

# 龙蟒佰利 (002601.SZ)

## 行业复苏显著受益，强强联合实力大增

### 核心观点:

#### ● 公司发布年报

龙蟒佰利发布年报,2016年实现营业总收入41.8亿元,同比增长57.3%;实现归属母公司股东净利润4.4亿元,同比增长297%,每股收益0.43元。公司预计2017年一季度净利润4.5-5亿元,同比增长2623%-2925%,因为钛白粉价格同比涨幅较大,同时合并子公司龙蟒钛业报表。

#### ● 经营分析:收购龙蟒钛业实力大增,显著受益于行业复苏

报告期内,公司完成了对龙蟒钛业的收购,一跃跻身为亚洲第一,世界第四的钛白粉生产企业,综合实力大增,龙蟒钛业全年实现净利润11.1亿元,大幅超出业绩承诺。公司全年实现钛白粉销售60.68万吨,合并报表口径下钛白粉业务毛利率达到30%,盈利能力同比大幅提升。高端产品开发方面,TR52和氯化法钛白粉得到标杆终端客户认可,钛酸锂用钛白粉较快放量,龙蟒钛业顺利开发非996产品的下游市场。

#### ● 全球集中度提升,国内环保趋严,钛白粉行业景气向上

钛白粉行业近年来并购重组风起云涌,集中度持续提升(详见前期报告《钛白粉:处近年来底部,兼并收购大幕初启-20150930》《海外钛白粉:并购整合风起云涌;巨头新老交替,亦有基业长青-20160630》)。国内佰利联收购龙蟒钛业,海外特诺拟收购科斯特有望成为新的全球最大钛白粉企业,全球钛白粉行业集中度继续提升;国内钛白粉行业小产能众多,环保趋严开工受限;海外巨头再次提价,利好国内钛白粉出口,行业有望持续景气。

#### ● 盈利预测与投资建议

基于对钛白粉景气度乐观判断,我们预计公司2017-2019年每股收益分别为0.99元、1.17元、1.19元,对应当前股价PE分别17倍、15倍、14倍,给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

1、下游需求低迷;2、钛白粉新增产能迅速投放;3、安全环保事故。

### 盈利预测:

|             | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,659.80 | 4,183.88 | 9,194.77 | 9,774.78 | 9,886.29 |
| 增长率(%)      | 28.92%   | 57.30%   | 119.77%  | 6.31%    | 1.14%    |
| EBITDA(百万元) | 371.68   | 1,095.73 | 3,179.77 | 3,704.91 | 3,808.85 |
| 净利润(百万元)    | 111.44   | 442.11   | 2,001.88 | 2,375.38 | 2,409.56 |
| 增长率(%)      | 76.49%   | 296.74%  | 352.81%  | 18.66%   | 1.44%    |
| EPS(元/股)    | 0.545    | 0.218    | 0.985    | 1.169    | 1.186    |
| 市盈率(P/E)    | 71.47    | 58.19    | 17.37    | 14.64    | 14.43    |
| 市净率(P/B)    | 3.22     | 2.10     | 2.44     | 2.09     | 1.83     |
| EV/EBITDA   | 24.97    | 24.75    | 10.91    | 9.24     | 8.85     |

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

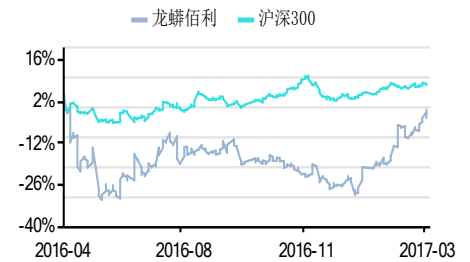
当前价格

17.11元

报告日期

2017-03-31

### 相对市场表现



分析师: 王剑雨 S0260511080001



020-87574012



wangjianyu@gf.com.cn

分析师: 郭敏 S0260514070001



021-60750613



gzguomin@gf.com.cn

分析师: 周航 S0260516080006



020-87575171



zhouhang@gf.com.cn

### 相关研究:

**资产负债表**

单位: 百万元

| 至12月31日        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2120  | 4582  | 6023  | 8057  | 10111 |
| 货币资金           | 563   | 1303  | 1328  | 1503  | 1798  |
| 应收及预付          | 788   | 1830  | 3041  | 4179  | 5437  |
| 存货             | 615   | 1281  | 1654  | 2375  | 2876  |
| 其他流动资产         | 154   | 168   | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 3641  | 13467 | 13306 | 13572 | 13860 |
| 长期股权投资         | 38    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 固定资产           | 1934  | 6325  | 6420  | 6538  | 6627  |
| 在建工程           | 1344  | 419   | 524   | 680   | 883   |
| 无形资产           | 151   | 6327  | 6305  | 6297  | 6292  |
| 其他长期资产         | 174   | 355   | 17    | 17    | 17    |
| <b>资产总计</b>    | 5761  | 18049 | 19329 | 21629 | 23971 |
| <b>流动负债</b>    | 3140  | 3917  | 3763  | 3578  | 3402  |
| 短期借款           | 1630  | 1928  | 511   | 248   | 9     |
| 应付及预收          | 1200  | 1958  | 3252  | 3329  | 3393  |
| 其他流动负债         | 311   | 31    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 263   | 1390  | 732   | 732   | 732   |
| 长期借款           | 250   | 732   | 732   | 732   | 732   |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 13    | 658   | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 3403  | 5307  | 4496  | 4310  | 4134  |
| 股本             | 204   | 2032  | 2032  | 2032  | 2032  |
| 资本公积           | 1404  | 9580  | 9580  | 9580  | 9580  |
| 留存收益           | 861   | 622   | 2624  | 4999  | 7409  |
| 归属母公司股东权       | 2358  | 12742 | 14833 | 17319 | 19837 |
| 少数股东权益         | 60    | 402   | 492   | 602   | 710   |
| <b>负债和股东权益</b> | 5761  | 18049 | 19329 | 21629 | 23971 |

**现金流量表**

单位: 百万元

|                | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -562  | 432   | 2597  | 1512  | 1703  |
| 净利润            | 119   | 459   | 2092  | 2486  | 2517  |
| 折旧摊销           | 177   | 420   | 701   | 778   | 858   |
| 营运资金变动         | -924  | -580  | -110  | -1783 | -1695 |
| 其它             | 67    | 133   | -85   | 30    | 22    |
| <b>投资活动现金流</b> | -339  | -8787 | -622  | -1045 | -1143 |
| 资本支出           | -324  | -191  | -624  | -1046 | -1145 |
| 投资变动           | -5    | -8613 | 2     | 2     | 2     |
| 其他             | -10   | 17    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1002  | 8952  | -1950 | -292  | -264  |
| 银行借款           | 2643  | 3655  | -1417 | -263  | -240  |
| 债券融资           | -1825 | -3990 | -474  | 0     | 0     |
| 股权融资           | 156   | 10009 | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 27    | -722  | -59   | -30   | -25   |
| <b>现金净增加额</b>  | 101   | 597   | 25    | 175   | 295   |
| <b>期初现金余额</b>  | 498   | 563   | 1303  | 1328  | 1503  |
| <b>期末现金余额</b>  | 599   | 1160  | 1328  | 1503  | 1798  |

**主要财务比率**

| 至12月31日        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长         | 28.9  | 57.3  | 119.8 | 6.3   | 1.1   |
| 营业利润增长         | 102.5 | 337.0 | 346.0 | 18.9  | 1.3   |
| 归属母公司净利润增长     | 76.5  | 296.7 | 352.8 | 18.7  | 1.4   |
| <b>获利能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 19.2  | 30.3  | 38.7  | 41.6  | 41.5  |
| 净利率            | 4.5   | 11.0  | 22.7  | 25.4  | 25.5  |
| ROE            | 4.5   | 3.6   | 14.1  | 14.3  | 12.7  |
| ROIC           | 4.5   | 4.0   | 14.4  | 15.0  | 13.5  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 57.4  | 29.6  | 23.4  | 20.0  | 17.3  |
| 净负债比率          | 0.5   | 0.1   | -     | -     | -0.1  |
| 流动比率           | 0.68  | 1.17  | 1.60  | 2.25  | 2.97  |
| 速动比率           | 0.45  | 0.80  | 1.06  | 1.43  | 1.91  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.51  | 0.35  | 0.49  | 0.48  | 0.43  |
| 应收账款周转率        | 8.24  | 7.21  | 7.60  | 6.08  | 4.56  |
| 存货周转率          | 4.02  | 3.08  | 3.51  | 2.43  | 2.03  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.55  | 0.22  | 0.99  | 1.17  | 1.19  |
| 每股经营现金流        | -2.75 | 0.21  | 1.28  | 0.74  | 0.84  |
| 每股净资产          | 12.08 | 6.02  | 7.01  | 8.17  | 9.36  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 71.5  | 58.2  | 17.4  | 14.6  | 14.4  |
| P/B            | 3.2   | 2.1   | 2.4   | 2.1   | 1.8   |
| EV/EBITDA      | 25.0  | 24.7  | 10.9  | 9.2   | 8.9   |

**利润表**

单位: 百万元

| 至12月31日         | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2660  | 4184  | 9195  | 9775  | 9886  |
| 营业成本            | 2149  | 2916  | 5641  | 5708  | 5781  |
| 营业税金及附加         | 6     | 45    | 129   | 137   | 138   |
| 销售费用            | 110   | 180   | 395   | 417   | 423   |
| 管理费用            | 200   | 367   | 552   | 586   | 593   |
| 财务费用            | 59    | 96    | 20    | 1     | -8    |
| 资产减值损失          | 10    | 32    | 9     | 12    | 8     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| <b>营业利润</b>     | 126   | 550   | 2452  | 2915  | 2953  |
| 营业外收入           | 10    | 17    | 14    | 15    | 15    |
| 营业外支出           | 0     | 27    | 5     | 5     | 6     |
| <b>利润总额</b>     | 136   | 541   | 2461  | 2925  | 2961  |
| 所得税             | 17    | 81    | 369   | 439   | 444   |
| <b>净利润</b>      | 119   | 459   | 2092  | 2486  | 2517  |
| 少数股东损益          | 8     | 17    | 90    | 111   | 108   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 111   | 442   | 2002  | 2375  | 2410  |
| EBITDA          | 372   | 1096  | 3180  | 3705  | 3809  |
| EPS(元)          | 0.55  | 0.22  | 0.99  | 1.17  | 1.19  |

## 广发基础化工行业研究小组

- 王剑雨: 首席分析师, 中国人民大学经济学博士, 曾先后工作于综合开发研究院(中国深圳)、粤海控股集团有限公司, 2009年进入广发证券发展研究中心。
- 郭敏: 资深分析师, 同济大学材料学硕士, 4年基础化工和新材料行业研究经验, 2014年进入广发证券发展研究中心。
- 周航: 高级分析师, 华南理工大学管理学硕士, 工学学士, 2014年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                    | 深圳市                    | 北京市                 | 上海市                  |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620                 | 518000                 | 100045              | 200120               |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                        |                     |                      |
| 服务热线 |                        |                        |                     |                      |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。