

评级：买入 上调评级

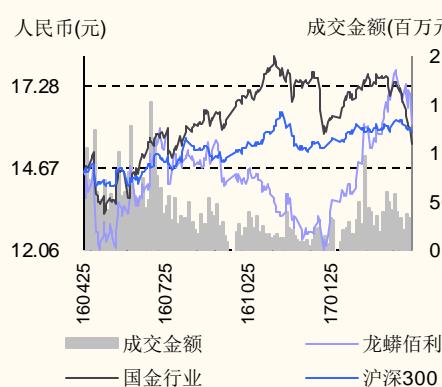
公司点评

市场价格（人民币）：16.09元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据（人民币）

年内股价最高最低(元)	17.79/12.06
沪深300指数	3431.26



钛白粉年内第五次提价，龙头企业受益于一体化产业链进一步提高盈利水平

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.422	0.194	1.409	1.562	1.613
每股净资产(元)	11.24	6.07	5.39	4.95	4.57
每股经营性现金流(元)	-2.75	0.21	1.93	1.69	2.03
市盈率(倍)	92.41	65.33	12.14	10.95	10.61
行业优化市盈率(倍)	23.45	23.45	23.45	23.45	23.45
净利润增长率(%)	67.76%	356.94%	627.11%	10.85%	3.26%
净资产收益率(%)	3.75%	3.19%	26.13%	31.52%	35.31%
总股本(百万股)	204.42	2,032.16	2,032.16	2,032.16	2,032.16

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 龙蟒佰利发布价格调整公告：受市场情况影响，钛白粉供应紧张。公司上调主营各型号钛白粉（包括硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉）销售价格，在原价基础上对国内各类客户上调 700 元人民币/吨，对国际各类客户上调 150 美元/吨。我们认为本次产品价格的调整对整体业绩提升将产生积极影响。

经营分析

- 钛白粉持续提价，行业龙头受益显著：自 2017 年以来，钛白粉行业龙头龙蟒佰利五次提价，所有型号钛白粉累计提价 3900 元/吨，出口产品价格上调 550 美元/吨。目前钛白粉主流价格 19000-19500 元。公司一季度净利润超出预期，同比增长 3,227.87%—3530.40%。钛白粉行业景气度持续提升，我们预计二季度公司业绩环比将继续改善。
- 出口提价幅度首次超过国内价格：此次涨价出口价格上调幅度高于国内价格。今年一二月份钛白粉出口量同比增长均超过 15%。美国与欧洲的地产行业复苏极大改善了海外钛白粉的需求状况，印度新兴市场未来需求量可观，进一步提升了国内钛白粉行业景气度。
- 钛精矿价格持续上涨，助推钛白粉涨价：受 2016 年攀枝花环保事件影响和主要进口国出口政策影响，钛精矿矿石价格持续走高。2017 年以来，钛精矿价格上涨了 40%，钛白粉价格上涨 20%，未来价格将持续走高，为钛白粉价格提供支撑。公司拥有 60 万吨钛精矿产能，将受益于一体化产业链优势，进一步提高盈利水平。
- 供需格局逐步改善，行业景气度持续提升：行业供需两方面都存在较大边际改善：海外地产复苏拉动国内出口量持续提升，国内维持需求稳定；受环保趋严、小产能淘汰等因素影响国内钛白粉供给收缩，同时海外巨头 2015 年起也逐步关闭高成本产能。供需的双重改善促进行业景气度回升

投资建议

- 公司作为钛白粉行业的龙头企业，将充分受益于行业的景气度持续提升。我们预计公司 2017-19 年的 EPS 为 1.41 元、1.56 元、1.61 元，对当前股价的 PE 分别为 12.14 倍、10.95 倍、10.61 倍。

风险提示

环保管控力度低于预期导致产能释放，海外经济复苏低于预期

相关报告

- 1.《行业景气度持续提升，二季度预计继续增长-龙蟒佰利公司点评》，2017.4.21
- 2.《一季度业绩超过预期 钛白粉行业景气度持续提升-龙蟒佰利公司点...》，2017.4.18
- 3.《化工行业龙头系列深度报告（一）：布局一体化产业链，打造全球...》，2017.4.7

蒲强

分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
 puqiang@gjzq.com.cn

郭一凡

联系人
 (8621)60230247
 guoyf@gjzq.com.cn

霍堃

联系人
 huokun@gjzq.com.cn

陈铖

联系人
 chencheng2@gjzq.com.cn

图表 1：财务数据与盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,051	2,635	4,136	9,050	9,670	9,930
增长率	28.4%	57.0%	118.8%	6.9%	2.7%	
主营业务成本	-1,682	-2,149	-2,916	-4,350	-4,543	-4,566
% 销售收入	82.0%	81.6%	70.5%	48.1%	47.0%	46.0%
毛利	370	486	1,220	4,701	5,127	5,364
% 销售收入	18.0%	18.4%	29.5%	51.9%	53.0%	54.0%
营业税金及附加	-8	-6	-45	-14	-15	-15
% 销售收入	0.4%	0.2%	1.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-95	-110	-180	-407	-484	-497
% 销售收入	4.6%	4.2%	4.3%	4.5%	5.0%	5.0%
管理费用	-159	-200	-367	-815	-870	-894
% 销售收入	7.8%	7.6%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	107	170	627	3,465	3,759	3,959
% 销售收入	5.2%	6.4%	15.2%	38.3%	38.9%	39.9%
财务费用	-43	-59	-96	-73	-26	-93
% 销售收入	2.1%	2.2%	2.3%	0.8%	0.3%	0.9%
资产减值损失	-15	-10	-32	-12	12	0
公允价值变动收益	0	0	0	-15	-15	-15
投资收益	2	1	2	0	0	0
% 税前利润	3.1%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	50	101	501	3,365	3,730	3,852
营业利润率	2.5%	3.8%	12.1%	37.2%	38.6%	38.8%
营业外收支	11	10	-9	10	10	10
税前利润	62	110	492	3,375	3,740	3,862
利润率	3.0%	4.2%	11.9%	37.3%	38.7%	38.9%
所得税	-9	-17	-81	-506	-561	-579
所得税率	14.6%	15.1%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	53	94	411	2,868	3,179	3,282
少数股东损益	1	8	17	5	5	5
归属于母公司的净利润	51	86	394	2,863	3,174	3,277
净利率	2.5%	3.3%	9.5%	31.6%	32.8%	33.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	64	119	459	2,868	3,179	3,282
非现金支出	139	187	450	497	507	554
非经营收益	32	56	101	-21	75	133
营运资金变动	-215	-924	-580	582	-323	159
经营活动现金净流	20	-563	430	3,927	3,438	4,128
资本开支	-464	-324	-191	4,194	-900	-900
投资	-24	-5	-8,615	-11	0	0
其他	15	-10	20	-15	-15	-15
投资活动现金净流	-474	-339	-8,787	4,168	-915	-915
股权募资	53	156	10,009	0	0	0
债权募资	481	818	-335	-2,402	586	1,179
其他	-80	27	-722	-4,371	-4,134	-4,192
筹资活动现金净流	454	1,002	8,952	-6,773	-3,548	-3,013
现金净流量	1	100	595	1,322	-1,025	200

来源: wind, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	498	563	1,303	2,625	1,600	1,800
应收款项	431	705	1,678	2,182	2,358	2,421
存货	455	615	1,281	953	1,120	1,001
其他流动资产	273	238	320	218	228	229
流动资产	1,657	2,120	4,582	5,979	5,306	5,451
% 总资产	35.7%	36.8%	25.4%	40.6%	36.8%	36.5%
长期投资	80	50	58	69	69	69
固定资产	2,691	3,406	6,952	7,229	7,638	8,012
% 总资产	58.0%	59.1%	38.5%	49.1%	52.9%	53.6%
无形资产	146	151	6,327	1,427	1,409	1,391
非流动资产	2,986	3,641	13,467	8,736	9,127	9,483
% 总资产	64.3%	63.2%	74.6%	59.4%	63.2%	63.5%
资产总计	4,642	5,761	18,049	14,715	14,433	14,934
普通股股东权益	2,213	2,298	12,340	10,959	10,069	9,282
少数股东权益	52	60	402	407	412	417
负债股东权益合计	4,642	5,761	18,049	14,715	14,433	14,934

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.269	0.422	0.194	1.409	1.562	1.613
每股净资产	11.597	11.242	6.072	5.393	4.955	4.567
每股经营现金净流	0.107	-2.753	0.212	1.932	1.692	2.031
每股股利	4.374	4.374	6.171	2.000	2.000	2.000
回报率						
净资产收益率	2.32%	3.75%	3.19%	26.13%	31.52%	35.31%
总资产收益率	1.11%	1.50%	2.18%	19.46%	21.99%	21.95%
投入资本收益率	2.54%	3.40%	3.35%	24.35%	27.08%	27.59%
增长率						
主营业务收入增长率	19.09%	28.43%	56.98%	118.83%	6.85%	2.69%
EBIT增长率	247.03%	58.01%	270.02%	452.28%	8.47%	5.33%
净利润增长率	117.90%	67.76%	356.94%	627.11%	10.85%	3.26%
总资产增长率	29.86%	24.10%	213.29%	-18.47%	-1.92%	3.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.3	44.7	51.2	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	88.0	90.8	118.7	80.0	90.0	80.0
应付账款周转天数	54.6	64.6	85.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	230.5	267.8	553.0	254.5	238.5	231.3
偿债能力						
净负债/股东权益	37.06%	55.87%	10.88%	-16.65%	-2.68%	7.19%
EBIT利息保障倍数	2.5	2.9	6.5	47.2	143.0	42.7
资产负债率	51.21%	59.07%	29.40%	22.76%	27.38%	35.06%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	6	8	15
增持	0	0	1	3	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.14	1.27	1.35

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-07	增持	17.79	20.00~22.00
2	2017-04-18	增持	16.85	N/A
3	2017-04-21	增持	17.19	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD