CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

龙蟒佰利002601.SZ

当前股价：17.7 元
2017 年 07 月 11 日

公司业绩向上修正，上半年盈利再超预期。

系列报告之二十二

基础数据

上证综指	3203
总股本（万股）	203210
已上市流通股（万股）	66850
总市值（亿元）	360
流通市值（亿元）	118
每股净资产（MRQ）	6.4
ROE（TTM）	7.8
资产负债率	29.7%
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	16	36	25
相对表现	13	26	10

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《龙蟒佰利（002601）—钛白粉行业景气持续，龙头优势愈发凸显。系列报告之二十一》2017-07-08

2、《龙蟒佰利（002601）—产品再次提价，公司盈利优异。系列报告之二十》2017-07-06

3、《龙蟒佰利（002601）—规模奠定行业地位，品质铸就企业成长。系列报告之十八》2017-06-07

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 2017 年半年度业绩预告修正公告：预计 2017 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润为 13-14 亿元，同比增长 1728.16%-1868.79%，去年同期实现净利润为 7110.97 万元。

评论：

1、第二季度盈利能力加强，业绩再超预期。

公司在 2017 年 4 月 21 日《2017 年第一季度报告》中披露预计：2017 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润预计为 11-12 亿元，本次业绩修正公告修正为 13-14 亿元，业绩再超预期，公告主要原因是公司主导产品钛白粉销售价格涨幅超出预期。按最新业绩推算，公司第一季度实现归母净利润 5.85 亿元，第二季度归母净利润为 7.15-8.15 亿元，环比增长 22.22%-39.32%。从价格跟踪的情况看，金红石型钛白粉价格 2017Q1/Q2 均价分别为 16633/18657 元/吨，同期钛精矿价格分别为 1546/1881 元/吨，钛白粉-原材料价差分别为 11731/13307 元/吨，数据显示第二季度盈利确实转好，和公司披露盈利情况一致。

3、钛精矿受环保及降雨影响开工不足，价格利空释放完毕。

钛精矿最新价格在 1200-1300 元/吨左右，出现一定幅度的下滑，这也是市场前期对于钛白粉价格比较担忧的主要原因，进而对于公司业绩趋于谨慎。我们认为，钛白粉在 17 年价格上涨时，确实主要来自于原材料价格上涨的推动作用，但是不可否认的是，出口数据的持续良好也起到了非常关键的作用。而且我们在之前的系列报告中一再强调，钛白粉产业链企业出现分化，品质差异对价格影响愈发明显。企业规模带来的价格偏差和波动会越来越大。金红石钛白粉品质良好的产品供不应求，没有降价理由，品质不稳定的则会降价促销。目前，由于攀枝花地区强降雨影响，加上环保政策更加严厉，钛精矿生产负荷受到影响，进而对价格带来支撑，并且有反弹可能，所以原材料的利空已经得以释放，而当前公司钛白粉价格在淡季坚挺，盈利能力较强，并且我们判断在“金九银十”下游需求旺季钛白粉价格或将还有上涨可能。

3、维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级。

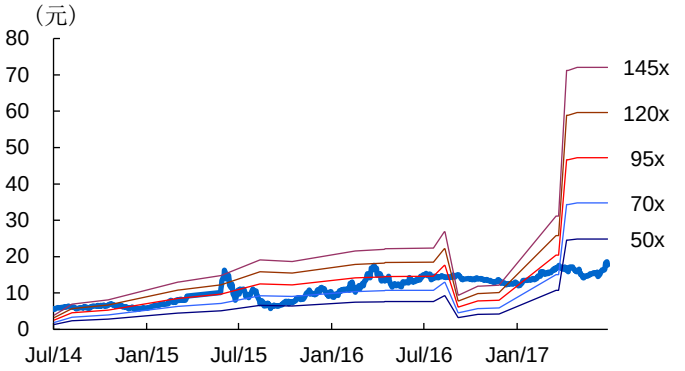
我们坚定看好龙蟒佰利未来的发展。本次上调盈利预测预计公司 17-19 年每股收益 1.26 元、1.37 元和 1.60 元，相应 PE 分别为 14.5 倍、13.3 倍、11.4 倍。

4、风险提示

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。

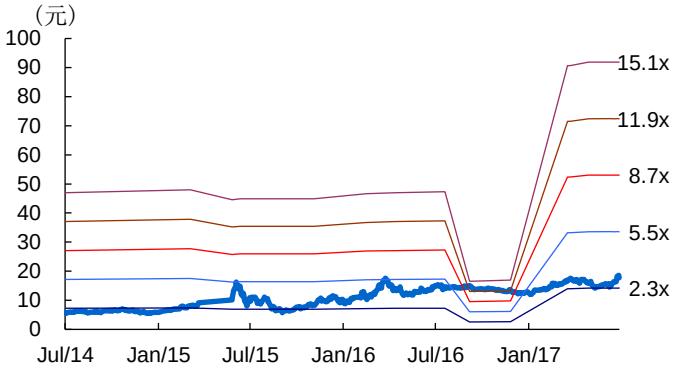
PE-PB Band

图 1：龙蟒佰利历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：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

13、《龙蟒佰利（002601）点评报告-行业仍处景气通道，公司龙头优势彰显。系列报告之十三》2017/3/27

14、《龙蟒佰利（002601）点评报告-钛白粉价格再次上调，印证行业景气判断。系列报告之十四》2017/3/28

15、《龙蟒佰利（002601）-公司归母净利润同比上涨 297%。系列报告之十五》2017/4/16

16、《龙蟒佰利（002601）-17 年一季报业绩向上修正，钛白粉价格涨幅超预期。系列报告之十六》2017/4/16

17、《龙蟒佰利（002601）-一季报业绩同比环比大幅上涨，钛白粉行业景气持续。系列报告之十七》2017/4/25

18、《龙蟒佰利（002601）-产品再次提价，盈利能力增长。系列报告之十八》2017/4/25

19、《龙蟒佰利（002601）-规模奠定行业地位，品质铸就企业成长。系列报告之十九》2017/6/7

20、《龙蟒佰利（002601）-产品再次提价，公司盈利优异。系列报告之二十》2017/7/5

21、《龙蟒佰利（003601）-钛白粉行业景气持续，龙头优势愈发凸显。系列报告二十一》2017/7/7

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2120	4582	8163	8993	10876
现金	563	1303	608	677	190
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	342	830	2030	2247	2844
应收款项	344	818	1953	2162	2736
其它应收款	19	31	75	83	105
存货	615	1281	2756	3009	3953
其他	238	320	741	815	1048
非流动资产	3641	13467	17440	21046	24318
长期股权投资	38	41	41	41	41
固定资产	1933	6266	10386	14124	17514
无形资产	149	1420	1278	1150	1035
其他	1521	5740	5735	5731	5728
资产总计	**5761**	**18049**	**25603**	**30039**	**35194**
流动负债	3140	3917	9310	11326	13623
短期借款	1630	1928	5694	7428	8671
应付账款	454	916	1984	2166	2846
预收账款	23	239	517	565	742
其他	1033	834	1115	1168	1365
长期负债	263	1390	1390	1390	1390
长期借款	250	732	732	732	732
其他	13	658	658	658	658
负债合计	**3403**	**5307**	**10700**	**12716**	**15013**
股本	204	2032	2032	2032	2032
资本公积金	1233	9506	9506	9506	9506
留存收益	861	802	2951	5357	8199
少数股东权益	60	402	414	428	443
归属于母公司所	2298	12340	14489	16895	19737
负债及权益合计	**5761**	**18049**	**25603**	**30039**	**35194**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(562)	432	954	3864	3924
净利润	114	445	2556	2789	3261
折旧摊销	177	420	731	1099	1434
财务费用	61	102	266	432	523
投资收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(916)	(527)	(2657)	(485)	(1336)
其它	3	(5)	60	30	45
投资活动现金流	(339)	(8787)	(4715)	(4715)	(4715)
资本支出	(324)	(194)	(4715)	(4715)	(4715)
其他投资	(15)	(8593)	0	0	0
筹资活动现金流	989	8940	3066	920	303
借款变动	1080	(1499)	3737	1733	1243
普通股增加	14	1828	0	0	0
资本公积增加	(21)	8273	0	0	0
股利分配	(29)	0	(406)	(383)	(418)
其他	(55)	338	(264)	(430)	(521)
现金净增加额	88	585	(695)	69	(487)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2660	4184	10238	11332	14341
营业成本	2147	2913	6308	6888	9048
营业税金及附加	6	45	111	123	156
营业费用	110	180	205	227	287
管理费用	200	367	410	453	574
财务费用	59	96	266	432	523
资产减值损失	10	32	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	128	553	2939	3209	3753
营业外收入	10	17	17	17	17
营业外支出	0	27	5	5	5
利润总额	138	543	2951	3221	3765
所得税	17	81	383	418	489
净利润	121	462	2568	2803	3276
少数股东损益	8	17	12	13	16
归属于母公司净利润	114	445	2556	2789	3261
EPS（元）	0.56	0.22	1.26	1.37	1.60

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	29%	57%	145%	11%	27%
营业利润	106%	332%	432%	9%	17%
净利润	80%	292%	474%	9%	17%
获利能力					
毛利率	19.3%	30.4%	38.4%	39.2%	36.9%
净利率	4.3%	10.6%	25.0%	24.6%	22.7%
ROE	4.9%	3.6%	17.6%	16.5%	16.5%
ROIC	3.9%	3.6%	13.1%	12.4%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	29.4%	41.8%	42.3%	42.7%
净负债比率	32.6%	14.9%	25.1%	27.2%	26.7%
流动比率	0.7	1.2	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.8	0.6	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4
存货周转率	4.0	3.1	3.1	2.4	2.6
应收帐款周转率	8.2	7.2	7.4	5.5	5.9
应付帐款周转率	5.6	4.3	4.4	3.3	3.6
每股资料（元）					
每股收益	0.56	0.22	1.26	1.37	1.60
每股经营现金	-2.75	0.21	0.47	1.90	1.93
每股净资产	11.24	6.07	7.13	8.31	9.71
每股股利	0.00	0.20	0.19	0.21	0.00
估值比率					
PE	32.9	83.5	14.5	13.3	11.4
PB	1.6	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.8	5.5	1.4	1.2	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

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±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。