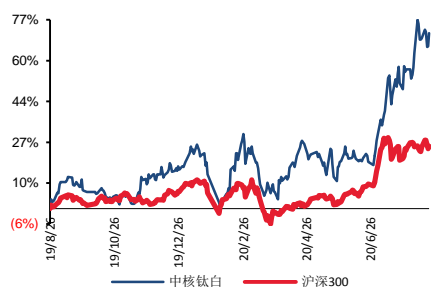


材料 材料II

产能扩张巩固钛白粉行业龙二地位，员工持股增强凝聚力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,591/1,591
总市值/流通(百万元)	10,152/10,151
12个月最高/最低(元)	6.58/3.74

中核钛白(002145)《【太平洋化工】中核钛白2019年报点评:钛白粉行业龙二,产销提升带动利润稳增长》—2020/04/10

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL:liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190518060003

证券分析师:翟绪丽

电话:010-88695269

E-MAIL:zhaixl@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190520060001

事件:公司发布2020年中报,报告期内实现营业收入16.38亿元,同比-0.91%;归母净利润2.45亿元,同比+14.82%。其中二季度单季度实现营业收入8.11亿元,同比-2.79%,环比-1.93%;归母净利润0.83亿元,同比-21.27%,环比-48.77%。

主要观点:

1. 盈利改善,第五期员工持股计划增强凝聚力

公司主营业务为金红石型钛白粉产品的研发、生产和销售,目前已形成3大生产基地,其中安徽金星为生产总部,有15万吨/年的粗品产能,40万吨/年的成品产能;和诚钛业有8万吨/年的粗品产能,东方钛业在白银基地有10万吨/年的粗品产能,共计**33万吨粗品、40万吨成品的年产能,产销量位居全国第二**。2020年Q1-Q2,公司单季度分别实现归母净利润1.62亿元、0.83亿元,同比+50.12%、-21.27%,上半年总计2.45亿元,同比+14.82%。一季度由于国内疫情爆发,海外客户担心后续供应受阻出现补库行情,我国钛白粉出口量33.13万吨,同比+42.4%,与公司一季度业绩相吻合。同时毛利率33.56%,为仅次于2019Q4的较高水平,净利率19.6%,为历史最高水平。二季度业绩下滑较多,主要由于国外疫情爆发,出口量下滑,同时国内下游需求复苏缓慢,对价格造成冲击。二季度我国钛白粉出口量23.19万吨,环比-30%。2020年Q2,国内金红石型钛白粉现货价13681元/吨,环比一季度14981元/吨下跌8.68%,同比去年同期的16414元/吨下跌16.65%。公司二季度综合毛利率随之下降6.38pcts至27.18%,净利率下降9.35pcts至10.25%。

公司拟实施第五期员工持股计划,股票来源为公司回购专用账户回购的股票。受让回购股票价格为每股4.24元(回购股份的平均回购价格为4.237元/股),涉及受让股票数量不超过40,174,156股,资金总额不超过1.8亿元。锁定期12个月,存续期不超过24个月。

2、产能加速扩张,50万吨钛白粉项目落地甘肃白银

2020年8月19日,公司亚洲钛业生产基地落地白银签约仪式举行。公司计划在白银高新区银东工业园,采用分阶段建设的模式建成50万吨清洁生产工艺资源综合利用项目,预计总投资规模60亿元。其中,第一阶段10万吨建成投产后形成资产规模约20亿元;第二阶段

段 40 万吨钛白粉粗品项目计划 2020 年 9 月开工，计划投资 30 亿元；第三阶段 20 万吨钛白粉成品项目，计划投资 10 亿元。该项目建成后将诞生全球单体规模最大的钛白粉生产基地，做大做强公司钛白粉主业，巩固行业优势地位。

3. 钛白粉下游需求及价格逐渐好转

随着疫情的逐渐控制，我国经济前低后高，房地产市场持续恢复。2020 年 1-7 月份，全国房地产开发投资 75325 亿元，同比增长 3.4%，上半年为同比增长 1.9%。1-7 月份，房屋新开工面积 120032 万平方米，同比下降 4.5%，降幅较前值收窄 3.1 个百分点；商品房销售面积 83631 万平方米，同比下降 5.8%，降幅较前值收窄 2.6 个百分点。同时，随着下半年基建持续发力及各地雨季陆续结束，国内钛白粉需求有望逐步恢复。

出口方面：2020 年 4、5 月份钛白粉出口分别为 8.81 万吨、6.65 万吨，环比大幅下滑，6 月份出口 7.73 万吨，环比+16.24%，呈现出止跌回升趋势。

价格方面：自 6 月底开始，行业整体触底反弹，价格呈现止跌回升趋势。7 月 14 日以及 8 月 7 日，公司一个月内连续两次上调各型号钛白粉价格，每次针对国内客户销售价格上调 500 元人民币/吨，国际客户出口价格上调 80 美元/吨。

我们认为随着疫情逐步得到控制，需求将逐渐恢复，同时钛矿端成本高压导致价格易涨难跌，行业环比改善，将迎来复苏期。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.78 亿元、5.33 亿元、6.02 亿元，对应 EPS 0.30 元、0.33 元、0.38 元，PE 21X、19X、17X。考虑公司为我国钛白粉行业 TOP2 企业，产能持续提升，规模效益增强，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响下游需求；钛白粉价格大幅下滑；原料钛矿供应紧张，价格上涨。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3377	4019	4420	4863
(+/-%)	9.3	19	10	10
净利润(百万元)	431	478	533	602
(+/-%)	6.9	10.9	11.5	13.0
摊薄每股收益(元)	0.27	0.30	0.33	0.38
市盈率(PE)	16	21	19	17

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	645	62	-467	-963	营业收入	3,377	4,019	4,420	4,863
应收票据	101	101	101	101	营业成本	2,304	2,893	3,139	3,404
应收账款	421	502	552	607	营业税金及附加	38	45	50	55
预付账款	31	39	42	46	销售费用	109	130	143	157
存货	530	666	723	784	管理费用	266	317	349	384
其他流动资产	133	133	133	133	研发费用	81	97	106	117
流动资产合计	1,862	1,502	1,083	707	财务费用	40	41	74	105
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-53	-53	-53	-53
长期股权投资	22	22	22	22	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,980	4,003	5,045	6,120	投资收益	-14	-14	-14	-14
在建工程	104	115	126	139	营业利润	480	534	599	681
无形资产	224	224	224	224	营业外收入	30	30	30	30
其他非流动资产	472	472	472	472	营业外支出	3	3	3	3
非流动资产合计	3,802	4,835	5,889	6,976	利润总额	508	562	627	708
资产合计	5,664	6,337	6,972	7,683	所得税	77	84	94	106
短期借款	790	814	838	863	净利润	431	478	533	602
应付票据	288	288	288	288	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	611	767	832	902	归属母公司净利润	431	478	533	602
预收款项	31	37	41	45	NOPLAT	492	456	539	635
其他应付款	35	35	35	35	EPS (摊薄)	0.27	0.30	0.33	0.38
一年内到期的非流动负债	130	130	130	130					
其他流动负债	85	85	85	85					
流动负债合计	1,970	2,156	2,249	2,348	主要财务比率				
长期借款	298	307	316	326	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	189	189	189	189	营业收入增长率	9.3%	19.0%	10.0%	10.0%
非流动负债合计	487	496	505	515	EBIT增长率	12.2%	-7.3%	18.2%	17.7%
负债合计	2,457	2,652	2,754	2,863	归母公司净利润增长率	6.9%	10.9%	11.5%	13.0%
归属母公司所有者权益	3,279	3,757	4,290	4,892	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	31.8%	28.0%	29.0%	30.0%
所有者权益合计	3,279	3,757	4,290	4,892	净利率	12.8%	11.9%	12.1%	12.4%
负债和股东权益	5,736	6,409	7,044	7,755	ROE	13.1%	12.7%	12.4%	12.3%
					ROIC	12.1%	10.0%	10.5%	11.0%
					偿债能力				
					资产负债率	42.8%	41.4%	39.1%	36.9%
					债务权益比	42.9%	38.3%	34.3%	30.8%
					流动比率	94.5%	69.7%	48.2%	30.1%
					速动比率	67.6%	38.8%	16.0%	-3.3%
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	45	45	45	45
					应付账款周转天数	95	95	95	95
					存货周转天数	83	83	83	83
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.27	0.30	0.33	0.38
					每股经营现金流	0.50	0.51	0.65	0.78
					每股净资产	2.06	2.36	2.70	3.07
					估值比率				
					P/E	23.7	21.3	19.1	16.9
					P/B	3.11	2.71	2.38	2.09
					EV/EBITDA	15.1	13.3	10.7	8.8

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。