

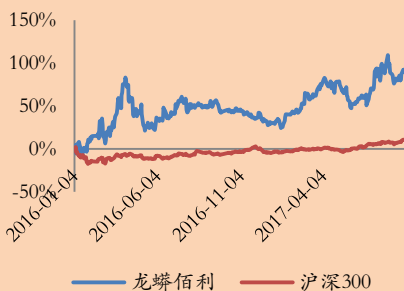


## 龙蟒佰利 (002601)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-31

### 股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy\_1987@163.com

联系人: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

## 业绩符合预期, 钛白粉景气有望延续

**事件:** 公司发布 2017 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 49.98 亿元, 同比增长 279.41%; 实现归母净利润 13.1 亿元, 同比增长 1742.13%。同时公司预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 180000-190000 万元, 同比增长 1406.49%-1490.18%。

### □ 钛白粉延续高景气, 公司业绩高增长

钛白粉行业承接 2016 年全年高景气周期, 2017 年上半年产品价格延续上涨, 目前金红石型和锐钛型钛白粉价格已分别达到 18000 元/吨和 17000 元/吨, 处于历史较高水平。报告期内, 公司抓紧行业周期, 5 次上调产品价格, 积极推进生产和销售工作, 公司完成钛白粉产量 30.55 万吨, 较上年同期上升 150.00%; 实现钛白粉销售量 29.45 万吨, 较上年同期上升 130.26%, 实现钛白粉营业收入 41.88 亿元, 同比大幅提升 279.89%, 产品毛利率提升了近 26 个百分点。公司作为钛白粉行业的绝对龙头也充分受益, 整体业绩大幅提升。

### □ 布局钛精矿, 加强产业链优势

钛白粉主要生产原料是钛精矿, 由于国内钛精矿主要生产地区四川受环保核查影响, 产量大幅降低, 同时国外钛精矿出口政策的变化, 导致钛精矿价格在 1-2 季度迎来了上涨, 价格大幅领先去年同期水平。公司收购龙蟒后获得近 80 万吨的钛精矿产能, 同时公司又完成了对瑞尔鑫的收购, 进一步提升了钛精矿的自给率, 公司上半年钛精矿产量达到 40 万吨。今年 8 月公司又签署协议拟取得 RMG 项目控制权, 该项目能够持续 20 年提供年产 40 万吨氯化法钛白粉所需的钛矿。公司在上游钛精矿的布局日趋完善, 原材料的价格优势也将大幅提升公司产品的成本优势和市场竞争力, 公司龙头地位将继续加固。

### □ 环保抑制供给, 出口拉动需求

近二年受供给侧改革和环保督查的影响, 国内钛白粉产能持续下滑, 部分高污染、中小产能开始陆续清出。目前第四批环保督查将入驻四川、山东等钛白粉和钛精矿的主产区, 钛白粉供给端将进一步受到抑制。需求端, 一方面国内经济企稳, 房地产需求拉动钛白粉消费量; 另一方面, 国外钛白粉需求回暖, 上半年钛白粉出口量在量年同期高增速的基础上, 上续保持着 2 位数的高增长率, 合计出口量为 39.64 万吨, 同比提升 13.74%。在供需两端持续改善的背景下, 钛白粉价格有望继续稳中有升。

### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.28 元、1.39 元、1.45 元, 对应

当前股价的 PE 分别为 14 倍、13 倍、12 倍，维持“买入”评级。

**盈利预测：**

单位：百万元

| 主要财务指标    | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 4184  | 10041 | 10744 | 11281 |
| 收入同比(%)   | 57%   | 140%  | 7%    | 5%    |
| 归属母公司净利润  | 442   | 2601  | 2816  | 2952  |
| 净利润同比(%)  | 297%  | 488%  | 8%    | 5%    |
| 毛利率(%)    | 30.4% | 45.0% | 44.0% | 43.0% |
| ROE(%)    | 3.6%  | 19.7% | 20.4% | 21.0% |
| 每股收益(元)   | 0.22  | 1.28  | 1.39  | 1.45  |
| P/E       | 84.99 | 14.45 | 13.34 | 12.73 |
| P/B       | 3.04  | 2.84  | 2.71  | 2.70  |
| EV/EBITDA | 26    | 9     | 8     | 8     |

