证券研究报告

其他化学制品

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

龙蟒佰利

002601

审慎增持 （维持）

出口业务下滑、产品降价等拖累业绩，氯化钛白二期等多项目值得期待

2019 年 08 月 21 日

市场数据

市场数据日期	2019-08-20
收盘价（元）	13.53
总股本（百万股）	2032.02
流通股本(百万股)	705.53
总市值（百万元）	27493.24
流通市值(百万元)	9545.83
净资产（百万元）	12775.47
总资产（百万元）	25762.52
每股净资产	6.29

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10553.99	11226.00	12850.00	13282.00
同比增长(%)	1.8%	6.4%	14.5%	15.7%
归母净利润(百万元)	2285.73	2552.68	3027.48	3656.03
同比增长(%)	-8.66%	11.68%	18.60%	20.76%
毛利率(%)	41.8%	40.8%	41.2%	41.5%
净利润率(%)	21.7%	22.7%	23.6%	24.6%
净资产收益率（%）	18.4%	16.2%	16.1%	16.3%
每股收益(元)	1.12	1.26	1.49	1.80
每股经营现金流(元)	1.00	1.15	1.88	2.12

相关报告

《龙蟒佰利（002601）18 年三季报点评：产销量提升带动三季度业绩增长，氯化法钛白粉项目持续建设》2018-10-23

《龙蟒佰利（002601）2018 年中报点评：上半年经营保持平稳，氯化法有望打开广阔成长空间（20180821）》2018-08-21

《龙蟒佰利（002601）：钛白粉延续高景气，前三季度业绩实现大幅增长》2017-10-23

分析师：

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

研究助理：

邓先河

dengxianhe@xyzq.com.cn

投资要点

- **事件：**龙蟒佰利发布 2019 年半年报，报告期内实现营业收入 53.62 亿元，同比增长 1.94%；实现归属上市公司股东的净利润 12.70 亿元，同比下降 5.29%，实现摊薄每股收益 0.62 元，半年度每股经营性净现金流 0.43 元。

  其中第二季度实现营业收入 25.84 亿元，同比下降 4.72%；实现归属上市公司股东的净利润 6.47 亿元，同比下降 12.93%。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**龙蟒佰利 2019 上半年稳步推进 20 万吨/年氯化钛白项目，战略收购新立钛业巩固行业地位。公司钛白粉销量同比略有增加，且矿产品产销整体情况位于近 3 年最高水平，销售额同比稳中有升。但受出口业务下滑、产品价格下跌等影响，公司业绩同比下降。

  龙蟒佰利目前钛白粉生产规模位居亚洲第一，世界第三，是全球主要钛白粉供应商。公司拥有四省五地六大生产基地，同时掌握硫酸法和氯化法两种生产工艺，钛白粉产能（含在建）合计 95 万吨，具有 30 年的钛白粉技术、生产和管理经验。公司充分利用联产法生产技术优势，相互嫁接钛白粉、锆制品等系列产品的生产工艺，形成了完善的循环经济运行模式。公司目前积极推进 20 万吨氯化法钛白粉项目，有望增强公司钛白粉业务综合竞争力。按最新 20.32 亿股的总股本计，我们调整公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.26、1.49 元，并引入 2021 年 EPS 为 1.80 元的预测，维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示：化工品价格大幅波动的风险，新建项目投产不及预期的风险，中美贸易战对全球经济发展的影响存在不确定性的风险。

报告正文

事件

龙蟒佰利发布 2019 年半年报，报告期内实现营业收入 53.62 亿元，同比增长 1.94%；实现归属上市公司股东的净利润 12.70 亿元，同比下降 5.29%，实现摊薄每股收益 0.62 元，半年度每股经营性净现金流 0.43 元。

其中第二季度实现营业收入 25.84 亿元，同比下降 4.72%；实现归属上市公司股东的净利润 6.47 亿元，同比下降 12.93%。

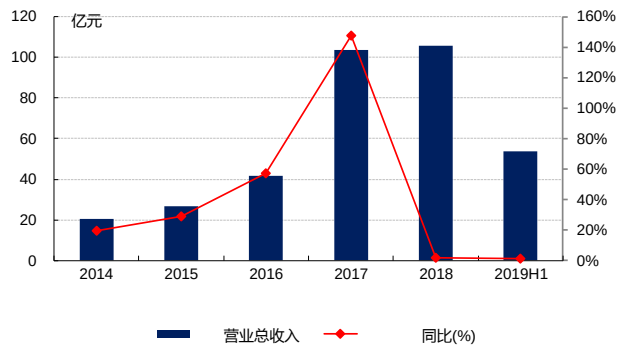
点评

龙蟒佰利 2019 上半年稳步推进 20 万吨/年氯化钛白项目，战略收购新立钛业巩固行业地位。公司钛白粉销量同比略有增加，且矿产品产销整体情况位于近 3 年最高水平，销售额同比稳中有升。但受出口业务下滑、产品价格下跌等影响，公司业绩同比下降。

- **2019上半年销售额稳中有升，出口业务同比下滑等拖累业绩**。2019上半年龙蟒佰利生产硫酸法钛白粉27.33万吨，氯化法钛白粉3.36万吨，采选铁精矿177.34万吨，钛精矿44.04万吨；共销售钛白粉30.74万吨，其中出口钛白粉16.01万吨。公司钛白粉销量同比提高2.26%至30.74万吨，钛白粉销售额同比下滑2.96%至43.74亿元；矿产品产销整体情况位于近3年最高水平，销售额同比提高45.44%至5.48亿元；锆制品销售额同比提高8.95%至0.40亿元；公司实现营业收入53.62亿元，同比增长1.94%。但受出口业务下滑（公司国外业务同比下滑8.65%至24.32亿元，国内业务同比提高13.01%至28.35亿元）、产品价格下跌（2019H1公司钛白粉销售均价同比下滑5.12%至1.42万元/吨）影响，公司归母净利润同比下滑5.29%至12.70亿元，毛利率同比下滑0.51个百分点至42.55%。

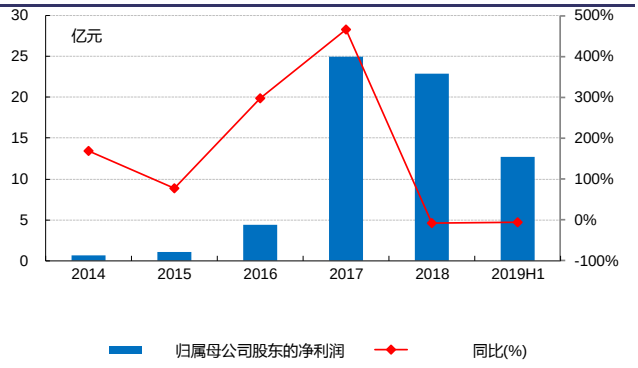
  2019上半年期间费用率（含研发）同比增加2.58个百分点至14.91%。销售费用同比提高9.55%至2.25亿元；管理费用同比提高12.22%至2.08亿元；因借款利息增加，财务费用同比提高51.47%至1.18亿元；因研发投入增加，研发费用同比提高38.15%至2.49亿元。

图1、龙蟒佰利营业收入



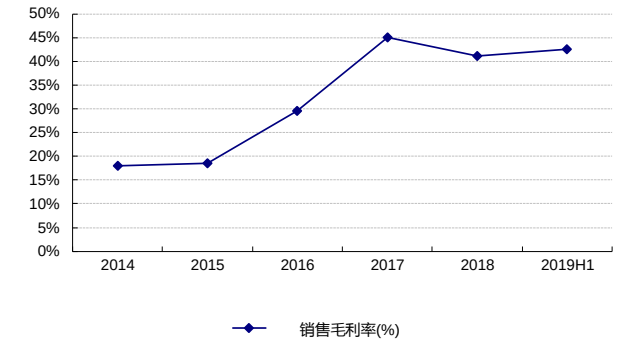
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、龙蟒佰利归母净利润



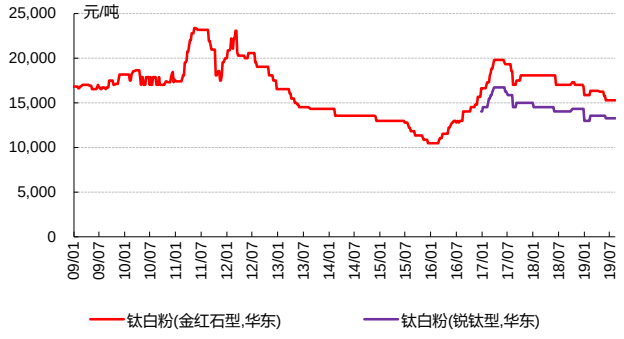
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、龙蟒佰利毛利率



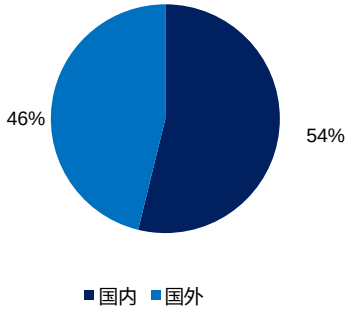
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、钛白粉产品价格



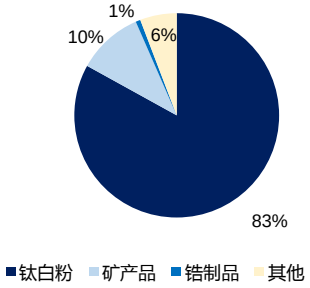
资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、龙蟒佰利境内外销售额占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、龙蟒佰利业务结构



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司未来三年（2019-2021）发展目标明确：**

（1）2019年，龙蟒佰利计划钛白粉产销规模突破70万吨，其中氯化法产品达到15万吨，年营业收入力争突破120亿元；2020年，钛白粉产销规模突破85万吨，其中氯化法产品达到25万吨，年营业收入力争160亿元；2021年，钛白粉产销规模突破100万吨，其中氯化法产品达到30万吨，年营业收入力争200亿元。

（2）2019年，公司计划生产钛白粉71.4万吨，销售钛白粉72万吨，采选铁精矿309万吨，钛精矿73万吨，年营业收入123亿元。

（3）全力保障氯化法新生产线投产运行，分季度制定全年氯化法新生产线的调试及投产计划，组织配套工程、技术、原料、人员等保障措施，确保氯化法二期项目按年计划投产运行，生产线分季度分批投运，产能逐步释放。

（4）启动攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程：全力推进50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程建设，完成项目可研、安评、环评、工程设计等工作，按计划推进项目开工建设。

- **公司在建或储备项目较多，未来发展值得期待：**

（1）20万吨氯化法二期项目稳步推进（计划投资额18.12亿元，通过可转债募资）。项目第一条生产线于2019上半年顺利实现投产试运行，系统连续运行时间及负荷屡创新高，并有千余吨合格产品产出，该项目的顺利试车为公司布局氯化法全流程产业链打下了良好基础。公司为落实“未来5-10年成为全球最大、成本最低、硫氯双工艺钛白粉综合集成服务商”的战略总目标，正式成立了龙蟒佰利联集团技术创新委员会，下辖6个产业技术分会和5个专业技术分会，统筹集团创新管理工作，攻克大规模氯化法钛白粉全产业链技术、硫酸法绿色制造与智能制造产业技术、钒钛磁铁矿资源综合利用技术，推进企业发展的绿色化、智能化、技术化进程，打造集团核心竞争力。由于硫酸法钛白粉生产会产生大量的废水、废固、废气，伴随国内环保督察升级，国内大量的落后、高污染装置逐步淘汰，硫酸法钛白粉产能呈现收缩状态；而氯化法钛白粉存在较强的技术壁垒，钛白粉产能扩张趋于有序化。行业集中度提升，行业散而乱的格局有所改善。

（2）公司董事会审议通过《关于投资建设50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程建设项目的议案》《关于投资建设年产3万吨高端钛合金新材料项目的议案》。项目有望充分利用攀西丰富的钛矿资源，实现钛精矿升级转化氯化钛渣的规模化生产，在保障氯化钛白原料的供应稳定的同时，提升矿产资源的综合利用价值，推动公司优化“钛精矿-氯化钛渣-氯化法钛白粉-海绵钛-钛合金全”产业链。

- **收购新立钛业股权，巩固行业领先地位。**2019上半年（5 月 24 日），龙蟒佰利与云冶集团签署了《产权交易合同》，受让云冶集团 2019 年 4 月 18 日在北京产权交易所公开挂牌转让的云南冶金新立钛业有限公司（以下简称“新立钛业”）68.10% 股权及债权。公司拟使用自有资金 5341 万元人民币收购新立钛业 26.18% 的少数股东股权。收购完成后，公司持有新立钛业 94.28% 股权。新立钛业拥有年产6万吨氯化法钛白粉生产线，1万吨海绵钛生产线，8万吨高钛渣生产线。新立钛业拥有一定的技术优势。公司和新立钛业是国内仅有的两家拥有大型沸腾氯化法钛白粉生产技术的企业，公司对其控股后，技术优势和市场地位将更加巩固。新立钛业地处云南楚雄州，靠近攀枝花生产基地，有利于高效利用当地的矿产资源；云南地区水、电、天然气较为富

足，价格较低，有利于降低生产成本。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**龙蟒佰利目前钛白粉生产规模位居亚洲第一，世界第三，是全球主要钛白粉供应商。公司拥有四省五地六大生产基地，同时掌握硫酸法和氯化法两种生产工艺，钛白粉产能（含在建）合计 95 万吨，具有 30 年的钛白粉技术、生产和管理经验。公司充分利用联产法生产技术优势，相互嫁接钛白粉、锆制品等系列产品的生产工艺，形成了完善的循环经济运行模式。公司目前积极推进 20 万吨氯化法钛白粉项目，有望增强公司钛白粉业务综合竞争力。按最新 20.32 亿股的总股本计，我们调整公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.26、1.49 元，并引入 2021 年 EPS 为 1.80 元的预测，维持“审慎增持”的投资评级。
- **风险提示：**化工品价格大幅波动的风险，新建项目投产不及预期的风险，中美贸易战对全球经济发展的影响存在不确定性的风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6468	9710	11752	17456
货币资金	1684	2628	3805	8259
交易性金融资产	659	800	800	800
应收账款	1100	1595	1824	2110
其他应收款	35	3	3	3
存货	1948	2518	2866	3469
非流动资产	14456	12175	14600	14005
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	12	27	24	20
投资性房地产	52	23	26	29
固定资产	5844	6081	7852	7348
在建工程	1413	807	503	352
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1247	1251	1256	1260
资产总计	20924	21885	26352	31461
流动负债	7347	5142	6303	7704
短期借款	3633	1000	1500	1800
应付票据	0	997	1134	1565
应付账款	2438	1993	2344	3043
其他	1276	1153	1326	1295
非流动负债	943	697	900	862
长期借款	408	408	408	408
其他	535	289	493	454
负债合计	8290	5840	7204	8565
股本	2032	2032	2032	2032
资本公积	9582	9917	9917	9917
未分配利润	963	3139	5910	9262
少数股东权益	211	272	345	433
股东权益合计	12634	16045	19148	22896
负债及权益合计	20924	21885	26352	31461

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2286	2553	3027	3656
折旧和摊销	904	581	735	867
资产减值准备	4	-34	16	19
无形资产摊销	130	2	2	2
公允价值变动损失	9	2	3	3
财务费用	232	169	101	95
投资损失	-42	-15	-18	-23
少数股东损益	35	61	73	88
营运资金的变动	-449	1274	263	261
经营活动产生现金流量	3819	2334	3830	4313
投资活动产生现金流量	-571	944	-3116	-133
融资活动产生现金流量	-1368	-2335	463	274
现金净变动	1881	944	1177	4454
现金的期初余额	2354	1684	2628	3805
现金的期末余额	4234	2628	3805	8259

利润表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10554	11226	12850	14870
营业成本	6139	6644	7560	8695
营业税金及附加	146	116	159	190
销售费用	402	432	486	543
管理费用	456	736	812	848
财务费用	232	169	101	95
资产减值损失	226	90	110	130
公允价值变动	9	2	3	3
投资收益	42	15	18	23
营业利润	2688	3055	3643	4396
营业外收入	57	10	10	10
营业外支出	29	15	15	15
利润总额	2716	3050	3638	4391
所得税	396	436	538	647
净利润	2320	2614	3100	3744
少数股东损益	35	61	73	88
归属母公司净利润	2286	2553	3027	3656
EPS (元)	1.12	1.26	1.49	1.80

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性 (%)				
营业收入增长率	1.8%	6.4%	14.5%	15.7%
营业利润增长率	-12.0%	13.6%	19.3%	20.6%
净利润增长率	-8.7%	11.7%	18.6%	20.8%
盈利能力 (%)				
毛利率	41.8%	40.8%	41.2%	41.5%
净利率	21.7%	22.7%	23.6%	24.6%
ROE	18.4%	16.2%	16.1%	16.3%
偿债能力 (%)				
资产负债率	39.6%	26.7%	27.3%	27.2%
流动比率	0.88	1.89	1.86	2.27
速动比率	0.61	1.40	1.41	1.81
营运能力 (次)				
资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.51
应收帐款周转率	8.66	7.88	7.12	7.15
每股资料 (元)				
每股收益	1.12	1.26	1.49	1.80
每股经营现金	1.00	1.15	1.88	2.12
每股净资产	6.11	7.76	9.25	11.05
估值比率 (倍)				
PE	12.0	10.8	9.1	7.5
PB	2.2	1.7	1.5	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn