

## 龙蟒佰利（002601）三季度点评： “不平衡不充分”矛盾化解之市场机会显现， 产业龙头将深度获益

行业分类：化工

2017年10月24日

### 2017年三季度报告：

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	——
当前股价（17.10.24）	18.57

#### 基础数据

上证指数	3388.25
总股本（亿）	20.32
流通A股（亿）	6.72
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	122.90
每股净资产（元）	6.30
ROE（2017H）	10.22%
资产负债率（2017H）	32.73%
动态市盈率	14.19
市净率	2.91

#### 近一年公司指数与深证成指走势对比



- 前三季度公司实现营业收入755,339.00万元，同比增长271.71%；归属于上市公司股东的净利润192,073.62万元，同比增长1,507.54%；扣非后的净利润188,141.02万元，同比增长1,529.72%。以上指标同比增幅巨大，主要系因为上年同期报表未合并龙蟒钛业数据和主要产品自去年以来价格上涨利润增加所致，业绩符合预期。
- “不平衡不充分的发展”机会显现，钛白粉需求端将长期保持稳定增长。国内方面，区域和城乡间“不平衡不充分的发展”这个矛盾的逐步化解，将在长期持续地支持钛白粉需求的稳定增长：欠发达省份基础设施建设和“乡村振兴战略”的实施对钛白粉未来的需求仍会有很好地拉动作用；城镇化的逐步推进及国人消费的升级同样有利于刺激涂料、塑料、油墨等二次需求。国际方面也存在类似的“不平衡不充分的发展”需求机会：发展中国家逐渐步入经济高速增长和基础设施建设的高速发展期，对钛白粉的需求在不断增加，例如2017年7月份印度钛白粉进口达2.3万吨，同比增长15%；欧美市场新增需求相对放缓的同时，庞大的存量工业品对涂料的二次需求在不断增加，市场总体需求保持稳定，北美地区的需求量在180万吨/年左右，欧盟为150万吨/年左右。据海关总署，我国2017年1-8月累计出口钛白粉53.55万吨，同比增长12.15%。公司1-8月份出口量24.5万吨，占国内出口总量的45.75%。
- 从规模到技术含量，逐步坐实产业龙头地位。合并龙蟒钛业之后，公司在规模方面产业龙头地位已无需赘言。随着国内供给侧改革推进和环保趋严，硫酸法将产能将逐步收缩，公司将重点发展具备较高的技术壁垒和环保优势、国家产业政策鼓励的氯化法产能。公司现有氯化法钛白粉产能6万吨/年，将扩建两条各10万吨/年、总计20万吨/年氯化法生产线。公司已经在稀土新材料、钛酸锂钛白粉有所布局，正在规划海绵钛、钛合金等钛衍生品等项目，逐步坐实技术龙头地位。
- 风险因素：钛白粉价格下跌，钛精矿价格超预期上涨，环保和安全生产风险，龙蟒和佰利联互相融合风险。
- 我们预计公司2017-2019年摊薄后的EPS分别为1.24元、1.38元和1.55元，对应的动态市盈率分别为14.97倍、13.44倍和11.98倍，我们认为，公司股东近期的减持非战略性行为，继续维持买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：0755-83692635  
 传真：0755-83688539

**图表 1 报表预测**

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2051.30	2634.53	4135.56	10043.55	10545.72	11600.30
减: 营业成本	1681.79	2146.86	2912.96	5379.11	5536.50	6090.16
营业税金及附加	8.43	5.58	45.46	147.64	155.02	170.52
营业费用	94.62	110.17	179.60	436.16	457.97	503.77
管理费用	159.14	200.28	367.25	891.90	936.49	1030.14
财务费用	43.45	59.08	95.83	107.15	28.85	-45.58
资产减值损失	15.44	10.45	32.36	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	1.91	0.50	2.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	11.77	23.18	45.44	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>62.11</b>	<b>125.79</b>	<b>549.69</b>	<b>3081.59</b>	<b>3430.89</b>	<b>3851.29</b>
加: 其他非经营损益	11.22	9.87	-9.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>73.33</b>	<b>135.66</b>	<b>540.54</b>	<b>3081.59</b>	<b>3430.89</b>	<b>3851.29</b>
减: 所得税	9.00	16.71	81.23	462.24	514.63	577.69
<b>净利润</b>	<b>64.33</b>	<b>118.96</b>	<b>459.31</b>	<b>2619.35</b>	<b>2916.25</b>	<b>3273.60</b>
减: 少数股东损益	1.19	7.52	17.21	98.13	109.25	122.64
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>63.14</b>	<b>111.44</b>	<b>442.11</b>	<b>2521.22</b>	<b>2807.00</b>	<b>3150.96</b>
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	473.30	518.03	638.13	2008.71	3049.28	4752.71
应收和预付款项	544.29	787.93	1829.62	3518.14	2084.11	4078.36
存货	454.62	615.05	1280.67	1592.60	1364.74	1888.34
其他流动资产	159.77	153.33	167.30	167.30	167.30	167.30
长期股权投资	32.48	37.98	40.51	40.51	40.51	40.51
投资性房地产	47.58	12.39	13.57	11.69	9.81	7.93
固定资产和在建工程	2595.87	3278.34	6744.07	5751.91	4759.76	3767.61
无形资产和开发支出	142.69	148.62	6301.92	6149.69	5997.46	5845.23
其他非流动资产	160.03	152.49	283.11	270.48	257.85	257.85
<b>资产总计</b>	<b>4610.64</b>	<b>5704.16</b>	<b>17298.90</b>	<b>19511.03</b>	<b>17730.83</b>	<b>20805.84</b>
短期借款	929.82	1629.97	1927.62	1640.66	0.00	0.00
应付和预收款项	1008.66	1166.25	1667.42	3111.02	1796.35	3552.24
长期借款	107.29	250.00	732.48	732.48	732.48	732.48
其他负债	300.00	300.00	229.58	229.58	229.58	229.58
<b>负债合计</b>	<b>2345.77</b>	<b>3346.22</b>	<b>4557.10</b>	<b>5713.75</b>	<b>2758.41</b>	<b>4514.30</b>
股本	190.79	204.42	2032.16	2032.16	2032.16	2032.16
资本公积	1253.95	1232.18	9499.25	9499.25	9499.25	9499.25
留存收益	767.94	861.62	808.46	1765.82	2831.70	4028.18
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2212.68</b>	<b>2298.23</b>	<b>12339.88</b>	<b>13297.24</b>	<b>14363.11</b>	<b>15559.60</b>
少数股东权益	52.19	59.71	401.92	500.05	609.30	731.94
<b>股东权益合计</b>	<b>2264.87</b>	<b>2357.94</b>	<b>12741.80</b>	<b>13797.29</b>	<b>14972.41</b>	<b>16291.54</b>
负债和股东权益合计	4610.64	5704.16	17298.90	19511.03	17730.83	20805.84
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	20.17	-550.31	452.00	3328.54	4451.21	3612.32
投资性现金净流量	-473.62	-338.56	-8786.74	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	450.42	988.61	8939.97	-1957.97	-3410.64	-1908.89
<b>现金流量净额</b>	<b>0.90</b>	<b>112.80</b>	<b>617.12</b>	<b>1370.58</b>	<b>1040.57</b>	<b>1703.43</b>

数据来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，经济学博士，中航证券金融研究所所长。

沈文文，CFA，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士、生理学硕士。

莫崇康，SAC 执业证书号：S0640517080002，清华大学航空工程硕士。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。