

龙头产能持续扩张, 核心资产价值凸显

投资要点

- **事件: 近期国际钛白粉巨头提价。**科慕称1月1日起, 大中华区销售的 Ti-Pure 钛白粉单吨计划提价 150 美元, 特殊型号 R-350 和 TS-6300 将单吨提价 200 美元。特诺也宣布 1 月 1 日起, 所有 Tronox 二氧化钛产品亚太地区单吨上调 125 美元。
- **钛白粉供需格局持续优异, 价格中枢有望进一步上移。(1) 供给端:** 产能增速有限。长期来看, 硫酸法新增装置受环保限制, 氯化法还有待进一步技术突破, 扩产话语权掌握在龙蟠佰利手中, 供需结构的持续改善和龙头集中的趋势明显。**(2) 需求端:** 需求有望超预期。2017 年, 在“因城施策”政策的带动下, 三四线去库存推动房地产 1-11 月销售面积增速同比为 7.9%。而 2018 年, 当前房地产调控已开启边际松动, 且三线棚改货币化超预期, 房地产销售面积有望维持在较高水平, 从而带动钛白粉需求持续强劲。再者, 出口有望持续向好。2017 年 1-11 月, 我国钛白粉出口为 74.3 万吨, 同比大增 12.8%。伴随着美国新一轮基建投资开启, 叠加海外房地产向好共振, 钛白粉出口有望持续增加。此外, 国外钛白粉巨头提价也将进一步利好我国钛白粉出口。
- **钛白粉国际巨头, 龙头溢价有望持续。**公司目前具备 56 万吨/年钛白粉产能, 成为亚洲第一、世界第四的钛白粉企业, 是国内唯一一家同时具有硫酸法和氯化法双工艺规模化生产的钛白粉企业。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尔鑫公司的收购, 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。
- **龙头产能持续扩张, 核心资产价值凸显。**在环保趋严的态势下, 环保对硫酸法的限制, 导致氯化法成为目前行业扩产的唯一途径。龙蟠佰利目前扩产的 20 万吨氯化法装置是目前唯一的国内在产氯化法企业扩产项目, 国内市场再无对手。从全球角度来看, 氯化法钛白粉产能占比 60%左右, 基本由国外企业垄断, 随着龙蟠佰利氯化法的优化和扩产, 公司将真正拥有争取全球氯化法钛白粉市场的能力, 核心资产价值越发凸显。
- **盈利预测与投资建议。**预计 17-19 年 EPS 分别为 1.24 元、1.49 元、1.78 元, 公司作为国内钛白粉龙头, 产业链格局、生产工艺以及盈利能力都突显公司强劲的竞争优势, 给予 18 年 15 倍估值, 对应目标价 22.35 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能释放进度或不及预期风险、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	10134.95	11463.55	13561.84
增长率	57.30%	142.24%	13.11%	18.30%
归属母公司净利润 (百万元)	442.11	2524.47	3027.82	3608.47
增长率	296.74%	471.01%	19.94%	19.18%
每股收益 EPS (元)	0.22	1.24	1.49	1.78
净资产收益率 ROE	3.60%	17.31%	17.67%	18.17%
PE	82	14	12	10
PB	2.84	2.40	2.04	1.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

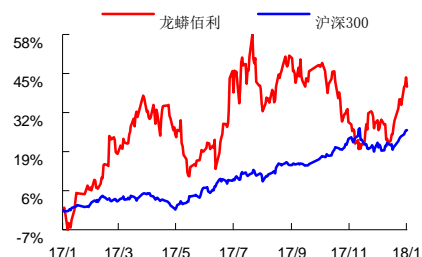
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

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: lihaiy@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)	353.79
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): 产品大涨拉动业绩, 钛白粉景气度有望延续 (2017-10-24)
2. 龙蟠佰利(002601): 业绩符合预期, 下半年仍值得期待 (2017-08-30)
3. 龙蟠佰利(002601): 业绩超预期, 三季度钛白粉继续上涨 (2017-07-13)
4. 龙蟠佰利(002601): 一季报大幅增长, 龙头溢价持续 (2017-04-21)

关键假设：

假设 1：2017 年龙蟠佰利钛白粉产品含税均价在 18000 元/吨，2018 年、2019 年钛白粉产品含税均价分别为 19000 元/吨和 19500 元/吨。

假设 2：新增 20 万吨氯化法产能预计于 2018 年下半年建成、于 2019 年贡献，预期 2019 年消化 50%。

假设 2：锆业务及其他业务保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 17-19 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
钛白粉	收入	3503.38	8717.95	10008.55	12106.84
	增速	53.6%	148.8%	14.8%	21.0%
	毛利率	30.19%	47.41%	48.95%	48.49%
锆制品	收入	44.26	57.00	55.00	55.00
	增速	-11.3%	28.8%	-3.5%	0.0%
	毛利率	1.08%	14.00%	14.00%	14.00%
其他	收入	636.25	1360.00	1400.00	1400.00
	增速	93.3%	113.8%	2.9%	0.0%
	毛利率	33.42%	39.00%	39.00%	39.00%
合计	收入	4183.88	10134.95	11463.55	13561.84
	增速	57.3%	142.2%	13.1%	18.3%
	毛利率	30.4%	46.1%	47.6%	47.4%

