



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

## 基本数据 (截止 2020 年 4 月 10 日)

报告日股价 (元)	15.07
12mth A 股价格区间 (元)	11.63/18.32
总股本 (亿股)	20.32
无限售 A 股/总股本	70.93%
流通市值 (亿元)	222
每股净资产 (元)	6.83

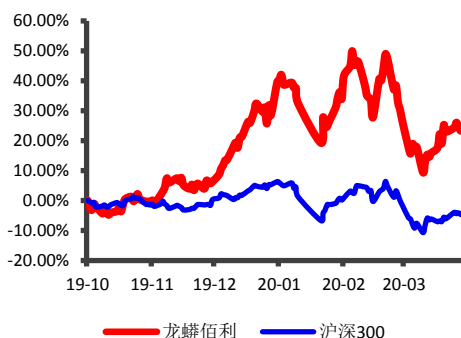
## 主要股东 (2019A)

许刚	20.50%
谭瑞清	12.22%

## 收入结构 (2019A)

钛白粉	76.62%
矿产品	12.18%
锆制品	0.58%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX20-LMBL01

首次报告日期: 2020 年 4 月 13 日

相关报告:

## 内生外延双管齐下，打造钛全产业链平台

## ■ 事件

龙蟠佰利发布2019年年报，2019年全年实现营业收入114.20亿元，同比增长8.20%，归属于母公司股东净利润25.94亿元，同比增长13.49%；Q4季度单季度实现营收31.02亿元，同比增长26.67%，归属于母公司股东净利润5.28亿元，同比增长67.51%。

## ■ 公司点评

## 钛白粉业务稳步增长，矿产品量价齐升

公司是全球第三、亚洲第一大钛白粉生产商，拥有雪莲牌、蟒牌两大知名品牌，打造了钛精矿-氯化钛渣-氯化法钛白粉-海绵钛-钛合金的完整产业链，并掌握各产品生产核心技术，实现原料及中间产品稳定供应。2019年公司生产和销售硫酸法钛白粉55.52万吨和55.78万吨，同比增长-1.65%和6.06%，氯化法钛白粉生产和销售7.47万吨和6.75万吨，同比增长20.40%和13.31%，整体产销量略有增长。19年钛白粉业务实现营业收入87.50亿元，同比减少0.17%，毛利率43.05%，同比下滑0.59个百分点。公司矿产品业务增长较快，19年采选铁精矿351.86万吨，同比增长6.37%，钛精矿85.31万吨，同比增长6.12%。受益于铁矿石价格上涨，公司矿产品业务19年营收13.91亿元，同比增长92.62%，毛利率49.73%，同比提升11.38个百分点。

## 新项目保障内生发展，外延并购完善产业链

内生方面，公司年产20万吨氯化法产能竣工投产，并将投建50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程项目和年产3万吨高端钛合金新材料项目，进一步提升矿产资源综合利用价值，推动产业链优化升级；同时，公司继续加强研发攻关，聚焦钛矿原料升级氯渣技术、氯化法新产品开发、环境资源综合利用等方面。外延方面，公司收购新立钛业股权，新立钛业拥有年产6万吨氯化法钛白粉产线，年产1万吨海绵钛产线，年产8万吨高钛渣产线。其中高钛渣、海绵钛产线19年9月复产，氯化法钛白粉产线19年12月开始产出钛白粉。此外，公司还收购了东方锆业15.66%股权，完善锆产业链布局，将利用两个公司产业链优势，加大澳洲锆钛共生矿开发，并大力拓展下游新兴锆制品领域，做大做强锆金属业务，整合国内锆产业。

## ■ 盈利预测与估值

我们预计公司在2020、2021和2022年将实现营业收入143.07亿、162.78亿和176.13亿元，同比增长25.96%、13.78%和8.20%，归属于母公司股东净利润为30.16亿、36.68亿和42.07亿元，同比增长

16.26%、21.63%和 14.69%，每股 EPS 为 1.48、1.81 和 2.07 元。对应 PE 为 10.2、8.4 和 7.3 倍。首次覆盖，未来六个月内给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

新产能投放不及预期；全球疫情蔓延情况超出预期；出现安全及环保事故；子公司整合不及预期；系统性风险。

### ■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11358.54	14306.67	16277.93	17612.72
年增长率	8.79%	25.96%	13.78%	8.20%
归属于母公司的净利润	2593.98	3015.80	3668.02	4206.83
年增长率	13.49%	16.26%	21.63%	14.69%
每股收益（元）	1.29	1.48	1.81	2.07
PE（X）	11.8	10.2	8.4	7.3

数据来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2641	3577	4069	4403
应收和预付款项	2174	3537	2950	4057
存货	2223	3136	2865	3528
其他流动资产	470	470	470	470
长期股权投资	941	941	941	941
投资性房地产	59	52	45	38
固定资产和在建工程	8465	7632	6810	5997
无形资产和开发支出	7189	7058	6928	6797
其他非流动资产	1216	1186	1157	1157
<b>资产总计</b>	<b>25943</b>	<b>27924</b>	<b>26568</b>	<b>27722</b>
短期借款	2867	5125	1838	2486
应付和预收款项	4958	4942	6049	5611
长期借款	2752	2752	2752	2752
其他负债	354	354	354	354
<b>负债合计</b>	<b>11871</b>	<b>13174</b>	<b>10994</b>	<b>11204</b>
股本	2032	2032	2032	2032
资本公积	9485	9485	9485	9485
留存收益	2354	3002	3791	4695
归属母公司股东权益	13871	14519	15308	16212
少数股东权益	201	231	266	306
<b>股东权益合计</b>	<b>14072</b>	<b>14750</b>	<b>15574</b>	<b>16518</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>25943</b>	<b>27924</b>	<b>26568</b>	<b>27722</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	2004	2113	6966	3217
投资活动产生现金流量	-2003	-50	-50	-50
融资活动产生现金流量	-449	-419	-6424	-2833
<b>现金流量净额</b>	<b>-440</b>	<b>1645</b>	<b>493</b>	<b>334</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>11359</b>	<b>14307</b>	<b>16278</b>	<b>17613</b>
营业成本	6546	8411	9417	10032
营业税金及附加	134	162	182	196
营业费用	463	565	638	687
管理费用	551	1145	1302	1409
财务费用	123	322	273	195
资产减值损失	-62	60	50	40
投资收益	-51	-50	-50	-50
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3050</b>	<b>3592</b>	<b>4365</b>	<b>5005</b>
营业外收支净额	-28	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3022</b>	<b>3592</b>	<b>4365</b>	<b>5005</b>
所得税	418	546	662	758
净利润	2605	3046	3703	4247
少数股东损益	11	30	35	40
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2594</b>	<b>3016</b>	<b>3668</b>	<b>4207</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	42%	41%	42%	43%
EBIT/销售收入	27%	27%	28%	29%
销售净利率	23%	21%	23%	24%
ROE	19%	21%	24%	26%
资产负债率	46%	48%	42%	41%
流动比率	0.93	1.05	1.29	1.51
速动比率	0.67	0.70	0.87	1.03
总资产周转率	0.49	0.52	0.62	0.64
应收账款周转率	6.92	4.26	6.98	4.60
存货周转率	3.14	2.68	3.29	2.84

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。