

龙蟒佰利（002601）点评报告

增长来自龙蟒并表，一季度预告符合预期

买入（首次）

2017年4月5日

事件

公司发布2016年年报，报告期内实现营业收入41.84亿元，同比+57%；归母净利润4.42亿元，同比+297%；基本每股收益0.43元，拟10派2元含税。公司预计2017年一季度报归母净利4.5~5亿元。

投资要点

■ **增长来自龙蟒钛业并表，一季度预告符合预期：**报告期内公司营收和净利润均实现大幅增长，其中第四季度实现营收21.2亿元，归母净利3.23亿，增长来自四季度龙蟒钛业并表。全年业绩略低于此前业绩快报4.84亿，不及预期的原因预计来自坏账损失和非流动资产处置损失。龙蟒钛业全年实现业绩11.07亿元，其中第四季度3.59亿元，大幅超出2016年度业绩承诺。钛白粉业务毛利率30.2%，同比提高11.1个百分点，一方面是由于2016年以来钛白粉价格持续上涨、价差扩大，另一方面来自龙蟒钛业钛精矿自给毛利率水平较高。2016年龙蟒和佰利联钛白粉合计销量60.7万吨，市场份额超过20%，其中出口27.5万吨，销量占比45.3%，占国内出口量的38.2%，占据绝对优势。公司一季度报业绩指引为4.5~5亿元，符合市场预期。

■ **原料紧张和环保持续高压推动钛白粉价格继续坚挺：**钛白粉基本面仍能支撑钛白粉价格继续坚挺。需求端，2月份钛白粉出口当月同比增长17%，累计同比增长15%，外需保持强劲。供给端，东方钛业事故影响虽已消除，但一带一路峰会即将召开，预计环保仍然持续高压，近期山东等省又开始自查，不排除部分企业仍会发生停限产情况。原料方面，印度泰米尔纳德邦出口限制还未解除，钛精矿供给仍然偏紧，矿价上涨一方面推涨钛白价格，另一方面造成部分小企业原料采购资金压力。

■ **看好公司在规模和技术上的长远发展：**龙蟒和佰利联合并完成后公司在规模上已迈出巨大一步，钛白粉行业仍有整合空间，公司有望不断发展壮大；更高的产品质量和更环保的生产工艺是永恒的主题，氯化法钛白粉是未来的发展方向，氯化法钛白技术领域仍大有可为，公司氯化法钛白是目前所有国内项目中进展较为顺利的，有望率先取得突破。我们继续看好公司在规模和技术上的长远发展。

投资建议

预计公司17-19年净利润为24.14、26.99和30.79亿元，EPS为1.19、1.33和1.52元，对应PE为14X、13X和11X，首次覆盖，给予“买入”评级。

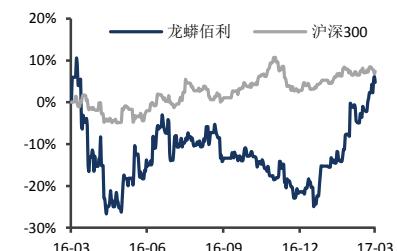
风险提示：钛白粉价格下跌，下游需求不及预期。

| 盈利预测与估值 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,184 | 10,519 | 11,272 | 12,044 |
| 同比(%) | 57.3% | 151.4% | 7.2% | 6.8% |
| 净利润(百万元) | 442 | 2,414 | 2,699 | 3,079 |
| 同比(%) | 296.7% | 446.1% | 11.8% | 14.1% |
| 每股收益(元/股) | 0.22 | 1.19 | 1.33 | 1.52 |
| P/E | 77.59 | 14.17 | 12.68 | 11.11 |

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

证券分析师 沈晓源
执业证号：S0600517030002
021-60199761
shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 收盘价(元) | 16.88 |
| 一年最低/最高价 | 11.34/18.22 |
| 市净率(倍) | 2.78 |
| 流通市值(百万元) | 10,047 |

基础数据

| | |
|----------|----------|
| 每股净资产(元) | 6.07 |
| 资产负债率(%) | 29.40 |
| 总股本(百万股) | 2,032.16 |
| 流通股(百万股) | 595.19 |

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

| 资产负债表(百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表(百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 4,582 | 7,211 | 7,939 | 9,575 | 营业收入 | 4,184 | 10,519 | 11,272 | 12,044 |
| 现金 | 1,303 | 1,056 | 1,139 | 2,231 | 减: 营业成本 | 2,913 | 6,282 | 6,459 | 6,866 |
| 应收款项 | 818 | 1,736 | 1,907 | 2,074 | 营业税金及附加 | 45 | 84 | 90 | 102 |
| 存货 | 1,281 | 2,274 | 2,429 | 2,625 | 营业费用 | 180 | 421 | 451 | 482 |
| 其他流动资产 | 1,180 | 2,144 | 2,464 | 2,645 | 管理费用 | 367 | 631 | 789 | 803 |
| 非流动资产 | 13,467 | 17,093 | 16,697 | 16,281 | 财务费用 | 96 | 262 | 308 | 169 |
| 长期股权投资 | 41 | 9,038 | 9,038 | 9,038 | 资产减值损失 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 6,266 | 6,546 | 6,084 | 5,657 | 加: 投资净收益 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 在建工程 | 419 | -281 | -231 | -231 | 其他收益 | -3 | 0 | 0 | -0 |
| 无形资产 | 1,420 | 1,420 | 1,420 | 1,420 | 营业利润 | 550 | 2,840 | 3,177 | 3,624 |
| 其他非流动资产 | 5,322 | 371 | 387 | 397 | 加: 营业外净收支 | -9 | 1 | -1 | -2 |
| 资产总计 | 18,049 | 24,304 | 24,636 | 25,856 | 利润总额 | 541 | 2,840 | 3,176 | 3,622 |
| 流动负债 | 3,917 | 8,245 | 6,576 | 5,492 | 减: 所得税费用 | 81 | 426 | 476 | 543 |
| 短期借款 | 1,928 | 4,810 | 3,068 | 1,728 | 少数股东损益 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 916 | 1,622 | 1,739 | 1,875 | 归属母公司净利润 | 442 | 2,414 | 2,699 | 3,079 |
| 其他流动负债 | 1,073 | 1,813 | 1,769 | 1,889 | EBIT | 646 | 3,102 | 3,485 | 3,793 |
| 非流动负债 | 1,390 | 821 | 848 | 882 | EBITDA | 1,066 | 3,672 | 4,097 | 4,420 |
| 长期借款 | 732 | 732 | 732 | 732 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 658 | 89 | 115 | 150 | 重要财务与估值指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债总计 | 5,307 | 9,066 | 7,424 | 6,374 | 每股收益(元) | 0.22 | 1.19 | 1.33 | 1.52 |
| 少数股东权益 | 402 | 402 | 402 | 402 | 每股净资产(元) | 6.07 | 7.32 | 8.29 | 9.41 |
| 归属母公司股东权益 | 12,340 | 14,835 | 16,810 | 19,079 | 发行在外股份(百万股) | 2,032 | 2,027 | 2,027 | 2,027 |
| 负债和股东权益总计 | 18,049 | 24,304 | 24,636 | 25,856 | ROIC(%) | 3.9% | 24.9% | 27.6% | 30.5% |
| | | | | | ROE(%) | 3.6% | 16.3% | 16.1% | 16.1% |
| | | | | | 毛利率(%) | 30.4% | 40.3% | 42.7% | 43.0% |
| 现金流量表(百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | EBIT Margin(%) | 15.4% | 29.5% | 30.9% | 31.5% |
| 经营活动现金流 | 432 | 1,293 | 3,078 | 3,604 | 销售净利率(%) | 10.6% | 23.0% | 23.9% | 25.6% |
| 投资活动现金流 | -8,787 | -4,261 | -198 | -198 | 资产负债率(%) | 50.7% | 61.8% | 51.8% | 39.4% |
| 筹资活动现金流 | 8,940 | 2,722 | -2,797 | -2,313 | 收入增长率(%) | 57.3% | 151.4% | 7.2% | 6.8% |
| 现金净增加额 | 597 | -247 | 82 | 1,093 | 净利润增长率(%) | 296.7% | 446.1% | 11.8% | 14.1% |
| 折旧和摊销 | 420 | 569 | 612 | 627 | P/E | 77.59 | 14.17 | 12.68 | 11.11 |
| 资本开支 | 194 | 148 | 200 | 200 | P/B | 2.78 | 2.31 | 2.04 | 1.79 |
| 营运资本变动 | -580 | -1,694 | -560 | -302 | EV/EBITDA | 33.78 | 9.80 | 8.78 | 8.14 |
| 企业自由现金流 | -3,600 | 1,411 | 2,824 | 3,358 | | | | | |

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>