

EPS0.64 元，产品结构持续向氯化法调整

——龙蟠佰利 (002601.SZ) 2019 年半年报点评

公司简报

◆事件：公司公告 2019 年半年报，上半年实现营收 53.61 亿元，同增 1.94%，实现归母净利 12.69 亿元，同减 5.29%，扣非后 12.22 亿元，同减 5.57%，实现经营性净现金流 8.66 亿元，同增 113.77%，EPS0.64 元。单 Q2 实现营业收入 26.0 亿元，环比下降 6.9%，实现归母净利润 6.5 亿元，环比增长 3.8%。

◆产销同比稳定，矿产品毛利率同比大幅上升：公司上半年产销同比稳定，生产硫酸法钛白粉 27.33 万吨，氯化法钛白粉 3.36 万吨；销售钛白粉 30.74 万吨，同比增长 2.3%，其中出口 16.01 万吨占比 52.1%，同比下滑 4.5pct，钛白粉业务整体毛利率同比下滑 2.2pct 至 43.0%；矿产品方面上半年采选铁精矿 177 万吨，同比增长 2.3%，销售铁精矿 155 万吨，采选并自供钛精矿 44 万吨，同比增长 7%，公司钛白粉原料自给程度进一步提升，受益于铁矿石景气，矿产品毛利率同增 11.4pct 至 52.2%。

◆产品结构持续向氯化法调整，纵向一体化战略继续推进：公司 20 万吨氯化钛白项目第一条生产线于二季度顺利投产试运行，即将贡献业绩，第二条生产线预计后期尽快完成系统调试及运行。报告期内公司完成新立钛业股权和债权收购，新立钛业区位优势明显，6 万吨氯化法生产线复产工作进行中，后期扩能后公司氯化法产能将合计达 45 万吨，随着产品结构向氯化法产品的调整以及向高端钛材领域的拓展，公司全球竞争力有望进一步加强。报告期内公司决定建设 50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣项目以及 3 万吨海绵钛生产线，充分利用攀西丰富的钛矿资源，实现钛精矿升级转化氯化钛渣的规模化生产，除提高氯化法产品原料保障外，将向全产业链目标进一步迈进。全球钛白粉寡头竞争格局稳定，海外巨头相继推出“价值稳定计划”，长期来看钛白粉盈利将更加趋于稳定。

◆盈利预测、估值与评级：铁精矿景气后期仍存不确定性，下调公司 2019~2021 年盈利预测，预计净利润分别为 27.11、33.02 和 38.16 亿元（原为 31.69、34.20 和 39.53 亿元），EPS 分别为 1.33、1.62 和 1.88 元，最新收盘价对应 2019~2021 年 PE 分别为 10 倍、8 倍和 7 倍，考虑二期氯化法项目逐渐放量和和新立钛业的复产预期，仍维持“增持”评级。

◆风险提示：新立钛业复产不及预期；原料端的价格大幅波动。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,258	10,441	11,537	13,126	14,935
营业收入增长率	148.03%	1.78%	10.50%	13.78%	13.78%
净利润（百万元）	2,502	2,286	2,711	3,302	3,816
净利润增长率	466.02%	-8.66%	18.61%	21.79%	15.58%
EPS（元）	1.23	1.12	1.33	1.62	1.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.42%	18.40%	17.39%	17.71%	17.21%
P/E	11	12	10	8	7
P/B	2.1	2.2	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 21 日

增持（维持）

当前价：13.19 元

分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）

021-52523535

qiuxf@ebcn.com

赵启超（执业证书编号：S0930518050002）

010-58452072

zhaoqc@ebcn.com

陈冠雄（执业证书编号：S0930517058003）

021-52523810

chenguanxiong@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：20.32

总市值(亿元)：268.02

一年最低/最高(元)：11.50/18.94

近 3 月换手率：27.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.09	-1.82	-12.34
绝对	3.74	26.04	-5.47

资料来源：Wind

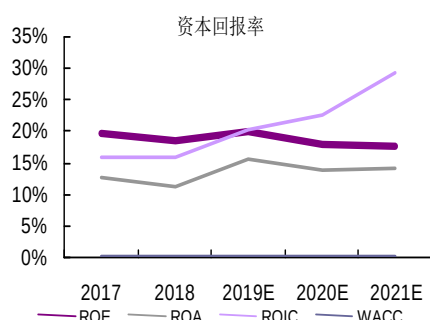
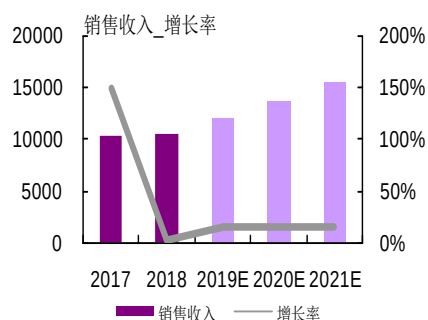
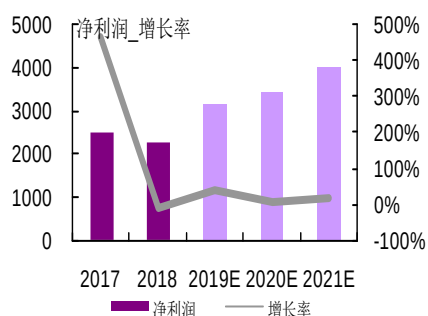
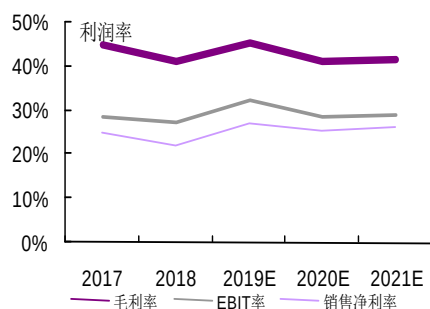
相关研报

业绩符合预期，纵向一体化战略积极推进——龙蟠佰利 (002601.SZ) 2018 年报及 2019 年一季报点评

.....2019-04-24
龙头企业库存压力下降，期待出口回暖——钛白粉行业调价点评

.....2019-02-14
业绩维持稳健，关注海外库存进入上升期——龙蟠佰利 (002601.SZ) 首次覆盖报告

.....2018-11-30



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,258	10,441	11,537	13,126	14,935
营业成本	5,629	6,139	6,657	7,663	8,722
折旧和摊销	883	904	912	970	1,035
营业税费	150	146	160	182	207
销售费用	327	402	440	414	472
管理费用	1,000	456	935	1,064	1,210
财务费用	159	232	64	-46	-147
公允价值变动损益	0	9	0	0	0
投资收益	15	42	15	83	83
营业利润	3,054	2,688	3,290	3,927	4,539
利润总额	3,055	2,716	3,291	3,928	4,541
少数股东损益	86	35	86	37	44
归属母公司净利润	2,502	2,286	2,711	3,302	3,816

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	20,846	20,924	22,032	24,426	28,543
流动资产	7,082	6,468	6,372	8,547	13,083
货币资金	2,354	1,684	1,861	3,380	7,203
交易型金融资产	700	659	0	0	0
应收账款	1,205	1,100	1,215	1,383	1,573
应收票据	977	713	787	896	1,019
其他应收款	17	34	37	42	48
存货	1,563	1,948	2,112	2,436	2,773
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	12	12	12	12
固定资产	6,029	5,844	6,155	6,496	6,723
无形资产	1,313	1,247	1,217	1,285	1,347
总负债	7,512	8,290	6,146	5,446	5,996
无息负债	3,027	3,671	3,945	4,460	5,010
有息负债	4,485	4,619	2,202	986	986
股东权益	13,334	12,634	15,885	18,979	22,546
股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
公积金	9,945	10,060	10,331	10,598	10,598
未分配利润	1,410	963	3,200	5,990	9,514
少数股东权益	448	211	298	335	378

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,368	2,031	2,719	4,024	4,488
净利润	2,502	2,286	2,711	3,302	3,816
折旧摊销	883	904	912	970	1,035
净营运资金增加	1,272	-586	300	413	472
其他	-2,289	-573	-1,204	-661	-835
投资活动产生现金流	-956	-592	-525	-1,107	-536
净资本支出	161	452	1,600	1,700	1,200
长期投资变化	17	12	0	0	0
其他资产变化	-1,135	-1,056	-2,125	-2,807	-1,736
融资活动现金流	-265	-2,157	-2,017	-1,399	-128
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,795	134	-2,417	-1,216	0
无息负债变化	410	644	274	516	550
净现金流	1,132	-723	177	1,518	3,824

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	148.03%	1.78%	10.50%	13.78%	13.78%
净利润增长率	466.02%	-8.66%	18.61%	21.79%	15.58%
EBITDA 增长率	310.10%	-1.01%	6.92%	12.18%	12.10%
EBIT 增长率	477.32%	-2.04%	8.70%	13.74%	13.49%
估值指标					
PE	11	12	10	8	7
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	8	8	7	6	4
EV/EBIT	10	10	9	7	6
EV/NOPLAT	12	12	10	8	6
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	45.12%	41.20%	42.30%	41.62%	41.60%
EBITDA 率	36.87%	35.85%	36.84%	36.32%	35.79%
EBIT 率	28.26%	27.20%	28.94%	28.93%	28.86%
税前净利润率	29.79%	26.01%	28.53%	29.93%	30.40%
税后净利润率 (归属母公司)	24.40%	21.89%	23.50%	25.15%	25.55%
ROA	12.42%	11.09%	12.70%	13.67%	13.52%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.42%	18.40%	17.39%	17.71%	17.21%
经营性 ROIC	15.81%	15.87%	15.70%	17.27%	19.56%
偿债能力					
流动比率	1.13	0.88	1.23	1.91	2.61
速动比率	0.88	0.62	0.82	1.36	2.06
归属母公司权益/有息债务	2.87	2.69	7.08	18.91	22.48
有形资产/有息债务	3.21	3.13	7.08	18.18	22.29
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.23	1.12	1.33	1.62	1.88
每股红利	0.55	0.10	0.12	0.14	0.17
每股经营现金流	1.17	1.00	1.34	1.98	2.21
每股自由现金流(FCFF)	1.05	1.91	0.91	1.03	1.50
每股净资产	6.34	6.11	7.67	9.18	10.91
每股销售收入	5.05	5.14	5.68	6.46	7.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