

## 产品大涨拉动业绩，钛白粉景气度有望延续

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年三季报, 报告期内实现营业收入 75.5 亿元, 同比增长 272%; 实现归母净利润 19.2 亿元, 同比增长 1508%, 其中 Q3 公司实现归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 1163%。同时, 公司预计 2017 年实现归母净利润区间为 24.3-26.5 亿元, 同比增长 450%-500%。
- **钛白粉价格大涨拉动业绩, 龙蟠并表扩大规模。** 由于龙蟠并表的缘故, 公司体量大幅提升, 同时前三季度钛白粉市场供需维持紧平衡状态, 产品价格持续上涨, 公司钛白粉产品前三季度含税均价为 18123 元/吨, 比去年同期上涨 42.6%。受益于产品价格上涨, 公司营收大幅提升, 毛利率也因此提升 23.35 个百分点至 45.9%。9 月初钛白粉又开始新一轮的涨价, 预期第四季度公司产品价格仍将保持高位, 看好公司全年业绩表现。
- **供需紧平衡或将维持, 钛白粉高景气度有望延续。** 我们认为钛白粉国内需求稳定, 且国际钛白粉巨头提价, 有利于国内出口向好, 钛白粉需求有望保持较好态势。从目前的新增产能情况来看, 17 年无规模新增产能释放, 硫酸法装置受环保影响扩产难度较大, 后续产能释放在于氯化法的扩产, 但氯化法工艺有待进一步突破, 因此我们认为钛白粉新增产能将在未来 2-3 年将继续维持较低增速, 行业供需格局持续向好, 钛白粉高景气度有望延续。
- **产业链优势突出, 龙头溢价有望持续。** 公司目前具备 56 万吨/年钛白粉产能, 为亚洲第一、世界第四的钛白粉企业, 也是国内唯一同时具有硫酸法和氯化法双生产工艺的规模化钛白粉生产企业。公司氯化法钛白粉装置运行良好, 意味着在硫酸法受环保压制的背景下, 公司掌握扩产的权利, 有利于其市场份额的进一步提升。公司拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源, 原材料供应稳定, 具有全产业链优势。同时, 公司完成了对攀枝花瑞鑫公司的收购, 进一步提升了原材料自给的比例。我们认为公司是国内绝对钛白粉巨头, 资源、技术和盈利能力突出, 在行业持续好转的历史背景下龙头溢价有望持续。
- **盈利预测与投资建议。** 三季度产品价格略有下调, 调整公司盈利预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.33 元、1.45 元、1.55 元, 对应动态 PE 分别为 14 倍、13 倍和 12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 钛白粉价格周期波动的风险、国际竞争风险、原材料价格波动的风险、环保政策风险。

| 指标/年度         | 2016A   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 4183.88 | 10181.46 | 10568.10 | 10969.99 |
| 增长率           | 57.30%  | 143.35%  | 3.80%    | 3.80%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 442.11  | 2710.41  | 2944.34  | 3151.83  |
| 增长率           | 296.74% | 513.07%  | 8.63%    | 7.05%    |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.22    | 1.33     | 1.45     | 1.55     |
| 净资产收益率 ROE    | 3.60%   | 17.91%   | 17.06%   | 16.14%   |
| PE            | 84      | 14       | 13       | 12       |
| PB            | 2.91    | 2.45     | 2.15     | 1.90     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

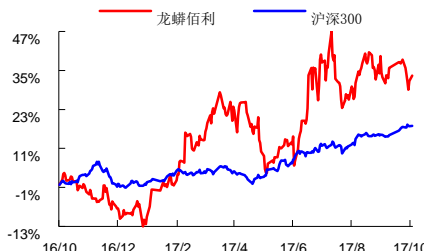
分析师: 商艾华  
 执业证号: S1250513070003  
 电话: 021-50755259  
 邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
 执业证号: S1250517070002  
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
 电话: 010-57631196  
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
 电话: 0755-23605349  
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 20.32       |
| 流通 A 股(亿股)   | 6.72        |
| 52 周内股价区间(元) | 12.09-20.13 |
| 总市值(亿元)      | 371.26      |
| 总资产(亿元)      | 204.52      |
| 每股净资产(元)     | 6.60        |

