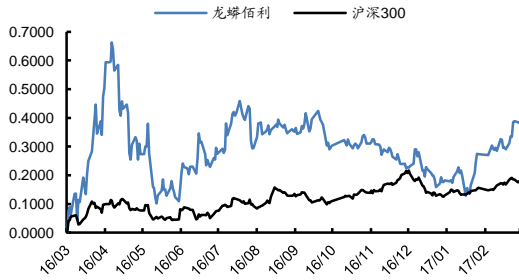


研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：张翠翠 S0350115090020
021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn

率先受益钛白粉价格上涨，氯化法强化龙头地位 ——龙蟒佰利（002601）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
龙蟒佰利	8.4	12.5	43.2
沪深300	1.9	-3.1	17.8

市场数据

2017/03/01

当前价格（元）	14.80
52周价格区间（元）	10.00 - 18.22
总市值（百万）	30076.04
流通市值（百万）	8819.78
总股本（万股）	203216.47
流通股（万股）	59593.13
日均成交额（百万）	400.60
近一月换手（%）	44.52

相关报告

《佰利联（002601）：钛白粉涨声不断，盈利能力显著增强（买入）*化工行业*代鹏举》——2016-04-26

《佰利联（002601）调研简报：供给侧改革受益标的，氯化法突破强化龙头地位（买入）*化工行业*代鹏举》——2016-03-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **供给侧改革叠加环保因素，钛白粉产能有望持续减少。**自2011年起，全球钛白粉行业由于前期高利润吸引大量固定投资进入，产能快速扩张叠加经济环境影响，2012-2015年钛白粉行业持续走低。中小企业迫于成本压力关停退出，同时全球钛白粉龙头公司于2016年关停部分落后产能，2016年国内外同时退出产能总量达77万吨，占全球总产能10%。国内目前有效产能300万吨，2016年产量达260万吨，行业平均开工率达85%，龙头企业开工率为90%以上。此外，硫酸法钛白粉由于生产过程中需要排放大量废硫酸、废渣和废气，新产能投放将受到限制，综合来看，钛白粉产能有望持续减少。
- **2016年房地产热销及印度等国家城市化建设，2017年钛白粉行业需求量继续扩大。**钛白粉主要用于装修阶段，通常滞后房屋销售环节。2016年房地产销售面积较15年大幅增长22%，2017年国内钛白粉需要量有望维持8%速度增长。同时印度等国家正进行城市化建设，进口钛白粉量有望维持30%以上速度增长。供需双轮驱动钛白粉价格继续上行。
- **原材料钛精矿暴涨支撑钛白粉价格，龙蟒佰利成本优势明显。**伴随钛白粉价格上涨，钛精矿价格2016年底部回升，国内报价从640元/吨上涨至1750元/吨，累计涨幅高达173%。环保趋严是钛精矿价格上涨的重要因素，2016年四川省环保厅会同攀枝花政府组成联合调查组对高新区企业进行逐一排查，当地大多数钛矿、钛白粉企业陆续关停。攀枝花钛精矿产能占全国总产能70%以上，居全国首位。受环保事件影响的钒钛高新区钛白粉产量36万吨左右，占据国内总产量的15%，钛精矿供给收缩推动价格快速上涨。龙蟒钛业拥有大规模钒钛磁铁矿资源，目前拥有钛精矿60万吨/年开采能力，可生产26万吨钛白粉，成本优势明显。
- **公司氯化法钛白粉稳定运行，将成为未来发展重点。**相比硫酸法钛白粉，氯化法钛白粉光学、化学性能更优，且具有生产流程短、连续化操作、单系列装置规模大、“三废”排放少等优势，已成为全球钛白粉的主流工艺。但由于氯化法技术壁垒高、难度大，国内现建成并投入生产或者试产的氯化法钛白企业仅河南佰利联、漯河兴茂钛业、云南新立、辽宁锦州钛业4家公司，公司与钛康公司终止合作后，利用PPG授权工艺生产的氯化法钛白粉成功实现稳定运行。目前公司氯化法钛白粉月产量达5000吨。公司率先实现氯化钛白粉生产有望抢占市场

