

钛白粉价格上调，产业链布局不断完善

投资要点

- 事件：**公司公告自2月12日起，各型号硫酸法钛白粉销售价格在原价基础上对国内各类客户上调500元人民币/吨，对国际各类客户上调100美元/吨。
- 国内外龙头相继涨价，行业景气度回升。**2018年国内钛白粉市场内需增速放缓，出口持续强劲。根据百川资讯数据，2018年我国钛白粉产量295.2万吨，同比增长2.8%，其中净出口71.1万吨，同比增长15.4%，表观消费量224.1万吨，同比降低0.5%。公司2018年钛白粉产量超过60万吨，出口量约占销售总量的55%，是国内最大的钛白粉生产及出口企业。自2018年四季度以来，钛白粉下游需求低迷，钛白粉价格有所下滑。春节后由于下游开工率提升及补库存需求影响，国内外钛白龙头企业相继涨价，除公司外，Venator宣告自2月1日起，在美国和加拿大销售的钛白粉价格上调0.07美元/磅，约150美元/吨。
- 国内下游需求有望回暖，行业景气度持续向上。**从需求来看，钛白粉下游需求涂料占60%，2018年1-10月全国涂料产量1439万吨，同比增长3.6%。从终端消费领域来看，约有60%钛白粉被用于房地产业，2018年我国商品房销售面积17.17亿平方米，同比增长1.3%，增速放缓但韧性仍在；从海外地产市场发展来看，存量房体量到达一定程度则会出现二次装修的高峰，二次装修需要建筑重涂，若以10年为一个重涂周期，2009年国内地产销售高峰后的第一个二次装修高峰将会出现在2019年。考虑到中国庞大的存量房和二次装修市场，重涂需求将有力支撑钛白粉行业景气度。
- 氯化法钛白粉项目进展顺利，产业链布局不断完善。**公司焦作基地的20万吨/年氯化法钛白粉项目正处于建设周期当中，预计19年二季度投产，19年可新增钛白粉产量10万吨。近日，公司与奥图泰签署了《战略合作协议》，将在工艺技术方面合作，进行优化与耦合。上游方面，公司自有钛精矿产能85万吨/年，可满足35万吨/年硫酸法钛白粉生产需求，同时公司与安宁铁钛签署协议保证钛精矿供应。下游方面，公司拟投资20亿元建设3万吨/年海绵钛产线，积极向下游高端钛材领域延伸，公司未来的规模和产业链优势将进一步凸显。
- 盈利预测与评级。**我们预计2018-2020年EPS分别为1.36元、1.63元和1.93元，对应PE分别为9倍、8倍和7倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**钛白粉价格波动的风险、原材料价格波动的风险、环保政策风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10353.12	11119.83	13324.46	15590.67
增长率	147.45%	7.41%	19.83%	17.01%
归属母公司净利润（百万元）	2502.41	2761.28	3321.44	3924.93
增长率	466.02%	10.34%	20.29%	18.17%
每股收益EPS（元）	1.23	1.36	1.63	1.93
净资产收益率ROE	19.42%	18.08%	18.39%	18.39%
PE	10	9	8	7
PB	1.98	1.67	1.42	1.20

数据来源：Wind，西南证券

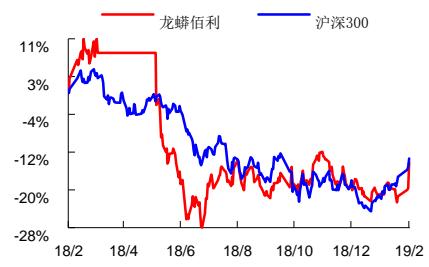
西南证券研究发展中心

分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

联系人：薛聪
电话：010-57758571
邮箱：xuec@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)	7.06
52周内股价区间(元)	11.87-18.92
总市值(亿元)	255.43
总资产(亿元)	225.73
每股净资产(元)	6.89