### 相关研究

1. 龙蟠佰利 (002601): 业绩符合预期, 下半年仍值得期待 (2017-08-30)
2. 龙蟠佰利 (002601): 业绩超预期, 三季度钛白粉继续上涨 (2017-07-13)
3. 龙蟠佰利 (002601): 一季报大幅增长, 龙头溢价持续 (2017-04-21)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           | 现金流量表（百万元）        | 2016A           | 2017E          | 2018E          | 2019E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 营业收入          | 4183.88         | 10181.46        | 10568.10        | 10969.99        | 净利润               | 459.31          | 2710.49        | 2944.84        | 3152.43         |
| 营业成本          | 2912.96         | 5478.76         | 5585.77         | 5692.97         | 折旧与摊销             | 419.99          | 633.45         | 663.29         | 697.88          |
| 营业税金及附加       | 45.46           | 152.72          | 158.52          | 164.55          | 财务费用              | 95.83           | 130.30         | 112.60         | 94.74           |
| 销售费用          | 179.60          | 305.44          | 317.04          | 329.10          | 资产减值损失            | 32.36           | 50.00          | 40.00          | 40.00           |
| 管理费用          | 367.25          | 893.70          | 927.64          | 962.92          | 经营营运资本变动          | -1297.39        | -76.44         | 343.63         | -45.91          |
| 财务费用          | 95.83           | 130.30          | 112.60          | 94.74           | 其他                | 722.11          | -51.50         | -40.41         | -40.63          |
| 资产减值损失        | 32.36           | 50.00           | 40.00           | 40.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>432.22</b>   | <b>3396.30</b> | <b>4063.96</b> | <b>3898.50</b>  |
| 投资收益          | 2.14            | 0.50            | 0.60            | 0.70            | 资本支出              | -8300.59        | -280.00        | -280.00        | -330.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -486.15         | -4.77          | 3.43           | 0.16            |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-8786.74</b> | <b>-284.77</b> | <b>-276.57</b> | <b>-329.84</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>549.69</b>   | <b>3171.03</b>  | <b>3427.12</b>  | <b>3686.42</b>  | 短期借款              | 297.65          | 72.38          | 0.00           | -500.00         |
| 其他非经营损益       | -9.15           | 18.80           | 38.50           | 23.50           | 长期借款              | 482.48          | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>540.54</b>   | <b>3189.83</b>  | <b>3465.62</b>  | <b>3709.92</b>  | 股权融资              | 10003.69        | -1.11          | 0.00           | 0.00            |
| 所得税           | 81.23           | 479.34          | 520.78          | 557.49          | 支付股利              | -680.70         | -132.63        | -813.12        | -883.30         |
| 净利润           | 459.31          | 2710.49         | 2944.84         | 3152.43         | 其他                | -1163.15        | -346.67        | -112.60        | -94.74          |
| 少数股东损益        | 17.21           | 0.08            | 0.50            | 0.60            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>8939.97</b>  | <b>-408.03</b> | <b>-925.73</b> | <b>-1478.04</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 442.11          | 2710.41         | 2944.34         | 3151.83         | <b>现金流量净额</b>     | <b>597.34</b>   | <b>2703.49</b> | <b>2861.67</b> | <b>2090.62</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           | 财务分析指标            | 2016A           | 2017E          | 2018E          | 2019E           |
| 货币资金          | 1303.39         | 4006.89         | 6868.55         | 8959.18         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                |                 |
| 应收和预付款项       | 1829.62         | 2420.22         | 2402.54         | 2490.79         | 销售收入增长率           | 57.30%          | 143.35%        | 3.80%          | 3.80%           |
| 存货            | 1280.67         | 1091.71         | 833.63          | 849.64          | 营业利润增长率           | 336.99%         | 476.88%        | 8.08%          | 7.57%           |
| 其他流动资产        | 168.36          | 305.44          | 317.04          | 329.10          | 净利润增长率            | 286.11%         | 490.12%        | 8.65%          | 7.05%           |
| 长期股权投资        | 40.51           | 40.51           | 40.51           | 40.51           | EBITDA 增长率        | 194.56%         | 269.29%        | 6.82%          | 6.57%           |
| 投资性房地产        | 13.57           | 18.84           | 16.01           | 16.55           | <b>获利能力</b>       |                 |                |                |                 |
| 固定资产和在建工程     | 6684.14         | 6339.50         | 5965.77         | 5608.20         | 毛利率               | 30.38%          | 46.19%         | 47.15%         | 48.10%          |
| 无形资产和开发支出     | 6301.92         | 6293.11         | 6283.56         | 6273.25         | 三费率               | 15.36%          | 13.06%         | 12.84%         | 12.64%          |
| 其他非流动资产       | 426.38          | 426.38          | 426.38          | 426.38          | 净利率               | 10.98%          | 26.62%         | 27.87%         | 28.74%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>18048.56</b> | <b>20942.61</b> | <b>23154.00</b> | <b>24993.59</b> | ROE               | 3.60%           | 17.91%         | 17.06%         | 16.14%          |
| 短期借款          | 1927.62         | 2000.00         | 2000.00         | 1500.00         | ROA               | 2.54%           | 12.94%         | 12.72%         | 12.61%          |
| 应付和预收款项       | 1697.52         | 1928.37         | 1998.43         | 2059.27         | ROIC              | 6.16%           | 19.68%         | 21.38%         | 23.65%          |
| 长期借款          | 732.48          | 732.48          | 732.48          | 732.48          | EBITDA/销售收入       | 25.47%          | 38.65%         | 39.77%         | 40.83%          |
| 其他负债          | 949.15          | 1149.58         | 1159.19         | 1168.82         | <b>营运能力</b>       |                 |                |                |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>5306.77</b>  | <b>5810.43</b>  | <b>5890.10</b>  | <b>5460.57</b>  | 总资产周转率            | 0.35            | 0.52           | 0.48           | 0.46            |
| 股本            | 2032.16         | 2032.10         | 2032.10         | 2032.10         | 固定资产周转率           | 1.02            | 1.70           | 1.81           | 1.91            |
| 资本公积          | 9580.45         | 9579.41         | 9579.41         | 9579.41         | 应收账款周转率           | 7.21            | 9.51           | 7.84           | 7.84            |
| 留存收益          | 622.09          | 3199.87         | 5331.09         | 7599.62         | 存货周转率             | 3.06            | 4.60           | 5.78           | 6.73            |
| 归属母公司股东权益     | 12339.88        | 14730.18        | 16861.40        | 19129.93        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 82.97%          | —              | —              | —               |
| 少数股东权益        | 401.92          | 402.00          | 402.50          | 403.10          | <b>资本结构</b>       |                 |                |                |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>12741.80</b> | <b>15132.18</b> | <b>17263.90</b> | <b>19533.02</b> | 资产负债率             | 29.40%          | 27.74%         | 25.44%         | 21.85%          |
| 负债和股东权益合计     | 18048.56        | 20942.61        | 23154.00        | 24993.59        | 带息债务/总负债          | 50.13%          | 47.03%         | 46.39%         | 40.88%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.17            | 1.77           | 2.32           | 3.10            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.84            | 1.52           | 2.13           | 2.89            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 153.97%         | 4.89%          | 27.62%         | 28.03%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                |                |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.22            | 1.33           | 1.45           | 1.55            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 6.27            | 7.45           | 8.50           | 9.61            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.21            | 1.67           | 2.00           | 1.92            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.33            | 0.07           | 0.40           | 0.43            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                 |
| 业绩和估值指标       | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |                   |                 |                |                |                 |
| EBITDA        | 1065.51         | 3934.78         | 4203.01         | 4479.04         |                   |                 |                |                |                 |
| PE            | 83.98           | 13.70           | 12.61           | 11.78           |                   |                 |                |                |                 |
| PB            | 2.91            | 2.45            | 2.15            | 1.90            |                   |                 |                |                |                 |
| PS            | 8.87            | 3.65            | 3.51            | 3.38            |                   |                 |                |                |                 |
| EV/EBITDA     | 35.73           | 9.00            | 7.74            | 6.69            |                   |                 |                |                |                 |
| 股息率           | 1.83%           | 0.36%           | 2.19%           | 2.38%           |                   |                 |                |                |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟     | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 邵亚杰     | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 郎珈艺     | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
|    | 程建雄     | 机构销售   | 021-68415020  | 13638326111 | cjx@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 王雨珩     | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁      | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰     | 机构销售   | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |