

2018年04月24日

龙蟒佰利 (002601.SZ)

业绩稳定，钛白粉行业景气看好全年

■事件：公司发布2018年一季报，实现营业收入25.48亿元，同比增长8.41%；归母净利润5.98亿元，同比增长2.17%。同时公司预计2018年上半年归母净利润为11.79亿元~15.72亿元，同比变动-10%~20%。

■龙蟒并表完成后公司整体经营平稳，钛白粉价格稳定在高位，产销情况良好：据公告，2016年9月龙蟒钛业100%股权实现并表后，公司拥有钛白粉年产能60万吨，国内市占率超过40%。2018Q1较17年表现平稳，钛白粉价格稳定在18000元/吨，同比增长6.6%，与2017年全年平均价格基本持平。2018Q1原料钛精矿均价1314.75元/吨，同比下降13.9%，钛白粉价差始终保持10000元/吨以上高位。据公司预计，2018年上半年产销量将较去年同期略有增长，盈利高位水平有望维持。

■钛白粉行业景气看好18年全年，新增氯化法产能将成为公司增长新动能：钛白粉行业由于出口形势乐观以及国内企业限产，自2016年开始景气复苏，2017年升至高位并有望持续。据海外普遍预测，18年钛白粉全球市场需求增量约20万吨。我国环保趋严导致硫酸法不达标产能限停产，氯化法技术壁垒高，新上装置较为有限。计算入海外事故产能逐步复产和国内计划新增产能，钛白粉供需预计在18-24个月中保持紧平衡状态。据公告，公司氯化法一期6万吨已达标达产，二期20万吨基础设施已现雏形，新增产能将使公司龙头地位进一步突显。

■加码上游钛矿资源，全产业链优势将长期受益：控股子公司龙蟒钛业拥有国内较大规模的钒钛磁铁矿资源，2017年采选钛精矿达79.03万吨。2017年我国钛精矿产量共373.8万吨，进口依存度达到45%。公司公告拟收购四川安宁铁钛100%股权，大力加码上游钛矿资源，我们看好公司一体化优势不断扩大，未来将长期得益于此。

■投资建议：预计公司2018-2020年EPS分别为1.43、1.68和2.03元，首次覆盖给予买入-A评级，对应动态PE分别为13、11和9倍。

■风险提示：原材料价格波动，汇率波动，需求不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	4,183.9	10,353.1	11,366.1	13,238.2	15,885.8
净利润	442.1	2,502.4	2,908.8	3,420.9	4,122.5
每股收益(元)	0.22	1.23	1.43	1.68	2.03
每股净资产(元)	6.07	6.34	6.43	5.97	6.12

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	84.7	15.0	12.9	10.9	9.1
市净率(倍)	3.0	2.9	2.9	3.1	3.0
净利润率	10.6%	24.2%	25.6%	25.8%	26.0%
净资产收益率	3.6%	19.4%	22.3%	28.2%	33.2%
股息收益率	2.7%	2.7%	8.7%	11.6%	10.2%
ROIC	15.7%	19.8%	22.5%	28.6%	31.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 买入-A

首次评级

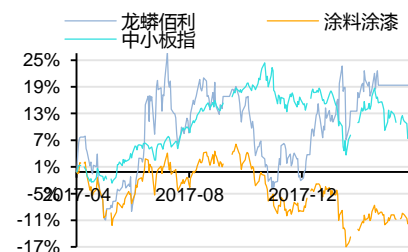
6个月目标价：22元

股价(2018-03-16) 18.42元

交易数据

总市值(百万元)	37,431.20
流通市值(百万元)	12,374.11
总股本(百万股)	2,032.10
流通股本(百万股)	671.78
12个月价格区间	14.18/20.13元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.55	16.87	8.64
绝对收益	0.0	7.22	12.92

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004
yuansc1@essence.com.cn
021-35082778

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

乔璐

报告联系人

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

龙蟒佰利：业绩大幅增长，行业景气预计仍可持续/袁善宸 2018-04-03

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,183.9	10,353.1	11,366.1	13,238.2	15,885.8	成长性					
减:营业成本	2,913.0	5,629.2	6,071.1	7,142.1	8,564.4	营业收入增长率	57.3%	147.5%	9.8%	16.5%	20.0%
营业税费	45.5	150.4	167.1	194.6	232.6	营业利润增长率	337.0%	455.6%	16.7%	17.0%	20.7%
销售费用	179.6	326.9	368.3	435.5	513.0	净利润增长率	296.7%	466.0%	16.2%	17.6%	20.5%
管理费用	367.2	1,000.3	988.9	1,049.8	1,392.2	EBITDA 增长率	193.7%	277.6%	14.2%	13.2%	15.1%
财务费用	95.8	158.6	148.0	148.0	69.7	EBIT 增长率	246.8%	385.7%	17.8%	16.3%	18.1%
资产减值损失	32.4	93.4	60.0	100.0	84.5	NOPLAT 增长率	238.4%	396.3%	15.9%	16.3%	18.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	292.9%	1.9%	-8.4%	7.1%	-16.2%
投资和汇兑收益	2.1	-3.5	-	-	-	净资产增长率	440.4%	4.6%	2.1%	-5.9%	3.5%
营业利润	549.7	3,054.0	3,562.9	4,168.1	5,029.4	利润率					
加:营业外净收支	-9.1	1.5	0.7	-2.3	-0.0	毛利率	30.4%	45.6%	46.6%	46.0%	46.1%
利润总额	540.5	3,055.5	3,563.6	4,165.8	5,029.4	营业利润率	13.1%	29.5%	31.3%	31.5%	31.7%
减:所得税	81.2	466.6	534.5	624.9	754.4	净利润率	10.6%	24.2%	25.6%	25.8%	26.0%
净利润	442.1	2,502.4	2,908.8	3,420.9	4,122.5	EBITDA/营业收入	25.5%	38.9%	40.4%	39.3%	37.7%
						EBIT/营业收入	15.5%	30.4%	32.6%	32.6%	32.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	353	214	179	133	93
						流动资产周转天数	59	51	43	57	54
						流动营业资本周转天数	288	203	220	196	182
						应收账款周转天数	52	36	44	44	42
						存货周转天数	82	49	53	55	53
						总资产周转天数	1,024	676	637	526	439
						投资资本周转天数	742	483	425	361	286
						投资回报率					
						ROE	3.6%	19.4%	22.3%	28.2%	33.2%
						ROA	2.5%	12.4%	15.6%	18.3%	22.0%
						ROIC	15.7%	19.8%	22.5%	28.6%	31.5%
						费用率					
						销售费用率	4.3%	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%
						管理费用率	8.8%	9.7%	8.7%	7.9%	8.8%
						财务费用率	2.3%	1.5%	1.3%	1.1%	0.4%
						三费/营业收入	15.4%	14.4%	13.2%	12.3%	12.4%
						偿债能力					
						资产负债率	29.4%	36.0%	29.6%	33.8%	31.6%
						负债权益比	41.6%	56.3%	42.1%	51.1%	46.3%
						流动比率	1.17	1.13	1.28	1.27	1.51
						速动比率	0.84	0.88	0.94	0.89	1.09
						利息保障倍数	6.77	19.86	25.07	29.16	73.12
						分红指标					
						DPS(元)	0.50	0.49	1.59	2.14	1.88
						分红比率	229.8%	39.9%	111.3%	127.0%	92.8%
						股息收益率	2.7%	2.7%	8.7%	11.6%	10.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	459.3	2,588.9	2,908.8	3,420.9	4,122.5	EPS(元)	0.22	1.23	1.43	1.68	2.03
加:折旧和摊销	420.0	882.7	886.5	886.5	886.5	BVPS(元)	6.07	6.34	6.43	5.97	6.12
资产减值准备	32.4	93.4	-	-	-	PE(X)	84.7	15.0	12.9	10.9	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.9	2.9	3.1	3.0
财务费用	101.6	146.3	148.0	148.0	69.7	P/FCF	-4.2	9.3	43.1	8.4	9.5
投资损失	-2.1	-15.4	-	-	-	P/S	8.9	3.6	3.3	2.8	2.4
少数股东损益	17.2	86.5	120.3	120.0	152.5	EV/EBITDA	25.4	8.4	8.1	7.5	6.1
营运资金的变动	-114.2	-993.2	428.7	-1,827.1	1,329.5	CAGR(%)	97.5%	18.2%	194.2%	97.5%	18.2%
经营活动产生现金流量	432.2	2,367.8	4,492.3	2,748.4	6,560.8	PEG	0.9	0.8	0.1	0.1	0.5
投资活动产生现金流量	-8,786.7	-956.2	179.6	-43.2	-31.0	ROIC/WACC	1.5	1.9	2.2	2.8	3.1
融资活动产生现金流量	8,940.0	-264.8	-6,116.1	-2,555.4	-6,317.9	REP	1.3	1.2	1.3	1.0	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

袁善宸、张汪强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034