相关研究

- 龙蟒佰利（002601）：业绩稳定增长，氯化法项目进展顺利（2018-10-23）
- 龙蟒佰利（002601）：中期业绩增长，高分红政策延续（2018-08-21）
- 龙蟒佰利（002601）：分红超预期，龙头溢价持续（2018-04-03）
- 龙蟒佰利（002601）：加码上游钛资源，充分受益景气周期（2018-03-19）
- 龙蟒佰利（002601）：业绩符合预期，盈利持续提升（2018-02-28）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10353.12	11119.83	13324.46	15590.67	净利润	2588.87	2856.68	3436.19	4060.54
营业成本	5629.18	5998.57	7250.00	8555.75	折旧与摊销	882.74	586.65	586.65	586.65
营业税金及附加	150.36	124.92	163.48	107.58	财务费用	158.61	159.93	101.18	95.13
销售费用	326.91	449.75	520.88	600.39	资产减值损失	93.39	10.00	10.00	10.00
管理费用	1000.32	1041.62	1261.22	1470.63	经营营运资本变动	-285.55	-191.41	-330.35	-361.14
财务费用	158.61	159.93	101.18	95.13	其他	-1070.29	-40.27	-42.70	-38.61
资产减值损失	93.39	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	2367.77	3381.57	3760.97	4352.58
投资收益	15.40	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1413.88	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	457.66	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	-18.91	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-956.22	50.00	30.00	30.00
营业利润	3053.98	3365.04	4047.70	4781.20	短期借款	1513.18	-3440.80	0.00	0.00
其他非经营损益	1.48	-4.24	-5.12	-4.09	长期借款	-67.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	3055.46	3360.80	4042.58	4777.11	股权融资	60.48	200.00	0.00	0.00
所得税	466.59	504.12	606.39	716.57	支付股利	-1405.32	-500.48	-552.26	-664.29
净利润	2588.87	2856.68	3436.19	4060.54	其他	-366.08	-625.26	-101.18	-95.13
少数股东损益	86.46	95.40	114.76	135.61	筹资活动现金流净额	-264.81	-4366.55	-653.43	-759.42
归属母公司股东净利润	2502.41	2761.28	3321.44	3924.93	现金流量净额	1132.25	-934.98	3137.54	3623.15
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2353.50	1418.52	4556.06	8179.21	成长能力				
应收和预付款项	2400.68	2984.61	3545.08	4085.59	销售收入增长率	147.45%	7.41%	19.83%	17.01%
存货	1563.20	1666.37	2017.69	2380.05	营业利润增长率	455.59%	10.19%	20.29%	18.12%
其他流动资产	764.19	769.59	783.38	797.56	净利润增长率	463.64%	10.34%	20.29%	18.17%
长期股权投资	17.35	17.35	17.35	17.35	EBITDA 增长率	284.36%	0.40%	15.17%	15.36%
投资性房地产	15.08	15.08	15.08	15.08	获利能力				
固定资产和在建工程	6633.67	6195.62	5757.57	5319.52	毛利率	45.63%	46.06%	45.59%	45.12%
无形资产和开发支出	6298.82	6132.87	5986.91	5840.96	三费率	14.35%	14.85%	14.13%	13.89%
其他非流动资产	799.87	797.22	794.58	791.93	净利润率	25.01%	25.69%	25.79%	26.04%
资产总计	20846.35	19997.23	23473.71	27427.26	ROE	19.42%	18.08%	18.39%	18.39%
短期借款	3440.80	0.00	0.00	0.00	ROA	12.42%	14.29%	14.64%	14.80%
应付和预收款项	2125.13	2606.32	3132.39	3620.33	ROIC	18.72%	20.21%	24.08%	28.33%
长期借款	665.42	665.42	665.42	665.42	EBITDA/销售收入	39.56%	36.98%	35.54%	35.04%
其他负债	1280.80	921.42	987.89	1057.24	营运能力				
负债合计	7512.15	4193.16	4785.70	5342.99	总资产周转率	0.53	0.54	0.61	0.61
股本	2032.10	2082.10	2082.10	2082.10	固定资产周转率	1.68	1.91	2.48	3.16
资本公积	9640.99	9790.99	9790.99	9790.99	应收账款周转率	10.24	7.85	7.48	7.54
留存收益	1713.83	3974.63	6743.81	10004.45	存货周转率	3.94	3.70	3.93	3.89
归属母公司股东权益	12886.66	15261.12	18030.30	21290.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.82%	—	—	—
少数股东权益	447.54	542.95	657.71	793.32	资本结构				
股东权益合计	13334.21	15804.07	18688.01	22084.27	资产负债率	36.04%	20.97%	20.39%	19.48%
负债和股东权益合计	20846.35	19997.23	23473.71	27427.26	带息债务/总负债	54.66%	15.87%	13.90%	12.45%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.13	2.34	3.10	3.79
EBITDA	4095.33	4111.61	4735.53	5462.98	速动比率	0.88	1.77	2.53	3.21
PE	10.22	9.24	7.71	6.51	股利支付率	56.16%	18.13%	16.63%	16.92%
PB	1.98	1.67	1.42	1.20	每股指标				
PS	10.74	7.57	6.79	5.87	每股收益	1.23	1.36	1.63	1.93
EV/EBITDA	7.01	6.45	4.94	3.62	每股净资产	6.34	7.51	8.87	10.48
股息率	5.00%	1.78%	1.97%	2.36%	每股经营现金	1.17	1.66	1.85	2.14
					每股股利	0.69	0.25	0.27	0.33

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。

本报告版权归西南证券所有，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn