66	0.69
股本	2032.02	2032.02	2032.02	2032.02	固定资产周转率	1.78	2.11	2.82	3.78
资本公积	9581.88	9781.88	9781.88	9781.88	应收账款周转率	9.16	9.18	9.16	9.36
留存收益	1441.83	3809.63	6876.72	10742.96	存货周转率	3.49	3.34	3.47	3.43
归属母公司股东权益	12422.90	14960.38	18027.46	21893.70	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	253.76	308.59	377.93	资本结构				
股东权益合计	12634.00	15214.13	18336.05	22271.63	资产负债率	39.62%	26.02%	21.46%	20.91%
负债和股东权益合计	20923.67	20565.20	23346.45	28158.85	带息债务/总负债	48.75%	27.97%	8.14%	6.93%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	0.88	1.53	2.49	3.15
EBITDA	3824.00	4182.68	5087.16	6216.17	速动比率	0.62	1.03	1.82	2.49
PE	12.35	9.99	7.77	6.15	股利支付率	106.68%	16.18%	15.56%	15.82%
PB	2.27	1.89	1.57	1.29	每股指标				
PS	2.67	2.39	1.94	1.59	每股收益	1.12	1.39	1.79	2.26
EV/EBITDA	7.63	6.35	4.54	3.04	每股净资产	6.11	7.36	8.87	10.77
股息率	8.64%	1.62%	2.00%	2.57%	每股经营现金	1.00	1.49	2.02	2.45
					每股股利	1.20	0.22	0.28	0.36

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn