

公司研究/中报点评

2017年08月29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): 18.45  
合理价格区间(元): 18.8-20.7

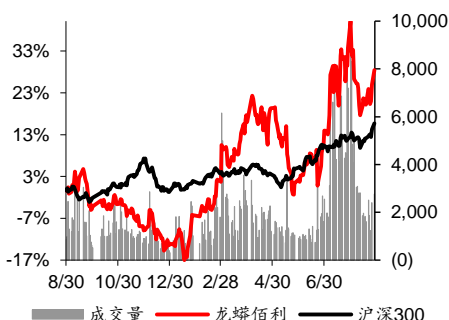
刘曦 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793949  
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《龙蟒佰利(002601,增持): 海外布局资源, 进一步提升钛矿自给率》2017.08
- 2《龙蟒佰利(002601,增持): 中报业绩超预期, 钛白粉维持高景气》2017.07
- 3《龙蟒佰利(002601,增持): Q1 开局良好, 中报预盈 11-12 亿元》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

# 上半年净利大增, 关注环保核查进展

## 龙蟒佰利(002601)

### 2017H1 净利大增逾 17 倍, 业绩符合预期

龙蟒佰利发布 2017 年中报, 实现营收 49.98 亿元, 同比增 279%, 实现净利 13.10 亿元, 同比增 1742%, 以目前总股本 20.32 亿股计算, 对应 EPS 为 0.64 元, 业绩符合预期。其中 2017Q2 实现营收 26.32 亿元, 同比增 287%, 实现净利 7.25 亿元, 同比增 1228%, 对应 EPS 为 0.36 元。公司拟每 10 股派现金 5 元, 同时预计 2017 年 1-9 月净利 18-19 亿元, 同比增 1406%-1490%, 对应 Q3 单季度净利 4.9-5.9 亿元。

### 钛白粉高景气及龙蟒钛业并表推动业绩高增长

2017H1 钛白粉行业维持高景气, 以华东地区为例, 金红石型钛白粉均价为 1.87 万元/吨, 同比上涨 64%, 且价差在原料钛精矿价格整体上涨的情况下亦有所扩大。另一方面, 子公司龙蟒钛业于 2016Q4 并表, 公司业务规模扩大, 钛精矿自给率大幅提升, 实现钛白粉销量 29.45 万吨, 同比增 130%, 2017H1 龙蟒钛业实现营收 30.46 亿元, 净利润 11.81 亿元。上半年公司钛白粉业务实现营收 41.9 亿元, 同比增 280%, 毛利率提升 20.0pct 至 46.6%。

### 钛白粉高盈利有望维持, 关注环保核查进展

目前钛精矿(四川攀钢)/金红石型钛白粉(华东)价格分别为 1500/17000 元/吨, 较前期高点下降 23.1%/14.1%, 但仍较去年同期上涨 72.4%/21.4%, 维持相对高位。伴随第四批中央环保督察组进驻四川、山东等地区, 钛精矿供应再次趋紧, 且钛白粉开工亦受限, 预计钛白粉价格有望维持高位。

### 拟投资设立融资租赁公司

公司公告拟与子公司佰利联(香港)、深圳富润资产共同出资设立融资租赁有限公司, 注册资本为 3 亿元, 公司合计持股 90% (母公司持股 56.7%)。设立融资租赁公司可以化工产业为背景横向发展, 选择化工行业中的优秀企业, 开展融资租赁业务; 另一方面向钛白粉行业上下游纵向延伸, 提供纵向一体化产业链式的综合金融服务。

### 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, 具备钛精矿储量逾 3500 万吨, 产能超过 60 万吨/年, 资源优势显著。我们维持公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.08、1.29、1.43 元的预测, 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)	671.79
52 周内股价区间(元)	12.09-20.13
总市值(百万元)	37,492
总资产(百万元)	19,658
每股净资产(元)	6.30

