

氯化法钛白放量收入增长，行业周期波动影响利润表现

——龙蟠佰利三季报点评

公司点评

● 事件:

公司 2020 年三季报, 2020 年前三季度公司实现营业收入 99.41 亿, 同比上升 19.52%, 归母净利润 19.50 亿, 同比下滑 5.62%。单季度来看, 2020 年第三季度公司实现净利 6.57 亿, 同比下滑 17.52%, 环比上升 67.60%。同时公司提出三季度分红预案, 拟 10 派 1.1。

● 钛白产销提升助力收入增长, 钛矿-钛白粉价格波动影响利润

公司 20 万吨氯化法钛白顺利投产, 同时成功收购云南新立, 公司整体钛白粉产能由 71 万吨扩大至 101 万吨, 而我国钛白粉出口量不断增长, 2020 年 1-9 月, 我国钛白粉累计出口达 88.95 万吨, 同比增长 19.98%, 公司钛白粉产销提升助力收入增长。受全球疫情冲击, 2020 年钛白粉价格大幅波动, 1-9 月钛白粉市场均价同比下滑 14.41%, 但是钛精矿市场均价同比上涨 16.98%, 使得公司毛利率同比下降 4.91 个百分点至 38.44%, 公司凭借自有钛矿优势, 依然保持了较高的盈利水平, 但受行业周期波动影响, 利润下滑在预期之内。

单季度来看, 钛白粉价格在第二季度见底后, 公司在分别在 7 月、9 月两次上调钛白粉价格, 同时第三季度钛白粉销量约 23 万吨, 创单季度新高, 业绩环比大幅改善。

● 钛白粉景气持续, 公司持续加码氯化法钛白

步入 10 月, 钛白粉行业景气延续, 公司再次上调钛白粉售价, 钛精矿价格也涨至 1900 元/吨, 创近三年新高, 成本端给予钛白粉价格较强的支撑, 在出口量持续扩大的情况下, 钛白粉景气将延续。公司持续加码氯化法钛白, 攀西 50 万吨钛精矿综合利用项目将实现氯化法钛白原材料的国产化, 在云南继续扩产 20 万吨氯化法钛白, 产能保持高速扩张。

● 我国钛白粉行业转型升级的龙头企业, 维持“强烈推荐”评级

公司是我国率先掌握氯化法钛白规模化生产的企业, 未来将形成 60 万吨硫酸法钛白+60 万吨氯化法钛白的生产能力, 比肩国际钛白粉巨头; 同时依托全产业链优势, 布局金属钛业务, 将成为全球钛业巨头。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 28.24、39.10、46.32 亿, 当前股价对应 PE 分别为 17、12、10 倍, 维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 钛白粉价格下跌, 安全环保事故, 新建项目进度低于预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,441	11,359	14,080	17,516	19,232
增长率(%)	1.8	8.8	24.0	24.4	9.8
净利润(百万元)	2,286	2,594	2,824	3,910	4,632
增长率(%)	-8.7	13.5	8.9	38.4	18.5
毛利率(%)	41.2	42.4	38.0	39.3	40.9
净利率(%)	21.9	22.8	20.1	22.3	24.1
ROE(%)	18.4	18.5	16.8	20.9	21.7
EPS(摊薄/元)	1.12	1.28	1.39	1.92	2.28
P/E(倍)	21.0	18.5	17.0	12.3	10.3
P/B(倍)	3.9	3.5	2.9	2.6	2.3

强烈推荐 (维持评级)

程磊 (分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

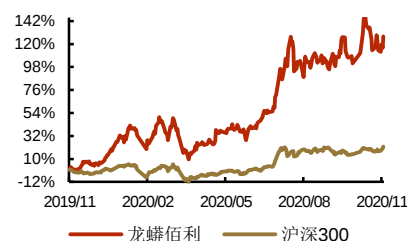
李啸 (分析师)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280520080001

市场数据	时间 2020.11.05
收盘价(元):	26.29
一年最低/最高(元):	12.12/29.0
总股本(亿股):	20.32
总市值(亿元):	534.22
流通股本(亿股):	14.18
流通市值(亿元):	372.69
近 3 月换手率:	102.33%

股价一年走势



相关报告

《氯化法钛白逐步放量, 疫情拖累二季度盈利》2020-08-02

《龙蟠佰利 一季度业绩超预期, 非公开发行助力长期发展》2020-04-23

《全年业绩符合预期, 氯化法钛白粉放量在即》2020-03-24

《崛起中的世界钛业巨头》2020-03-03

《三季度业绩预告超预期, 看好钛白粉景气持续提升》2017-10-16

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6468	7843	7966	11358	10059
现金	1684	2641	3128	4401	4132
应收票据及应收账款合计	1812	1642	2222	2595	2616
其他应收款	35	45	33	69	48
预付账款	218	487	117	701	248
存货	1948	2223	2140	3179	2501
其他流动资产	770	804	326	414	515
非流动资产	14456	18100	19149	21070	21314
长期投资	12	941	941	941	941
固定资产	5844	6811	8099	9618	9887
无形资产	1247	1552	1742	1970	2003
其他非流动资产	7354	8797	8368	8542	8484
资产总计	20924	25943	27116	32428	31373
流动负债	7347	8390	7312	11181	8058
短期借款	3633	2867	3314	3271	3151
应付票据及应付账款合计	2438	4419	2475	6153	3260
其他流动负债	1276	1103	1524	1757	1647
非流动负债	943	3481	2896	2445	1895
长期借款	408	2752	2274	1817	1235
其他非流动负债	535	729	622	629	660
负债合计	8290	11871	10208	13627	9953
少数股东权益	211	201	213	228	247
股本	2032	2032	2032	2032	2032
资本公积	9582	9485	9485	9485	9485
留存收益	1442	2309	3727	5689	8015
归属母公司股东权益	12423	13871	16695	18573	21173
负债和股东权益	20924	25943	27116	32428	31373

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2031	2004	2378	7038	4224
净利润	2320	2605	2836	3926	4650
折旧摊销	904	968	855	1092	1289
财务费用	232	123	193	193	174
投资损失	-42	51	77	77	77
营运资金变动	-1514	-2072	-1587	1765	-1976
其他经营现金流	131	329	3	-16	9
投资活动现金流	-592	-2003	-2029	-3074	-1605
资本支出	455	1002	1527	1825	148
长期投资	-181	-221	0	0	0
其他投资现金流	-318	-1221	-502	-1249	-1456
筹资活动现金流	-2157	-449	139	-2690	-2888
短期借款	192	-766	446	-42	-121
长期借款	-258	2345	-479	-457	-582
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-59	-97	0	0	0
其他筹资现金流	-2032	-1930	171	-2191	-2186
现金净增加额	-723	-440	487	1273	-269

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10441	11359	14080	17516	19232
营业成本	6139	6546	8728	10639	11360
营业税金及附加	146	133	169	210	231
营业费用	402	463	563	666	712
管理费用	456	551	634	718	769
研发费用	399	416	465	490	538
财务费用	232	123	193	193	174
资产减值损失	226	-62	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	0	0	0
其他收益	88	113	89	97	100
投资净收益	42	-51	-77	-77	-77
营业利润	2688	3050	3341	4619	5471
营业外收入	57	6	0	0	0
营业外支出	29	35	5	0	0
利润总额	2716	3022	3336	4619	5471
所得税	396	418	500	693	821
净利润	2320	2605	2836	3926	4650
少数股东损益	35	11	12	16	19
归属母公司净利润	2286	2594	2824	3910	4632
EBITDA	3681	4149	4266	5759	6782
EPS(元)	1.12	1.28	1.39	1.92	2.28

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.8	8.8	24.0	24.4	9.8
营业利润(%)	-12.0	13.5	9.5	38.2	18.5
归属于母公司净利润(%)	-8.7	13.5	8.9	38.4	18.5
获利能力					
毛利率(%)	41.2	42.4	38.0	39.3	40.9
净利率(%)	21.9	22.8	20.1	22.3	24.1
ROE(%)	18.4	18.5	16.8	20.9	21.7
ROIC(%)	16.3	17.6	15.6	21.3	22.5
偿债能力					
资产负债率(%)	39.6	45.8	37.6	42.0	31.7
净负债比率(%)	26.3	25.4	20.4	9.0	6.0
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.7	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.2	6.6	5.7	5.8	6.0
应付账款周转率	3.2	1.9	3.2	2.8	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.28	1.39	1.92	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	2.44	1.17	3.46	2.08
每股净资产(最新摊薄)	6.11	6.83	8.22	9.14	10.42
估值比率					
P/E	21.0	18.5	17.0	12.3	10.3
P/B	3.9	3.5	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.8	12.5	12.1	8.7	7.3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，14年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

李啸，南京大学物理学硕士，2018年加盟新时代证券

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>