

强烈推荐-A (维持)

龙蟒佰利 002601.SZ

当前股价: 16.49 元

2017年03月27日

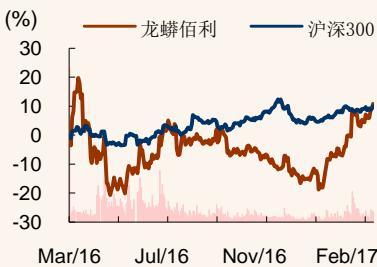
行业仍处景气通道, 公司龙头优势彰显。系列报告之十三

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	203216
已上市流通股(万股)	59593
总市值(亿元)	335
流通市值(亿元)	98
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	1.4
资产负债率	48.6%
主要股东	许刚
主要股东持股比例	20.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	11	11
相对表现	11	5	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《龙蟒佰利(002601)——公司选矿能力提升, 保障原料供应。系列报告之十二》2017-03-14
- 2、《龙蟒佰利(002601)——公司产品提价, 行业持续向好。系列报告之十一》2017-03-05
- 3、《龙蟒佰利(002601)——产业持续涨价, 业绩快速增长。系列报告之十》2017-03-01

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn

S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

公司发布回购股份报告书: 采用集中竞价交易、大宗交易或其他法律法规允许的方式, 回购 A 股股份规模不超过公司已发行总股本的 4.92%, 预计不超过 1 亿股, 回购价格不超过 20 元/股, 回购资金总额不超过 12 亿元, 资金来源为自有资金。

公司今日股价发生异动, 日涨幅最高近 7%。

评论:

1、回购股份用于员工持股计划, 有利于股东、公司和员工三方利益绑定。

回购股份作为公司实施员工持股计划的股份来源, 将一年内过户给员工持股。若最后回购 1 亿股, 回购股份全部用于实施员工持股计划而锁定, 则回购后公司总股本不发生变化, 为 20.32 亿股。若回购后未能顺利实施, 公司会相应注销全部回购股份, 则回购后总股本为 19.32 亿股。员工持股计划有利于将股东、公司和员工三方的利益捆绑在一起, 实现风险共担、利益共享, 有利于公司收购后的企业文化整合、提升公司自身的凝聚力和市场竞争能力。

2、钛白粉价格持续上扬, 出口形势良好。

我们在 2016 年就持续认为供需格局实质改善的钛白粉行业仍处于景气上行通道, 主要由于当前成本、环保压力较大, 新增供给有限带来短期市场供应紧张局面难以缓解。我们仍然坚持这一观点。目前国内金红石型钛白粉商谈 17000-19000 元/吨, 锐钛型钛白粉商谈参考在 15500-16500 元/吨。现国内氯化法钛白粉商谈参考在 18500-19500 元/吨, 部分高端价位在 20000 元/吨。海关总署 2017 年 1 月份数据显示出口 5.93 万吨, 同比增长 15.15%, 2 月份出口 5.21 万吨, 同比增长 16.69%, 形势良好。

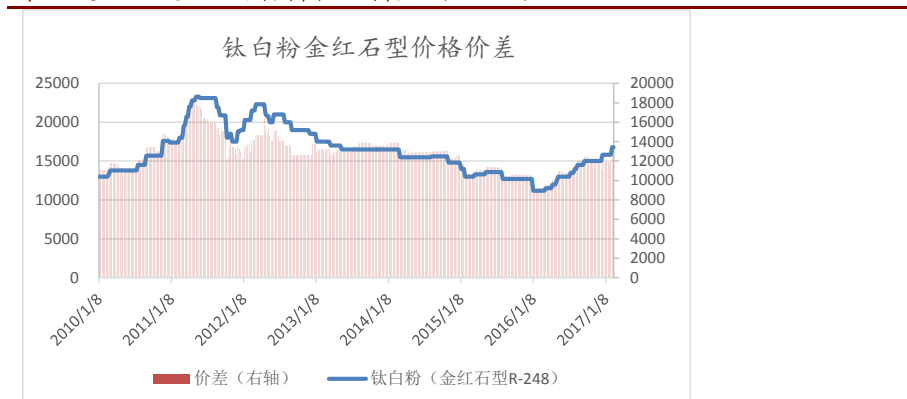
3、维持“强烈推荐-A”的投资评级。

公司具备 50 万吨硫酸法钛白粉、6 万吨氯化法钛白粉、70 万吨钛精矿的生产能力。当钛精矿价格持续上涨, 公司钛精矿产品盈利直接受益。而钛白粉产品的连续提价又能顺利的转嫁原材料的成本压力, 价差扩大显示钛白粉行业盈利转好, 预计公司 17-18 年每股收益 1.13 元和 1.17 元, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

4、风险提示

公司 20 万吨氯化法钛白粉建设项目进度低于预期风险; 钛白粉行业价格反弹低于预期风险。

图 1: 金红石型钛白粉价格及价差 (元/吨)



资料来源: 海关总署、招商证券

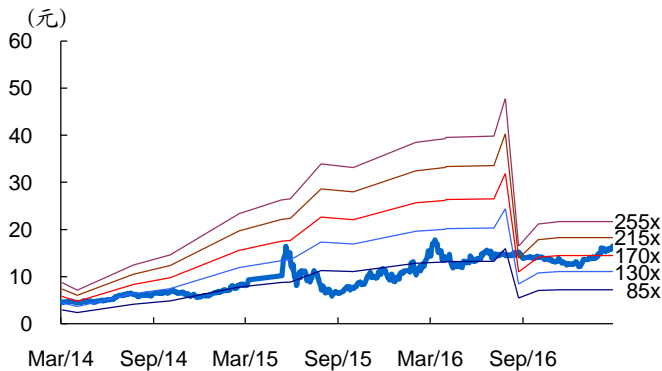
表 1、国际主要生产商产能及关停近况

公司	产能	2015三季度来宣布关停
Chemours	115	15万吨
Huntsman	80.5	10万吨
Cristal	77.8	
Kronos	44.2	
Tronox	40.5	6万吨
ISK	15.5	
Millennium do Brasil SA	6	
crenox GmbH	10.7	
louisiana Pigment Co	14.5	
COSMO	5	

资料来源: 海外公司公告、招商证券整理

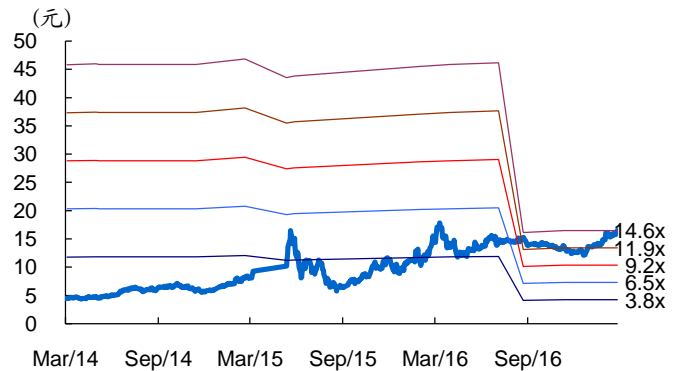
PE-PB Band

图 2: 龙蟒佰利历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 龙蟒佰利历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《佰利联 (002601) 调研报告-钛白粉行业拐点已至, 公司盈利反弹在即。系列报告之一 (2016 年)》2016/7/7
认为行业已度过最差时刻, 明确提示下半年钛白粉仍会涨价。
- 2、《佰利联 (002601) 点评报告-产品第九次提价, 盈利持续向好。系列报告之二 (2016 年)》2016/8/2
- 3、《佰利联 (002601) 深度报告-钛白粉价格否极泰来, 公司氯化法项目渐入佳境。系列报告之三 (2016 年)》2016/8/8。再次重申钛白粉行业向好逻辑。
- 4、《佰利联 (002601) 点评报告-海外巨头提价利好出口, 夯实第九次涨价成果。系列报告之四 (2016 年)》
- 5、《佰利联 (002601) -价格底部回升, 盈利得到改善。系列报告之五 (2016 年)》2016/8/23
- 6、《佰利联 (002601) 点评报告-第十次提价, 印证行业供需实质改变。系列报告之六 (2016 年)》2016/9/2.
- 7、《佰利联 (002601) 点评报告-龙蟒再次提价, 承诺业绩有望兑现。系列报告之七 (2016 年)》2016/9/15
- 8、《佰利联 (002601) 点评报告-公告以股份回购用于员工持股。系列报告之八》2017/1/25
- 9、《佰利联 (002601) 点评报告-业绩良好, 值得关注。系列报告之九》2017/2/28
明确看好 2017 年钛白粉价格走势。
- 10、《龙蟒佰利 (002601) 点评报告-产品持续涨价, 业绩快速增长。系列报告之十》2017/3/1
- 11、《龙蟒佰利 (002601) 点评报告-公司产品提价, 行业持续向好。系列报告之十一》2017/3/5