资料来源: 公司公告

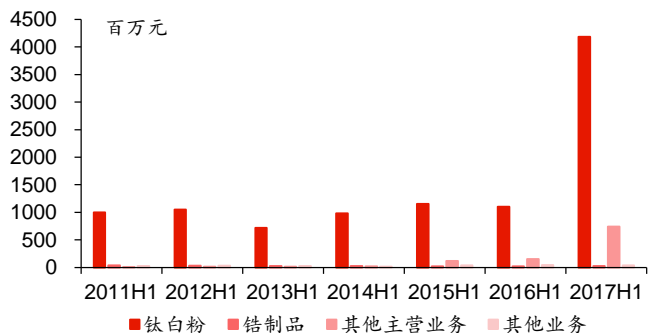
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,660	4,184	9,995	11,422	12,251
+/-%	28.92	57.30	138.90	14.27	7.26
归属母公司净利润(百万元)	111.44	442.11	2,196	2,619	2,899
+/-%	76.49	296.74	396.81	19.24	10.70
EPS (元, 最新摊薄)	0.05	0.22	1.08	1.29	1.43
PE (倍)	336.46	84.81	17.07	14.32	12.93

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

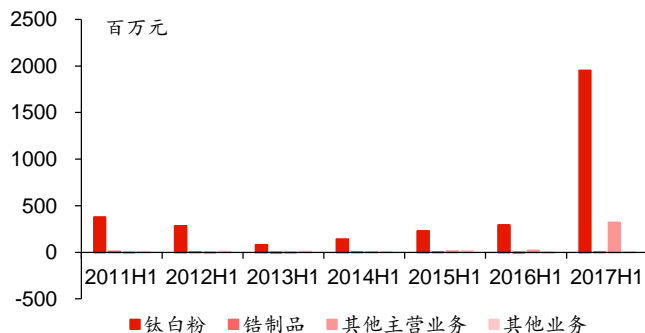
公司经营情况概览

图表1: 龙蟒佰利营收情况



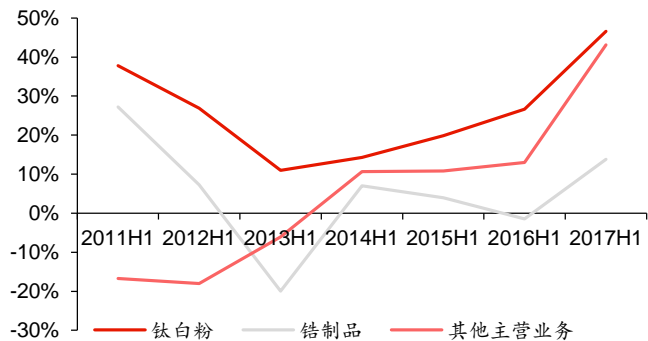
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 龙蟒佰利毛利情况



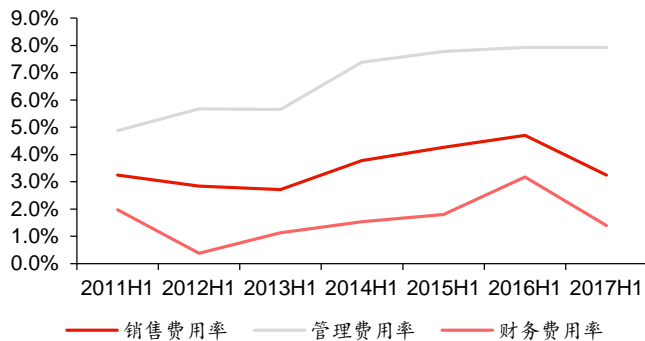
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 龙蟒佰利毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

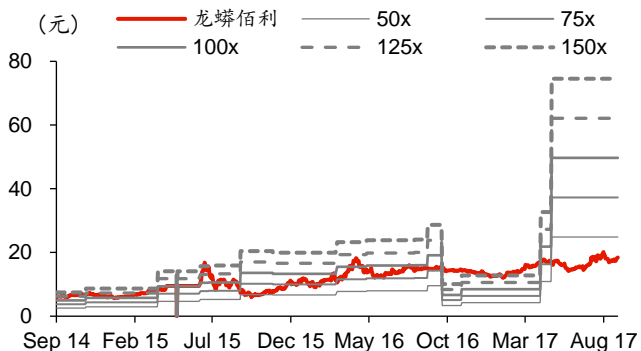
图表4: 龙蟒佰利期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

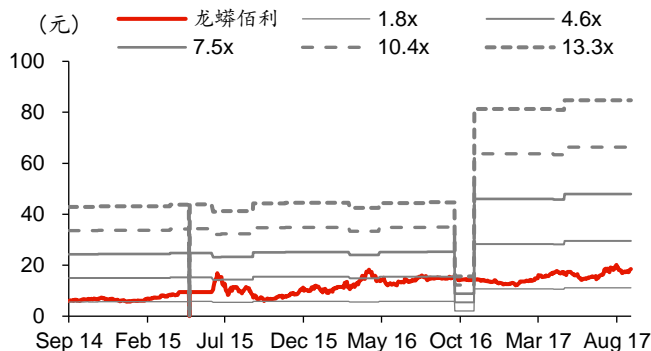
PE/PB - Bands

图表5: 龙蟒佰利历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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	6,329	8,813	11,128
现金	562.66	1,303	850.00	2,490	4,346
应收账款	343.78	817.56	1,542	1,785	1,945
其他应收账款	19.23	30.51	141.84	184.02	204.48
预付账款	83.31	151.77	294.26	326.85	359.08
存货	615.05	1,281	2,043	2,128	2,150
其他流动资产	496.03	998.13	1,458	1,899	2,122
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	19,486	21,817	24,516
流动负债	3,140	3,917	3,540	3,503	3,614
短期借款	1,630	1,928	516.56	300.00	200.00
应付账款	454.40	916.15	1,408	1,603	1,728
其他流动负债	1,056	1,073	1,616	1,599	1,686
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	4,774	4,463	4,359
少数股东权益	59.71	401.92	502.19	626.14	757.65
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	2,597	5,115	7,787
归属母公司股	2,298	12,340	14,209	16,728	19,399
负债和股东权益	5,761	18,049	19,486	21,817	24,516

### 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	1,656	2,741	3,411
净利润	118.96	459.31	2,297	2,743	3,031
折旧摊销	176.86	419.99	575.01	618.19	676.83
财务费用	59.08	95.83	121.38	32.53	(74.54)
投资损失	(0.50)	(2.14)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(950.85)	(580.28)	(1,143)	(678.90)	(256.05)
其他经营现金	34.52	39.52	(194.45)	26.03	33.55
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	(1,859)	(649.76)	(503.14)
短期借款	700.15	297.65	(1,411)	(216.56)	(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)	(448.35)	(133.20)	(153.14)
现金净增加额	101.17	597.34	(453.39)	1,640	1,856

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,660	4,184	9,995	11,422	12,251
营业成本	2,147	2,913	5,865	6,681	7,200
营业税金及附加	5.58	45.46	99.95	114.22	122.51
营业费用	110.17	179.60	419.81	476.28	502.29
管理费用	200.28	367.25	792.64	895.45	939.64
财务费用	59.08	95.83	121.38	32.53	(74.54)
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	2,687	3,212	3,551
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	2,702	3,227	3,566
所得税	16.71	81.23	405.30	484.07	534.86
净利润	118.96	459.31	2,297	2,743	3,031
少数股东损益	7.52	17.21	100.27	123.95	131.51
归属母公司净利润	111.44	442.11	2,196	2,619	2,899
EBITDA	361.73	1,066	3,383	3,863	4,153
EPS (元)	0.21	0.29	1.08	1.29	1.43

### 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	138.90	14.27	7.26
营业利润	102.52	336.99	388.82	19.54	10.54
归属母公司净利润	76.49	296.74	396.81	19.24	10.70
获利能力 (%)					
毛利率	19.28	30.38	41.33	41.51	41.23
净利率	4.19	10.57	21.97	22.93	23.67
ROE	4.85	3.58	15.46	15.66	14.95
ROIC	4.65	3.88	15.75	17.63	18.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.07	29.40	24.50	20.46	17.78
净负债比率 (%)	55.24	50.69	26.79	17.08	9.46
流动比率	0.68	1.17	1.79	2.52	3.08
速动比率	0.48	0.84	1.21	1.91	2.48
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.35	0.53	0.55	0.53
应收账款周转率	7.82	6.83	8.03	6.51	6.23
应付账款周转率	5.64	4.25	5.05	4.44	4.32
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.22	1.08	1.29	1.43
每股经营现金流 (最新摊薄)	(0.28)	0.21	0.81	1.35	1.68
每股净资产 (最新摊薄)	1.13	6.07	6.99	8.23	9.55
估值比率					
PE (倍)	336.46	84.81	17.07	14.32	12.93
PB (倍)	16.31	3.04	2.64	2.24	1.93
EV_EBITDA (倍)	108.31	36.77	11.58	10.14	9.43

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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