



龙蟠佰利(002601)

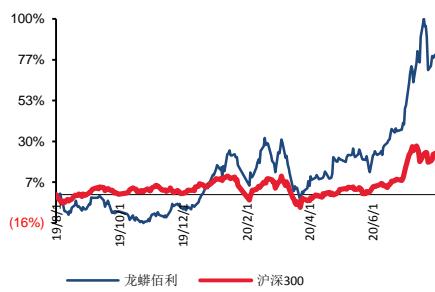
目标价: 29.0

昨收盘: 23.58

材料 材料II

二季度低于预期，是危机还是机会？

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,032/1,440
总市值/流通(百万元)	47,915/33,959
12 个月最高/最低(元)	26.24/11.77

相关研究报告:

- 龙蟠佰利(002601)《【太平洋化工】龙蟠佰利动态点评：继续加大攀西投入，夯实全球钛白粉巨头基石》--2020/07/06
- 龙蟠佰利(002601)《【太平洋化工】龙蟠佰利动态点评：建设西部钛产业基地，进一步完善钛产业布局》--2020/05/19
- 龙蟠佰利(002601)《【太平洋化工】龙蟠佰利：一季报增长超预期，非公开发行稳固龙头地位》--2020/04/24

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

证券分析师：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520060001

事件：公司发布2020年中报，上半年实现营业收入63.25亿元，同比+17.98%；归母净利润12.93亿元，同比+1.84%。其中二季度单季度实现营业收入26.5亿元，同比+2.06%，环比-28.44%；归母净利润3.92亿元，同比-39.43%，环比-56.55。

1. 钛白粉市场先扬后抑，二季度价跌毛利率下滑

2020年Q1-Q2，公司单季度分别实现归母净利润9.01亿元、3.92亿元，总计12.93亿元，同比+1.84%。对比一季度业绩增长超预期，公司二季度业绩下滑较多，预计主要由于：（1）钛白粉市场先扬后抑，二季度钛白粉价格及毛利率下滑。2020年H1，一季度钛白粉市场正值春节前后的备货、补货时期，市场表现强势；二季度，由于国外疫情爆发，出口量下滑，对价格也造成冲击。二季度钛白粉出口量23.19万吨，环比-30%。2020年Q2，国内金红石型钛白粉现货价13681元/吨，环比一季度14981元/吨下跌8.68%，同比去年同期的16414元/吨下跌16.65%。公司二季度综合毛利率从一季度的42.66%下降至37.93%。（2）公司产能增加，为培育及抢占市场，提高市占率，预计有部分让利。公司氯化法二期月产量稳定在1万吨上下，除原有适用于涂料的产品型号升级外，另外开发了适用于塑料、油墨的新产品型号，氯化法产品增量及新产品投放初期，为抢占市场份额，培养客户使用习惯，部分采用了以价格换市场的策略，在氯化法产品占比大幅提升的情况下，销售均价同比有所下滑。（3）二季度三费营收占比环比有所提升。销售费用、管理费用、财务费用营收占比环比分别提升0.91、1.11、0.46个百分点。（4）二季度增加了研发费用。研发费用营收占比环比提升2.29个百分点。

我们认为单季度盈利4亿元是公司的盈利底部区域，随着疫情影响的消退，公司盈利将快速修复。

2. 公司钛白粉产销持续增长，产品结构不断优化

钛白粉生产规模亚洲第一，世界第三：公司目前拥有河南焦作，四川德阳、攀枝花，湖北襄阳及云南楚雄等四省五地六大生产基地，形成了从钒钛磁铁矿采选到还原钛、高钛渣、合成金红石等原料精深加工，再到硫酸法钛白、氯化法钛白、海绵钛等产品的全产业链格局。公司钛白粉年产能达101万吨，海绵钛年产能1万吨，目前钛白粉规模亚洲第一，世界第三，同时拟继续扩建，建成后有望跻身全球龙头。

产量方面，受益于焦作氯化法二期 20 万吨/年生产线的试产和新立钛业 6 万吨/年氯化法钛白粉的复产，上半年公司共生产钛白粉 40.53 万吨，同比+32.1%，其中硫酸法钛白粉 31.02 万吨，同比+3.51%，氯化法钛白粉 9.51 万吨，同比+183.17%，占总产量的比例不断提升，达到 23.46%。销量方面，尽管上半年受疫情影响行业整体需求萎靡，公司仍然实现逆势增长，共销售钛白粉 35.55 万吨，同比+15.62%，其中出口 19.72 万吨，同比增长 23.13%。矿产品版块维持稳定，上半年共采选铁精矿 190.74 万吨，同比+7.56%，钛精矿 43.73 万吨，同比减少 0.71%。

3. 钛白粉下游需求已现复苏迹象，逐渐好转

随着疫情的逐渐控制，我国经济前低后高，房地产市场持续恢复。2020 年 1-6 月份，全国房地产开发投资 62780 亿元，同比增长 1.9%，1-5 月份为下降 0.3%。1-6 月份，房屋新开工面积 97536 万平方米，同比下降 7.6%，降幅较前值收窄 5.2 个百分点；房屋竣工面积 29030 万平方米，同比下降 10.5%，降幅较前值收窄 0.8 个百分点。同时，随着下半年基建持续发力及七月下旬各地雨季陆续结束，国内钛白粉需求有望逐步恢复。

出口方面：2020 年 4、5 月份钛白粉出口分别为 8.81 万吨、6.65 万吨，环比大幅下滑，6 月份出口 7.73 万吨，环比+16.24%，呈现出止跌回升趋势。**价格方面：**自 6 月底开始，行业整体触底反弹，价格呈现止跌回升趋势。7 月 11 日，公司顺应行业涨价潮，上调各硫酸法型号钛白粉价格 500 元/吨，同时，随着焦作氯化法二期 20 万吨/年生产线和新立钛业 6 万吨/年氯化法生产线的平稳运行，成本有望改善。

我们认为随着疫情逐步得到控制，需求将逐渐恢复，同时钛矿端成本高压导致价格易涨难跌，行业环比改善，将迎来复苏期。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 30.6/39.3/46.1 亿元，对应 EPS 1.51/1.93/2.27 元，PE 16/12/10 倍。由于公司 6 月以来快速上涨，今年以来股价涨幅 62%，本次二季度业绩不及预期，预计将调整，下半年迎来再次布局机会。考虑公司钛白粉规模全球第三，且有望成长为全球龙头，产业链一体化优势明显，新增产能陆续释放，盈利提升，低估值高分红，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济下滑，钛白粉需求及价格下滑，新产能投放不及预期，减持。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	114.2	133.5	162.4	194.0
(+/-%)	8.2	16.9	21.7	19.4
净利润(亿元)	25.94	30.6	39.3	46.1
(+/-%)	13.49	17.9	28.5	17.2
摊薄每股收益(元)	1.29	1.51	1.93	2.27
市盈率(PE)	18	16	12	10

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

资产负债表				利润表					
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	7843	9501	11194	13136	营业收入	11420	13351	16242	19396
货币资金	2641	2670	3248	3879	营业成本	6546	7767	9310	11279
应收账款	1605	1536	1869	2232	营业税金及附加	133	187	227	272
其他应收款	45	53	64	77	营业费用	463	668	812	970
预付款项	487	526	572	629	管理费用	551	801	975	1164
存货	2223	2447	2933	3554	财务费用	123	100	100	100
其他流动资产	470	470	470	470	资产减值损失	-62	100	50	50
非流动资产合计	18100	15506	14803	14000	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	941	30	30	30	投资净收益	-51	10	10	10
固定资产	6811	6851	6555	6073	营业利润	3050	3739	4778	5572
无形资产	1552	1397	1242	1086	营业外收入	6	15	15	15
其他非流动资产	579	100	100	100	营业外支出	35	10	10	0
资产总计	25943	25007	25997	27136	利润总额	3022	3744	4783	5587
流动负债合计	8390	7416	7533	7665	所得税	418	599	765	894
短期借款	2867	3489	3098	2583	净利润	2605	3145	4018	4693
应付账款	2012	1489	1785	2163	少数股东损益	11	86	86	86
预收款项	130	130	130	130	归属母公司净利润	2594	3059	3932	4607
一年内到期的非流动	142	400	400	400	EBITDA	4130	4657	5731	6536
非流动负债合计	3481	3153	3153	3153	EPS (元)	1.29	1.51	1.93	2.27
长期借款	2752	2752	2752	2752	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0	2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计	11871	10569	10686	10818	成长能力				
少数股东权益	201	287	373	459	营业收入增长	8.2%	16.9%	21.7%	19.4%
实收资本（或股本）	2032	2032	2032	2032	营业利润增长	13.5%	22.6%	27.8%	16.6%
资本公积	9485	9485	9485	9485	归属于母公司净利润增	13.5%	17.9%	28.5%	17.2%
未分配利润	1658	1964	2357	2818	获利能力				
归属母公司股东权益	13871	14084	14831	15706	毛利率（%）	43%	42%	43%	42%
负债和所有者权益	25943	24940	25890	26983	净利率（%）	23%	24%	25%	24%
现金流量表					总资产净利润（%）	10%	12%	15%	17%
	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE（%）	19%	22%	27%	29%
经营活动现金流	2004	1132	4404	5032	偿债能力				
净利润	2605	3145	4018	4693	资产负债率（%）	46%	42%	41%	40%
折旧摊销	956.11	817.80	853.21	863.17	流动比率	0.93	1.28	1.49	1.71
财务费用	123	100	100	100	速动比率	0.67	0.95	1.10	1.25
应付帐款的变化	0	-523	296	378	营运能力				
预收帐款的变化	0	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.52	0.64	0.73
投资活动现金流	-2003	541	-190	-100	应收账款周转率	8	9	10	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	6.98	7.63	9.92	9.82
长期投资	941	30	30	30	每股指标（元）				
投资收益	-51	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.29	1.51	1.93	2.27
筹资活动现金流	-449	-1643	-3636	-4301	每股净现金流(最新摊	-0.22	0.01	0.28	0.31
短期借款	2867	3489	3098	2583	每股净资产(最新摊薄)	6.83	6.93	7.30	7.73
长期借款	2752	2752	2752	2752	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	18.28	15.66	12.19	10.40
资本公积增加	-97	0	0	0	P/B	3.45	3.40	3.23	3.05
现金净增加额	-448	30	578	631	EV/EBITDA	12.36	11.14	8.88	7.62

资料来源：WIND, 太平洋证券研究院

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	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
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。