

强烈推荐-A (维持)

龙蟒佰利 002601.SZ

当前股价: 18.88 元

2017年09月05日

钛白粉开启新一轮提价, 长期看好公司竞争力提升

系列报告之二十六

基础数据

上证综指	3384
总股本(万股)	203210
已上市流通股(万股)	67179
总市值(亿元)	384
流通市值(亿元)	127
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	13.1
资产负债率	32.7%
主要股东	许刚
主要股东持股比例	20.5%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《龙蟒佰利(002601)——中报盈利符合预期, 看好公司长期发展 系列报告之二十五》2017-08-29
- 2、《龙蟒佰利(002601)——签订RGM项目备忘录, 向上游延伸迈出重要一步。系列报告之二十四》2017-08-03
- 3、《龙蟒佰利(002601)——环保约束逐步显现, 钛精矿价格止跌回升。系

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:

自2017年10月1日起, 国际巨头科慕在中国地区的所有规格钛白粉价格将增加150美元/吨。

国内公司金茂钛业、顺风钛业、广西德天等公司纷纷上调产品价格400-500元/吨不等。

评论:

1、行业层面: 8月份受环保督察影响, 钛精矿和钛白粉开工率齐降。

我们在前期系列报告中提到, 环保对于钛白粉行业的影响是全产业链性质的, 开工率从钛矿-钛白粉-涂料均受到影响。环保督查组进入四川之后, 四川攀枝花地区钛矿几乎全线停产, 2017年6月底钛白粉行业的开工率为63%, 整体开工率不高, 7月整体行业开工逐步下降并维持在54%附近, 8月份仍然不足6成。尤其8月份第四批环保督察开始, 四川、山东两地钛白粉生产受到明显影响。卓创数据显示, 四川地区攀枝花钒钛工业园区钛白粉企业7月份停车整顿, 8月份仍在停车之中, 而山东地区总产能55万吨, 占全国总产能的14.40%, 预计环保核查期间山东+四川供应量减少约9万吨, 相当于影响全国单月产量的40%左右。

2、行业层面: 成本支撑, 出口良好, 行业供需维持紧平衡。

四川地区钛精矿不含税价格1400-1450元/吨, 比起7月初价格有100-150元的上涨, 价格走势符合我们判断, 在成本端对钛白粉价格构成支撑。出口方面, 2017年1、2、3、4、5、6、7月钛白粉单月出口量分别为5.93万吨、5.21万吨、6.87万吨、6.48万吨、7.28万吨、7.85万吨和6.88万吨, 分别同比增长14.05%、16.69%、12.67%、16.49%、2.16%、22.96%和8.28%。2017年1-7月累计出口46.52万吨, 同比增长12.90%, 出口形势保持良好, 预计全年有望增长10%以上。供给方面, 钛白粉有效产能增加有限, 预计实际大概300-310万吨, 较16年仅增长3.3%。环保压力有增无减, 行业开工率始终不高, 考虑到攀枝花环保局督察力度加大影响攀枝花钒钛工业园生产, 预计行业供需将会偏紧。

3、行业层面: 国际巨头提价, 出口价格反弹, 国内企业开启新一轮涨价潮。

科慕R-103、R-104报价执行27000元/吨; R105报价执行在25500元/吨。欧洲钛白粉价格持续上涨, 供需紧张, 价格或将超过3000欧元/吨, 国内外产品价差在拉大。到8月底国内钛白粉出口价格出现反弹, 目前出口价格每吨2450-2700美元, 主要因为受环保制约国内钛白粉供应缩减。国内氯化法和硫酸法钛白粉企业纷纷提价, 幅度在500元/吨左右。

4、公司层面：收购钛矿对于钛白粉企业产业链一体化布局至关重要，有利于降低综合成本。

公司之前公告和 RGM 签订项目备忘录，若取得对 RGM 项目的控制权，直接的意义是能够以低于市场平均价格获得满足富钛料项目和氯化法项目生产所需要的钛矿，从而降低公司钛白粉产品的生产成本，提高公司产品的竞争优势。公司后续有 20 万吨氯化法钛白粉项目投产，对钛矿需求进一步加大，届时钛矿价格的波动对公司盈利的影响会愈发明显，未来布局钛矿，对公司产业链一体化布局至关重要，有利于降低综合成本，保障稳定盈利。

5、维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级。

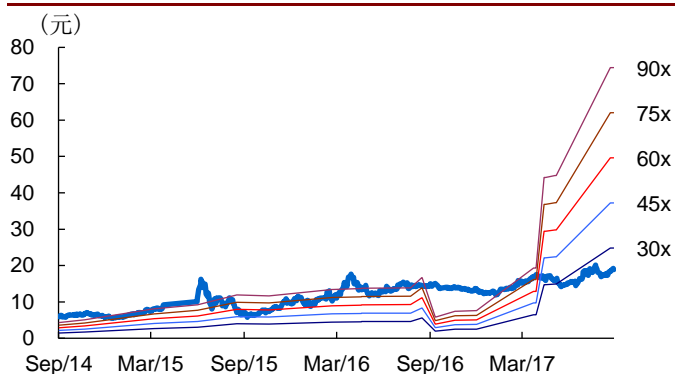
我们在之前的系列报告中再三重复：“中期公司 20 万吨氯化法钛白粉项目保障公司继续拥有内生性增长，长期公司有望延伸上游实现产业链一体化发展。”目前提前在钛矿收购上有所突破，超出我们预期，同时公司前期股东减持股份预披露公告补充公告中显示，减持价格不低于 22 元。我们预计公司 17-19 年每股收益 1.26 元、1.37 元和 1.60 元，相应 PE 分别为 15.0 倍、13.8 倍、11.8 倍，维持投资评级不变。

5、风险提示

备忘录项目中途变更风险；钛白粉行业价格走势低于预期风险。

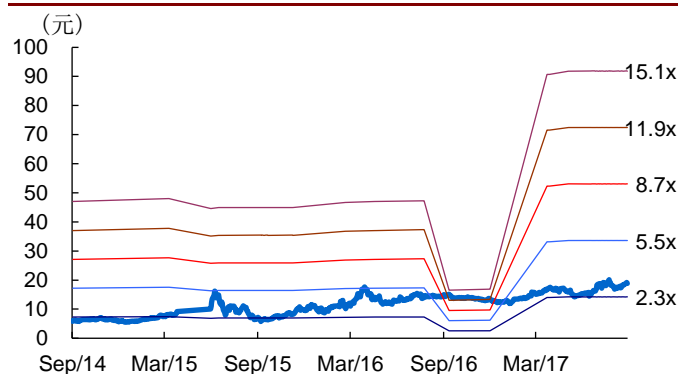
PE-PB Band

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（002601）-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
- 22、《龙蟒佰利（002601）-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》2017/7/11

- 23、《龙蟒佰利（002601）-环保约束逐步显效，钛精矿价格止跌回升。系列报告之二十三》 2017/7/13
- 24、《龙蟒佰利（002601）-签订 RGM 项目备忘录，向上游延伸迈出重要一步。系列报告之二十四》 2017/8/2
- 25、《龙蟒佰利（002601）-中报盈利符合预期，看好公司长期发展。系列报告之二十五》 2017/8/29

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)

资料来源：公司数据、招商证券

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	34.0	86.2	15.0	13.8	11.8
PB	1.7	3.1	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	16.0	5.6	1.5	1.2	1.0

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。