



中核钛白(002145)

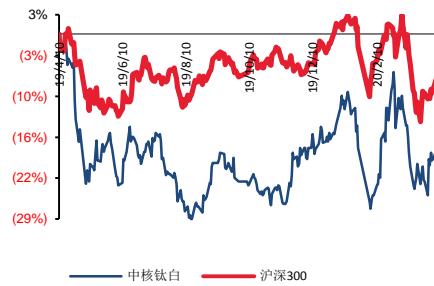
目标价: 5.6

昨收盘: 4.22

材料 材料 II

钛白粉行业龙二，产销提升带动利润稳增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,591/1,591
总市值/流通(百万元)	6,715/6,715
12 个月最高/最低(元)	5.20/3.69

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理: 翟绪丽

电话: 010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

事件: 公司发布 2019 年报, 实现营业收入 33.77 亿元, 同比 +9.33%; 归母净利润 4.31 亿元, 同比 +6.92%。2019 年 EPS 为 0.28 元, 公司拟每 10 股派发现金红利 0.2 元。

受益于新产能投产, 产销和利润规模双增长。公司主要从事金红石型钛白粉的研发、生产和销售, 是最早从国外引进全套金红石型钛白粉生产技术的企业。2019 年, 随着孙公司东方钛业年产 10 万吨金红石型钛白粉资源综合利用项目的投入运营, 公司产能和产销量快速增长。公司目前具备钛白粉粗品产能 33 万吨/年, 成品产能超过 40 万吨/年, 继续保持我国钛白粉行业第二的地位。2019 年, 公司钛白粉产量 25.56 万吨, 同比 +21.90%; 钛白粉销售 25.20 万吨, 同比 +21.10%, 钛白粉营收占比达到 98.6%。公司综合成本不断降低, 整体毛利率提升 2.06pct 至 31.79%, 同时由于增加员工持股激励费用, 管理费用大幅增加, 叠加销售费用及财务费用增加, 整体净利率下降 0.29pct 至 12.76%。2020 年公司计划生产钛白粉 31.5 万吨, 实现销售收入超过 40 亿元, 进一步增长。

做大做强钛白粉主业, 巩固行业优势地位。2019 年, 公司顺利完成东方钛业 10 万吨粗品的建设, 经试生产, 下半年达标达产; 同时, 金星钛白石膏资源综合利用项目顺利建成完工, 为公司石膏资源的综合利用, 变废为宝, 创造了条件。同时, 金星钛白三期后处理项目第一条 10 万吨生产线建成试生产, 第二条 10 万吨生产线将在 2020 年建成。公司拟通过非公开发行股票, 募集最高不超过 16 亿元的资金, 用于公司三期后处理项目及补充流动资金。2020 年, 公司将继续做大做强钛白粉主业, 确保金星钛白三期后处理技改项目完全建成, 早日实现高产量、高质量和低成本的目标, 巩固行业优势地位。

2020 年一季度持续增长。2020 年 1-2 月, 国内疫情持续发酵, 国外下游出现补库行情, 钛白粉出口 17.4 万吨, 同比 +29.4%。公司一季度产能维持中高负荷, 主营产品钛白粉产销量同比增加, 综合成本不断降低, 毛利率同比亦提升, 提高了盈利能力, 带来了利润增长。公司预计 2020 年一季度实现归母净利润 1.30-1.67 亿元, 同比增长 20%-55%。

给予“买入”评级。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.78 亿元、5.33 亿元、6.02 亿元, 对应 EPS 0.30 元、0.33 元、

0.38元，PE 15X、13X、12X。考虑公司为我国钛白粉行业TOP2企业，产能持续提升，规模效益增强，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 疫情影响下游需求；钛白粉价格大幅下滑；原料钛矿供应紧张，价格上涨。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3377	4019	4420	4863
(+/-%)	9.3	19	10	10
净利润(百万元)	431	478	533	602
(+/-%)	6.9	10.9	11.5	13.0
摊薄每股收益(元)	0.27	0.30	0.33	0.38
市盈率(PE)	16	15	13	12

