



龙蟒佰利 (002601)

投资评级：增持

报告日期：2018-4-3

股价走势：



研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：李超齐
0551-65161591
lichaoqi.2008@163.com

业绩创新高，行业龙头受益

事件：公司发布 2017 年报，报告期内公司实现营业收入 102.58 亿元，同比增长 148.03%，实现归属上市公司股东净利润 25.02 亿元，同比增长 466.02%；扣非净利润为 24.49 亿元，同比增长 444.31%，每股收益 1.25 元，同比增长 190.70%。

□ 公司受益于产品量价齐升和龙蟒并表

2017 年公司业绩大幅增长，创历史新高。主要原因：钛白粉行业延续 2016 年以来的高景气周期，2017 年产品价格保持上涨势头，金红石型和锐钛型钛白粉均价分别为 17776 元/吨和 16411 元/吨，同比分别上涨 33.87%、50.38%，公司把握时机，全年先后提价七次，使公司钛白粉毛利率达到 45.20%，同比增长 15 个百分点。同时受益于 2016 年上半年房地产市场回暖影响，钛白粉需求对房地产市场有一定滞后性，钛白粉需求量在 2017 年显著增长，公司抓住有利时间，提高产、销量，2017 年公司实现产量、销量分别为 597082 吨、584514 吨，同比分别增长 66.12%、68.78%，实现钛白粉产能利用最大化。2017 年度四川龙蟒钛业股份有限公司实现归属于母公司所有者的净利润 21.94 亿元，远高于原股东业绩承诺为 11 亿元，业绩承诺完成率 199.49%，对公司业绩起到重要支撑作用。

□ 氯化法产能在建，未来成长有保障

目前国内钛白粉生产工艺主要以硫酸法为主，但氯化法工艺更环保，将是未来主流的生产工艺。公司是少数掌握氯化法工艺的企业，公司一期 6 万吨/年氯化法项目实现投产，全年生产氯化法钛白粉 5.69 万吨，产量和运行时间均创新高，二期 20 万吨氯化法项目已开工建设，截止 2017 年底，项目基础设施已现雏形，为 2018 年项目建设打下了良好的基础。氯化法项目是公司由钛白粉业务向钛合金业务和钛衍生品业务延伸的载体，建成后将实现进口替代，前景看好。

□ 环保更严，龙头企业优势凸显

目前国内环保日益严格，2017 年实现了环保督查全覆盖，随着国内生态文明建设的持续推进，环保高压已成常态，中小产能因环保和供给侧改革的双重压力，将关停、退出，行业产能下滑，国内供给趋紧。2017 年海外需求稳定，公司实现出口 30.73 万吨，占公司总销售量比重为 53%。在供需两端持续改善的背景下，钛白粉行业的高景气仍将延续，钛白粉价格或将保持高位。公司作为国内最大的钛白粉供应商，将受益于国内供给侧改革和环保压力。

□ 外延扩展持续，未来发展有动力

2018 年 3 月 30 日公司拟通过全资子公司四川龙蟒矿冶有限责任公司使用自有资金 2.4 亿元人民币购买攀枝花龙蟒矿产品有限公司 7.2% 的少



数股东股权。收购完成后，公司持有矿产品公司股份比例由 84%提升至 91.2%，公司对上游资源的控制将加强。同时 2018 年 3 月 19 日，公司拟通过发行股份（85%）及支付现金（15%）相结合的方式收购紫东投资等合计持有四川安宁铁钛股份有限公司 100%股权，并募集配套资金。本次交易对价约 45-50 亿元，交易对方承诺 2018-2020 年安宁铁钛合计扣非归母净利润约 12.3 亿元。

□ 盈利预测与估值

公司是国内最大、全球第四大钛白粉供应商，产能充足，同时公司坚定向上游、下游协同发展，一体化优势显著，同时在氯化法产能扩产中，我们看好公司发展。预计公司 18-20 年的 EPS 分别为 1.54 元、1.74 元、1.89 元，对应的 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10353	12217	13438	14513
收入同比(%)	147%	18%	10%	8%
归属母公司净利润	2502	3120	3534	3844
净利润同比(%)	466%	25%	13%	9%
毛利率(%)	45.6%	46.0%	46.5%	46.8%
ROE(%)	19.4%	21.3%	22.3%	21.2%
每股收益(元)	1.23	1.54	1.74	1.89
P/E	14.96	12.00	10.59	9.74
P/B	2.90	2.54	2.37	2.08
EV/EBITDA	8	8	7	6

资料来源：wind、华安证券研究所

□ 风险提示

钛白粉需求回落，钛白粉价格大幅下滑

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,082	11,063	13,307	16,467	营业收入	10,353	12,217	13,438	14,513
现金	2,354	4,972	6,326	9,611	营业成本	5,629	6,597	7,190	7,721
应收账款	1,221	1,862	2,119	2,071	营业税金及附加	150	96	119	153
其他应收款	17	66	64	57	销售费用	327	494	525	559
预付账款	202	243	336	408	管理费用	1,000	1,029	1,155	1,287
存货	1,563	2,215	2,528	2,484	财务费用	159	157	126	90
其他流动资产	1,725	1,707	1,934	1,837	资产减值损失	93	7	(1)	(1)
非流动资产	13,765	13,010	12,641	12,202	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	32	30	26	投资净收益	(4)	2	4	(1)
固定资产	6,029	5,647	5,265	4,883	营业利润	3,054	3,839	4,328	4,704
无形资产	1,313	1,225	1,144	1,067	营业外收入	12	15	14	14
其他非流动资产	6,406	6,106	6,202	6,225	营业外支出	11	12	17	13
资产总计	20,846	24,074	25,948	28,669	利润总额	3,055	3,842	4,325	4,705
流动负债	6,244	7,165	7,560	7,709	所得税	467	576	649	706
短期借款	3,441	3,426	3,413	3,376	净利润	2,589	3,266	3,676	4,000
应付账款	986	1,542	1,734	1,673	少数股东损益	86	146	142	155
其他流动负债	1,817	2,197	2,414	2,660	归属母公司净利润	2,502	3,120	3,534	3,844
非流动负债	1,268	1,586	1,875	2,078	EBITDA	4,026	4,465	4,917	5,253
长期借款	665	665	665	665	EPS (元)	1.23	1.54	1.74	1.89
其他非流动负	603	920	1,209	1,413					
负债合计	7,512	8,751	9,435	9,787					
少数股东权益	448	594	735	891					
股本	2,032	2,032	2,032	2,032					
资本公积	9,641	9,641	9,641	9,641					
留存收益	1,714	3,056	4,105	6,318					
归属母公司股东权	12,887	14,729	15,778	17,991					
负债和股东权益	20,846	24,074	25,948	28,669					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	2,368	3,382	3,989	4,996	成长能力				
净利润	2,589	3,120	3,534	3,844	营业收入	147.45%	18.00%	10.00%	8.00%
折旧摊销	883	469	464	458	营业利润	455.59%	25.72%	12.71%	8.71%
财务费用	146	157	126	90	归属于母公司净利润	466.02%	24.66%	13.29%	8.77%
投资损失	(15)	(9)	(12)	(10)	获利能力				
营运资金变动	(1,252)	(508)	(264)	460	毛利率(%)	45.63%	46.00%	46.50%	46.80%
其他经营现金	18	153	141	154	净利率(%)	24.17%	25.54%	26.30%	26.49%
投资活动现金流	(956)	694	14	14	ROE(%)	19.42%	21.31%	22.26%	21.18%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	19.86%	24.02%	26.73%	29.17%
长期投资	23	(15)	2	4	偿债能力				
其他投资现金	(979)	709	12	10	资产负债率(%)	36.04%	36.35%	36.36%	34.14%
筹资活动现金流	(265)	(2,191)	(2,579)	(1,707)	净负债比率(%)	1.97%	-12.69%	-10.92%	-23.49%
短期借款	1,513	(15)	(13)	(37)	流动比率	1.13	1.54	1.76	2.14
长期借款	(67)	0	0	0	速动比率	0.88	1.23	1.43	1.81
普通股增加	(0)	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	61	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.54	0.54	0.53
其他筹资现金	(1,771)	(2,177)	(2,566)	(1,671)	应收账款周转率	10.24	8.14	6.98	7.13
现金净增加额	1,147	1,885	1,424	3,303	应付账款周转率	10.89	9.67	8.21	8.52

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.54	1.74	1.89	P/E	15.0	12.0	10.6	9.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.66	1.96	2.46	P/B	2.9	2.5	2.4	2.1
每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.25	7.76	8.85	EV/EBITDA	8.40	8.25	7.24	6.18

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。