数据来源：公司公告，西南证券

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	10134.95	11463.55	13561.84	净利润	459.31	2609.47	3127.82	3728.47
营业成本	2912.96	5463.75	6010.62	7137.97	折旧与摊销	419.99	421.70	455.70	484.83
营业税金及附加	45.46	110.13	124.57	147.37	财务费用	95.83	160.31	182.04	161.87
销售费用	179.60	334.45	378.30	447.54	资产减值损失	32.36	65.00	35.00	35.00
管理费用	367.25	928.36	1050.06	1242.26	经营营运资本变动	-1297.39	-1827.03	-791.68	-634.05
财务费用	95.83	160.31	182.04	161.87	其他	722.11	-68.00	-38.00	-38.00
资产减值损失	32.36	65.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	432.22	1361.45	2970.89	3738.12
投资收益	2.14	3.00	3.00	3.00	资本支出	-8300.59	-90.00	-1510.00	-110.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-486.15	-500.92	3.00	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8786.74	-590.92	-1507.00	-107.00
营业利润	549.69	3075.94	3685.96	4392.83	短期借款	297.65	901.51	-9.13	-1320.00
其他非经营损益	-9.15	-5.00	-5.00	-5.00	长期借款	482.48	80.09	0.00	0.00
利润总额	540.54	3070.94	3680.96	4387.83	股权融资	10003.69	0.00	0.00	0.00
所得税	81.23	461.47	553.14	659.36	支付股利	-680.70	-88.42	-504.89	-908.35
净利润	459.31	2609.47	3127.82	3728.47	其他	-1163.15	-376.68	-182.04	-161.87
少数股东损益	17.21	85.00	100.00	120.00	筹资活动现金流净额	8939.97	516.50	-696.07	-2390.21
归属母公司股东净利润	442.11	2524.47	3027.82	3608.47	现金流量净额	597.34	1287.02	767.82	1240.90
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	2590.41	3358.23	4599.14	成长能力				
应收和预付款项	1829.62	3035.23	3448.42	4072.03	销售收入增长率	57.30%	142.24%	13.11%	18.30%
存货	1280.67	1360.90	1919.09	2257.39	营业利润增长率	336.99%	459.58%	19.83%	19.18%
其他流动资产	168.36	506.75	573.18	678.09	净利润增长率	286.11%	468.13%	19.86%	19.20%
长期股权投资	40.51	40.51	40.51	40.51	EBITDA 增长率	194.56%	243.31%	18.20%	16.56%
投资性房地产	13.57	17.49	17.49	17.49	获利能力				
固定资产和在建工程	6684.14	6380.60	7463.29	7117.08	毛利率	30.38%	46.09%	47.57%	47.37%
无形资产和开发支出	6301.92	6276.29	6250.42	6224.32	三费率	15.36%	14.04%	14.05%	13.65%
其他非流动资产	426.38	923.86	921.33	918.80	净利率	10.98%	25.75%	27.28%	27.49%
资产总计	18048.56	21132.03	23991.96	25924.85	ROE	3.60%	17.31%	17.67%	18.17%
短期借款	1927.62	2829.13	2820.00	1500.00	ROA	2.54%	12.35%	13.04%	14.38%
应付和预收款项	1697.52	1592.40	1822.13	2221.08	ROIC	6.16%	18.17%	19.14%	21.03%
长期借款	732.48	812.57	812.57	812.57	EBITDA/销售收入	25.47%	36.09%	37.72%	37.16%
其他负债	949.15	821.45	837.86	871.68	营运能力				
负债合计	5306.77	6055.55	6292.56	5405.33	总资产周转率	0.35	0.52	0.51	0.54
股本	2032.16	2032.16	2032.16	2032.16	固定资产周转率	1.02	1.61	1.70	1.93
资本公积	9580.45	9580.45	9580.45	9580.45	应收账款周转率	7.21	8.31	6.63	6.77
留存收益	622.09	3058.14	5581.07	8281.19	存货周转率	3.06	4.12	3.65	3.41
归属母公司股东权益	12339.88	14589.56	17112.49	19812.61	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	486.92	586.92	706.92	资本结构				
股东权益合计	12741.80	15076.48	17699.40	20519.53	资产负债率	29.40%	28.66%	26.23%	20.85%
负债和股东权益合计	18048.56	21132.03	23991.96	25924.85	带息债务/总负债	50.13%	60.14%	57.73%	42.78%
					流动比率	1.17	1.63	1.93	2.95
					速动比率	0.84	1.34	1.53	2.38
					股利支付率	153.97%	3.50%	16.68%	25.17%
					每股指标				
					每股收益	0.22	1.24	1.49	1.78
					每股净资产	6.27	7.42	8.71	10.10
					每股经营现金	0.21	0.67	1.46	1.84
					每股股利	0.33	0.04	0.25	0.45
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1065.51	3657.95	4323.71	5039.53					
PE	81.72	14.31	11.93	10.01					
PB	2.84	2.40	2.04	1.76					
PS	8.64	3.56	3.15	2.66					
EV/EBITDA	34.80	9.90	8.20	6.53					
股息率	1.88%	0.24%	1.40%	2.51%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
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
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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