

抓住钛白粉全面复苏下的龙头溢价

投资要点

- **推荐逻辑:** 我们认为行业历史周期预示钛白粉行业大牛市到来, 供需紧平衡有望使价格上涨超预期。且全球钛白粉行业已经走出由中国企业引发的无序竞争时期, 国内绝对龙头的出现将对整个钛白粉行业产生深远影响, 国际巨头之间的并购也预示着行业有序和合理竞争格局的形成。龙蟒佰利由四川龙蟒和佰利联这两大国内钛白粉领军企业合并而成, 其以 56 万吨产能一跃成为国内产能第一, 国际产能第四的钛白粉龙头企业, 并具有与国外钛白粉巨头一争高下的实力。我们持续看涨钛白粉行业, 龙蟒佰利将率先受益, 建议积极关注。
- **行业历史周期预示钛白粉行业大牛市到来。** 通过研究钛白粉行业的历史产业发展和价格周期, 我们发现钛白粉行业近年来的供需博弈是价格涨跌的掌舵手, 具体表现为历史价格周期均始于需求向好, 终于需求减弱+产能大幅扩张。但是, 本轮周期与历史上的价格周期不同点在于: (1) 需求实质性向好: 预计 17 年达到需求高点; (2) 供给实质性收缩: 全球产能不增反降, 我国 17 年无新增规模产能。我们预计钛白粉行业将于 17 年迎来大牛市。
- **供需紧平衡, 价格上涨有望超预期。** 根据对于供需的测算, 我们预计钛白粉价格 17 年上半年上涨至 2 万元/吨, 乐观估计突破历史高点, 达到 2.2 万元/吨以上。**需求端(内需、出口+补库存):** 预计需求端增速 7.4%。16 年内需持续增长, 17 年有望在基建的带动下需求持续旺盛; 出口维持良好态势, 17 年 1 月份出口量同比增长 14.1%, 我们预计出口将继续维持强势。**供给端:** 17 年全球无规模新增产能, 库存处于低位, 叠加环保环境进一步趋严使供给进一步限制, 我们推测 17 年行业整体开工率在 75% 左右。**原材料端:** 钛精矿由于需求增加和供给端受限, 价格于 16 年一路上行, 为钛白粉价格上涨提供支撑。
- **盈利预测与投资建议。** 基于对钛白粉持续涨价的预期, 我们调增公司盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24 元、1.23 元、1.49 元, 对应动态 PE 分别为 67 倍、13 倍和 11 倍, 我们持续看好钛白粉涨价, 龙头龙蟒佰利将获最大收益, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 钛白粉价格大幅下行的风险; 原材料价格或大幅波动的风险; 出口大幅下滑的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2659.80	4222.68	9258.08	9940.50
增长率	28.92%	58.76%	119.25%	7.37%
归属母公司净利润(百万元)	111.44	484.69	2494.16	3032.12
增长率	76.49%	334.95%	414.59%	21.57%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.24	1.23	1.49
净资产收益率 ROE	5.05%	3.76%	16.40%	17.38%
PE	293	67	13	11
PB	13.86	2.54	2.15	1.87

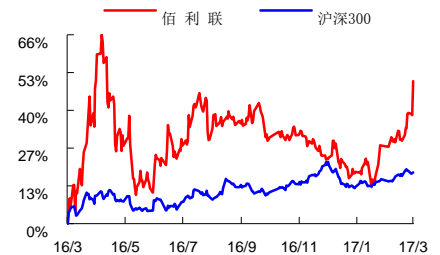
数据来源: Wind, 西南证券

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
联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@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)	5.96
52 周内股价区间(元)	12.06-64.16
总市值(亿元)	326.77
总资产(亿元)	248.83
每股净资产(元)	6.10

相关研究

1. 佰利联(002601): 业绩符合预期, 景气周期中崛起的钛白粉巨头 (2016-08-24)
2. 佰利联(002601): 钛白粉龙头, 布局新材料领域 (2016-07-20)
3. 佰利联(002601): 看好全年业绩高增, 供需格局持续优化 (2016-04-27)

目 录

1 公司概况：中国钛白粉行业的巨无霸	1
2 否极泰来，钛白粉有序竞争下的全面复苏	3
2.1 价格周期：供需博弈是价格涨跌的掌舵手	3
2.2 本轮价格周期：长短期供需格局优化，涨价行情有望超预期	5
3 强强联合打造钛白粉行业绝对龙头	14
3.1 佰利联和龙蟒钛业强强联合	14
3.2 整合资源，探索产品高端应用	16
3.3 员工持股彰显公司对未来信心	16
4 盈利预测与投资建议	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司 2016 年 H1 主营业务结构情况.....	1
图 2: 公司 2016 年 H1 主营业务毛利情况.....	1
图 3: 公司 2008 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2008 年以来净利润及增速.....	2
图 5: 公司股权结构.....	2
图 6: 近 10 年 3 轮价格周期.....	4
图 7: 历史价格周期始于需求.....	4
图 8: 我国钛白粉 3 次产能发展期: 需求提升带来产能快速扩张.....	5
图 9: 钛白粉需求和产能的增长具有较强联动性.....	5
图 10: 我国钛白粉下游需求领域.....	6
图 11: 我国涂料下游需求领域.....	6
图 12: 15 年底房地产开始复苏.....	6
图 13: 钛白粉行业周期滞后房地产周期约 1 年.....	6
图 14: 我国钛白粉出口国构成.....	7
图 15: 16 年我国钛白粉出口大幅增加.....	7
图 16: 我国钛白粉出口具备价格优势.....	7
图 17: 印度钛白粉需求有望维持高复合增速.....	8
图 18: 我国钛白粉库存处于低位.....	8
图 19: 全球钛白粉下游需求领域.....	9
图 20: 亨斯迈钛白粉消费结构.....	9
图 21: 全球产能负增长, 我国产能增速趋缓.....	10
图 22: 钛白粉行业开工率近几年维持在 75% 水平.....	10
图 23: 我国钛资源丰富(万吨).....	12
图 24: 16 年以来钛精矿价格持续上涨.....	13
图 25: 我国钛精矿产量缩减, 进口量增加.....	13
图 26: 合并后公司成为国内行业绝对龙头.....	14
图 27: 公司已具备同国际巨头竞争的实力.....	14
图 28: 正式步入全球行业巨头竞争时代.....	15
图 29: 中国平均产能规模远小于国际主要钛白粉厂家产能规模.....	15

表 目 录

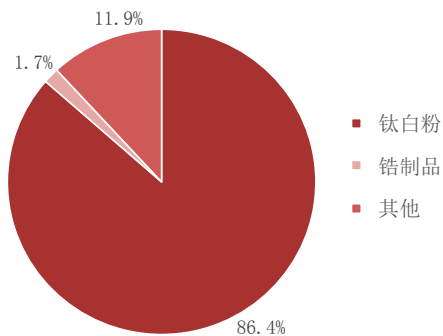
表 1: 国际钛白粉行业发展历程.....	3
表 2: 我国钛白粉行业发展历程.....	3
表 3: 落后产能逐步退出, 17 年无规模新增产能.....	9
表 4: 环保环境进一步趋严.....	11
表 5: 钛白粉行业准入条件要点.....	11
表 6: 我国产能低于 5 万吨/年企业.....	11
表 7: 2017 年钛白粉供需预测 (万吨).....	13
表 8: 分业务收入及毛利率.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 公司概况：中国钛白粉行业的巨无霸

河南佰利联化学股份有限公司成立于 2001 年，历经十几年的发展，公司已建立起以钛白粉系列为支柱，涵盖锆系、铁系、钛渣、硫酸等五大类 20 多个品种的产业体系。在 2016 年公司通过非公开发行股份收购龙蟒钛业之后，正式更名为“龙蟒佰利联集团股份有限公司”。完成并购之后，公司的钛白粉业务进一步扩大规模，成为国内行业第一，全球第四的龙头公司。公司钛白粉产能高达 56 万吨，其中硫酸法 50 万吨，氯化法 6 万吨。同时整合上游钛精矿资源，公司具有 60 万吨钛精矿产能，使公司更具备资源优势、成本优势和规模优势。

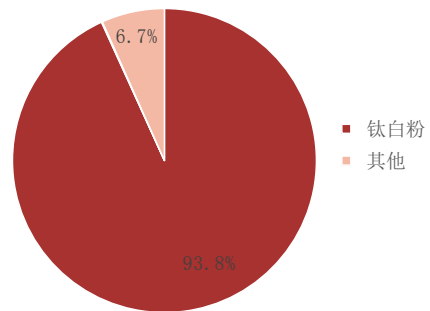
从 16 年公司中报来看，钛白粉营业收入占据公司总收入的 86%，毛利占比高达 94%，是公司的主要收入来源。

图 1：公司 2016 年 H1 主营业务结构情况



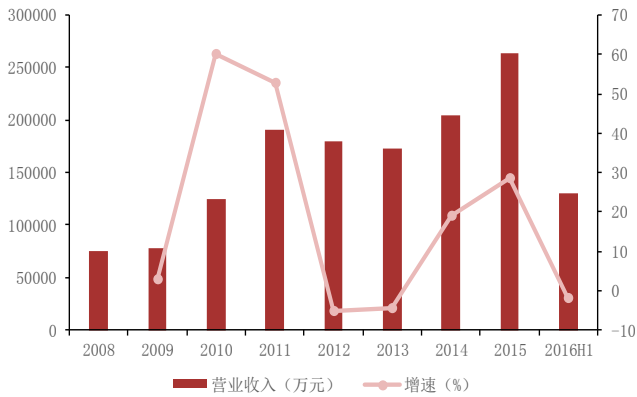
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2016 年 H1 主营业务毛利情况

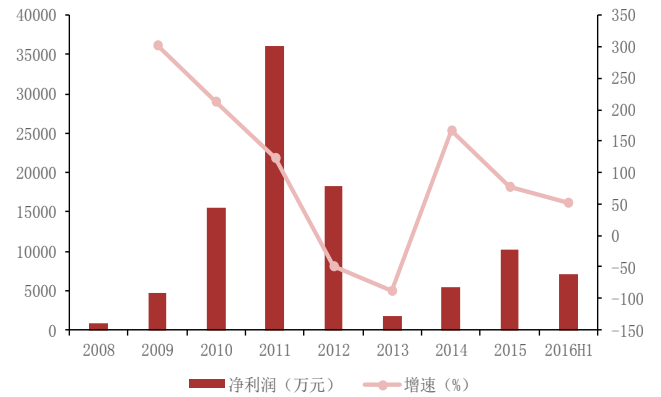


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：在 2010-2013 年间，公司主营收入略有下滑，同时公司净利润大幅下滑。主要是 2010-2011 年间，行业产能大幅扩张、产能过剩严重、竞争激烈，同时国际经济环境不景气，从而使钛白粉行业处于不景气周期，导致公司收入和净利润均下滑。2013 年之后，行业内小产能出清，需求端略有好转，使公司销量增加；同时钛精矿价格处于低位，公司产品成本有所下降，在这段期间公司收入和净利润均开始好转。进入 2016 年以来，钛白粉行业进入景气周期，钛白粉价格持续攀新高，同时公司完成收购龙蟒钛业，并与 16 年 4 季度开始并表，将大幅增加公司的盈利能力。根据公司业绩快报，公司 2016 年归属于上市公司股东的净利润为 4.8 亿元，同比增长 335%。

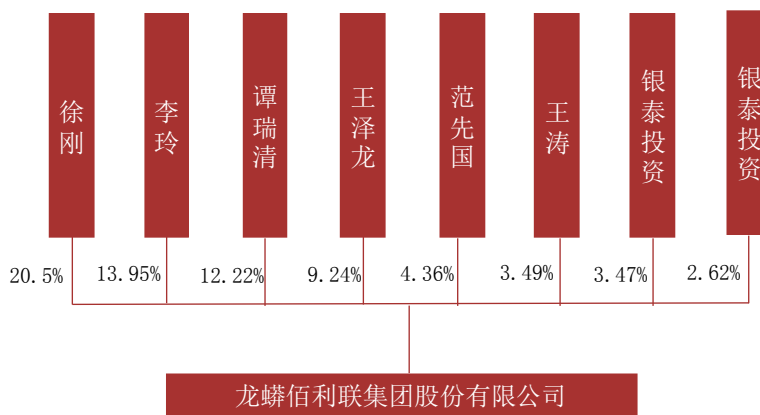
图 3: 公司 2008 年以来营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2008 年以来净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

完成并购之后, 公司股权进一步集中化, 徐刚先生持有公司 20.5% 的股权, 为公司第一大股东兼董事长职务。谭瑞清先生共持有公司 17.91% 的股权 (银泰投资和豫鑫木糖的实际控制人), 为公司的第二大股东兼副董事长职务。李玲女士是原龙蟒钛业实际控制人李家权之女, 持有公司 13.95% 的股份, 为公司的第三大股东。

图 5: 公司股权结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 否极泰来，钛白粉有序竞争下的全面复苏

2.1 价格周期：供需博弈是价格涨跌的掌舵手

钛白粉产业发展历程。钛白粉是一种主要成分为(TiO₂)的白色颜料，主要有金红石型(R型)和锐钛型(A型)二种结构，其中金红石型的性能更佳。钛白粉具有良好的物理化学性能和光学性能，广泛应用于涂料行业、造纸行业和塑料行业等。目前工业上主要采取硫酸法和氯化法两种生产方法。钛白粉行业产业发展已历经百年，主要经历了4个阶段，而我国钛白粉行业工业化起步较晚，主要经历了3个阶段。

表 1：国际钛白粉行业发展历程

时期	年代	发展历程
行业发展初期	1910s-1920s	1910s, Titan Company 和 Titanium Pigment Company 试产钛白粉成功；1920 年 National Lead Company 收购 Titanium Pigment Company, 标准钛白粉工业化开始
蓬勃发展期	1930s-1960s	1935 年, 日本界化学生产 A 型钛白粉；1939 年, R 型钛白粉研制成功并于市场推广；1949 年, 杜邦研究氯化法钛白粉；1957 年, 高品质 R 型钛白粉大量使用。
黄金成熟期	1970s-1980s	1970s, 水性且易分散的钛白粉浆剂推出, 标志钛白粉新纪元；全球产量达 160 万吨。
衰退期	1990s	全球产能过剩, 需求疲软, 售价低落及环保投资高昂；钛白粉行业在亚太地区开始快速发展

数据来源：CNKI, 西南证券整理

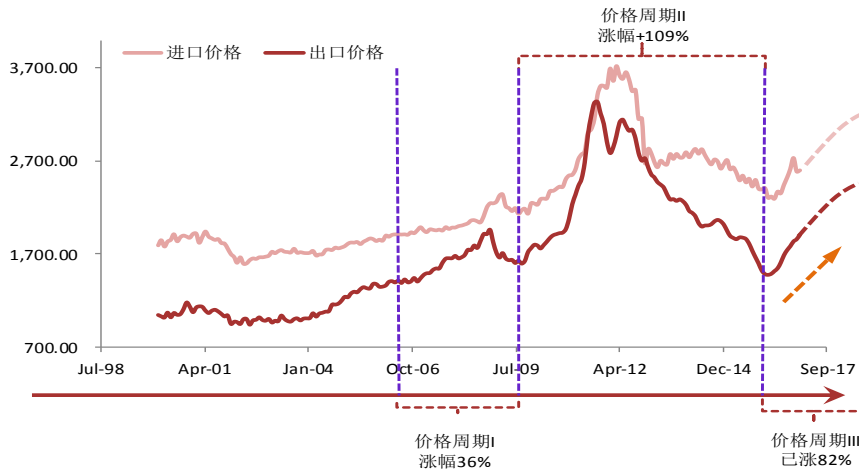
表 2：我国钛白粉行业发展历程

时期	年代	发展历程
1950s-1990s	行业发展初期	开始硫酸法的研究；A 型和 R 型钛白粉制备成功；氯化法引入
2000s	十年快速发展期	产能迅速扩张, 产能国际占比逐步提高
2010s-至今	行业低谷期	产能开始过剩, 需求趋缓, 价格持续下滑

数据来源：CNKI, 西南证券整理

3 轮价格周期。由于上世纪 90 年代以来全球范围内钛白粉产能的迅速扩张，外国钛白粉行业已步入成熟期，随后产能逐步向亚太地区转移。国内钛白粉行业也受益于此，得到了快速发展。研究近十年来钛白粉的市场行情，我们总结钛白粉经历了 3 个价格周期：价格周期 I (06-09, 涨幅 36%)、价格周期 II (09-15, 涨幅 109%) 和价格周期 III (16-至今, 已涨 82%)。

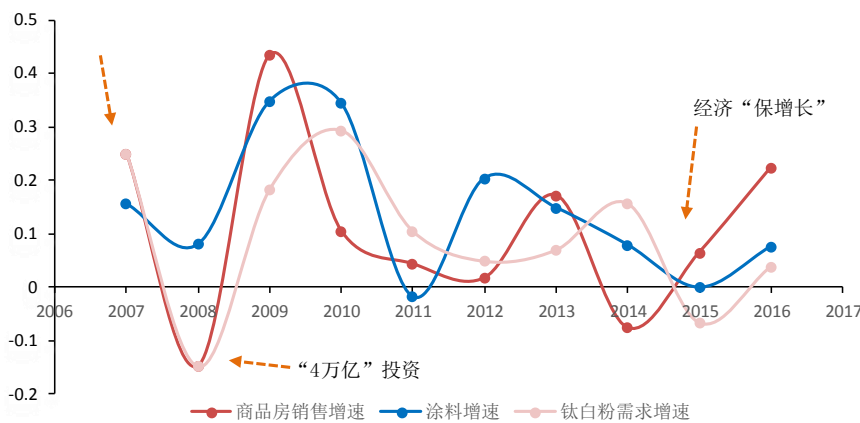
图 6: 近 10 年 3 轮价格周期



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

历史价格周期始于需求。通过分析价格周期开启时的供给和需求关系,我们发现三次历史价格周期都开始于需求向好: 06-07 年,我国商品房销售面积同比增速均在 20%以上; 09 年,在应对金融危机后我国经济软着陆风险背景下,08 年底开启“4 万亿”投资刺激计划,带动房地产又一轮快速发展和商品房销售面积同比大增 40%,促使钛白粉行业走出一波牛市行情; 15 年,在经济“保增长”的宏观环境下,开始新一轮房地产投资,且海外房地产行情走俏带动海外需求爆发,促使钛白粉行业行情反转。

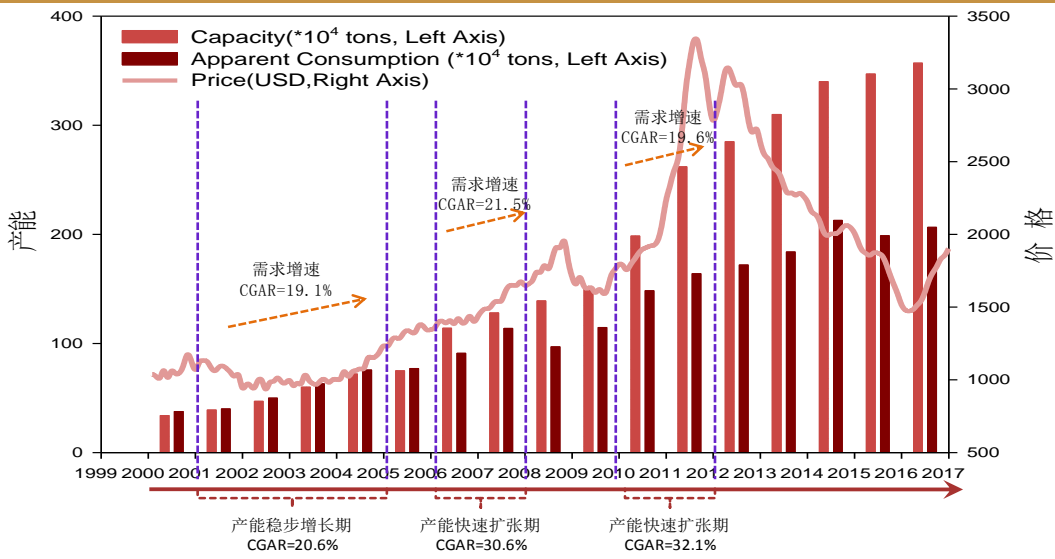
图 7: 历史价格周期始于需求



数据来源: Wind, 西南证券整理

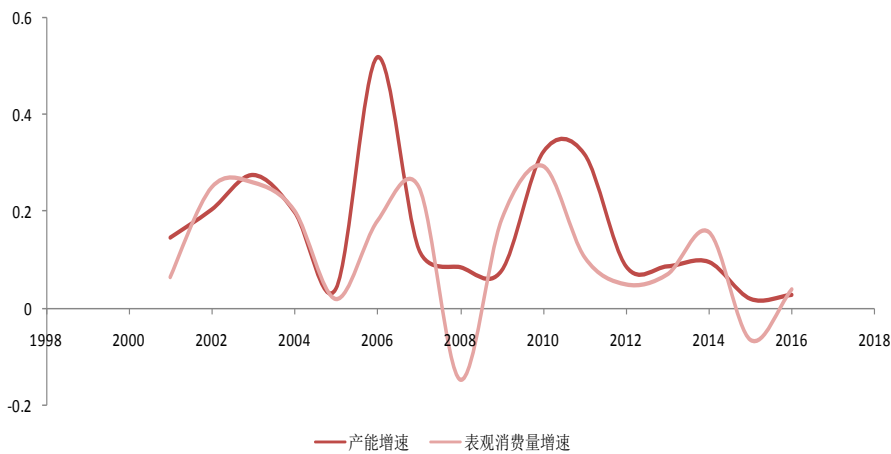
历史价格周期终于需求减弱+产能扩张。通过分析钛白粉行业的产能发展,我们发现需求向好往往带来产能的迅速扩张。同时结合分析各轮价格周期,得出前 2 轮价格周期的由升转跌的原因是需求放缓和产能的迅速扩张带来的供需失衡:07 年开始的次贷危机刺破美国经济泡沫,使全球经济衰落,造成钛白粉需求大幅下降,而复合增速超过 30%产能扩张速度加剧了供需失衡,导致钛白粉价格迅速回落; 12 年开始,全球经济发展趋缓,同时产能扩张速度最快,复合增速达 32%,导致钛白粉价格从 11 年的最高点迅速下降至 16 年初的低点,使钛白粉行业经历了近 4 年的寒冬期。

