

# 开工未受疫情影响，受益钛白粉产业链上涨

## 龙蟒佰利(002601)

评级:	买入	股票代码:	002601
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	19.19/11.77
目标价格:		总市值(亿)	332.64
最新收盘价:	16.37	自由流通市值(亿)	331.85
		自由流通股数(百万)	2,027.18

### 事件概述

- (1) 国内钛白粉近期成本推动型上涨。近日国内西南、山东、华南地区钛白粉报价零星上调 50 元/吨-150 元/吨，主要受钛矿上涨推动。国内钛矿运输及开工受限，春节以后持续上调 100 元/吨以上。
- (2) 海外钛白粉价格上调。世界第三大钛白粉生产商 Venator 宣布其钛白粉产品将在 3 月 1 日之后提价 120 美元/吨，欧洲、中东和非洲地区将在 4 月 1 日之后提价 100 欧元/吨或 120 美元/吨。

### 分析判断:

#### ► 公司开工未受疫情影响，力求加大铁路运输力度缓解运输压力

公司现有四大钛白粉生产基地共 95 万吨产能，分布于河南焦作、四川德阳、湖北襄阳、云南楚雄，各生产基地钛白粉装置春节以来维持高负荷。公司四川攀枝花基地的 80 万吨钛矿也维持高负荷，受益于钛矿产品上涨。疫情未对公司开工造成影响，但对全市场的原料及产成品运输，尤其是汽车运输造成负面影响，公司加大铁路运输力度缓解运输矛盾。

#### ► 国内下游复工缓慢，预计海外钛白粉受益于原料价格上涨及旺季需求

国内钛白粉下游集中于涂料、塑料、造纸等行业，其下游行业分散，中小企业居多，目前复工有限，因而国内钛白粉价格主要受钛矿价格上涨推动。海外钛白粉企业以氯化法工艺为主，其所需的金红石矿全球供应趋于紧张，根据 TZMI 预计，2020 年将出现缺口。2019 年中国钛白粉产量约 290 万吨，净出口逾 80 万吨，全球产量预计约 590 万吨，中国以外的区域需求占比近 65%，随着海外需求旺季来临，预计行业整体供需偏紧，如每吨钛白粉涨价 1000 元/吨，将增厚公司净利 6.3 亿元。

#### ► 后续国内钛白粉需求有望受益于地产政策边际放松

钛白粉下游近 50%为房地产相关，疫情影响下，多省市相继推出各类涉房支持政策，包括暂缓土地出让金和暂缓贷款偿付等。未来国内钛白粉需求有望受益于地产政策边际放松。

### 投资建议

我们维持预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 25.7/32/40 亿元，分别同比增长 12%/29%/22%，EPS 分别为 1.26/1.54/1.99 元，目前股价对应 PE 分别为 13.7X、11.2X、8.7X，给予 2021 年 10 倍 PE，维持目标价 19.9 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情持续时间超预期、扩产进度低于预期的风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10353.12	10553.99	11415.81	14464.44	18933.13
YoY (%)	147.45%	1.94%	8.17%	26.71%	30.89%
归母净利润(百万元)	2502.41	2285.73	2564.53	3135.55	4038.57
YoY (%)	466.02%	-8.66%	12.20%	22.27%	28.80%
毛利率 (%)	45.59%	41.80%	39.89%	38.58%	37.06%
每股收益 (元)	1.23	1.12	1.26	1.54	1.99
ROE	19.42%	18.40%	17.11%	17.30%	18.22%
市盈率	14.05	15.38	13.71	11.21	8.70

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：陈凯茜

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：chenkq1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10553.99	11415.81	14464.44	18933.13	净利润	2320.24	2629.78	3209.14	4130.32
YoY (%)	1.94%	8.17%	26.71%	30.89%	折旧和摊销	903.73	1030.04	1238.53	1426.00
营业成本	6142.72	6861.91	8883.77	11916.60	营运资金变动	-1514.19	-597.66	-391.91	-568.80
营业税金及附加	146.41	130.14	176.82	226.24	经营活动现金流	2030.78	3228.23	4142.87	5040.69
销售费用	402.39	410.32	530.43	624.79	资本开支	-451.95	-2141.50	-2548.50	-2548.50
管理费用	455.76	542.35	666.33	881.29	投资	-180.79	-22.34	0.00	0.00
财务费用	231.82	100.64	50.26	-20.56	投资活动现金流	-592.38	-2233.49	-2538.50	-2538.50
资产减值损失	225.65	30.95	36.88	39.30	股权募资	4.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	41.54	10.00	10.00	10.00	债务募资	277.37	-1901.42	-1339.62	-392.18
营业利润	2688.45	3089.20	3756.34	4834.60	筹资活动现金流	-2156.82	-2420.12	-1401.36	-417.54
营业外收支	27.42	-11.00	0.00	0.00	现金净流量	-718.42	-1425.38	203.02	2084.64
利润总额	2715.87	3078.20	3756.34	4834.60	<b>主要财务指标</b>				
所得税	395.63	448.42	547.20	704.28	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	2320.24	2629.78	3209.14	4130.32	营业收入增长率	1.94%	8.17%	26.71%	30.89%
归属于母公司净利润	2285.73	2564.53	3135.55	4038.57	净利润增长率	-8.66%	12.20%	22.27%	28.80%
YoY (%)	-8.66%	12.20%	22.27%	28.80%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.12	1.26	1.54	1.99	毛利率	41.80%	39.89%	38.58%	37.06%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	21.98%	23.04%	22.19%	21.82%
货币资金	1684.38	259.00	462.02	2546.66	总资产收益率 ROA	10.92%	12.23%	13.23%	14.09%
预付款项	218.03	244.49	316.13	424.24	净资产收益率 ROE	18.40%	17.11%	17.30%	18.22%
存货	1947.72	1884.69	2472.94	3302.46	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2617.39	2942.31	3529.46	4378.81	流动比率	<b>0.88</b>	<b>1.15</b>	<b>1.64</b>	<b>2.14</b>
流动资产合计	6467.53	5330.50	6780.55	10652.17	速动比率	0.59	0.69	0.96	1.39
长期股权投资	11.63	33.97	33.97	33.97	现金比率	0.23	0.06	0.11	0.51
固定资产	5843.52	5482.85	5462.58	5303.74	资产负债率	39.62%	27.19%	22.04%	21.13%
无形资产	1246.65	1576.28	1857.02	2088.86	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	14456.14	15630.41	16910.88	18003.87	总资产周转率	0.51	0.55	0.65	0.72
资产合计	20923.67	20960.91	23691.43	28656.04	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3633.22	1731.80	392.18	0.00	每股收益	1.12	1.26	1.54	1.99
应付账款及票据	2437.89	1956.89	2615.66	3471.88	每股净资产	6.11	7.37	8.92	10.91
其他流动负债	1276.01	934.06	1136.29	1506.54	每股经营现金流	1.00	1.59	2.04	2.48
流动负债合计	7347.12	4622.75	4144.13	4978.42	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
长期借款	407.81	407.81	407.81	407.81	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	534.74	668.49	668.49	668.49	PE	15.38	13.71	11.21	8.70
非流动负债合计	942.55	1076.30	1076.30	1076.30	PB	2.01	2.09	1.73	1.41
负债合计	8289.67	5699.05	5220.43	6054.72					
股本	2032.02	2032.02	2032.02	2032.02					
少数股东权益	211.11	276.36	349.94	441.70					
股东权益合计	12634.00	15261.86	18471.00	22601.32					
负债和股东权益合计	20923.67	20960.91	23691.43	28656.04					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。