

一季报大幅增长，龙头溢价持续

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年第一季度报告, 报告期内实现营业收入 23.5 亿元, 同比增长 273.9%; 实现归母净利润 5.9 亿元, 同比上涨 3440.8%。同时, 公司预计 2017 年 1-6 月实现归母净利润 11-12 亿元, 同比增长 1146.9%-1587.5%。
- **价格上涨增厚公司业绩:** 公司在 17 年 Q1 共四次上调钛白粉产品价格, 对国内各类客户累计上调 3200 元/吨, 对国际客户累计上调 400 美元/吨, 产品价格的大幅上涨贡献业绩弹性。且公司拥有钛白粉生产原料钛精矿, 受上游原材料价格波动的影响较小, 毛利率相对较高。同时, 龙蟒钛业的并表也大幅提升公司业绩同比表现。
- **钛白粉行业持续向好, 价格上涨仍将持续。** 在供给侧改革和环保压力下, 钛白粉供需结构不断优化, 价格持续上涨。从需求的角度看, 国内房地产、汽车产业的复苏带动钛白粉需求上涨, 同时由于国外产能的退出以及国际钛白粉市场回暖, 钛白粉出口量持续增长, 17 年 1-2 月份钛白粉出口量分别同比分别增长 13%、18%。从供给的角度看, 环保政策趋严使产量受限, 2017 年第一季度产业开工率不足 60%, 且近期内无新的产能增加, 供给难有大的增长。国内外钛矿目前库存紧张供给减少, 价格呈持续上涨趋势, 也从成本端传导了涨价压力。涨价有持续的基本面支撑, 预期未来钛白粉价格仍处于上行通道。
- **拥有钛矿的龙头企业, 受益于钛白粉大周期。** 公司于 2016 年 9 月完成对四川龙蟒的并购, 目前累计钛白粉产能达到 56 万吨/年, 成为亚洲第一, 全球第四大的钛白粉生产厂商, 是绝对的龙头企业。公司于 3 月 10 日与瑞尔鑫全体股东签订了《股权转让协议》和《钛矿采购框架协议》, 将以现金方式收入瑞尔鑫 100% 股权, 并在未来三年内采购瑞尔鑫钛精矿的总量约为 48 万吨。瑞尔鑫作为攀西地区钛中矿加工综合实力较强的一家企业, 收购后可有效缓解钛矿的供应紧张, 减少上游原料价格波动对产品毛利带来的影响。作为拥有钛精矿的龙头企业, 龙蟒佰利将持续受益于钛白粉行业大周期的到来。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.23 元、1.49 元、1.58 元, 对应动态 PE 分别为 14 倍、12 倍和 11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 钛白粉价格大幅下行的风险; 公司装置受环保而限产的风险; 出口大幅下滑的风险。

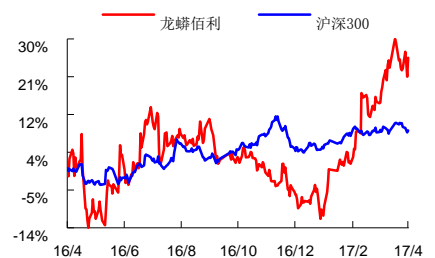
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4183.88	9538.59	10209.31	10692.00
增长率	57.30%	127.98%	7.03%	4.73%
归属母公司净利润 (百万元)	442.11	2494.79	3019.57	3218.66
增长率	296.74%	464.30%	21.04%	6.59%
每股收益 EPS (元)	0.22	1.23	1.49	1.58
净资产收益率 ROE	3.60%	16.72%	17.57%	16.51%
PE	79	14	12	11
PB	2.74	2.34	2.03	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.32
流通 A 股(亿股)	5.95
52 周内股价区间(元)	12.06-51.4
总市值(亿元)	349.33
总资产(亿元)	180.49
每股净资产(元)	6.07