图 8：我国钛白粉 3 次产能发展期：需求提升带来产能快速扩张



数据来源：Wind，海关总署，西南证券整理

图 9：钛白粉需求和产能的增长具有较强联动性



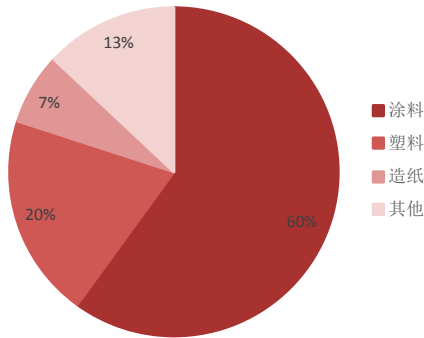
数据来源：海关总署，西南证券整理

2.2 本轮价格周期：长短期供需格局优化，涨价行情有望超预期

2.2.1 需求端：内需继续向好，出口有望持续大增，库存低位

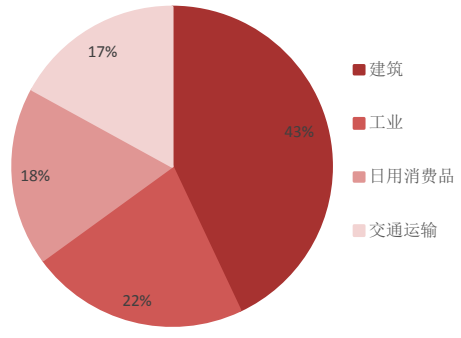
预计钛白粉行业 2017 年需求整体增速达 7.4%，其中内需增长 4.7%，出口增长 15%。钛白粉的用途广泛，主要应用在涂料、塑料、油墨、造纸，目前国内钛白粉应用领域中，涂料占 60%，塑料占 20%、造纸占 7%，其它（含化妆品、化纤、电子、陶瓷、搪瓷、焊条、合金、玻璃等领域）占 13%。

图 10: 我国钛白粉下游需求领域



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

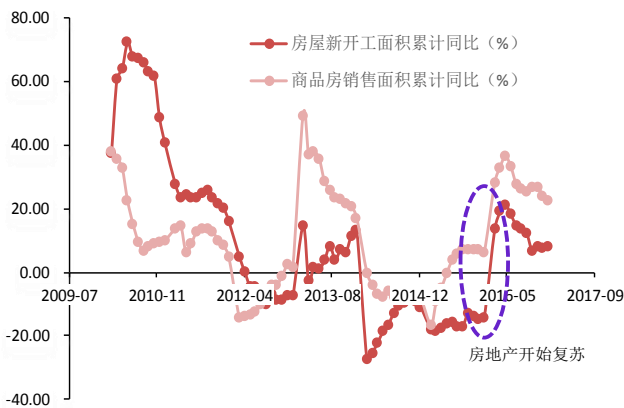
图 11: 我国涂料下游需求领域



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

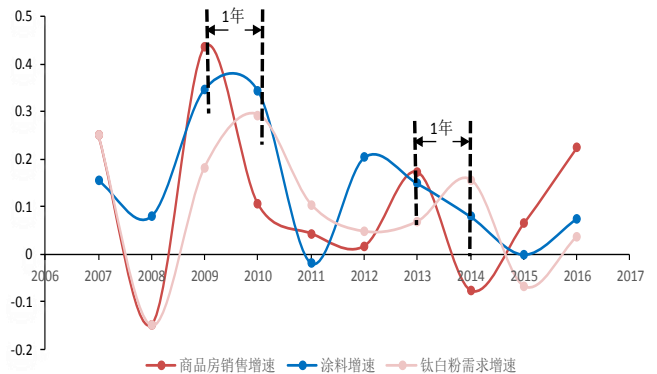
内需: 预计 17 年内需增速在 4.7%, 其中下游需求中涂料增速 6.0%, 塑料增速 2.7%, 造纸增速 2%。 (1) 涂料: 钛白粉的下游应用领域主要是涂料, 占比达 60%, 而涂料的下游主要应用于建筑, 属于房地产行业。在经济“保增长”的宏观条件下, 自 2015 年底以来, 国内房地产开始复苏, 房地产新开工面积和商品房销售面积同比均大增, 房地产的复苏带动了涂料需求的增加, 继而推动了钛白粉的需求的好转。随着 16 年 10 月份开始的房地产调控, 房地产呈现出量缩价稳的态势, 但进入 17 年以来, 三四线地产销售回暖, 我们预计 17 年房地产市场将出现量价企稳的现象。同时, 政策将 PPP 作为投资的“抓手”, 基建投资的增长应当可以对冲一部分房地产投资的下滑。我们预计 17 年涂料增速在 6%。同时我们发现钛白粉需求滞后于房地产行情一年左右, **我们预计钛白粉内需增速将于 17 年底附近达到高点。** (2) 塑料: 需求较为平稳, 近年来均在 2.6%。(3) 造纸: 根据我国统计局的预测, 17 年增速大概在 2%。

图 12: 15 年底房地产开始复苏



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 钛白粉行业周期滞后房地产周期约 1 年

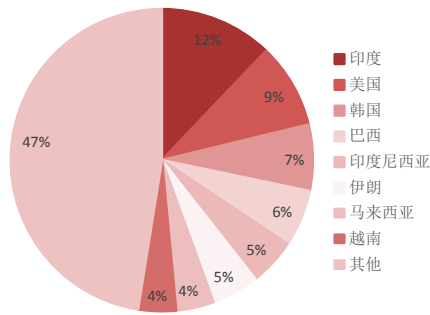


数据来源: Wind, 西南证券整理

出口: 我们预计 17 年出口增速在 15%。我国钛白粉主要出口到印度、美国、韩国、巴西等地, 出口量在 16 年同比增长 40%, 净出口量同比大增 55%。主要原因是由于 (1) 随着海外经济弱复苏, 海外需求回暖, 钛白粉需求向好; (2) 同时由于我国钛白粉质量已经被国际认可, 且价格较其他国家钛白粉相对便宜; (3) 钛白粉行业长期低迷和价格低位导致杜邦、亨斯迈等企业部分产能逐渐退出, 导致供应不足, 从而拉动中国出口; (4) 我国主要出口国, 如印度、伊朗、巴西等, 由于技术、资金等因素, 钛白粉生产能力严重不足, 并且这

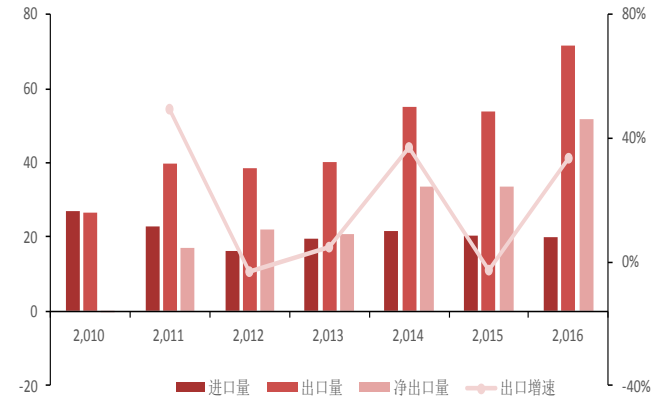
些国家经济发展速度快,对于钛白粉的需求量将持续增加,供需矛盾将进一步加大,从而使我国的钛白粉出口量有望维持高速增长;(5)人民币贬值促进出口持续向好。16年以来,人民币已经持续贬值约7%,人民币的贬值加剧了国内外钛白粉的价格差,使我国钛白粉出口更具有竞争力。

图 14: 我国钛白粉出口国构成



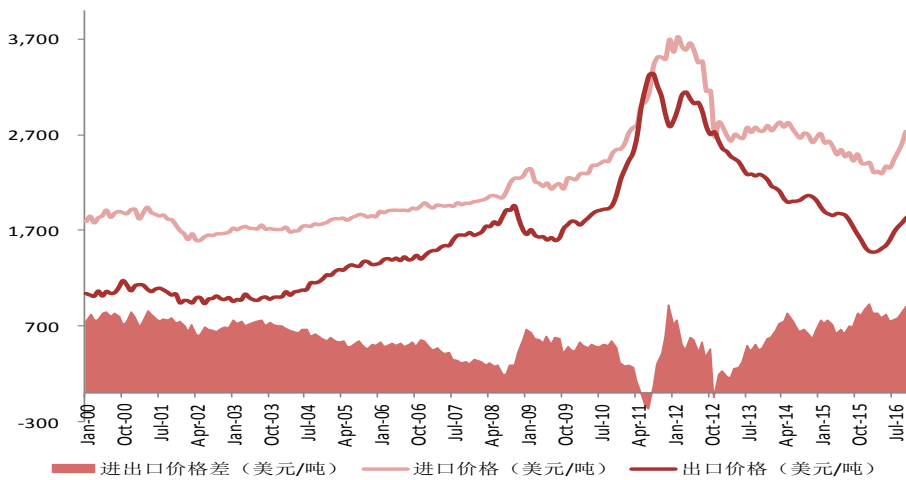
数据来源: 生意社, 西南证券整理

图 15: 16 年我国钛白粉出口大幅增加



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

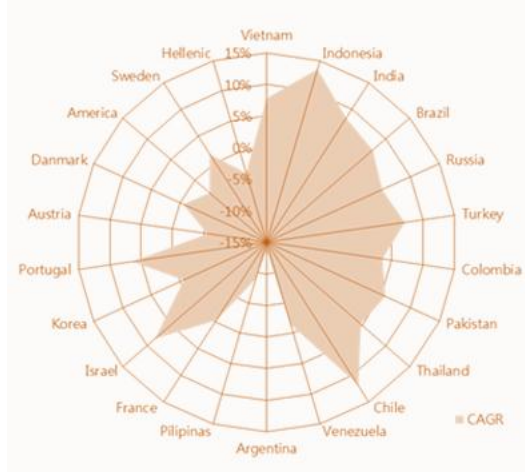
图 16: 我国钛白粉出口具备价格优势



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

印度需求高增长。印度作为我国第一大钛白粉出口国,同时也是需求增长最快的国家,近几年的钛白粉需求复合增长在7%以上。印度钛白粉进口需求保持高速增长原因主要有:(1)钛白粉和GDP增长呈高度正相关性,近几年来,印度经济维持高速增长,GDP增速维持在7%左右;(2)供需失衡:由于印度每年20万吨的消费量,而产能只有2万吨,供需严重失衡导致印度钛白粉进口需求量猛增。不过16年4季度以来由于印度的币改制度导致印度房地产开发增速趋缓,我们预计半年到一年后传导至钛白粉需求端,17年印度钛白粉需求有望保持16年增速7%。

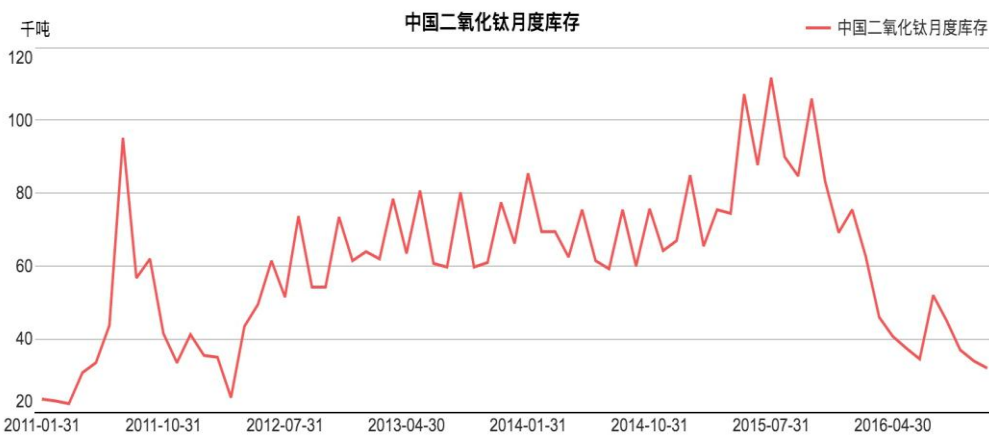
图 17: 印度钛白粉需求有望维持高复合增速



数据来源: 天拓咨询, 西南证券整理

库存低位, 补库存行情可期。由于钛白粉经历了近 4 年的寒冬期, 近几年行业开工率维持在 70% 以下, 由于多数钛白粉小厂停产多年, 同时叠加环保趋严和去产能的影响, 短期内开工较为困难。并且由于 15 年底需求向好, 企业和渠道库存得到快速消化, 造成目前库存量仅在 28 万吨。目前多数大厂商已满负荷生产, 行业整体开工率已恢复至 70%, 但库存量相较三年前已大幅减少。预计补库存行情将增加需求量 2-3 万吨, 从而行业补库存至合理水平, 补库存行情将进一步推高钛白粉价格。

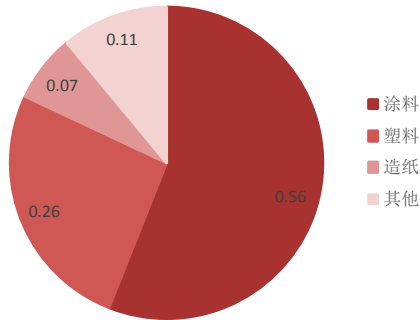
图 18: 我国钛白粉库存处于低位



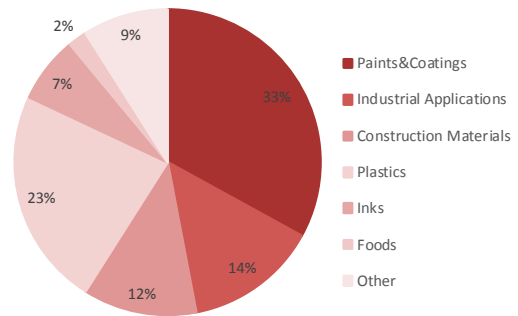
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

消费结构仍可升级, 减少周期性波动。从消费结构上来看, 我国钛白粉最大下游市场为涂料行业, 约占总消费量的 60%。塑料以 16% 的份额排名第二, 造纸为第三大应用领域, 占比 10%, 其后分别是油墨、橡胶及其他应用领域, 相较于国际钛白粉巨头亨斯迈, 就显得太过倚重涂料行业的发展状况。涂料市场只占亨斯迈钛白粉应用 33% 的份额, 产品更加多元化, 附加值更高, 且更少地受到单一行业的周期性影响, 承受风险能力更强。从全球钛白粉下游市场应用领域来看, 塑料领域占比 24%, 造纸领域占比 12%, 也可分散下游领域过于单一的风险。且我国一直保持有 20 万吨钛白粉的进口, 进口单价远高于出口, 表明钛白粉

