



收购上游矿产资源，构筑竞争优势

——龙蟒佰利（002601）事件点评

2017年03月21日

强烈推荐

龙蟒佰利 事件点评

事件：

龙蟒佰利近日发布公告称，拟以现金 1.9 亿元收购攀枝花市瑞尔鑫工贸有限责任公司（以下简称瑞尔鑫）100%的股权，收购完成后，瑞尔鑫将成为公司的全资子公司。在签订股权收购协议的同时，龙蟒佰利与瑞尔鑫还签署了《钛矿采购框架协议》，公司预计未来三年采购瑞尔鑫钛精矿的总量约为 48 万吨。

主要观点：

1、钛精矿资源供应偏紧，价格快速上涨

钛精矿是生产钛白粉的主要原料，2014 至 2016 年钛白粉价格低迷，导致钛精矿价格走低，大量选矿企业陷入亏损，进而倒闭退出，钛精矿供应收缩。2016 年下半年以来钛白粉需求好转，价格上升，带动了钛精矿价格大幅上涨。最新数据显示，46%钛精矿市场报价 1750-1800 元/吨（不含税），47%钛精矿市场报价 1850-1900 元/吨（不含税），较年初上涨约 20%，市场供应趋紧。

生产一吨钛白粉需消耗约 2.5 吨钛精矿（TiO₂ 含量 50%），钛精矿约占钛白粉生产成本的 1/3。因此钛精矿价格上涨使得下游钛白粉生产企业面临较大的成本压力。拥有稳定的钛精矿将有利于钛白粉企业控制生产成本，保证良好的经济效益。

2、收购上游矿产资源，保证龙蟒佰利行业竞争优势

瑞尔鑫公司地处钛矿资源丰富的攀西地区，具有 10 多年钛矿采购、加工及贸易经验，钛中矿加工综合实力较强。瑞尔鑫公司截至 2016 年底的总资产为 6425 万元，其中净资产 5015 万元。瑞尔鑫公司 2016 年营业收入 1.66 亿元，实现净利润 2818 万元。

根据龙蟒佰利和瑞尔鑫签署的《钛矿采购框架协议》，未来 3 年瑞尔鑫将向龙蟒佰利提供 48 万吨钛精矿（其中 2017 年度约 15 万吨，2018 年度约 16 万吨，2019 年度约 17 万吨）。

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

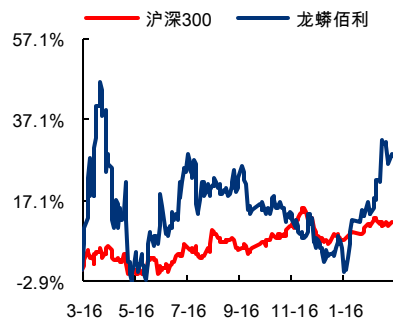
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52 周股价区间（元）	15.58-46
总市值（亿元）	316.61
流通市值（亿元）	92.85
总股本/流通 A 股（亿股）	203216/59593
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.61

52 周股价走势图



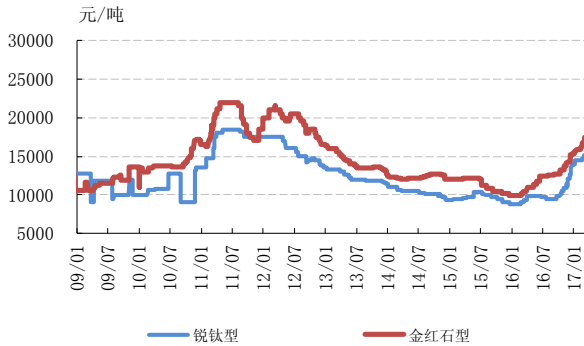
资料来源：wind

相关研究报告

1、《佰利联（002601）：原材料价跌导致净利润触底反弹，钛白粉将持续复苏》
2015-03-19

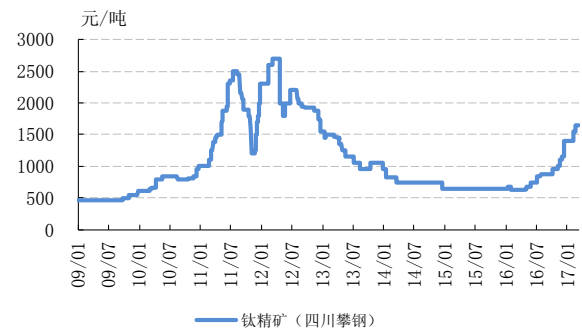
在目前钛精矿供应短缺的情况下, 公司收购瑞尔鑫公司, 可以缓解钛矿供应紧张的矛盾, 保障公司原材料的供应稳定, 从而提升公司的盈利能力和行业竞争力。此外, 公司全资子公司四川龙蟒钛业股份有限公司虽然拥有 60 万吨/年钛精矿生产能力, 但受制于选矿能力不足, 每年有部分原矿外卖, 制约钛精矿产能提升。公司收购瑞尔鑫公司后, 可以增强公司的选矿能力, 从而提高钛精矿自给能力。

图 1: 2016 年以来钛白粉价格稳步走高



资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

图 2: 钛精矿价格大幅上涨

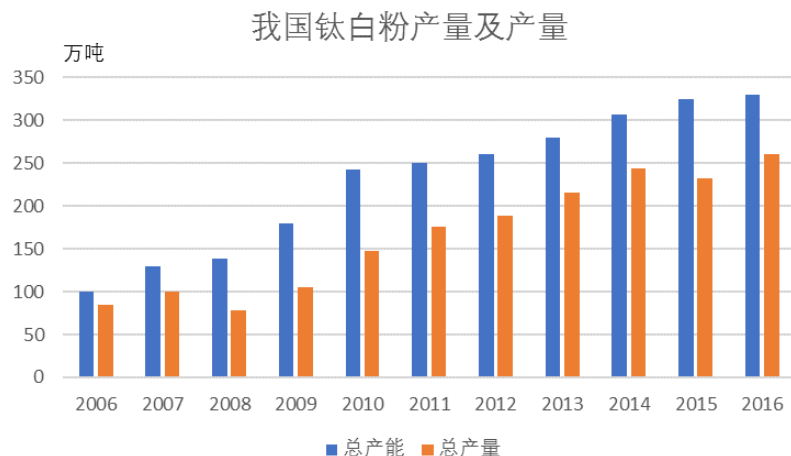


资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

3、钛白粉行业 2016 年恢复性增长, 行业集中度提升

统计数据显示, 目前全国钛白粉生产企业约 67 家, 能维持正常生产的生产企业约 46 家。我国钛白粉生产企业依然以硫酸法为主, 只有少数几家企业掌握了氯化法生产技术。我国全流程型钛白粉生产企业中, 38 家采用硫酸法、3 家采用氯化法, 1 家兼具硫酸法/氯化法。2015 年我国白粉生产总量为 232.37 万吨, 2016 年总产量达到 259.7 万吨, 同比增长 11.8%。我国钛白粉产量在 2015 年经历大幅下滑之后, 在 2016 年迎来了恢复性增长。

图 3: 我国钛白粉行业产能及产量数据



资料来源: 国家化工行业生产力促进中心钛白分中心, 东兴证券研究所

目前我国钛白粉生产企业两极分化加剧, 以龙蟒、佰利联手为首的行业龙头, 在完成重组后产能达到 63 万吨, 一跃成为全球第四大钛白粉企业, 仅次于杜邦 117 万吨、亨斯迈 90.2 万吨和科斯特 (Cristal) 77.8 万吨, 占据国内行业绝对龙头地位。

结论:

龙蟒佰利不仅成为在国内最大的钛白粉生产商, 而且掌握了硫酸法、氯化法两大生产工艺, 技术水平在业内处于领先水平。此次收购瑞尔鑫后, 公司在上游钛精矿资源领域的竞争优势也得到加强。钛白粉行业从 2016 年开始复苏, 预计 2017 年仍将维持复苏态势。今年钛白粉行业的盈利水平将在 2016 年的基础上。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24 元, 0.45 元和 0.49 元。当前股价对应 PE 分别为 67 倍, 35 倍和 32 倍, 给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示:

