



2020-08-24

公司点评报告

买入/维持

中核钛白 (002145)

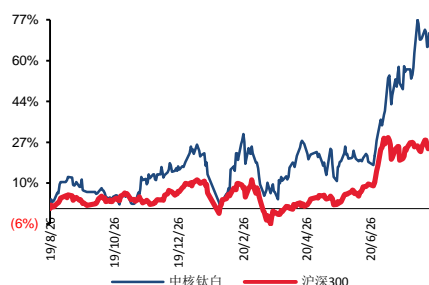
目标价: 8.2

昨收盘: 6.38

材料 材料 II

产能扩张巩固钛白粉行业龙二地位，员工持股增强凝聚力

■ 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) | 10,152/10,151 |
| 12 个月最高/最低(元) | 6.58/3.74 |

中核钛白 (002145) 《【太平洋化工】中核钛白 2019 年报点评：钛白粉行业龙二，产销提升带动利润稳增长》—2020/04/10

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，报告期内实现营业收入 16.38 亿元，同比-0.91%；归母净利润 2.45 亿元，同比+14.82%。其中二季度单季度实现营业收入 8.11 亿元，同比-2.79%，环比-1.93%；归母净利润 0.83 亿元，同比-21.27%，环比-48.77%。

主要观点：

1. 盈利改善，第五期员工持股计划增强凝聚力

公司主营业务为金红石型钛白粉产品的研发、生产和销售，目前已形成 3 大生产基地，其中安徽金星为生产总部，有 15 万吨/年的粗品产能，40 万吨/年的成品产能；和诚钛业有 8 万吨/年的粗品产能，东方钛业在白银基地有 10 万吨/年的粗品产能，共计 33 万吨粗品、40 万吨成品的年产能，产销量位居全国第二。2020 年 Q1-Q2，公司单季度分别实现归母净利润 1.62 亿元、0.83 亿元，同比+50.12%、-21.27%，上半年总计 2.45 亿元，同比+14.82%。一季度由于国内疫情爆发，海外客户担心后续供应受阻出现补库行情，我国钛白粉出口量 33.13 万吨，同比+42.4%，与公司一季度业绩相吻合。同时毛利率 33.56%，为仅次于 2019Q4 的较高水平，净利率 19.6%，为历史最高水平。二季度业绩下滑较多，主要由于国外疫情爆发，出口量下滑，同时国内下游需求复苏缓慢，对价格造成冲击。二季度我国钛白粉出口量 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随之下降 6.38 pcts 至 27.18%，净利率下降 9.35 pcts 至 10.25%。

公司拟实施第五期员工持股计划，股票来源为公司回购专用账户回购的股票。受让回购股票价格为每股 4.24 元（回购股份的平均回购价格为 4.237 元/股），涉及受让股票数量不超过 40,174,156 股，资金总额不超过 1.8 亿元。锁定期 12 个月，存续期不超过 24 个月。

2、产能加速扩张，50 万吨钛白粉项目落地甘肃白银

2020 年 8 月 19 日，公司亚洲钛业生产基地落地白银签约仪式举行。公司计划在白银高新区银东工业园，采用分阶段建设的模式建成 50 万吨清洁生产工艺资源综合利用项目，预计总投资规模 60 亿元。其中，第一阶段 10 万吨建成投产后形成资产规模约 20 亿元；第二阶段

段 40 万吨钛白粉粗品项目计划 2020 年 9 月开工，计划投资 30 亿元；第三阶段 20 万吨钛白粉成品项目，计划投资 10 亿元。该项目建成后将诞生全球单体规模最大的钛白粉生产基地，做大做强公司钛白粉主业，巩固行业优势地位。

3. 钛白粉下游需求及价格逐渐好转

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 1-7 月份，全国房地产开发投资 75325 亿元，同比增长 3.4%，上半年为同比增长 1.9%。1-7 月份，房屋新开工面积 120032 万平方米，同比下降 4.5%，降幅较前值收窄 3.1 个百分点；商品房销售面积 83631 万平方米，同比下降 5.8%，降幅较前值收窄 2.6 个百分点。同时，随着下半年基建持续发力及各地雨季陆续结束，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 14 日以及 8 月 7 日，公司一个月内连续两次上调各型号钛白粉价格，每次针对国内客户销售价格上调 500 元人民币/吨，国际客户出口价格上调 80 美元/吨。

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 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 21X、19X、17X。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，维持“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 | 21 | 19 | 17 |

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|-------|--------|--------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 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 | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 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 | 23.7 | 21.3 | 19.1 | 16.9 |
| | | | | | P/B | 3.11 | 2.71 | 2.38 | 2.09 |
| | | | | | EV/EBITDA | 15.1 | 13.3 | 10.7 | 8.8 |

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 | zhafll@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。