

龙蟒佰利(002601.SZ)

化学原料行业

评级：增持 上调评级

公司点评

市场价格（人民币）：16.42元

氯化法产品涨价，行业龙头优势显著

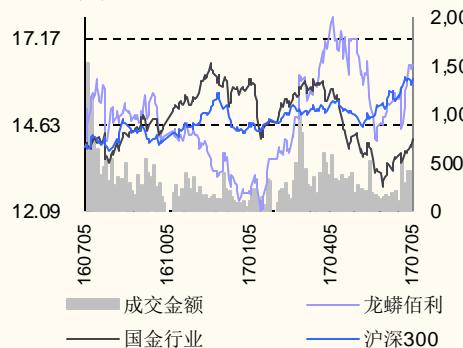
长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元)	17.79/12.09
沪深300指数	3659.68

人民币(元)

成交金额(百万元)



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	1.375	1.770	2.632
每股净资产(元)	11.24	6.07	1.36	-2.87	-6.24
每股经营性现金流(元)	-2.75	0.21	1.99	2.10	3.40
市盈率(倍)	92.41	65.33	12.45	9.67	6.50
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%	609.46%	28.72%	48.75%
净资产收益率(%)	3.75%	3.19%	101.19%	-61.62%	-42.19%
总股本(百万股)	204.42	2,032.16	2,032.16	2,032.16	2,032.16

Source: Company Annual Report, Guojin Securities Research Institute

事件

- 7月5日下午，公司对外发布调价函：因近期市场情况，公司氯化法钛白粉产品订单充足，库存较低，供应紧张。公司价格委员会决定自即日起，氯化法钛白粉产品销售价格在原价基础上对国内各类客户上调300元人民币/吨，对国际各类客户上调50美元/吨。

经营分析

- 公司是行业龙头企业，氯化法技术领先：**公司钛白粉产能高达56万吨（其中硫酸法50万吨，氯化法6万吨），是亚洲第一、全球第四的龙头企业。全国4家氯化法钛白粉企业的产量合计为10.54万吨，占全行业总产量的4.1%。公司在已经建成6万吨氯化法生产线基础上，预留了新的生产线建设用地。
- 氯化法性价比优势显现，高端产品进口替代空间大：**氯化法钛白粉是国际公认的新一代先进技术，目前钛白粉中60%为氯化法产品，但主要集中在欧美发达国家。氯化法生产的钛白粉产品产量和质量稳步提升，得到国际行业大客户认可。国内氯化法钛白粉具有价格优势，未来会进一步扩大氯化法产能占比。
- 钛精矿价格下滑，龙头企业受影响较小：**二季度钛精矿价格下滑，国内钛白粉行业出现大小企业的盈利能力分化的情况，龙头企业产品价格并未受到影响。我们认为一方面由于龙头企业议价能力较强，具有较大的市场影响力；另一方面海外需求支撑了钛白粉价格的稳定性。
- 硫酸法钛白粉未来仍有提价空间：**硫酸法钛白粉价格已经沉寂了一段时间，我们认为接下来可能会有一到两次提价，主要原因有：1.行业产能仍然可能会受环保高压政策的影响；2.八月之后将进入钛白粉需求旺季，将为钛白粉提价带来有力支撑。

投资建议

- 在钛白粉供需格局逐步改善的驱使下，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，对应当前股价的PE分别为11.64倍、10.53倍、10.19倍。

风险提示

海外经济复苏低于预期，环保管控力度低于预期

蒲强

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

郭一凡

分析师SAC执业编号：S1130517050005
(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
短期借款	1,230	1,630	1,958	0	586	1,764
应付款项	1,009	1,166	1,667	2,414	2,417	2,438
其他流动负债	22	344	292	112	119	200
流动负债	2,261	3,140	3,917	2,526	3,123	4,402
长期贷款	107	250	732	732	732	733
其他长期负债	10	13	658	91	97	99
负债	2,377	3,403	5,307	3,349	3,952	5,235
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	0	0	12
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

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
4	2017-04-25	减持	16.09	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信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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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