钛白粉价格波动对公司业绩影响较大, 如果钛白粉价格大幅回调, 可能导致公司业绩低于预期。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	1657	2120	11010	11646	12306	营业收入	2063	2660	4195	4811	5306					
货币资金	498	563	8874	9336	9762	营业成本	1682	2147	3149	3208	3591					
应收账款	302	344	540	620	683	营业税金及附加	8	6	13	14	16					
其他应收款	1	19	30	35	38	营业费用	95	110	168	192	212					
预付款项	113	83	90	96	103	管理费用	159	200	315	361	345					
存货	455	615	863	879	984	财务费用	43	59	45	55	60					
其他流动资产	160	153	153	153	153	资产减值损失	15.44	10.45	16.00	5.00	5.00					
非流动资产合计	2986	3641	4410	4710	5061	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	32	38	550	550	550	投资净收益	1.91	0.50	75.00	80.00	90.00					
固定资产	1295.66	1932.92	2055.39	2569.85	2936.32	营业利润	62	126	565	1055	1167					
无形资产	143	149	134	119	104	营业外收入	12.29	9.98	16.00	28.00	20.00					
其他非流动资产	62	22	0	0	0	营业外支出	1.07	0.11	15.00	8.00	8.00					
资产总计	4642	5761	15420	16356	17367	利润总额	73	136	566	1075	1179					
流动负债合计	2261	3140	1521	1553	1698	所得税	9	17	85	161	177					
短期借款	930	1630	0	0	0	净利润	64	119	481	914	1002					
应付账款	306	454	647	659	738	少数股东损益	1	8	0	0	0					
预收款项	12	23	33	45	59	归属母公司净利	63	111	481	914	1002					
一年内到期的	300	0	0	0	0	EBITDA	369	504	902	1510	1675					
非流动负债合	117	263	696	915	1029	BPS (元)	0.33	0.57	0.24	0.45	0.49					
长期借款	107	250	650	850	950	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E					
负债合计	2377	3403	2217	2468	2727	成长能力										
少数股东权益	52	60	60	60	60	营业收入增长	19.8%	28.9%	57.71%	14.69%	10.30%					
实收资本(或	191	204	2032	2032	2032	营业利润增长	173.8%	85.0%	348.90%	86.81%	10.64%					
资本公积	1254	1404	10004	10004	10004	归属于母公司净	167.8%	76.5%	331.48%	90.01%	9.70%					
未分配利润	679	762	1003	1460	1961	获利能力										
归属母公司股	2213	2298	13258	13943	14695	毛利率(%)	18%	19%	25%	33%	32%					
负债和所有者	4642	5761	15535	16471	17481	净利率(%)	3%	4%	11%	19%	19%					
现金流量	单位: 百万元					总资产净利润(%)		1%	2%	3%	6%					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	3%	5%	4%	7%	7%					
经营活动现金	21	-562	201	1152	1336	偿债能力										
净利润	64	119	481	914	1002	资产负债率(%)	51%	59%	14%	15%	16%					
折旧摊销	263.28	319.17	0.00	400.40	448.40	流动比率	0.73	0.68	7.24	7.50	7.25					
财务费用	43	59	45	55	60	速动比率	0.53	0.48	6.67	6.93	6.67					
应付账款的变	0	0	193	12	79	营运能力										
预收账款的变	0	0	10	12	13	总资产周转率	0.50	0.51	0.39	0.30	0.31					
投资活动现金	-474	-339	-1130	-625	-715	应收账款周转率	7	8	9	8	8					
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.20	6.99	7.62	7.37	7.60					
长期股权投资	32	38	550	550	550	每股指标(元)										
投资收益	2	1	75	80	90	每股收益(最新摊	0.33	0.57	0.24	0.45	0.49					
筹资活动现金	450	989	9240	-65	-196	每股净现金流(最	-0.01	0.43	4.09	0.23	0.21					
应付债券增加	930	1630	0	0	0	每股净资产(最新	11.60	11.24	6.52	6.86	7.23					
长期借款增加	107	250	650	850	950	估值比率										
普通股增加	-1	14	1828	0	0	P/E	47.88	27.72	66.78	35.14	32.04					
资本公积增加	-7	151	8600	0	0	P/B	1.36	1.41	2.42	2.30	2.18					
现金净增加额	-2	88	8311	462	426	EV/EBITDA	10.45	9.02	26.48	15.64	13.90					

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

联系人简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。