

# 龙蟒佰利 (002601)

## 拟取得 RGM 项目控制权，海外钛矿并购迈出重要一步 买入（维持）

### 事件

公司发布公告，全资子公司佰利联香港巴西 MSE 集团公司于 2017 年 7 月 31 日签订《RGM 项目备忘录》，拟取得 RGM 项目的控制权，并与 MSE 集团就 RGM 项目的开发运营活动展开合作。

### 投资要点

**■ 海外钛矿并购迈出重要一步，有望解决氯化法项目原料问题：**RGM 是南大西洋项目和拉卡罗尼拉项目的所有者和运营者，南大西洋项目位于巴西，包含 Retiro、Estreito、Capao do Meio 和 Bojuru 4 个矿区，拉卡罗尼拉项目位于乌拉圭。南大西洋项目和拉卡罗尼拉项目联合起来形成 15 亿吨的矿物资源，能够持续 20 年为公司氯化法生产线提供年产 40 万吨钛白粉所需的钛矿。公司目前拥有 30 万吨高钛渣和 6 万吨氯化法钛白粉产能，国内钛矿钙镁含量高、粒度小，天生不适合作为氯化法原料。若公司取得控制权，未来项目实施后有望彻底解决高钛渣和氯化法装置的原料问题，降低生产成本，也为公司带来宝贵的海外经营经验，加速公司的国际化进程。RGM 项目尚处于前期筹划阶段，本次签订的备忘录属于双方合作意愿和基本原则的框架性、意向性约定，合作具体事宜有待进一步探讨和论证。我国 2016 年钛矿进口 255 万吨，进口依存度 40% 以上，2016 年前六大进口国分别为印度、莫桑比克、肯尼亚、越南、澳大利亚、塞内加尔，目前基本没有向南美进口。

**■ 半年报指引靓丽，全年景气可期：**公司修正后的半年报指引为 13-14 亿元，同比增长 1,728%~1,869%，全年业绩大幅增长可期。钛白粉 6 月份出口累计同比增长 13.7%，外需仍然强劲。内需方面，目前仍处在淡季，除了钛精矿和钛白粉环节外，下游也受到一定环保限制，短期内钛白粉价格承压。中长期看，环保问题会持续左右钛精矿和钛白粉的供给，需求方面地产销售和房屋新开工数据仍然较好，下游旺季即将到来，后期价格看稳，钛白粉景气有望延续。

**■ 看好公司在规模和技术上的长远发展：**龙蟒和佰利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，尤其是在进口钛矿上，公司就 RGM 项目签署备忘录，迈出了海外钛矿并购重要一步，未来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 27.23、29.19 和 32.26 亿元，EPS 为 1.34、1.44 和 1.59 元，PE 为 14X、13X 和 12X，维持“买入”评级。

**风险提示：**钛白粉价格高位回落，项目进展不及预期。

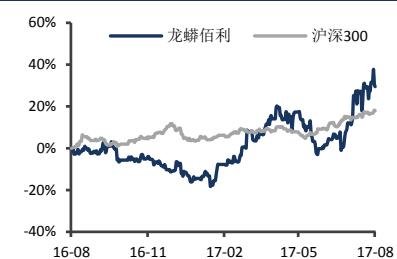
| 盈利预测与估值   | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,184  | 10,128 | 11,220 | 11,638 |
| 同比(%)     | 57.3%  | 142.1% | 10.8%  | 3.7%   |
| 净利润(百万元)  | 442    | 2,723  | 2,919  | 3,226  |
| 同比(%)     | 296.7% | 515.9% | 7.2%   | 10.5%  |
| 每股收益(元/股) | 0.22   | 1.34   | 1.44   | 1.59   |
| P/E       | 86.97  | 14.12  | 13.17  | 11.92  |

资料来源：Wind，东吴证券研究所

2017 年 8 月 3 日

证券分析师 沈晓源  
执业证号：S0600517030002  
021-60199793  
shenxy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 收盘价(元)    | 18.92       |
| 一年最低/最高价  | 11.43/20.39 |
| 市净率(倍)    | 3.07        |
| 流通市值(百万元) | 12,648      |

### 基础数据

|          |          |
|----------|----------|
| 每股净资产(元) | 6.15     |
| 资产负债率(%) | 29.66    |
| 总股本(百万股) | 2,032.10 |
| 流通股(百万股) | 668.50   |

### 相关研究

1. 龙蟒佰利：增长来自龙蟒并表，一季度预告符合预期-20170405

## 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         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>       | <b>4,582</b>  | <b>6,822</b>  | <b>7,822</b>  | <b>9,290</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>4,184</b> | <b>10,128</b> | <b>11,220</b> | <b>11,638</b> |
| 现金                | 1,303         | 1,056         | 1,139         | 2,284         | 减: 营业成本          | 2,913        | 5,568         | 6,149         | 6,332         |
| 应收款项              | 818           | 1,672         | 1,898         | 2,004         | 营业税金及附加          | 45           | 81            | 89            | 98            |
| 存货                | 1,281         | 2,016         | 2,313         | 2,421         | 营业费用             | 180          | 405           | 449           | 466           |
| 其他流动资产            | 1,180         | 2,078         | 2,473         | 2,582         | 管理费用             | 367          | 608           | 785           | 776           |
| <b>非流动资产</b>      | <b>13,467</b> | <b>17,125</b> | <b>16,793</b> | <b>16,441</b> | <b>财务费用</b>      | <b>96</b>    | <b>264</b>    | <b>313</b>    | <b>171</b>    |
| 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         | 5,828         | 5,430         | 5,067         | 加: 投资净收益         | 2            | 2             | 2             | 2             |
| 在建工程              | 419           | 469           | 519           | 519           | 其他收益             | -3           | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产              | 1,420         | 1,420         | 1,420         | 1,420         | <b>营业利润</b>      | <b>550</b>   | <b>3,203</b>  | <b>3,436</b>  | <b>3,797</b>  |
| 其他非流动资产           | 5,322         | 371           | 387           | 397           | 加: 营业外净收支        | -9           | 1             | -1            | -2            |
| <b>资产总计</b>       | <b>18,049</b> | <b>23,947</b> | <b>24,616</b> | <b>25,731</b> | <b>利润总额</b>      | <b>541</b>   | <b>3,203</b>  | <b>3,435</b>  | <b>3,795</b>  |
| <b>流动负债</b>       | <b>3,917</b>  | <b>7,988</b>  | <b>6,527</b>  | <b>5,259</b>  | 减: 所得税费用         | 81           | 481           | 515           | 569           |
| 短期借款              | 1,928         | 4,863         | 3,146         | 1,728         | 少数股东损益           | 17           | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款              | 916           | 1,438         | 1,655         | 1,729         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>442</b>   | <b>2,723</b>  | <b>2,919</b>  | <b>3,226</b>  |
| 其他流动负债            | 1,073         | 1,688         | 1,726         | 1,801         | EBIT             | 646          | 3,467         | 3,749         | 3,968         |
| <b>非流动负债</b>      | <b>1,390</b>  | <b>821</b>    | <b>848</b>    | <b>882</b>    | EBITDA           | 1,066        | 4,005         | 4,297         | 4,531         |
| 长期借款              | 732           | 732           | 732           | 732           |                  |              |               |               |               |
| 其他非流动负债           | 658           | 89            | 115           | 150           | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2016A</b> | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  |
| <b>负债总计</b>       | <b>5,307</b>  | <b>8,810</b>  | <b>7,375</b>  | <b>6,141</b>  | 每股收益(元)          | 0.22         | 1.34          | 1.44          | 1.59          |
| 少数股东权益            | 402           | 402           | 402           | 402           | 每股净资产(元)         | 6.07         | 7.25          | 8.29          | 9.44          |
| 归属母公司股东权益         | 12,340        | 14,736        | 16,838        | 19,188        | 发行在外股份(百万股)      | 2,032        | 2,032         | 2,032         | 2,032         |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>18,049</b> | <b>23,947</b> | <b>24,616</b> | <b>25,731</b> | ROIC(%)          | 3.9%         | 28.0%         | 29.4%         | 31.7%         |
|                   |               |               |               |               | ROE(%)           | 3.6%         | 18.5%         | 17.3%         | 16.8%         |
|                   |               |               |               |               | 毛利率(%)           | 30.4%        | 45.0%         | 45.2%         | 45.6%         |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2016A</b>  | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  | EBIT Margin(%)   | 15.4%        | 34.2%         | 33.4%         | 34.1%         |
| 经营活动现金流           | 432           | 1,650         | 3,150         | 3,803         | 销售净利率(%)         | 10.6%        | 26.9%         | 26.0%         | 27.7%         |
| 投资活动现金流           | -8,787        | -4,261        | -198          | -198          | 资产负债率(%)         | 50.7%        | 64.3%         | 53.2%         | 40.9%         |
| 筹资活动现金流           | 8,940         | 2,365         | -2,870        | -2,459        | 收入增长率(%)         | 57.3%        | 142.1%        | 10.8%         | 3.7%          |
| 现金净增加额            | 597           | -247          | 82            | 1,146         | 净利润增长率(%)        | 296.7%       | 515.9%        | 7.2%          | 10.5%         |
| 折旧和摊销             | 420           | 538           | 548           | 563           | P/E              | 86.97        | 14.12         | 13.17         | 11.92         |
| 资本开支              | 194           | 148           | 200           | 200           | P/B              | 3.12         | 2.61          | 2.28          | 2.00          |
| 营运资本变动            | -580          | -1,595        | -677          | -197          | EV/EBITDA        | 37.67        | 10.02         | 9.34          | 8.86          |
| 企业自由现金流           | -3,600        | 1,768         | 2,895         | 3,557         |                  |              |               |               |               |

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>