12、《龙蟒佰利（002601）点评报告-公司选矿能力提升，保障原料供应。系列报告之十二》2017/3/13

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1657	2120	12366	16535	17954
现金	498	563	10374	10790	11944
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	129	342	469	1376	1437
应收款项	302	344	446	1309	1367
其它应收款	1	19	26	77	81
存货	455	615	737	2075	2177
其他	273	238	313	907	948
非流动资产	2986	3641	4224	4747	5215
长期股权投资	32	38	38	38	38
固定资产	1296	1933	2532	3068	3548
无形资产	143	149	134	120	108
其他	1515	1521	1521	1521	1520
资产总计	4642	5761	16590	21282	23169
流动负债	2261	3140	3469	5897	6082
短期借款	930	1630	1723	1723	1723
应付账款	306	454	552	1553	1629
预收账款	12	23	28	78	82
其他	1013	1033	1167	2543	2647
长期负债	117	263	263	263	263
长期借款	107	250	250	250	250
其他	10	13	13	13	13
负债合计	2377	3403	3732	6160	6345
股本	191	204	2032	2032	2032
资本公积金	1254	1233	9388	9388	9388
留存收益	768	861	1358	3611	5301
少数股东权益	52	60	80	92	103
归属于母公司所	2213	2298	12778	15031	16722
负债及权益合计	4642	5761	16590	21282	23169

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	21	(562)	613	1304	2676
净利润	63	114	497	2303	2382
折旧摊销	124	177	219	281	336
财务费用	42	61	69	31	25
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(204)	(916)	(206)	(1393)	(86)
其它	(2)	3	33	83	20
投资活动现金流	(474)	(339)	(808)	(808)	(808)
资本支出	(475)	(324)	(808)	(808)	(808)
其他投资	2	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	450	989	10007	(80)	(715)
借款变动	539	1080	93	0	0
普通股增加	(1)	14	1828	0	0
资本公积增加	(7)	(21)	8155	0	0
股利分配	(38)	(29)	0	(50)	(691)
其他	(43)	(55)	(69)	(31)	(24)
现金净增加额	(2)	88	9812	416	1153

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2063	2660	3651	10715	11191
营业成本	1682	2147	2606	7339	7699
营业税金及附加	8	6	8	22	23
营业费用	95	110	139	214	224
管理费用	159	200	248	482	504
财务费用	43	59	69	31	25
资产减值损失	15	10	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	62	128	579	2624	2715
营业外收入	12	10	10	10	10
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	73	138	589	2634	2725
所得税	9	17	72	321	332
净利润	64	121	518	2314	2393
少数股东损益	1	8	21	11	11
归属于母公司净利润	63	114	497	2303	2382
EPS (元)	0.33	0.56	0.24	1.13	1.17

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	20%	29%	37%	194%	4%
营业利润	215%	106%	353%	353%	3%
净利润	168%	80%	338%	363%	3%
获利能力					
毛利率	18.5%	19.3%	28.6%	31.5%	31.2%
净利率	3.1%	4.3%	13.6%	21.5%	21.3%
ROE	2.9%	4.9%	3.9%	15.3%	14.2%
ROIC	2.6%	3.9%	3.8%	13.6%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	51.2%	59.1%	22.5%	28.9%	27.4%
净负债比率	28.8%	32.6%	11.9%	9.3%	8.5%
流动比率	0.7	0.7	3.6	2.8	3.0
速动比率	0.5	0.5	3.4	2.5	2.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.2	0.5	0.5
存货周转率	4.1	4.0	3.9	5.2	3.6
应收帐款周转率	7.4	8.2	9.2	12.2	8.4
应付帐款周转率	6.7	5.6	5.2	7.0	4.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.33	0.56	0.24	1.13	1.17
每股经营现金	0.11	-2.75	0.30	0.64	1.32
每股净资产	11.60	11.24	6.29	7.40	8.23
每股股利	0.15	0.00	0.02	0.34	0.35
估值比率					
PE	47.3	28.2	64.1	13.8	13.4
PB	1.4	1.4	2.5	2.1	1.9
EV/EBITDA	145.6	92.1	37.9	11.2	10.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。