

# 钛白粉龙头持续受益行业景气

## 半年报点评

### ◆ 事件：

公司半年业绩公布，实现营业收入49.98亿元，YOY+279.41%，归母净利润13.09亿元，YOY+1742.13%，扣非归母净利润12.79亿元，YOY+1724.95%，基本每股收益为0.65元。二季度公司实现收入26.33亿，环比提高11.33%，实现归母净利7.25亿元，环比提高23.93%。

### ◆ 钛白粉行业景气，公司业绩超预期：

上半年钛白粉行业景气，公司5次产品提价，对国内客户累计上调3900元/吨，对国际客户累计上调550美元/吨，报告期内钛白粉产品毛利率达46.60%，同比增加19.97个百分点。公司拥有钛白粉产能硫酸法50万吨、氯化法6万吨，产能居亚洲第一、世界第四，上半年公司完成钛白粉产量30.55万吨，较上年同期上升150%；实现钛白粉销售量29.45万吨，较上年同期上升130.26%，钛白粉销售收入41.87亿元，同比增长284.18%。钛白粉量价齐升助力公司业绩大增。另外，公司上年4季度完成龙蟒并表，推动业绩提升。

### ◆ 环保收缩行业供给，出口持续回暖，钛白粉进入涨价通道：

供给方面，过去几年钛白粉因市场低迷和环保推动使得落后产能逐步退出。2015年至今国际钛白企业宣布关停产能约40万吨。环保督查趋严，山东、四川、浙江等地厂商开工率受到影响：四川攀枝花钒钛工业园区金江园区渣场被要求停止运营，多家钛白粉企业涉及减产、检修，山东东佳集团23万吨产能停产。需求端国内外经济企稳，出口市场自2016年以来持续好转，今年1-7月钛白粉出口数量46.42万吨，同比增长12.64%，出口金额10.64亿美元，同比增长67.29%。上半年钛白粉价格最高涨至1.8-2.0万元/吨，目前已回落至1.6-1.8万元/吨，下游库存经过前期消化目前处于低位，随着金九银十旺季到来，价格将步入上涨通道。

### ◆ 行业整合加速，龙头潜力巨大：

佰利联已完成与四川龙蟒的强强联合（2016年4季度起合并报表），产业链一体化、规模化优势更为明显：佰利联有20万吨硫酸法+6万吨氯化法，未来两年将通过氯化法二期项目将其扩至约30万吨；四川龙蟒拥有30万吨钛白粉、70万吨钛精矿，钛精矿主要供给自身生产钛白粉。全球钛白粉行业整合加速，未来行业格局进一步改善，龙头企业潜力巨大。

### ◆ 投资建议：

我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.38、1.50和1.68元。当前股价对应17-19年PE分别为13、12和11倍。考虑到钛白粉迎来“金九银十”需求旺季，产品价格将步入上升通道，公司作为钛白粉龙头受益充分，给予“推荐”评级。

### ◆ 风险提示：钛白粉价格回落，下游需求低迷

#### 业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2635	4,136	9,749	10,891	11,605

## 推荐(首次评级)

### 分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)  
021-68864812  
chenglei@xsdzq.cn

### 联系人

周峰春  
zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据	时间 2017.08.28
收盘价(元)：	18.45
总股本(亿股)：	20.32
总市值(亿元)：	374.92
一年最低/最高(元)：	11.57/20.39
近3月换手率：	297.17%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.02	17.58	10.08
绝对	-4.97	26.48	24.79

### 相关研报

2017-08-28 龙蟠便利

增长率(%)	28.4	57.0	135.7	11.7	6.6
净利润(百万元)	111.4	442	2,804	3,057	3,417
增长率(%)	76.5	296.7	534.2	9.0	11.8
毛利率(%)	18.5	29.6	48.9	49.2	50.2
净利率(%)	4.2	10.7	28.8	28.1	29.4
ROE(%)	5.0	3.6	19.1	17.8	16.9
EPS(摊薄/元)	0.05	0.22	1.38	1.50	1.68
P/E(倍)	327.51	82.6	13.0	11.9	10.7
P/B(倍)	15.88	3.0	2.5	2.1	1.8

资料来源：新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 ( 百万元 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2120	4582	9260	7469	10407	<b>营业收入</b>	<b>2635</b>	<b>4136</b>	<b>9749</b>	<b>10891</b>	<b>11605</b>
现金	563	1303	2787	3113	3317	营业成本	2147	2913	4986	5530	5784
应收账款	344	818	1920	1138	2121	营业税金及附加	6	45	39	62	80
其他应收款	19	31	87	44	95	营业费用	110	180	400	462	491
预付账款	83	152	402	217	443	管理费用	200	367	788	892	973
存货	<b>615</b>	<b>1281</b>	<b>1964</b>	<b>1635</b>	<b>2129</b>	财务费用	59	96	178	241	138
其他流动资产	496	998	2100	1322	2302	资产减值损失	10	32	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3641	13467	19608	20465	20766	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	38	41	43	46	49	投资净收益	1	2	2	1	2
固定资产	1933	6267	10583	11173	11289	<b>营业利润</b>	<b>126</b>	<b>550</b>	<b>3360</b>	<b>3706</b>	<b>4141</b>
无形资产	149	1420	1656	1940	2273	营业外收入	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
其他非流动资产	<b>1521</b>	<b>5739</b>	<b>7325</b>	<b>7305</b>	<b>7154</b>	营业外支出	0	27	27	12	16
<b>资产总计</b>	<b>5761</b>	<b>18049</b>	<b>28868</b>	<b>27933</b>	<b>31173</b>	<b>利润总额</b>	<b>136</b>	<b>541</b>	<b>3364</b>	<b>3708</b>	<b>4140</b>
<b>流动负债</b>	3140	3917	11817	8340	8819	所得税	<b>17</b>	<b>81</b>	<b>444</b>	<b>501</b>	<b>576</b>
短期借款	1630	1928	8057	5552	4793	<b>净利润</b>	119	459	2920	3207	3564
应付账款	454	916	1430	1172	1549	少数股东损益	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>116</b>	<b>150</b>	<b>147</b>
其他流动负债	<b>1056</b>	<b>1073</b>	<b>2330</b>	<b>1616</b>	<b>2477</b>	<b>归属母公司净利润</b>	111	442	2804	3057	3417
<b>非流动负债</b>	263	1390	1798	1573	1291	EBITDA	<b>411</b>	<b>1087</b>	<b>4337</b>	<b>5018</b>	<b>5443</b>
长期借款	250	732	1140	916	633	EPS ( 元 )	0.05	0.22	1.38	1.50	1.68
其他非流动负债	<b>13</b>	<b>658</b>	<b>658</b>	<b>658</b>	<b>658</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3403</b>	<b>5307</b>	<b>13615</b>	<b>9914</b>	<b>10110</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	60	402	518	668	815	<b>成长能力</b>					
股本	204	2032	2032	2032	2032	营业收入(%)	28.4	57.0	135.7	11.7	6.6
资本公积	1404	9580	9580	9580	9580	营业利润(%)	102.5	337.0	511.2	10.3	11.7
留存收益	861	622	1724	2593	3454	归属于母公司净利润(%)	76.5	296.7	534.2	9.0	11.8
归属母公司股东权益	2298	12340	14735	17351	20248	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5761</b>	<b>18049</b>	<b>28868</b>	<b>27933</b>	<b>31173</b>	毛利率(%)	18.5	29.6	48.9	49.2	50.2
						净利率(%)	4.2	10.7	28.8	28.1	29.4
						ROE(%)	5.0	3.6	19.1	17.8	16.9
						ROIC(%)	4.9	3.7	12.8	14.3	14.3
						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	-562	432	2118	5530	3259	资产负债率(%)	59.1	29.4	47.2	35.5	32.4
净利润	119	459	2920	3207	3564	净负债比率(%)	55.9	10.9	43.9	20.3	11.5
折旧摊销	177	420	701	953	1061	流动比率	0.7	1.2	0.8	0.9	1.2
财务费用	59	96	178	241	138	速动比率	0.5	0.8	0.6	0.7	0.9
投资损失	-1	-2	-2	-1	-2	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-951	-580	-1679	1132	-1501	总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
其他经营现金流	35	40	0	0	0	应收账款周转率	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
<b>投资活动现金流</b>	-339	-8787	-6841	-1808	-1360	应付账款周转率	5.6	4.3	4.3	4.3	4.3
资本支出	<b>324</b>	<b>194</b>	<b>6138</b>	<b>854</b>	<b>298</b>	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期投资	-5	78	-3	-3	-3	每股收益(最新摊薄)	0.05	0.22	1.38	1.50	1.68
其他投资现金流	-20	-8515	-705	-957	-1065	每股现金流量(最新摊薄)	0.21	-0.08	1.04	2.72	1.60
<b>筹资活动现金流</b>	989	8940	76	-891	-937	每股净资产(最新摊薄)	1.13	6.07	7.25	8.54	9.96
短期借款	<b>700</b>	<b>298</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>估值比率</b>					
长期借款	143	482	408	-224	(283)	P/E	327.51	82.55	13.02	11.94	10.68
普通股增加	14	1828	0	0	0	P/B	15.88	2.96	2.48	2.10	1.80
资本公积增加	151	8176	0	0	0	EV/EBITDA	92.20	35.6	10.2	8.2	7.4
其他筹资现金流	<b>-18</b>	<b>-1844</b>	<b>-331</b>	<b>-666</b>	<b>-654</b>						
<b>现金净增加额</b>	<b>101</b>	<b>597</b>	<b>-4646</b>	<b>2832</b>	<b>963</b>						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**程磊**，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京 郝颖销售总监

固话：010-69004649  
手机：13811830164  
邮箱：Haoying1@xsdzq.cn

上海 李佳璐销售经理

手机：18801966799  
邮箱：lijialu@xsdzq.cn

深圳 史月琳销售经理

固话：0755-82291898  
手机：13266864425  
邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>