

## 龙蟒佰利 (002601)

投资评级：买入

报告日期：2017-03-31

### 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

## 业绩靓丽，钛白粉龙头优势尽显

**事件：**2016 年度，公司实现营业收入 41.36 亿元，较上年上升 56.98%；实现利润总额 5.4 亿元，较上年上升 298.44%；归属于上市公司股东的净利润 4.42 亿元，较上年上升 296.74%。

### □ 钛白粉景气度高，公司业绩水涨船高

在供给侧改革和环保政策的双重压力下，钛白粉供需结构得到优化，走出多年行业低谷，全年价格呈现连续上涨的态势。2016年国内钛白粉经历了十几轮提价后，累计价格涨幅达50%。公司作为行业龙头业绩得到大幅提升，2016年公司共计生产钛白粉58.31万吨，销售钛白粉60.68万吨，实现营业收入35.03亿元，同比增长53.61%，综合毛利率大幅提升11个百分点至29.56%。此外公司高端产品的开发取得了显著成效，TR52、氯化法钛白粉产品产量和质量稳步提升并得到PPG、阿克苏、宣威、立邦漆、KANSAI 等行业标杆性终端客户认可。

### □ 完成四川龙蟒并购，实现强强联合

公司于 2016 年 9 月完成对四川龙蟒的并购，目前累计产能达到 56 万吨/年，成为亚洲第一，全球第四大的钛白粉生产厂商。此次并购一方面可以利用龙蟒的钛精矿资源，打造“钒磁铁--钛精矿--技术研发--钛白粉生产--钛白粉销售”全产业链，减少成本开支。另一方面公司生产规模迅速扩大，可以通过统一采购等形式提高采购中的议价能力，同时市场占有率的提高和行业领先地位的增强，也使公司在产品定价方面拥有更多的自主权和话语权。钛白粉此轮价格大涨，公司作为行业龙头获得了巨大的收益。2016 年四川龙蟒实现营业收入 12.5 亿元，净利润 3.59 亿元，大幅增厚了公司业绩，未来随着二者协同效应的发酵，业绩有望继续增长。

### □ 海外市场需求旺盛，出口业务大幅提升

在国内钛白粉市场供需改善的同时，钛白粉出口增速保持高增长。根据海关统计数据，2016 年全年，钛白粉全年出口量为 72.05 万吨，同比增长 33.82%。公司一直以来都注重海外业务，产品出口亚太、拉美、北美、欧洲、中东和非洲地区的一百余个国家，2016 年公司国外出口钛白粉 27.47 万吨，占全国出口量比例达 39.01%。2017 年特朗普在基建上的政策将拉动美国对钛白粉需求，而人民币贬值也利于出口，公司有望继续发挥在海外市场上的优势，提高出口业务。

### □ 盈利预测与估值

考虑到钛白粉市场的持续火热，以及公司并购四川龙蟒后的业绩增厚和规模效益，我们上调公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.07 元、1.16 元，对应的 PE 分别为 18.84 倍、16.07 倍、14.69 倍，给予“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	1846	2164	2367
净利润同比(%)	297%	317%	17%	9%
毛利率(%)	30.4%	35.0%	36.0%	36.0%
ROE(%)	3.6%	13.4%	13.8%	13.2%
每股收益(元)	0.22	0.91	1.07	1.16
P/E	78.65	18.84	16.07	14.69
P/B	2.82	2.50	2.19	1.93
EV/EBITDA	26	11	9	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					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,582	14,737	17,786	21,222	营业收入	4,184	10,041	10,744	11,281
现金	1,303	9,416	11,851	14,804	营业成本	2,913	6,527	6,876	7,220
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	(370)	(531)	(723)	管理费用	367	803	806	790
存货	1,281	2,171	2,430	2,709	财务费用	96	102	83	72
其他流动资产	968	1,843	2,171	2,362	资产减值损失	32	4	2	(2)
非流动资产	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	营业利润	550	2,184	2,580	2,806
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	5,740	925	928	954	营业外支出	27	0	0	0
资产总计	18,049	22,892	25,461	28,445	利润总额	541	2,184	2,580	2,806
流动负债	3,917	6,728	7,112	7,661	所得税	81	262	310	337
短期借款	1,928	1,917	1,903	1,885	净利润	459	1,922	2,271	2,470
应付账款	916	1,541	1,747	1,937	少数股东损益	17	76	106	102
其他流动负债	1,073	3,269	3,461	3,839	归属母公司净利润	442	1,846	2,164	2,367
非流动负债	1,390	1,804	1,917	2,039	EBITDA	1,066	2,777	3,148	3,358
长期借款	732	732	732	732	EPS (元)	0.22	0.91	1.07	1.16
其他非流动负	658	1,071	1,185	1,307					
负债合计	5,307	8,531	9,029	9,700					
少数股东权益	402	478	585	687					
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	2,270	4,235	6,445					
归属母公司股东权	12,340	13,883	15,848	18,058					
负债和股东权益	18,049	22,892	25,461	28,445					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	432	(3,432)	2,788	3,187	成长能力				
净利润	459	1,846	2,164	2,367	营业收入	57.30%	140.00%	7.00%	5.00%
折旧摊销	420	491	485	479	营业利润	336.99%	297.34%	18.13%	8.76%
财务费用	102	102	83	72	归属于母公司净利润	296.74%	317.47%	17.26%	9.39%
投资损失	(2)	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	(509)	913	(52)	168	毛利率(%)	30.38%	35.00%	36.00%	36.00%
其他经营现金	(37)	80	108	100	净利率(%)	10.57%	18.38%	20.14%	20.99%
投资活动现金流	(8,787)	4	(2)	(0)	ROE(%)	3.60%	13.38%	13.82%	13.17%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	15.81%	14.54%	25.01%	27.92%
长期投资	(3)	4	(2)	(0)	偿债能力				
其他投资现金	(8,784)	0	0	0	资产负债率(%)	29.40%	37.27%	35.46%	34.10%
筹资活动现金流	8,940	(230)	(359)	(232)	净负债比率(%)	1.72%	-47.35%	-37.00%	-45.12%
短期借款	298	(10)	(14)	(18)	流动比率	1.17	2.19	2.50	2.77
长期借款	482	0	0	0	速动比率	0.84	1.87	2.16	2.42
普通股增加	1,828	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	8,176	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.49	0.44	0.42
其他筹资现金	(1,844)	(219)	(345)	(214)	应收账款周转率	7.21	8.39	6.51	6.18
现金净增加额	585	3,206	2,427	2,954	应付账款周转率	6.11	8.17	6.53	6.12
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.22	0.91	1.07	1.16
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	1.69	1.37	1.57
					每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.83	7.80	8.89
					估值比率				
					P/E	78.6	18.8	16.1	14.7
					P/B	2.8	2.5	2.2	1.9
					EV/EBITDA	25.53	10.89	8.89	7.51

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形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。