相关研究

1. 龙蟒佰利(002601): 行业格局持续向好, 龙头溢价行情持续 (2017-03-31)
2. 佰利联(002601): 抓住钛白粉全面复苏下的龙头溢价 (2017-03-02)
3. 佰利联(002601): 业绩符合预期, 景气周期中崛起的钛白粉巨头 (2016-08-24)
4. 佰利联(002601): 钛白粉龙头, 布局新材料领域 (2016-07-20)
5. 佰利联(002601): 看好全年业绩高增, 供需格局持续优化 (2016-04-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4183.88	9538.59	10209.31	10692.00	净利润	459.31	2494.87	3020.07	3219.26
营业成本	2912.96	5593.90	5650.51	5864.49	折旧与摊销	419.99	633.45	663.29	697.88
营业税金及附加	45.46	109.69	109.24	114.40	财务费用	95.83	128.55	112.07	94.13
销售费用	179.60	334.80	347.12	352.84	资产减值损失	32.36	10.00	13.00	12.00
管理费用	367.25	496.01	510.47	534.60	经营营运资本变动	-1292.35	36.87	295.48	-45.57
财务费用	95.83	128.55	112.07	94.13	其他	717.08	-9.43	-13.60	-12.88
资产减值损失	32.36	10.00	13.00	12.00	经营活动现金流净额	432.22	3294.30	4090.31	3964.82
投资收益	2.14	0.50	0.60	0.70	资本支出	-8300.59	-280.00	-280.00	-330.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-486.15	-4.77	3.43	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8786.74	-284.77	-276.57	-329.84
营业利润	549.69	2866.13	3467.51	3720.24	短期借款	297.65	72.38	0.00	-500.00
其他非经营损益	-9.15	23.80	58.50	23.50	长期借款	482.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	540.54	2889.93	3526.01	3743.74	股权融资	10003.69	0.00	0.00	0.00
所得税	81.23	395.06	505.94	524.48	支付股利	-680.70	-132.63	-748.44	-905.87
净利润	459.31	2494.87	3020.07	3219.26	其他	-1163.15	-344.92	-112.07	-94.13
少数股东损益	17.21	0.08	0.50	0.60	筹资活动现金流净额	8939.97	-405.17	-860.51	-1500.00
归属母公司股东净利润	442.11	2494.79	3019.57	3218.66	现金流量净额	597.34	2604.35	2953.24	2134.98
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1303.39	3907.74	6860.98	8995.96	成长能力				
应收和预付款项	1829.62	2285.85	2326.06	2433.98	销售收入增长率	57.30%	127.98%	7.03%	4.73%
存货	1280.67	1117.71	846.51	878.78	营业利润增长率	336.99%	421.41%	20.98%	7.29%
其他流动资产	168.36	286.16	306.28	320.76	净利润增长率	286.11%	443.17%	21.05%	6.60%
长期股权投资	40.51	40.51	40.51	40.51	EBITDA 增长率	194.56%	240.51%	16.94%	6.35%
投资性房地产	13.57	18.84	16.01	16.55	获利能力				
固定资产和在建工程	6684.14	6339.50	5965.77	5608.20	毛利率	30.38%	41.36%	44.65%	45.15%
无形资产和开发支出	6301.92	6293.11	6283.56	6273.25	三费率	15.36%	10.06%	9.50%	9.18%
其他非流动资产	426.38	426.38	426.38	426.38	净利率	10.98%	26.16%	29.58%	30.11%
资产总计	18048.56	20715.81	23072.06	24994.37	ROE	3.60%	16.72%	17.57%	16.51%
短期借款	1927.62	2000.00	2000.00	1500.00	ROA	2.54%	12.04%	13.09%	12.88%
应付和预收款项	1697.52	1905.75	1985.27	2074.98	ROIC	6.16%	18.25%	22.01%	24.32%
长期借款	732.48	732.48	732.48	732.48	EBITDA/销售收入	25.47%	38.04%	41.56%	42.20%
其他负债	949.15	1159.92	1165.00	1184.22	营运能力				
负债合计	5306.77	5798.14	5882.76	5491.68	总资产周转率	0.35	0.49	0.47	0.44
股本	2032.16	2032.16	2032.16	2032.16	固定资产周转率	1.02	1.59	1.75	1.86
资本公积	9580.45	9580.45	9580.45	9580.45	应收账款周转率	7.21	9.27	7.95	7.87
留存收益	622.09	2984.25	5255.38	7568.18	存货周转率	3.07	4.66	5.75	6.79
归属母公司股东权益	12339.88	14515.67	16786.80	19099.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.97%	—	—	—
少数股东权益	401.92	402.00	402.50	403.10	资本结构				
股东权益合计	12741.80	14917.67	17189.30	19502.69	资产负债率	29.40%	27.99%	25.50%	21.97%
负债和股东权益合计	18048.56	20715.81	23072.06	24994.37	带息债务/总负债	50.13%	47.13%	46.45%	40.65%
					流动比率	1.17	1.72	2.30	3.08
					速动比率	0.84	1.47	2.11	2.86
					股利支付率	153.97%	5.32%	24.79%	28.14%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1065.51	3628.13	4242.87	4512.25					
PE	79.01	14.00	11.57	10.85					
PB	2.74	2.34	2.03	1.79					
PS	8.35	3.66	3.42	3.27					
EV/EBITDA	33.67	9.18	7.15	6.14					
股息率	1.95%	0.38%	2.14%	2.59%					
					每股指标				
					每股收益	0.22	1.23	1.49	1.58
					每股净资产	6.27	7.34	8.46	9.60
					每股经营现金	0.21	1.62	2.01	1.95
					每股股利	0.33	0.07	0.37	0.45

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn