

业绩超预期, 三季度钛白粉继续上涨

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年度业绩修正公告, 预计2017年1-6月实现归属于上市公司股东的净利润13至14亿元, 前次预期为11-12亿元。
- **二季度业绩超预期。** 若实现预计业绩, 17年Q2公司实现归母净利润7.2-8.2亿元, 同比增长1210%-1390%, 环比业绩继续大增。公司业绩增加的主要原因为主导产品钛白粉销售价格涨幅超出预期, 提高了公司盈利能力, 同时公司子公司四川龙蟒钛业股份有限公司报表合并, 因此公司2017年1-6月份经营业绩超出预期。
- **钛白粉三季度有望重回上涨通道, 长期供需偏紧格局或将维持。** 二季度钛白粉行业二八分化严重, 中小厂家出货压力较大, 加之钛矿中小厂价格大幅下滑, 此部分钛白粉价格压力较大; 但目前大厂在手订单超过1个月, 预计价格将继续坚挺。我们认为国内需求有望实质性回升, 且淡季国外钛白粉价格进一步涨价拉出空间, 将有望使钛白粉三季度行情超预期。行业开工率将维持75%水平, 新增产能增速预计维持低位, 供需长期偏紧。进入2016年以来, 钛白粉价格持续攀升, 然而开工率却始终没能迅速提高, 我们预计2017年的开工率中性估计将维持在75%水平。且17年无规模新增产能释放, 后续产能释放在于氯化法的扩产, 氯化法却有待突破, 所以我们认为钛白粉新增产能在未来2-3年将维持较低增速, 行业供需格局持续向好。
- **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。作为拥有钛精矿的龙头企业, 公司具有更强的盈利能力, 还能减少上游原料价格波动对产品毛利带来的影响。我们认为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。** 由于钛白粉价差持续扩大, 调整公司盈利预测。预计公司2017-2019年EPS分别为1.46元、1.64元、1.77元, 对应动态PE分别为12倍、11倍和10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。

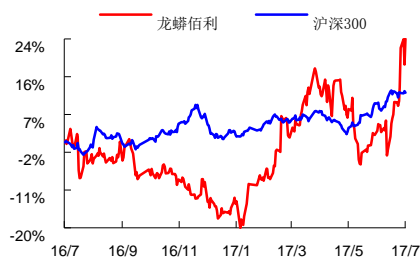
| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4183.88 | 10198.97 | 10919.22 | 11437.42 |
| 增长率 | 57.30% | 143.77% | 7.06% | 4.75% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 442.11 | 2922.45 | 3281.08 | 3544.95 |
| 增长率 | 296.74% | 561.03% | 12.27% | 8.04% |
| 每股收益EPS(元) | 0.22 | 1.46 | 1.64 | 1.77 |
| 净资产收益率ROE | 3.60% | 19.63% | 18.97% | 17.86% |
| PE | 80 | 12 | 11 | 10 |
| PB | 2.78 | 2.38 | 2.05 | 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) | 6.69 |
| 52周内股价区间(元) | 12.09-18.6 |
| 总市值(亿元) | 359.68 |
| 总资产(亿元) | 189.60 |
| 每股净资产(元) | 6.35 |

相关研究

1. 龙蟒佰利 (002601): 一季报大幅增长, 龙头溢价持续 (2017-04-21)
2. 龙蟒佰利(002601): 行业格局持续向好, 龙头溢价行情持续 (2017-03-31)
3. 佰利联(002601): 抓住钛白粉全面复苏下的龙头溢价 (2017-03-02)
4. 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)
5. 佰利联(002601): 钛白粉龙头, 布局新材料领域 (2016-07-20)

关键假设：

假设 1：假设 2017 年龙蟒佰利钛白粉产品含税均价在 19000 元/吨，2018 年钛白粉产品含税均价在 20000 元/吨，毛利率逐年提升，预计 17、18 和 19 年分别为 45%、46%和 47%。

假设 2：锆业务持续低迷，其他业务保持稳定，三费率逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 17-19 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-----|----------|-----------|-----------|-----------|
| 钛白粉 | 收入 | 3,503.38 | 9,511.66 | 10,225.04 | 10,736.29 |
| | 增速 | 53.61% | 171.50% | 7.50% | 5.00% |
| | 毛利率 | 30.19% | 45.00% | 46.00% | 47.00% |
| 锆制品 | 收入 | 44.26 | 44.70 | 45.15 | 45.60 |
| | 增速 | -11.34% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| | 毛利率 | 1.08% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 其他 | 收入 | 636.25 | 642.61 | 649.03 | 655.52 |
| | 增速 | 93.32% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| | 毛利率 | 33.42% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 合计 | 收入 | 4,183.88 | 10,198.97 | 10,919.22 | 11,437.42 |
| | 增速 | 57.30% | 143.77% | 7.06% | 4.75% |
| | 毛利率 | 30.38% | 44.19% | 45.18% | 46.14% |

数据来源：公司公告，西南证券

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 | 10198.97 | 10919.22 | 11437.42 | 净利润 | 459.31 | 2922.53 | 3281.58 | 3545.55 |
| 营业成本 | 2912.96 | 5691.58 | 5986.28 | 6159.65 | 折旧与摊销 | 419.99 | 633.45 | 663.29 | 697.88 |
| 营业税金及附加 | 45.46 | 117.29 | 116.84 | 122.38 | 财务费用 | 95.83 | 130.76 | 113.67 | 95.09 |
| 销售费用 | 179.60 | 357.98 | 371.25 | 377.43 | 资产减值损失 | 32.36 | 10.00 | 13.00 | 12.00 |
| 管理费用 | 367.25 | 530.35 | 545.96 | 571.87 | 经营营运资本变动 | -1297.39 | -65.67 | 326.71 | -56.55 |
| 财务费用 | 95.83 | 130.76 | 113.67 | 95.09 | 其他 | 722.11 | -11.50 | -13.41 | -12.63 |
| 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 | 3619.57 | 4384.83 | 4281.34 |
| 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 | 3361.52 | 3772.82 | 4099.69 | 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 | 3385.32 | 3831.32 | 4123.19 | 股权融资 | 10003.69 | -454.77 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 81.23 | 462.78 | 549.74 | 577.64 | 支付股利 | -680.70 | -132.63 | -876.74 | -984.32 |
| 净利润 | 459.31 | 2922.53 | 3281.58 | 3545.55 | 其他 | -1163.15 | -347.13 | -113.67 | -95.09 |
| 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 | -862.16 | -990.40 | -1579.42 |
| 归属母公司股东净利润 | 442.11 | 2922.45 | 3281.08 | 3544.95 | 现金流量净额 | 597.34 | 2472.64 | 3117.86 | 2372.08 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 3776.03 | 6893.90 | 9265.98 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1829.62 | 2432.52 | 2486.67 | 2601.40 | 销售收入增长率 | 57.30% | 143.77% | 7.06% | 4.75% |
| 存货 | 1280.67 | 1134.27 | 893.71 | 919.64 | 营业利润增长率 | 336.99% | 511.53% | 12.24% | 8.66% |
| 其他流动资产 | 168.36 | 305.97 | 327.58 | 343.12 | 净利润增长率 | 286.11% | 536.28% | 12.29% | 8.04% |
| 长期股权投资 | 40.51 | 40.51 | 40.51 | 40.51 | EBITDA 增长率 | 194.56% | 287.21% | 10.28% | 7.54% |
| 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% | 44.19% | 45.18% | 46.14% |
| 无形资产和开发支出 | 6301.92 | 6293.11 | 6283.56 | 6273.25 | 三费率 | 15.36% | 9.99% | 9.44% | 9.13% |
| 其他非流动资产 | 426.38 | 426.38 | 426.38 | 426.38 | 净利率 | 10.98% | 28.66% | 30.05% | 31.00% |
| 资产总计 | 18048.56 | 20767.15 | 23334.07 | 25495.03 | ROE | 3.60% | 19.63% | 18.97% | 17.86% |
| 短期借款 | 1927.62 | 2000.00 | 2000.00 | 1500.00 | ROA | 2.54% | 14.07% | 14.06% | 13.91% |
| 应付和预收款项 | 1697.52 | 1975.42 | 2111.04 | 2195.20 | ROIC | 6.16% | 21.16% | 23.63% | 26.45% |
| 长期借款 | 732.48 | 732.48 | 732.48 | 732.48 | EBITDA/销售收入 | 25.47% | 40.45% | 41.67% | 42.78% |
| 其他负债 | 949.15 | 1168.69 | 1195.16 | 1210.73 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 5306.77 | 5876.59 | 6038.67 | 5638.41 | 总资产周转率 | 0.35 | 0.53 | 0.50 | 0.47 |
| 股本 | 2032.16 | 2003.48 | 2003.48 | 2003.48 | 固定资产周转率 | 1.02 | 1.70 | 1.87 | 1.99 |
| 资本公积 | 9580.45 | 9154.35 | 9154.35 | 9154.35 | 应收账款周转率 | 7.21 | 9.52 | 7.95 | 7.87 |
| 留存收益 | 622.09 | 3411.91 | 5816.26 | 8376.88 | 存货周转率 | 3.06 | 4.70 | 5.88 | 6.76 |
| 归属母公司股东权益 | 12339.88 | 14488.56 | 16892.90 | 19453.53 | 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 | 14890.56 | 17295.40 | 19856.63 | 资产负债率 | 29.40% | 28.30% | 25.88% | 22.12% |
| 负债和股东权益合计 | 18048.56 | 20767.15 | 23334.07 | 25495.03 | 带息债务/总负债 | 50.13% | 46.50% | 45.25% | 39.59% |
| | | | | | 流动比率 | 1.17 | 1.70 | 2.28 | 3.09 |
| | | | | | 速动比率 | 0.84 | 1.45 | 2.09 | 2.87 |
| | | | | | 股利支付率 | 153.97% | 4.54% | 26.72% | 27.77% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 1065.51 | 4125.72 | 4549.77 | 4892.66 | 每股收益 | 0.22 | 1.46 | 1.64 | 1.77 |
| PE | 80.21 | 12.13 | 10.81 | 10.00 | 每股净资产 | 6.36 | 7.43 | 8.63 | 9.91 |
| PB | 2.78 | 2.38 | 2.05 | 1.79 | 每股经营现金 | 0.22 | 1.81 | 2.19 | 2.14 |
| PS | 8.48 | 3.48 | 3.25 | 3.10 | 每股股利 | 0.34 | 0.07 | 0.44 | 0.49 |
| EV/EBITDA | 34.64 | 8.23 | 6.78 | 5.72 | | | | | |
| 股息率 | 1.92% | 0.37% | 2.47% | 2.78% | | | | | |

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 20 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 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 地区销售副总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@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 |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@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 |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |