2020 年 8 月 4 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 27.00

龙蟒佰利（002601.SZ） Buy 买入

上半年业绩微增，新增产能阻力全年业绩增长

结论与建议：

公司发布上半年业绩报告，上半年实现营收63.3亿元，yoy+18.0%，归母净利润12.9亿元，yoy+1.8%，每股收益为0.64元。其中二季度实现营收26.4亿元，qoq-28.6%，yoy+2.0%，归母净利润3.9亿元，qoq-56.6%，yoy-39.4%，业绩低于预期。公司近来氯化法钛白粉、海绵钛及上游配套原料项目陆续投产，叠加钛白粉价格回暖，全年业绩有保障，此外公司通过定增、战略协议进一步扩大产能，完善全产业链布局，降低生产成本，提高核心竞争力，看好公司未来成长空间，维持“买入”评级。

- **出口不佳、价格回落，二季度业绩低于预期：**二季度金红石型钛白粉均价为 1.36 万元/吨，qoq-9.1%，yoy-9.6%。出口方面，上半年我国钛白粉出口量 56.3 万吨，yoy+16.9%，其中二季度我国钛白粉出口量为 23.2 万吨，yoy-6.9%，qoq-30.0%，一季度受备货、补库存需求拉动，钛白粉市场表现强势，而二季度境外疫情严重，钛白粉需求不佳、市场走弱。公司上半年钛白粉出口量为 19.7 万吨，yoy+23.1%，占全国出口量的 35%，料公司二季度出口表现不佳，叠加钛白粉价格回落，致业绩低于预期。另外，公司上半年业绩增长主要受益于新增产能释放，贡献增量业绩，其中上半年氯化法钛白粉产量为 9.5 万吨，yoy+183%，钛白粉销量 35.6 万吨，yoy+15.6%。此外，上半年综合毛利率同比降 1.86 个百分点至 40.69%，期间费用率同比微增 0.35 个百分点至 15.26%。
- **低点已过，钛白粉价格有望持续回暖：**6 月底起公司在内的多家企业上调钛白粉价格，提价幅度 500-600 元/吨，目前金红石型钛白粉价格为 1.29 万元/吨，较前期低点上涨 5.0%，后期钛白粉价格有望持续回暖。国内方面，6 月以来厂家库存去化，目前厂家库存偏低，同时 6 月全国房屋竣工面积降幅收窄、汽车销售量同比增 12%，疫情过后，国内企业正常生产，钛白粉需求改善。出口方面，随着境外疫情好转，出口市场恢复良好，主要出口国已基本恢复至去年同期水平，后期出口仍有增加空间，其中 4-6 月出口量同比降幅分别为 43.9%、24.9%、7.5%，出口至暗时刻已过，后期趋势向好。最后，上游钛矿成本支撑，以及“金九银十”旺季需求拉动，钛白粉下半年价格看涨。
- **近有产能释放，远期定增及战略协议加持：**19-20 年公司在氯化法钛白粉、海绵钛及上游原料钛渣均有新增产能投产，其中 19 年下半年来有 26 万吨氯化法钛白粉产能投产，当前钛白粉产能同比提升 40%以上。海绵钛方面，新立钛业 1 万吨海绵钛 19 年 9 月底复产，与金川集团合作，升级改造后 1.5 万吨海绵钛有望于 20 年复产。最后公司富钛料产能二期 15 万吨、新立钛业 8 万吨高太渣、硫氯耦合钛材料绿色制造项目 30 万吨合成金红石 19 年相继投产，另有 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目预计 20 年投产。长期看，公司 4 月份拟通过定增募集资金 43.87 亿元，其中 15 亿元投资于 20 万吨氯化法钛白粉生产项目，进一步扩大钛白粉产能，7 月公司又与攀枝花市政府签订框架协议，计划在未来 5 年累计投资 140 亿元，涉及矿山扩建补短板以及采选技术升级、钛精矿升级氯化钛渣、氯化钛渣产业链延伸到氯化钛白等项目。公司不断加强全产业链布局，提高原料自给率，完善产业配套，降低生产成本，提高核心竞争力，并不断释放成长空间。
- **盈利预测：**我们预计公司 20/21/22 年实现净利润 30.7/38.1/44.3 亿元，yoy+18.5%/+24.2%/+16.1%，折合 EPS 为 1.51/1.88/2.18 元，目前股价对应的 PE 为 15/12/10 倍。鉴于公司新产能逐渐释放，以及未来成长空间大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

公司基本资讯

產業別	化工
A 股价(2020/8/3)	22.30
深证成指(2020/8/3)	13964.56
股價 12 個月高/低	26.68/10.91
總發行股數(百萬)	2032.02
A 股數(百萬)	1417.62
A 市值(億元)	316.13
主要股東	许刚(20.50%)
每股淨值(元)	6.60
股價/賬面淨值	3.38

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.7	38.1	69.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

产品组合

钛白粉	77.04%
矿产品	12.25%
锆制品	0.58%
其他	10.13%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.7%
一般法人	11.3%

股价相对大盘走势



.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,286	2,594	3,073	3,818	4,435
同比增减	%	-8.66%	13.49%	18.48%	24.23%	16.16%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.12	1.28	1.51	1.88	2.18
同比增减	%	-8.66%	13.49%	18.48%	24.23%	16.16%
A 股市盈率(P/E)	X	19.82	17.47	14.74	11.87	10.22
股利 (DPS)	RMB 元	0.75	0.75	0.85	1.10	1.30
股息率 (Yield)	%	3.38%	3.36%	3.81%	4.93%	5.83%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10441	11359	13662	16419	19114
经营成本	341	367	450	355	349
研发费用	399	416	501	602	701
营业税金及附加	146	134	161	193	225
销售费用	402	463	557	669	779
管理费用	456	551	662	796	927
财务费用	232	123	148	178	208
资产减值损失	226	62	74	89	104
投资收益	42	-51	-12	2	2
营业利润	2688	3050	3610	4478	5198
营业外收入	57	6	6	7	7
营业外支出	29	35	36	37	38
利润总额	2716	3022	3581	4448	5167
所得税	396	418	495	615	714
少数股东损益	35	11	13	16	18
归属于母公司股东权益	2286	2594	3073	3818	4435

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1684	2641	2121	2625	4220
应收账款	1100	1605	1685	1736	1788
存货	1948	2223	2401	2473	2548
流动资产合计	6468	7843	7650	8369	10136
长期股权投资	12	941	969	998	1028
固定资产	5844	6811	7195	8226	8426
在建工程	1413	1654	1704	1755	1808
非流动资产合计	14456	18100	18654	19859	20239
资产总计	20924	25943	26303	28228	30376
流动负债合计	7347	8390	7694	7925	8163
非流动负债合计	943	3481	3179	3274	3372
负债合计	8290	11871	10873	11199	11535
少数股东权益	211	201	214	229	247
股东权益合计	12634	14072	15431	17029	18841
负债及股东权益合计	20924	25943	26303	28228	30376

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	2031	2004	2304	2765	3180
投资活动产生的现金流量净额	-592	-2003	-2303	-1842	-1290
筹资活动产生的现金流量净额	-2157	-449	-516	-413	-289
现金及现金等价物净增加额	-723	-440	-520	504	1595

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。