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

| 资产负债表          |        |        |        |        | 利润表             |       |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        | 单位:百万元          |       |        |        |        |
| 会计年度           | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 会计年度            | 2016  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| <b>流动资产</b>    | 4,582  | 13,573 | 15,423 | 16,794 | <b>营业收入</b>     | 4,184 | 10,041 | 10,744 | 11,281 |
| 现金             | 1,303  | 8,505  | 9,690  | 10,550 | 营业成本            | 2,913 | 5,523  | 6,017  | 6,430  |
| 应收账款           | 848    | 1,626  | 1,795  | 1,999  | 营业税金及附加         | 45    | 20     | 21     | 23     |
| 其他应收款          | 31     | 50     | 70     | 71     | 销售费用            | 180   | 402    | 376    | 372    |
| 预付账款           | 152    | (290)  | (430)  | (602)  | 管理费用            | 367   | 803    | 806    | 790    |
| 存货             | 1,286  | 1,843  | 2,132  | 2,421  | 财务费用            | 96    | 103    | 88     | 85     |
| 其他流动资产         | 963    | 1,838  | 2,166  | 2,354  | 资产减值损失          | 32    | 4      | 1      | 1      |
| <b>非流动资产</b>   | 13,467 | 8,156  | 7,675  | 7,222  | 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 41     | 37     | 38     | 39     | 投资净收益           | 2     | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产           | 6,266  | 5,869  | 5,472  | 5,075  | <b>营业利润</b>     | 550   | 3,186  | 3,435  | 3,581  |
| 无形资产           | 1,420  | 1,325  | 1,237  | 1,155  | 营业外收入           | 17    | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动资产        | 5,740  | 925    | 928    | 954    | 营业外支出           | 27    | 0      | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 18,049 | 21,729 | 23,098 | 24,017 | <b>利润总额</b>     | 541   | 3,186  | 3,435  | 3,581  |
| <b>流动负债</b>    | 3,917  | 6,193  | 6,682  | 7,288  | 所得税             | 81    | 478    | 481    | 501    |
| 短期借款           | 1,928  | 1,924  | 1,921  | 1,920  | <b>净利润</b>      | 459   | 2,708  | 2,954  | 3,079  |
| 应付账款           | 916    | 1,304  | 1,529  | 1,725  | 少数股东损益          | 17    | 108    | 138    | 127    |
| 其他流动负债         | 1,073  | 2,966  | 3,232  | 3,643  | <b>归属母公司净利润</b> | 442   | 2,601  | 2,816  | 2,952  |
| <b>非流动负债</b>   | 1,390  | 1,804  | 1,917  | 2,039  | EBITDA          | 1,066 | 3,781  | 4,008  | 4,145  |
| 长期借款           | 732    | 732    | 732    | 732    | EPS (元)         | 0.22  | 1.28   | 1.39   | 1.45   |
| 其他非流动负         | 658    | 1,071  | 1,185  | 1,307  |                 |       |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 5,307  | 7,997  | 8,599  | 9,327  |                 |       |        |        |        |
| 少数股东权益         | 402    | 510    | 648    | 775    |                 |       |        |        |        |
| 股本             | 2,032  | 2,032  | 2,032  | 2,032  |                 |       |        |        |        |
| 资本公积           | 9,580  | 9,580  | 9,580  | 9,580  |                 |       |        |        |        |
| 留存收益           | 622    | 1,610  | 2,239  | 2,301  |                 |       |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 12,340 | 13,222 | 13,852 | 13,914 |                 |       |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 18,049 | 21,729 | 23,098 | 24,017 |                 |       |        |        |        |

| 现金流量表          |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 432     | 3,932   | 3,520   | 3,821   |
| 净利润            | 459     | 2,601   | 2,816   | 2,952   |
| 折旧摊销           | 420     | 491     | 485     | 479     |
| 财务费用           | 102     | 103     | 88      | 85      |
| 投资损失           | (2)     | 0       | 0       | 0       |
| 营运资金变动         | (509)   | 625     | (8)     | 177     |
| 其他经营现金         | (37)    | 112     | 139     | 128     |
| <b>投资活动现金流</b> | (8,787) | 4       | (2)     | (0)     |
| 资本支出           | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 长期投资           | (3)     | 4       | (2)     | (0)     |
| 其他投资现金         | (8,784) | 0       | 0       | 0       |
| <b>筹资活动现金流</b> | 8,940   | (1,640) | (2,341) | (2,960) |
| 短期借款           | 298     | (4)     | (3)     | (1)     |
| 长期借款           | 482     | 0       | 0       | 0       |
| 普通股增加          | 1,828   | 0       | 0       | 0       |
| 资本公积增加         | 8,176   | 0       | 0       | 0       |
| 其他筹资现金         | (1,844) | (1,636) | (2,338) | (2,959) |
| <b>现金净增加额</b>  | 585     | 2,296   | 1,177   | 861     |

| 主要财务比率         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度           | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入           | 57.30%  | 140.00% | 7.00%   | 5.00%   |
| 营业利润           | 336.99% | 479.62% | 7.81%   | 4.25%   |
| 归属于母公司净利润      | 296.74% | 488.22% | 8.27%   | 4.84%   |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率(%)         | 30.38%  | 45.00%  | 44.00%  | 43.00%  |
| 净利率(%)         | 10.57%  | 25.90%  | 26.21%  | 26.17%  |
| ROE(%)         | 3.60%   | 19.72%  | 20.37%  | 20.96%  |
| ROIC(%)        | 15.81%  | 20.21%  | 31.38%  | 33.83%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率(%)       | 29.40%  | 36.80%  | 37.23%  | 38.84%  |
| 净负债比率(%)       | 1.72%   | -42.88% | -30.76% | -31.67% |
| 流动比率           | 1.17    | 2.19    | 2.31    | 2.30    |
| 速动比率           | 0.84    | 1.89    | 1.99    | 1.97    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.35    | 0.50    | 0.48    | 0.48    |
| 应收账款周转率        | 7.21    | 8.39    | 6.51    | 6.18    |
| 应付账款周转率        | 6.11    | 9.05    | 7.59    | 6.93    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.22    | 1.28    | 1.39    | 1.45    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.21    | 1.94    | 1.73    | 1.88    |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 6.07    | 6.51    | 6.82    | 6.85    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 85.0    | 14.4    | 13.3    | 12.7    |
| P/B            | 3.0     | 2.8     | 2.7     | 2.7     |
| EV/EBITDA      | 25.53   | 8.99    | 8.24    | 7.82    |

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。