

龙蟠佰利 (002601.SZ) 增持 (维持评级)

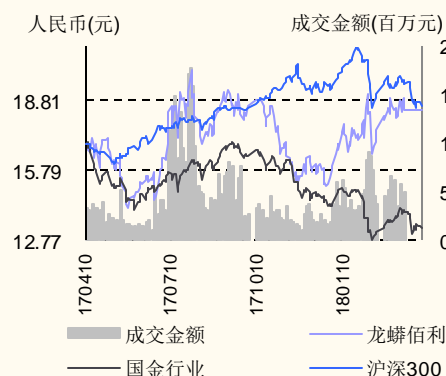
公司点评

市场价格 (人民币): 18.42 元

行业持续高景气, 氯化法未来成长可期

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 688.64 |
| 总市值(百万元) | 37,431.20 |
| 年内股价最高最低(元) | 20.13/14.18 |
| 沪深 300 指数 | 3854.86 |
| 深证成指 | 10684.56 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.194 | 1.231 | 1.384 | 1.684 | 2.041 |
| 每股净资产(元) | 6.07 | 6.34 | 6.73 | 7.61 | 7.66 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.21 | 1.16 | 1.85 | 2.14 | 2.51 |
| 市盈率(倍) | 95.05 | 14.96 | 13.31 | 10.94 | 9.02 |
| 行业优化市盈率(倍) | 23.45 | 23.45 | 23.45 | 23.45 | 23.45 |
| 净利润增长率(%) | 356.94% | 535.28% | 12.44% | 21.65% | 21.20% |
| 净资产收益率(%) | 3.19% | 19.41% | 20.57% | 22.11% | 26.66% |
| 总股本(百万股) | 2,032.16 | 2,032.10 | 2,032.10 | 2,032.10 | 2,032.10 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布年报, 17 年实现营收 102.5 亿元, 同比增长 148%, 实现归母净利润 25.02 亿元, 同比增长 466%, 其中扣非净利润 24.49 亿元, 同比增长 444%。业绩同比提升主要受益于收购四川龙蟠并表, 钛白粉行业 2017 年全年景气度较高。

经营分析

- 钛白粉行业持续高景气, 公司一体化优势显著: 2017 年在环保严查的大背景下, 钛精矿涨价推动钛白粉价格上涨。公司拥有完整的“钒磁铁矿——钛精矿——钛白粉”产业链, 前端品钒磁铁矿在满足自选需求量后富余部分外销。公司收购瑞尔鑫之后, 极大地提升了选矿能力, 从而提高钛精矿自给率, 保障公司原材料的供应稳定, 从而提升公司的盈利能力和行业竞争力。
- 钛白粉海外需求旺盛, 价格中枢维持高位: 公司 2017 年共销售钛白粉 58.45 万吨, 其中出口钛白粉 30.73 万吨, 超过 50%。此轮钛白粉景气周期海外需求旺盛, 随着海外巨头不断提价, 公司作为国内龙头, 出口份额率先提升。佰利联与龙蟠合并后提高了公司的贸易话语权, 从而有效提升议价能力。
- 氯化法技术领先, 未来成长可期: 2017 年公司一期 6 万吨/年氯化法项目实现达标达产, 系统运行稳定, 全年生产氯化法钛白粉 5.69 万吨。二期 20 万吨氯化法项目已开工建设, 目前主体建筑基本完工, 年底前完成设备安装, 预计 19 年开始产能爬坡。未来硫酸法受环保制约很难扩产的前提下, 公司氯化法局势优势显著。
- 收购安宁钛矿, 进一步扩大一体化产业优势: 公司三月发布公告拟通过发行股票 (占 85%) + 现金 (占 15%) 相结合的方式收购安宁钛矿, 进一步扩大一体化产业链。安宁钛矿有用 50 万吨钛精矿产能, 是国内第三大钛精矿生产企业, 收购之后有望完全实现硫酸法钛矿自给。

投资建议

- 我们预测公司 2018~2020 年 EPS 分别为 1.38 元、1.68 元、2.04 元, 对应 PE 分别为 13.3/10.9/9.0 倍。

风险提示

- 海外钛白粉需求下降, 出口目的地大幅提高征收关税比例;
- 氯化法扩产进度不及预期; 氯化法原材料采购不足。

相关报告

1. 《钛白粉行业持续景气, 三季报盈利超预期-龙蟠佰利公司点评》, 2017.10.24
2. 《钛白粉价格维持高位, 行业龙头盈利能力显著-龙蟠佰利公司点评》, 2017.8.29
3. 《钛白粉价格维持高位, 上半年盈利超预期-龙蟠佰利公司点评》, 2017.7.12
4. 《氯化法产品涨价, 行业龙头优势显著-龙蟠佰利公司点评》, 2017.7.6
5. 《钛白粉年内第五次提价, 龙头企业受益于一体化产业链进一步提高盈利...》, 2017.4.25

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈斌 联系人
chencheng2@gjzq.com.cn

何雄 联系人
hexiong@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 2,635 | 4,136 | 10,258 | 11,013 | 12,674 | 14,425 |
| 增长率 | | 57.0% | 148.0% | 7.4% | 15.1% | 13.8% |
| 主营业务成本 | -2,149 | -2,916 | -5,633 | -6,030 | -6,804 | -7,533 |
| %销售收入 | 81.6% | 70.5% | 54.9% | 54.7% | 53.7% | 52.2% |
| 毛利 | 486 | 1,220 | 4,624 | 4,983 | 5,871 | 6,892 |
| %销售收入 | 18.4% | 29.5% | 45.1% | 45.3% | 46.3% | 47.8% |
| 营业税金及附加 | -6 | -45 | -150 | -165 | -191 | -219 |
| %销售收入 | 0.2% | 1.1% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 营业费用 | -110 | -180 | -327 | -330 | -374 | -418 |
| %销售收入 | 4.2% | 4.3% | 3.2% | 3.0% | 3.0% | 2.9% |
| 管理费用 | -200 | -367 | -1,000 | -991 | -1,128 | -1,269 |
| %销售收入 | 7.6% | 8.9% | 9.8% | 9.0% | 8.9% | 8.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 170 | 627 | 3,147 | 3,497 | 4,177 | 4,985 |
| %销售收入 | 6.4% | 15.2% | 30.7% | 31.8% | 33.0% | 34.6% |
| 财务费用 | -59 | -96 | -159 | -176 | -141 | -96 |
| %销售收入 | 2.2% | 2.3% | 1.5% | 1.6% | 1.1% | 0.7% |
| 资产减值损失 | -10 | -32 | -93 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 2 | 15 | 5 | 6 | 7 |
| %税前利润 | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.2% | 0.1% | 0.1% |
| 营业利润 | 101 | 501 | 3,053 | 3,326 | 4,042 | 4,896 |
| 营业利润率 | 3.8% | 12.1% | 29.8% | 30.2% | 31.9% | 33.9% |
| 营业外收支 | 10 | -9 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 税前利润 | 110 | 492 | 3,055 | 3,327 | 4,043 | 4,897 |
| 利润率 | 4.2% | 11.9% | 29.8% | 30.2% | 31.9% | 33.9% |
| 所得税 | -17 | -81 | -467 | -499 | -607 | -735 |
| 所得税率 | 15.1% | 16.5% | 15.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 94 | 411 | 2,588 | 2,828 | 3,437 | 4,163 |
| 少数股东损益 | 8 | 17 | 86 | 15 | 15 | 15 |
| 归属于母公司的净利润 | 86 | 394 | 2,502 | 2,813 | 3,422 | 4,148 |
| 净利率 | 3.3% | 9.5% | 24.4% | 25.5% | 27.0% | 28.8% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 119 | 459 | 2,589 | 2,828 | 3,437 | 4,163 |
| 少数股东损益 | 8 | 17 | 86 | 15 | 15 | 15 |
| 非现金支出 | 187 | 450 | 970 | 826 | 922 | 1,000 |
| 非经营收益 | 56 | 101 | 123 | 36 | 187 | 143 |
| 营运资金变动 | -924 | -580 | -1,321 | 64 | -207 | -197 |
| 经营活动现金净流 | -563 | 430 | 2,362 | 3,753 | 4,339 | 5,109 |
| 资本开支 | -324 | -191 | -161 | -848 | -844 | -695 |
| 投资 | -5 | -8,615 | -812 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | -10 | 20 | 17 | 5 | 6 | 7 |
| 投资活动现金净流 | -339 | -8,787 | -956 | -844 | -838 | -688 |
| 股权募资 | 156 | 10,009 | 4 | -304 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 818 | -335 | 1,853 | -442 | -1,633 | -97 |
| 其他 | 27 | -722 | -2,137 | -1,962 | -1,820 | -4,216 |
| 筹资活动现金净流 | 1,002 | 8,952 | -279 | -2,708 | -3,453 | -4,312 |
| 现金净流量 | 100 | 595 | 1,126 | 201 | 48 | 108 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 563 | 1,303 | 2,354 | 2,555 | 2,603 | 2,711 |
| 应收款项 | 705 | 1,678 | 2,198 | 2,120 | 2,440 | 2,777 |
| 存货 | 615 | 1,281 | 1,563 | 1,487 | 1,678 | 1,857 |
| 其他流动资产 | 238 | 320 | 966 | 1,022 | 1,004 | 1,030 |
| 流动资产 | 2,120 | 4,582 | 7,082 | 7,184 | 7,725 | 8,375 |
| %总资产 | 36.8% | 25.4% | 34.0% | 34.3% | 36.0% | 38.5% |
| 长期投资 | 50 | 58 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 固定资产 | 3,406 | 6,952 | 7,135 | 7,122 | 7,105 | 6,759 |
| %总资产 | 59.1% | 38.5% | 34.2% | 34.0% | 33.2% | 31.0% |
| 无形资产 | 151 | 6,327 | 6,325 | 6,365 | 6,307 | 6,349 |
| 非流动资产 | 3,641 | 13,467 | 13,765 | 13,783 | 13,707 | 13,404 |
| %总资产 | 63.2% | 74.6% | 66.0% | 65.7% | 64.0% | 61.5% |
| 资产总计 | 5,761 | 18,049 | 20,846 | 20,967 | 21,432 | 21,779 |
| 短期借款 | 1,630 | 1,958 | 3,820 | 3,787 | 2,155 | 2,058 |
| 应付款项 | 1,166 | 1,667 | 1,711 | 1,759 | 1,980 | 2,188 |
| 其他流动负债 | 344 | 292 | 713 | 615 | 680 | 818 |
| 流动负债 | 3,140 | 3,917 | 6,244 | 6,161 | 4,815 | 5,064 |
| 长期贷款 | 250 | 732 | 665 | 665 | 665 | 665 |
| 其他长期负债 | 13 | 658 | 603 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 3,403 | 5,307 | 7,512 | 6,827 | 5,480 | 5,729 |
| 普通股股东权益 | 2,298 | 12,340 | 12,887 | 13,678 | 15,474 | 15,557 |
| 少数股东权益 | 60 | 402 | 448 | 463 | 478 | 493 |
| 负债股东权益合计 | 5,761 | 18,049 | 20,846 | 20,967 | 21,432 | 21,779 |

比率分析

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.422 | 0.194 | 1.231 | 1.384 | 1.684 | 2.041 |
| 每股净资产 | 11.242 | 6.072 | 6.342 | 6.731 | 7.615 | 7.656 |
| 每股经营现金净流 | -2.753 | 0.212 | 1.162 | 1.847 | 2.135 | 2.514 |
| 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 6.171 | 0.800 | 0.800 | 2.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 3.75% | 3.19% | 19.41% | 20.57% | 22.11% | 26.66% |
| 总资产收益率 | 1.50% | 2.18% | 12.00% | 13.42% | 15.97% | 19.04% |
| 投入资本收益率 | 3.40% | 3.35% | 14.80% | 15.99% | 18.92% | 22.57% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 28.43% | 56.98% | 148.03% | 7.36% | 15.08% | 13.82% |
| EBIT增长率 | 58.01% | 270.02% | 401.54% | 11.12% | 19.47% | 19.34% |
| 净利润增长率 | 67.76% | 356.94% | 535.28% | 12.44% | 21.65% | 21.20% |
| 总资产增长率 | 24.10% | 213.29% | 15.50% | 0.58% | 2.22% | 1.62% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 44.7 | 51.2 | 36.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 存货周转天数 | 90.8 | 118.7 | 92.1 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 应付账款周转天数 | 64.6 | 85.8 | 61.6 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 固定资产周转天数 | 267.8 | 553.0 | 214.5 | 200.8 | 172.5 | 140.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 55.87% | 10.88% | 10.74% | 8.47% | -3.03% | -4.29% |
| EBIT利息保障倍数 | 2.9 | 6.5 | 19.8 | 19.9 | 29.6 | 51.7 |
| 资产负债率 | 59.07% | 29.40% | 36.04% | 32.56% | 25.57% | 26.31% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 5 | 6 | 10 | 10 | 20 |
| 增持 | 4 | 4 | 6 | 7 | 12 |
| 中性 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.44 | 1.40 | 1.47 | 1.58 | 1.51 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2017-04-07 | 增持 | 17.79 | 20.00~22.00 |
| 2 | 2017-04-18 | 增持 | 16.85 | N/A |
| 3 | 2017-04-21 | 增持 | 17.19 | N/A |
| 4 | 2017-04-25 | 减持 | 16.09 | N/A |
| 5 | 2017-07-06 | 增持 | 16.42 | N/A |
| 6 | 2017-07-12 | 增持 | 17.70 | N/A |
| 7 | 2017-08-29 | 增持 | 18.45 | N/A |
| 8 | 2017-10-24 | 增持 | 18.27 | N/A |

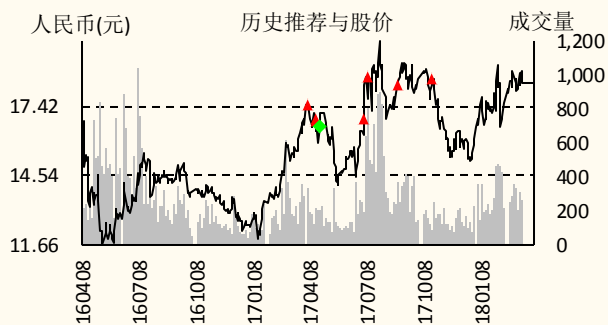
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH