

中信证券研究部



王喆
首席化工分析师
S1010513110001



袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005



敖钟
首席周期产业
分析师
S1010515020001

核心观点

公司 2019 年归母净利润同比稳健增长 13.49%。2020 年虽然受到疫情影响行业整体存压，但我们认为钛白粉需求存在韧性，不用悲观。同时公司 2020 步入快速发展期，产能的投放、整合优势的释放料均将明显增厚业绩，我们坚定看好公司长期成长性。维持目标价 20 元，维持“买入”评级。

■ **2019 归母净利润同比增加 13.49%**。公司 2019 年营业收入 113.59 亿元，同比增加 8.79%；归母净利 25.94 亿元，同比增加 13.49%（3.08 亿元）；扣非归母净利 24.92 亿元，同比增加 15.59%（3.36 亿元）；非经常性损益 1.02 亿元，其中最大项为政府补助 8,843 万元（与往年基本持平）。成本项看：1）营业成本仅上升 6.63%（销量整体增加为 6.38%）；2）四项费用增加 9.48%（合计 1.41 亿元，包含投资收益的票据贴现利息 7,700 万元）；3）信用/资产减值损失同比减少 3,483 万元。因此净利润比收入增速大的部分主要来自营业成本的节省。分季度来看，营业收入分别为 27.76/25.84/29.09/30.87 亿元，归母净利分别为 6.23/6.47/7.72/5.28 亿元，四季度环比下降符合经营一般规律，一部分是管理费用环比增加了 1 亿，一部分是信用/资产减值的集中体现环比增加 1.38 亿。

■ **现金流净流量整体平稳**。现金流量表来看整体平稳可控：1、经营活动产生的净现金流入为 20.04 亿元，同比减少 1.34%，基本持平。2、投资活动产生的净现金流出为 20.03 亿元，较 2018 年 5.92 亿元大幅增加 14.11 亿元，其中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产”增加 5.47 亿元、“取得子公司及其他营业间位支付现金”增加 8.44 亿元。我们预计这两块与公司收购新立、东锆，并对新立复产做了相应的投资等对应。3、筹资活动产生的净现金流出 4.49 亿元，比上年净流出 21.57 亿元减少 17.08 亿元。

■ **主要产品销量整体同比增加 6.38%**。2019 年，公司共生产硫酸法钛白粉 55.52 万吨，同比减少 1.65%，氯化法钛白粉 7.47 万吨，同比增长 20.40%；共销售硫酸法钛白粉 55.78 万吨，同比增长 6.06%，氯化法钛白粉 6.75 万吨，同比增长 13.31%；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%。产销较往年稳中有进，整体实现年初产销计划目标，创历史新高。

■ **新立复产情况整体非常积极**。新立钛业已实现全面复产，初步形成了氯化钛渣、氯化钛白、海绵钛为一体的低成本联产体系，其中 8 万吨/年高钛渣生产线于 2019 年 9 月 15 日顺利复产，年累计生产高钛渣 1.2 万吨，完成产值 1.1 亿元；1 万吨/年海绵钛生产线于 2019 年 9 月底顺利复产，2019 年 10 月 5 日产出第一炉海绵钛，全年生产海绵钛 700 吨；6 万吨/年氯化法钛白粉生产线于 2019 年 12 月 6 日产出钛白粉。

■ **2020 年将开启公司发展的新阶段**。客观来看，本次受欧美疫情影响，行业对钛白粉出口有所担忧。我们的判断是，一方面二季度国内需求恢复加快，会填补海外一部分订单（海外工厂也存在停产导致产量缺口的可能性）；另一方面钛白粉整体需求存在韧性，不用特别悲观。更重要的是这个时点来看，公司自身发展的新阶段已经开启，在此之前，公司完成了全产业链（从矿到钛白粉到海绵钛）及高端产能（氯化钛白粉）的初步布局。2019 年是产能的建设（氯化法产线是在下半年投产调试，高钛渣项目刚启动）和整合（包括新立、东锆、金川等）阶段，预计从 2020 年开始产能的投放、整合优势的释放都将形成明显的业绩的增厚。此外，钛、锆金属及合金业务在未来也可能形成新的增长点。因此 2019 年消化巩固期，未来三年会是加速发展期，我们充分看好。

■ **风险因素**：疫情影响下钛白粉需求存压；公司主要项目建设进度低预期。

■ **投资建议**：看好公司的战略布局和快速成长的潜力，考虑到疫情对全球经济影响，调整公司 2020/21/22 年归母净利润预测为 29.84/41.10/48.54 亿元（原 2020/21 年预测为 33.47/42.77 亿元），对应 EPS 预测分别 1.47/2.02/2.39 元。维持目标价 20 元（对应 2020 年 13.6 倍 PE），维持“买入”评级。

龙蟒佰利	002601
评级	买入（维持）
当前价	13.80 元
目标价	20 元
总股本	2,032 百万股
流通股本	1,440 百万股
52 周最高/最低价	19.19/11.77 元
近 1 月绝对涨幅	-18.58%
近 6 月绝对涨幅	10.97%
近 12 月绝对涨幅	-5.87%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,553.99	11,419.89	14,249.21	16,939.74	20,258.45
营业收入增长率	2%	8%	25%	19%	20%
净利润(百万元)	2,285.73	2,593.98	2,984.26	4,110.57	4,854.53
净利润增长率	-9%	13%	15%	38%	18%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.15	1.29	1.47	2.02	2.39
毛利率%	42%	43%	41%	43%	43%
净资产收益率 ROE%	18.40%	18.70%	19.47%	23.29%	24.22%
每股净资产 (元)	6.11	6.83	7.54	8.69	9.86
PE	12	11	9	7	6
PB	2	2	2	2	1

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 3 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,554	11,420	14,249	16,940	20,258	货币资金	1,684	2,641	2,948	3,384	4,314
营业成本	6,139	6,546	8,426	9,724	11,585	存货	1,948	2,223	2,625	3,139	3,762
毛利率	41.83%	42.68%	40.87%	42.60%	42.82%	应收账款	1,100	1,605	1,722	2,070	2,594
营业税金及附加	146	133	191	221	258	其他流动资产	1,736	1,374	2,099	2,120	2,280
销售费用	402	463	526	655	785	流动资产	6,468	7,843	9,394	10,714	12,950
营业费用率	3.81%	4.06%	3.69%	3.87%	3.88%	固定资产	5,844	6,811	6,347	6,901	7,226
管理费用	456	551	688	818	979	长期股权投资	12	941	941	941	941
管理费用率	4.32%	4.82%	4.83%	4.83%	4.83%	无形资产	1,247	1,552	1,552	1,552	1,552
财务费用	232	123	225	217	163	其他长期资产	7,354	8,797	9,956	9,856	9,556
财务费用率	2.20%	1.08%	1.58%	1.28%	0.80%	非流动资产	14,456	18,100	18,795	19,250	19,275
投资收益	42	(51)	2	(2)	(17)	资产总计	20,924	25,943	28,189	29,964	32,225
营业利润	2,688	3,050	3,554	4,856	5,733	短期借款	3,633	2,867	3,444	2,854	1,746
营业利润率	25.47%	26.71%	24.94%	28.67%	28.30%	应付账款	1,259	2,012	1,931	1,945	2,317
营业外收入	57	6	25	29	20	其他流动负债	2,455	3,510	3,747	3,728	4,281
营业外支出	29	35	25	30	30	流动负债	7,347	8,390	9,122	8,527	8,345
利润总额	2,716	3,022	3,554	4,856	5,724	长期借款	408	2,752	2,752	2,752	2,752
所得税	396	418	517	695	814	其他长期负债	535	729	729	729	729
所得税率	14.57%	13.82%	14.55%	14.31%	14.23%	非流动性负债	943	3,481	3,481	3,481	3,481
少数股东损益	35	11	53	50	55	负债合计	8,290	11,871	12,603	12,008	11,826
归属于母公司股东的净利润	2,286	2,594	2,984	4,111	4,855	股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
净利率	21.66%	22.71%	20.94%	24.27%	23.96%	资本公积	9,582	9,485	9,485	9,485	9,485
						归属于母公司所有者权益合计	12,423	13,871	15,331	17,651	20,039
						少数股东权益	211	201	254	304	359
						股东权益合计	12,634	14,072	15,585	17,956	20,399
						负债股东权益总计	20,924	25,943	28,189	29,964	32,225

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,716	3,022	3,554	4,856	5,724
所得税支出	-396	-418	-517	-695	-814
折旧和摊销	904	968	705	845	975
营运资金的变化	-1,514	-2,072	-1,292	-812	-473
其他经营现金流	321	503	425	138	270
经营现金流合计	2,031	2,004	2,875	4,333	5,682
资本支出	-455	-1,002	-1,400	-1,300	-1,000
投资收益	42	-51	2	-2	-17
其他投资现金流	-179	-950	3	4	2
投资现金流合计	-592	-2,003	-1,395	-1,299	-1,015
发行股票	5	0	0	0	0
负债变化	10,270	13,580	576	-590	-1,108
股息支出	-2,117	-1,524	-1,524	-1,791	-2,466
其他融资现金流	-10,315	-12,505	-225	-217	-163
融资现金流合计	-2,157	-449	-1,173	-2,597	-3,737
现金及现金等价物净增加额	-718	-448	307	437	929

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	1.94%	8.20%	24.78%	18.88%	19.59%
营业利润增长率	-11.97%	13.47%	16.52%	36.63%	18.06%
净利润增长率	-8.66%	13.49%	15.05%	37.74%	18.10%
毛利率	41.83%	42.68%	40.87%	42.60%	42.82%
EBITDA Margin	36.15%	35.93%	31.10%	34.64%	33.60%
净利率	21.66%	22.71%	20.94%	24.27%	23.96%
净资产收益率	18.40%	18.70%	19.47%	23.29%	24.22%
总资产收益率	10.92%	10.00%	10.59%	13.72%	15.06%
资产负债率	39.62%	45.76%	44.71%	40.08%	36.70%
所得税率	14.57%	13.82%	14.55%	14.31%	14.23%
股利支付率	66.68%	58.75%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。