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	645	62	-467	-963	营业收入	3,377	4,019	4,420	4,863
应收票据	101	101	101	101	营业成本	2,304	2,893	3,139	3,404
应收账款	421	502	552	607	营业税金及附加	38	45	50	55
预付账款	31	39	42	46	销售费用	109	130	143	157
存货	530	666	723	784	管理费用	266	317	349	384
其他流动资产	133	133	133	133	研发费用	81	97	106	117
流动资产合计	1,862	1,502	1,083	707	财务费用	40	41	74	105
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-53	-53	-53	-53
长期股权投资	22	22	22	22	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,980	4,003	5,045	6,120	投资收益	-14	-14	-14	-14
在建工程	104	115	126	139	营业利润	480	534	599	681
无形资产	224	224	224	224	营业外收入	30	30	30	30
其他非流动资产	472	472	472	472	营业外支出	3	3	3	3
非流动资产合计	3,802	4,835	5,889	6,976	利润总额	508	562	627	708
资产合计	5,664	6,337	6,972	7,683	所得税	77	84	94	106
短期借款	790	814	838	863	净利润	431	478	533	602
应付票据	288	288	288	288	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	611	767	832	902	归属母公司净利润	431	478	533	602
预收款项	31	37	41	45	NOPLAT	492	456	539	635
其他应付款	35	35	35	35	EPS (摊薄)	0.27	0.30	0.33	0.38
一年内到期的非流动负债	130	130	130	130					
其他流动负债	85	85	85	85					
流动负债合计	1,970	2,156	2,249	2,348					
长期借款	298	307	316	326					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	189	189	189	189					
非流动负债合计	487	496	505	515					
负债合计	2,457	2,652	2,754	2,863					
归属母公司所有者权益	3,279	3,757	4,290	4,892					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,279	3,757	4,290	4,892					
负债和股东权益	5,736	6,409	7,044	7,755					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	795	807	1,031	1,244	成长能力				
现金收益	690	788	991	1,209	营业收入增长率	9.3%	19.0%	10.0%	10.0%
存货影响	-130	-136	-56	-61	EBIT增长率	12.2%	-7.3%	18.2%	17.7%
经营性应收影响	209	-35	-1	-6	归母公司净利润增长率	6.9%	10.9%	11.5%	13.0%
经营性应付影响	73	162	69	74	获利能力				
其他影响	-48	28	28	28	毛利率	31.8%	28.0%	29.0%	30.0%
投资活动现金流	-248	-1,382	-1,519	-1,670	净利率	12.8%	11.9%	12.1%	12.4%
资本支出	-271	-1,368	-1,505	-1,656	ROE	13.1%	12.7%	12.4%	12.3%
股权投资	4	-14	-14	-14	ROIC	12.1%	10.0%	10.5%	11.0%
其他长期资产变化	19	0	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	-218	-9	-41	-70	资产负债率	42.8%	41.4%	39.1%	36.9%
借款增加	164	33	34	35	债务权益比	42.9%	38.3%	34.3%	30.8%
财务费用	-40	-41	-74	-105	流动比率	94.5%	69.7%	48.2%	30.1%
股东融资	-364	0	0	0	速动比率	67.6%	38.8%	16.0%	-3.3%
其他长期负债变化	21	0	0	0	营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	45	45	45	45
					应付账款周转天数	95	95	95	95
					存货周转天数	83	83	83	83
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.27	0.30	0.33	0.38
					每股经营现金流	0.50	0.51	0.65	0.78
					每股净资产	2.06	2.36	2.70	3.07
					估值比率				
					P/E	16.1	14.5	13.0	11.5
					P/B	2.12	1.85	1.62	1.42
					EV/EBITDA	10.9	9.6	7.7	6.3

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。