

公司研究/公告点评

2017年04月16日

基础化工/化学制品 II

投资评级：增持（维持评级）

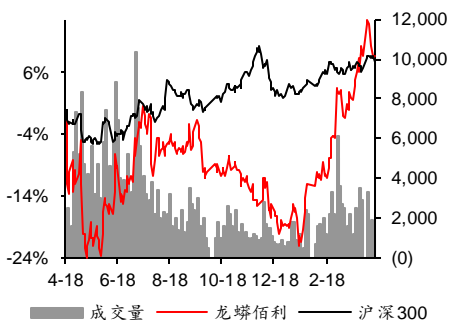
当前价格(元): 16.85
合理价格区间(元): 18.8-20.7

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

相关研究

- 1《龙蟒佰利(002601,增持): 钛白粉延续高景气, 2017 开局良好》2017.03
- 2《龙蟒佰利(002601,增持): 拟回购作为员工持股, 发展信心彰显》2017.03
- 3《龙蟒佰利(002601,增持): 拟全资收购瑞尔鑫, 提升钛精矿自给率》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

Q1 业绩上修, 关注环保核查进展

龙蟒佰利(002601)

2017 年一季度净利上修至 5.5-6.0 亿元

龙蟒佰利发布公告, 上修 2017Q1 业绩, 预计实现净利 5.5-6.0 亿元, 同比增长 32-35 倍 (原预测为 4.5-5.0 亿元)。以最新股本 20.32 亿股计算, 对应 EPS 0.27-0.30 元, 钛白粉售价涨幅超预期及子公司龙蟒钛业并表是公司 Q1 业绩超预期的主要原因。

钛白粉价格强势, 行业高景气延续

2017Q1 钛白粉价格延续上涨, 以华东地区为例, 金红石型均价为 1.77 万元/吨, 同比增 65%, 环比增 19%, 尽管钛精矿价格亦大幅上涨, 但简单平均价差 (未考虑加工费) 同比仍增 53%, 环比增 13%, 带动公司业绩超预期增长。4 月以来, 钛白粉高景气延续, 目前龙蟒钛业及佰利联 (金红石型) 市场报价已达 1.95 万元/吨, 较 3 月底上调 5.4%, 龙头调价后, 相关企业亦陆续跟进。

关注环保核查进展

四月开始, 环保部将对安徽、贵州、四川、山东等 15 个省市进行督察, 钛白粉、钛精矿行业或将成为核查重点; 伴随环保压力持续收紧, 厂家开工率持续走低, 据百川资讯统计, 3 月钛白粉/钛精矿开工率分别为 64%/53%, 月度环比均有下降, 行业供应持续趋紧。

维持“增持”评级

龙蟒佰利目前总产能达 56 万吨, 产能规模居全国第一, 且具备钛精矿 (46.5%品位) 储量逾 3500 万吨, 产能超过 60 万吨/年, 资源优势显著, 充分享受钛精矿和钛白粉价格上涨的收益。4 月 5 日, 公司公告以 17.5 元/股的均价实施首次股份回购 (后续用于员工持股计划), 回购总量 856.6 万股, 占总股本 0.42%, 显示后续发展信心, 我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 0.94、1.11 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求下滑风险、环保政策执行力度低于预期的风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,032
流通 A 股(百万股)	654.62
52 周内股价区间(元)	12.06-55.80
总市值(百万元)	34,242
总资产(百万元)	18,049
每股净资产(元)	6.07

资料来源: 公司公告

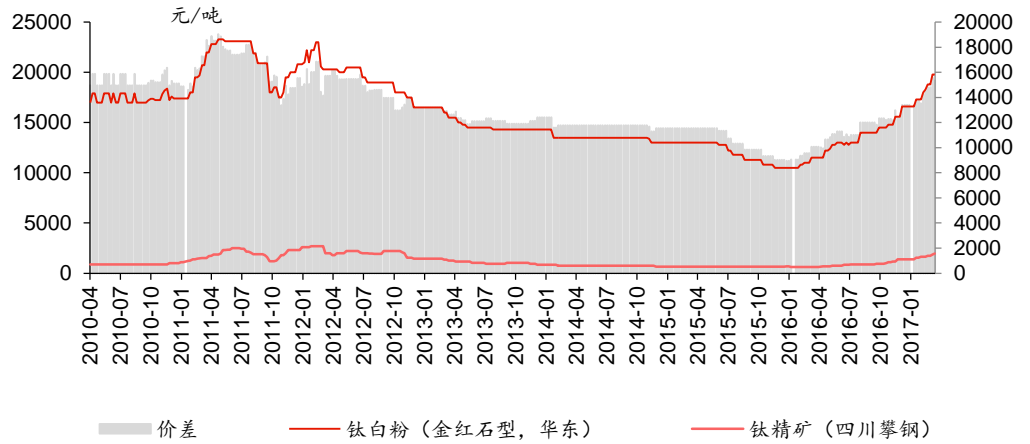
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,660	4,184	9,437	10,592	11,603
+/-%	28.92	57.30	125.57	12.23	9.55
净利润(百万元)	111.44	442.11	1,915	2,248	2,593
+/-%	76.49	296.74	333.22	17.36	15.35
EPS (元, 最新摊薄)	0.05	0.22	0.94	1.11	1.28
PE (倍)	307.28	77.45	17.88	15.23	13.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

主营产品价格

图表1: 钛白粉价格及价差持续扩大

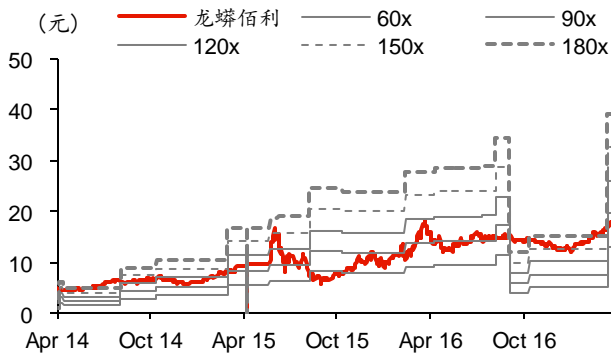


注: 价差=钛白粉-2.28*钛精矿

资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

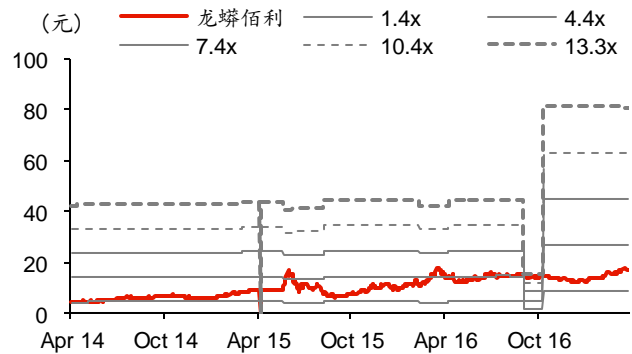
PE/PB- Bands

图表2 龙蟒佰利历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3 龙蟒佰利历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,120	4,582	6,263	8,425	10,447
现金	562.66	1,303	699.18	1,955	3,279
应收账款	343.78	817.56	1,559	1,793	1,999
其他应收账款	19.23	30.51	57.37	70.69	76.30
预付账款	83.31	151.77	287.07	313.35	348.63
存货	615.05	1,281	2,061	2,398	2,661
其他流动资产	496.03	998.13	1,599	1,895	2,084
非流动资产	3,641	13,467	13,156	13,004	13,388
长期投资	37.98	40.51	40.51	40.51	40.51
固定资产投资	1,933	6,266	6,152	6,043	6,381
无形资产	148.62	1,420	1,449	1,471	1,497
其他非流动资产	1,521	5,740	5,515	5,450	5,469
资产总计	5,761	18,049	19,420	21,430	23,835
流动负债	3,140	3,917	3,360	3,390	3,528
短期借款	1,630	1,928	400.00	300.00	200.00
应付账款	454.40	916.15	1,373	1,537	1,678
其他流动负债	1,056	1,073	1,587	1,552	1,650
非流动负债	262.78	1,390	1,234	960.70	744.97
长期借款	250.00	732.48	732.48	432.48	182.48
其他非流动负债	12.78	657.54	501.73	528.22	562.49
负债合计	3,403	5,307	4,594	4,350	4,273
少数股东权益	59.71	401.92	489.36	595.74	713.35
股本	204.42	2,032	2,032	2,032	2,032
资本公积	1,404	9,580	9,580	9,580	9,580
留存公积	860.69	622.09	2,724	4,871	7,236
归属母公司股	2,298	12,340	14,336	16,484	18,849
负债和股东权益	5,761	18,049	19,420	21,430	23,835

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(561.93)	432.22	1,211	2,245	2,906
净利润	118.96	459.31	2,003	2,354	2,711
折旧摊销	176.86	419.99	575.01	618.19	676.83
财务费用	59.08	95.83	119.10	37.61	(46.49)
投资损失	(0.50)	(2.14)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(950.85)	(580.28)	(1,359)	(789.15)	(470.99)
其他经营现金	34.52	39.52	(126.63)	24.47	35.98
投资活动现金	(338.56)	(8,787)	(249.48)	(451.14)	(1,051)
资本支出	323.53	193.84	198.45	400.00	1,000
长期投资	5.00	(77.90)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(10.02)	(8,671)	(51.03)	(51.14)	(51.22)
筹资活动现金	988.61	8,940	(1,566)	(538.28)	(531.18)
短期借款	700.15	297.65	(1,528)	(100.00)	(100.00)
长期借款	142.71	482.48	0.00	(300.00)	(250.00)
普通股增加	13.63	1,828	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	150.55	8,176	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(18.43)	(1,844)	(37.91)	(138.28)	(181.18)
现金净增加额	101.17	597.34	(604.21)	1,256	1,323

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,660	4,184	9,437	10,592	11,603
营业成本	2,147	2,913	5,721	6,405	6,991
营业税金及附加	5.58	45.46	94.37	105.92	116.03
营业费用	110.17	179.60	396.37	444.85	487.32
管理费用	200.28	367.25	754.99	833.56	871.38
财务费用	59.08	95.83	119.10	37.61	(46.49)
资产减值损失	10.45	32.36	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.50	2.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	125.79	549.69	2,341	2,755	3,174
营业外收入	9.98	17.46	20.00	20.00	20.00
营业外支出	0.11	26.61	5.00	5.00	5.00
利润总额	135.66	540.54	2,356	2,770	3,189
所得税	16.71	81.23	353.42	415.46	478.34
净利润	118.96	459.31	2,003	2,354	2,711
少数股东损益	7.52	17.21	87.44	106.38	117.61
归属母公司净利润	111.44	442.11	1,915	2,248	2,593
EBITDA	361.73	1,066	3,035	3,411	3,804
EPS(元)	0.05	0.22	0.94	1.11	1.28

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	28.92	57.30	125.57	12.23	9.55
营业利润	102.52	336.99	325.91	17.66	15.22
归属母公司净利润	76.49	296.74	333.22	17.36	15.35
获利能力(%)					
毛利率	19.28	30.38	39.38	39.53	39.75
净利率	4.19	10.57	20.29	21.22	22.35
ROE	4.85	3.58	13.36	13.64	13.76
ROIC	4.65	3.88	13.67	14.92	15.88
偿债能力					
资产负债率(%)	59.07	29.40	23.66	20.30	17.93
净负债比率(%)	55.24	50.69	25.30	17.53	9.65
流动比率	0.68	1.17	1.86	2.49	2.96
速动比率	0.48	0.84	1.25	1.77	2.20
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.35	0.50	0.52	0.51
应收账款周转率	7.82	6.83	7.53	6.00	5.81
应付账款周转率	5.64	4.25	5.00	4.40	4.35
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.22	0.94	1.11	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.28)	0.21	0.60	1.10	1.43
每股净资产(最新摊薄)	1.13	6.07	7.05	8.11	9.28
估值比率					
PE(倍)	307.28	77.45	17.88	15.23	13.21
PB(倍)	14.90	2.77	2.39	2.08	1.82
EV_EBITDA(倍)	99.33	33.72	11.84	10.54	9.44

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com