先机。

- **维持“买入”评级。**供给侧改革叠加环保因素，钛白粉产能有望持续减少；2016年房地产热销及印度等国家城市化建设，2017年钛白粉行业需求量继续扩大，供需双轮驱动钛白粉价格继续上行；原材料钛精矿暴涨支撑钛白粉价格，龙蟒佰利成本优势明显；公司氯化法钛白粉稳定运行，率先实现氯化钛白粉生产有望抢占市场先机。钛白粉价格每上涨1000元/吨，eps增厚0.27元。预计公司2016-2018年EPS为0.24、1.09和1.26元，对应市盈率分别为67.4倍、14.7倍、12.8倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格不及预期；下游需求不及预期；环保力度不及预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2660	4655	12962	14823
增长率(%)	28.9%	75.0%	178.5%	14.4%
净利润（百万元）	111	485	2223	2560
增长率(%)	76.5%	335.3%	358.3%	15.2%
摊薄每股收益（元）	0.55	0.24	1.09	1.26
ROE(%)	4.7%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 龙蟒佰利盈利预测表

证券代码:	002601.SZ				股价:	14.80	投资评级:	买入		日期:	2017/03/01
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	5%	15%	16%	17%	EPS	0.55	0.24	1.09	1.26		
毛利率	19%	27%	33%	34%	BVPS	11.24	6.09	6.05	5.99		
期间费率	14%	14%	12%	13%	估值						
销售净利率	4%	10%	17%	17%	P/E	29.5	67.4	14.7	12.8		
成长能力					P/B	1.4	2.6	2.7	2.7		
收入增长率	29%	75%	178%	14%	P/S	1.2	7.0	2.5	2.2		
利润增长率	76%	335%	358%	15%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.46	0.28	0.63	0.70	营业收入	2660	4655	12962	14823		
应收账款周转率	3.77	3.84	4.87	4.87	营业成本	2147	3412	8645	9837		
存货周转率	3.49	4.56	4.56	4.56	营业税金及附加	6	19	52	59		
偿债能力					销售费用	110	214	518	637		
资产负债率	59%	25%	39%	41%	管理费用	200	363	1011	1156		
流动比	0.68	0.94	0.95	0.98	财务费用	59	46	30	18		
速动比	0.48	0.75	0.70	0.72	其他费用 / (-收入)	(10)	(12)	(11)	(11)		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	126	588	2694	3105		
现金及现金等价物	563	1118	1208	1216	营业外净收支	10	2	11	11		
应收款项	705	1211	2663	3046	利润总额	136	590	2705	3116		
存货净额	615	752	1906	2169	所得税费用	17	73	333	383		
其他流动资产	238	559	1555	1779	净利润	119	518	2372	2732		
流动资产合计	2120	3640	7333	8209	少数股东损益	8	33	149	172		
固定资产	1933	1992	2676	2853	归属于母公司净利润	111	485	2223	2560		
在建工程	1344	1544	1144	844	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
无形资产及其他	149	149	100	53	经营活动现金流	(562)	1008	3333	3256		
长期股权投资	38	9038	9038	9038	净利润	119	518	2372	2732		
资产总计	5761	16540	20469	21174	少数股东权益	8	33	149	172		
短期借款	1630	1130	830	530	折旧摊销	176	211	216	256		
应付款项	768	1974	5004	5694	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	23	38	107	122	营运资金变动	(865)	247	596	95		
其他流动负债	720	709	1810	2069	投资活动现金流	(339)	(9470)	(500)	(133)		
流动负债合计	3140	3852	7750	8414	资本支出	(689)	(470)	(500)	(133)		
长期借款及应付债券	250	215	165	165	长期投资	(6)	(9000)	0	0		
其他长期负债	13	13	13	13	其他	356	0	0	0		
长期负债合计	263	228	178	178	筹资活动现金流	989	9049	(2642)	(2991)		
负债合计	3403	4079	7928	8592	债务融资	843	(535)	(350)	(300)		
股本	204	2032	2032	2032	权益融资	156	10070	0	0		
股东权益	2358	12460	12541	12582	其它	(11)	(486)	(2292)	(2691)		
负债和股东权益总计	5761	16540	20469	21174	现金净增加额	88	588	192	132		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。