高端应用领域还有待扩展。钛白粉下游应用领域的不断拓展与应用领域结构的不断优化,也会对钛白粉需求造成持续的促进。

图 19: 全球钛白粉下游需求领域


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 20: 亨斯迈钛白粉消费结构


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

2.2.2 供给端: 产能增速趋缓, 17 年无新增产能释放

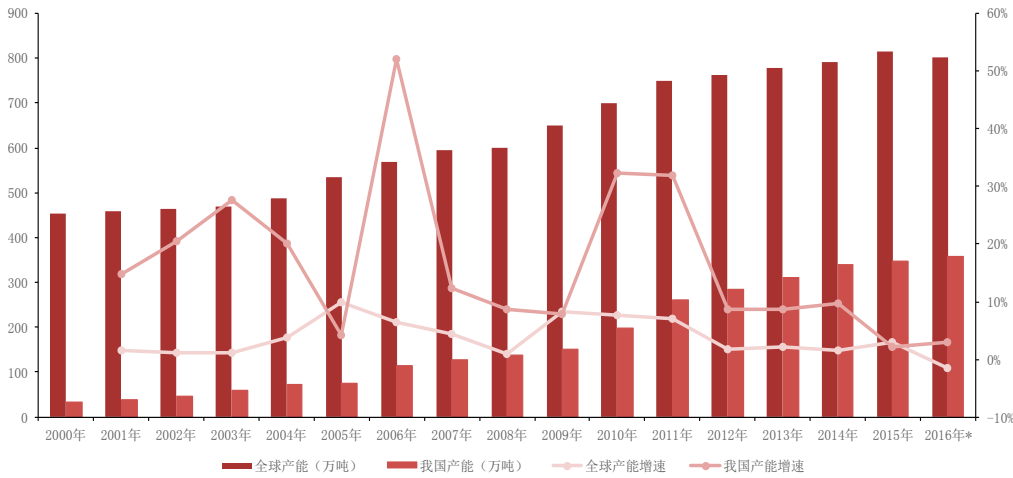
全球产能负增长, 我国产能增速趋缓。钛白粉行业自 2012 年以来, 经历了近 4 年的长期历史底部, 由于钛白粉价格的持续下行, 多数企业处于微利或者亏损的状态, 部分企业选择关停部分产能, 多数小企业选择永远退出, 导致全球产能增速在 16 年已出现负增长, 而我国产能增速也逐年下滑至 2.9%。据百川资讯统计, 15-16 年, 全球累计退出或关停产能 63.5 万吨, 而新增产能仅为 36 万吨。另外在 17 年, 全球无新增产能释放, 这将进一步优化供需结构。

表 3: 落后产能逐步退出, 17 年无新增规模产能

	2015-2016 年退出产能		2015-2016 年新增产能		未来拟建产能	
	企业	产能 (万吨)	企业	产能 (万吨)	企业	产能 (万吨)
国际	Dupont	15 万吨	Dupont	20 万吨 (16 年投产)		-
	Huntsman	10 万吨				
	Cristal	10 万吨				
	Tronox	6 万吨				
我国	广西嘉远	10 万吨	龙蟒佰利联	6 万吨 (16 年投产, 氯化法)	龙蟒佰利联	20 万吨 (18 年投产)
	西昌瑞康	6 万吨	攀钢重庆钛业	10 万吨 (16 年投产)	中核钛白	10 万吨 (18 年投产)
	中盐株化	1.5 万吨			山东东佳	5 万吨 (17 年 2 季度投产)
	云南泽昌	5 万吨				
总计	63.5 万吨		36 万吨		-	

数据来源: 西南证券

图 21: 全球产能负增长, 我国产能增速趋缓



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

行业开工率预计维持 75% 水平, 供需处于紧平衡。钛白粉行业经历了数年的行业底部, 部分小产能公司要达到迅速开工的难度较大, 从 2014 年以来, 行业开工率一直维持在 75% 上下。同时在“去产能”的大背景和环保高压的环境下, 开工率的提升也受到一定的限制。进入 2016 年以来, 钛白粉价格持续攀升, 然而开工率却始终没能迅速提高, 我们预计 2017 年的开工率中性估计将维持在 75% 水平, 供给提升情况下开工率预计在 85%。

图 22: 钛白粉行业开工率近几年维持在 75% 水平



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

政策、环保环境进一步趋紧, 产能有望进一步收缩。由于我国目前产能基本为硫酸法, 硫酸法工艺多, 流程长, 硫酸、蒸汽和水的消耗量大, 废产物多, 每生产 1 吨钛白粉要产生 3-4 吨硫酸亚铁和 8-10 吨稀硫酸, 环境污染严重。而国外多采用先进的氯化法工艺, 环境污染程度较小。所以, 我国近几年来环保政策不断加码, 积极鼓励钛白粉行业健康发展。

表 4: 环保环境进一步趋严

时间	事件	事件内容
2011 年	颁发《产业结构调整指导目录 (2011 年)》	鼓励“单线产能 3 万吨/年及以上、并以二氧化钛含量不下小于 90% 的富钛料 (人造金红石、天然金红石、高钛渣) 为原料的氯化法钛白粉生产”的产业政策。
2012 年	制定《钒钛资源综合利用和产业发展“十二五”规划》	改造升级现有硫酸法钛白粉生产线, 钛回收率不低于 83%; 鼓励新建、改扩建氯化法钛白粉项目。
2012 年	出台《钛白粉行业准入条件 (讨论稿)》	新建钛白粉企业年产能力必须达到 5 万吨及以上 (硫酸法) 和 6 万吨及以上 (氯化法)。鼓励新建硫酸法钛白粉企业采用酸溶性钛渣为原料和连续酸解、水解生产工艺及其配套装置。
2014 年	出台《钛白粉工业污染防治技术政策》	明确将鼓励氯化法、联产硫酸法清洁钛白粉生产工艺、淘汰传统硫酸法重污染生产工艺。
2015 年	发布《钛白粉单位产品能耗限额》标准	提出现有硫酸法钛白粉单位生产企业金红石型单位产品能耗限定值不大于 1450 千克标准煤/吨, 锐钛型单位产品能耗限定值不大于 1150 千克标准煤/吨, 氯化法单位产品能耗限定值不大于 1000 千克标准煤/吨。
2016 年	出台《环保税法》	气污染物税额为每污染当量 12-12 元; 水污染物为每污染当量 1.4-14 元; 固污染物税额为每吨 5-1000 元。

数据来源: 西南证券整理

《钛白粉行业准入条件》也有望加速出台, 18% 产能将被淘汰。根据当前已拟定的《准入》方案, 硫酸法钛白粉企业规模不得小于 5 万吨/年, 单线 (厂) 产能不得小于 3 万吨/年; 氯化法钛白粉企业规模不得小于 6 万吨/年, 单线产能不得小于 3 万吨/年。

表 5: 钛白粉行业准入条件要点

	要点
钛白粉行业准入条件	自然风景区、城市规划区外界等 2 公里内, 主要河流、居民密集区等 1 公里内, 不得新建钛白粉装置
	年产能力必须达到 5 万吨及以上 (硫酸法) 和 6 万吨及以上 (氯化法)
	淘汰年综合生产能力在 1 万吨 (硫酸法)、单体装置 1.5 吨 (氯化法) 以下的钛白粉生产装置及无完善的三废处理装置或处理装置运行不正常的
	必须有完备的废酸处理装置并有一年以上运转周期, 月运转率达 70% 以上

数据来源: 西南证券整理

据百川资讯数据统计, 2016 年我国产能处于 5 万吨以下的企业有 21 家, 合计产能约为 51.3 万吨, 占钛白粉总产能的 14.4%。意味着约 38% 的企业和 14% 的产能将被淘汰, 行业供给面显著缩窄。与此同时, 目前我国绝大部分钛白粉采用硫酸法生产, 硫酸法生产合理的经济规模为 5 万吨, 最佳经济规模 10 万吨, 低于 5 万吨的小产能往往不具经济性, 且随着环保力度加强, 剩余产能转换为有效产能的可能性不高。

表 6: 我国产能低于 5 万吨/年企业

单位	金红石	锐钛	非颜料	总产能
攀枝花天伦		4		4
广西广峰			3	3
平桂飞碟		3		3

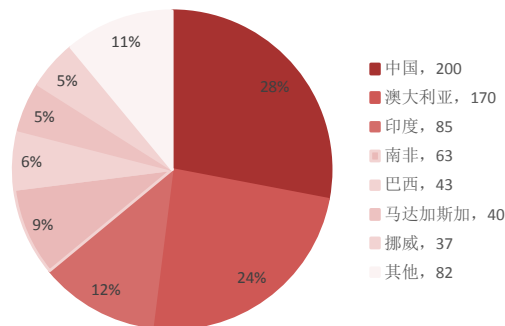
单位	金红石	锐钛	非颜料	总产能
富民龙腾		3		3
攀枝花钛都			3	3
藤县雅照			3	3
广西百合	3			3
攀枝花鼎盛		3		3
重庆新华			3	3
超彩钛白			3	3
梧州佳源			3	3
华铁钒钛			2.5	2.5
上海澎博	2			2
淮安飞洋		2		2
新中钛钛业	2			2
广西德天		2		2
尚艺科技			2	2
攀钢钛业	1.5			1.5
衡阳玉兔		1.5		1.5
广西博白宏宇		1		1
陆川钛白		0.8		0.8

数据来源：百川资讯，西南证券整理

2.2.3 原材料端：钛精矿价格上行支撑钛白粉价格进一步上涨

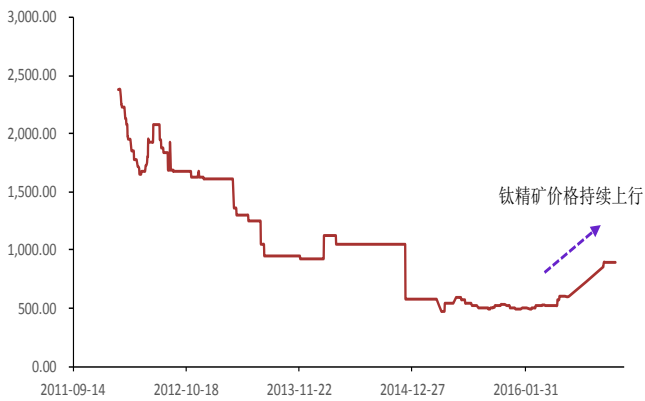
我国是钛资源大国。我国钛资源以原生钛铁矿为主，储量位于世界前列。全国原生钛铁矿共有 45 处，主要分布在四川攀西和河北承德，2011 年我国原生钛铁矿储量 2.46 亿吨，是我国最主要的钛矿资源。钛铁矿资源有 85 处，主要分布在海南、云南、广东、广西等地，储量 500 万吨，也是我国重要的钛矿资源。相比之下，金红石矿资源较少，资源产地 41 处，主要分布在河南、湖北和山西等地，储量 200 万吨。

图 23：我国钛资源丰富（万吨）

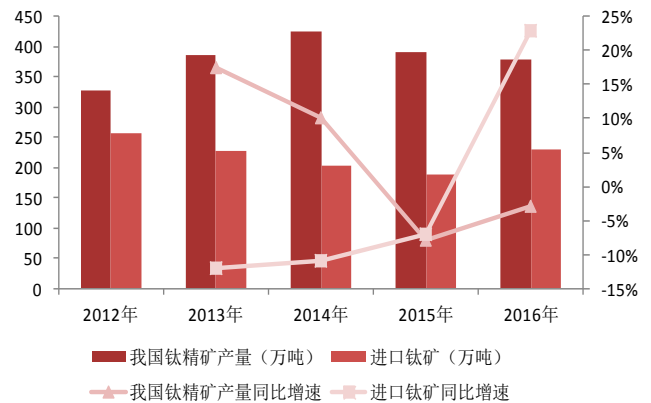


数据来源：生意社，西南证券整理

钛精矿价格持续上行。需求向好：16年我国钛白粉产能同比增长11%，大幅加大了对钛精矿的需求。**供给偏紧：**在我国，钛精矿的生产主要是经过对钛铁矿的选矿，然后冶炼钢铁后得到的尾矿制得。由于近几年钢铁行业持续低迷，同时叠加国家层面对钢铁的“供给侧改革”和环保重压，使钛精矿的供应持续收紧，产量已连续两年出现负增长。我国钛精矿的供应收缩带动对进口钛矿的需求。我国主要的进口国是印度和越南，由于印度受政策影响，暂不出口，越南钛矿现货偏紧和出口限额影响，造成钛精矿资源持续供给偏紧。同时近期国外钛矿的持续涨价，也推动了国内钛精矿的价格持续上行。

图 24：16 年以来钛精矿价格持续上涨


数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：我国钛精矿产量缩减，进口量增加


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

成本上升支撑钛白粉价格上涨。钛精矿的价格持续上行推高了钛白粉的成本，为钛白粉价格的进一步上涨提供支撑。同时我们预计在钛精矿供应偏紧的情况下，钛白粉的产量大幅增长将受到限制，使行业开工率大幅上行的可能性降低，为钛白粉价格的进一步上涨保驾护航。

2.2.4 钛白粉价格后续走势判断

根据我们对于供给端和需求端的分析，我们预计钛白粉行业供需在 2017 年将达到紧平衡状态，行业景气程度有望超预期。我们中性估计钛白粉价格将达到 2 万元/吨；乐观估计钛白粉价格有望突破历史最景气周期，超越 2.2 万元/吨。

表 7：2017 年钛白粉供需预测（万吨）

2017 年供需预测（万吨）		保守估计	中性估计	乐观估计
需求弹性	内需	206.5	216.2	220.1
	净出口	53.1	61.1	66.4
	补库存需求	0	2	3
供给弹性	最大供给量		预计供给量	最小供给量
		303.5	267.8	249.9
		(85%开工率)	(75%开工率)	(70%开工率)
供需缺口	保守		预计	乐观
		-43.9	11.5	39.6

数据来源：西南证券

3 强强联合打造钛白粉行业绝对龙头

3.1 佰利联和龙蟒钛业强强联合

16年佰利联非公开发行股票收购四川龙蟒100%的股权正式吹响了行业整合的号角。合并完成之后，目前龙蟒佰利拥有56万吨产能，其中50万吨硫酸法钛白粉，6万吨氯化法钛白粉，也是国内唯一硫酸法和氯化法共有的公司。

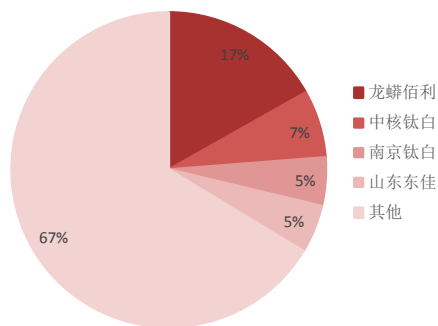
公司竞争优势更为明显。

(1) 规模优势

国内排名第一、第二的钛白粉制造企业四川龙蟒和佰利联的整合，成功打造了国内绝对钛白粉龙头，并具有与国外钛白粉巨头一争高下的实力，重新洗牌钛白粉格局，将对国内整个钛白粉行业产生深远影响，有望推动行业内收购整合步伐，提升行业集中度，促进行业有序和合理竞争格局的形成。

在国际钛白粉市场上，当前前4大钛白粉企业占全球总产能（不计我国产能）的79%。其中，Tronox 132.3（含 Cristal）万吨，Chemours 124.2万吨，Huntsman 81万吨，龙蟒佰利56万吨。而国内市场中，行业第一的龙蟒佰利产能56万吨，占全国总产能的15.7%左右，位居全球第四。

图 26：合并后公司成为国内行业绝对龙头



数据来源：百川资讯，西南证券整理

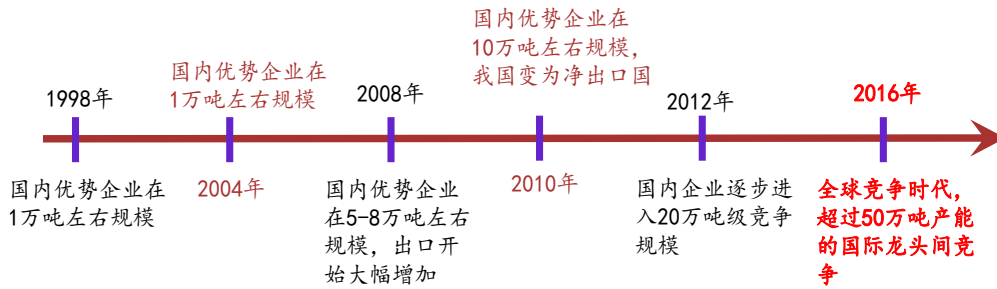
图 27：公司已具备同国际巨头竞争的实力



数据来源：Tronox，西南证券整理

从生产厂商产能规模来看，全球龙头公司科慕单个厂的生产规模大多大于30万吨/年，而其规模最小的台湾观音厂的生产能力也略大于其余国际主要厂商，议价能力与规模效应显著，且全都是氯化法生产线。而大陆钛白粉厂商的平均规模只有6万吨左右，远低于国际主要钛白粉厂商的规模。龙蟒佰利的成立标志着钛白粉行业的竞争格局发生了剧烈变化。由我国竞争格局来看，我们认为钛白粉已正式步入全球范围内特大企业之间竞争的局面。规模优势可以帮助公司具备更强的国际竞争性，拥有更多的市场定价权。

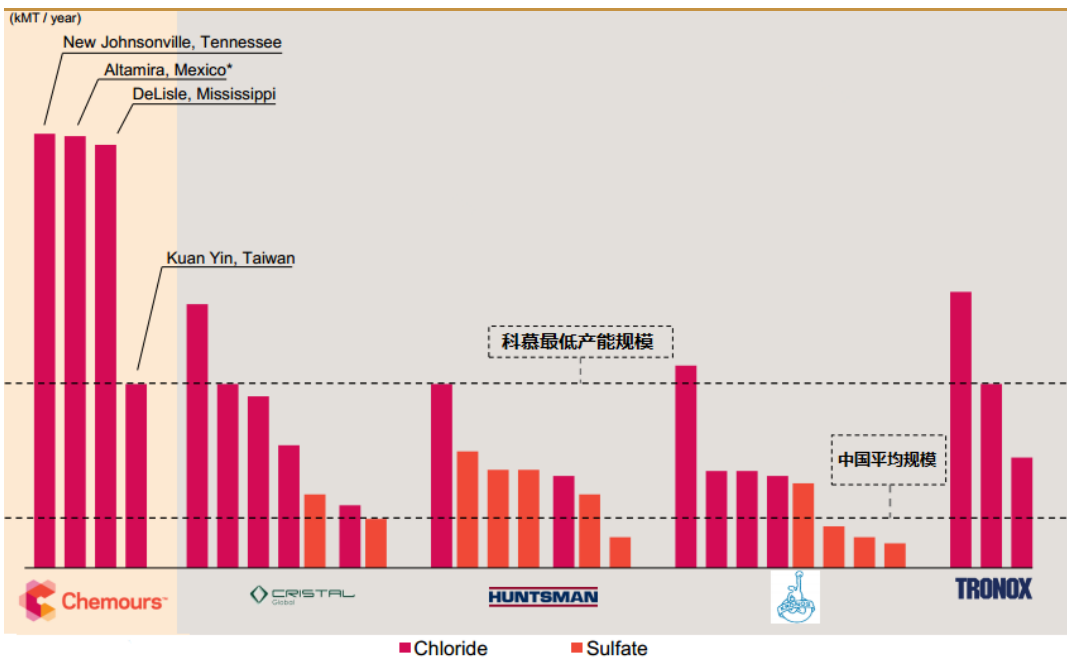
图 28: 正式步入全球行业巨头竞争时代



数据来源: 西南证券整理

行业整合仍将继续。我们认为, 提升我国钛白粉行业的集中度, 促进兼并重组整合行业资源, 是行业走出低谷的必然选择, 也是当前的行业趋势。行业低谷也是进行整合的绝佳机会, 由于国内绝大部分厂商目前生存状况并不理想, 不具规模和技术优势的小企业被大企业兼并收购会陆续发生, 且强强联合, 优势互补的吸收合并也将持续发酵。

图 29: 中国平均产能规模远小于国际主要钛白粉厂家产能规模



数据来源: Chemours, 西南证券整理

(2) 成本优势

龙蟒佰利除了拥有 56 万吨钛白粉产能之外, 公司还拥有 60 万吨钛精矿产能, 可以极大的满足公司硫酸法钛白粉的需求, 不足部分公司将从四川攀枝花地区直接购买。同时, 公司还拥有 60 万吨浓硫酸产能, 可以较大程度上满足公司对于浓硫酸的需求。合并后原材料端的资源并入, 完善了公司的产业链, 将大大提高公司产品的毛利率, 提升公司的盈利能力, 使公司较其他同业公司更具成本优势。

(3) 工艺优势

公司氯化法钛白粉成功实现稳定运行，产品品质也得到包括 PPG、广东新高丽等下游厂家的广泛认可，成为国内仅有的 4 家拥有氯化法生产工艺的企业之一，持续引领行业发展。

3.2 整合资源，探索产品高端应用

公司公告与志阳科技签署了《合作框架协议》，开展功能性钛白粉、钛酸锂、镓结构件功能型材料和航天吸波涂层材料等方面的合作。此次合作方志阳科技是石墨烯领先企业，其创办人宫非博士为原亿光集团副总裁，亿光集团是生产发光二极管（LED）为主的光电半导体产品领先企业，也是台湾上市公司。宫非博士于 2013 年起发展石墨烯材料及应用技术，目前拥有超过 200 种以上材料和超过 50 种以上应用技术，实力强劲。此次合作有利于整合各方资源，共同探索与公司主业相关的高端产品研发，且开发的产品附加值较高，有利于公司由钛白粉生产企业向新材料开发商的转变。

3.3 员工持股彰显公司对未来信心

公司拟回购 A 股股份规模不超过公司已发行总股本的 4.92%，预计不超过 1 亿股，回购价格不超过 20 元/股，回购资金总额不超过 12 亿元，资金来源为自有资金，拟用于员工持股计划。本次员工持股计划有利于将股东、公司和员工三方的利益捆绑在一起，实现风险共担、利益共享，有利于公司收购后的企业文化整合、提升公司自身的凝聚力和市场竞争力。

公司本次回购部分股份有利于维护公司二级市场价格，保护广大投资者的利益，实现全体股东利益最大化，增强投资者对公司的信心，维护公司在资本市场的形象。

4 盈利预测与投资建议

假设 1: 假设 2016 年龙蟒佰利钛白粉产品含税均价在 12750 元/吨, 2017 年钛白粉产品含税均价在 18500 元/吨, 18 年在 20000 元/吨, 毛利率逐年提升, 预计 16、17、18 年分别为 26.5%、42%和 45.5%。

假设 2: 2016 年因四川龙蟒只有第四季度并表, 预计贡献销量 7.5 万吨, 预计 17、18 年佰利联销量 26 万吨, 龙蟒销量 30 万吨。

假设 3: 锆业务持续低迷, 其他业务保持稳定, 三费率逐年下降。

基于以上假设, 我们预测公司 16-18 年分业务收入成本如下表:

表 8: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
钛白粉	收入	2,280.76	3,831.68	8,851.17	9,515.01
	增速	19.05%	68.00%	131.00%	7.50%
	毛利率	19.09%	26.50%	42.00%	45.50%
锆制品	收入	49.92	45.43	44.06	44.51
	增速	-9.84%	-9.00%	-3.00%	1.00%
	毛利率	5.33%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入	329.12	345.58	362.85	381.00
	增速	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	22.72%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	收入	2,659.80	4,222.68	9,258.08	9,940.50
	增速	28.92%	58.76%	119.25%	7.37%
	毛利率	19.28%	25.90%	41.04%	44.42%

数据来源: 公司公告, 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 42.2 亿元、92.6 亿元和 99.4 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 4.8 亿元、24.9 亿元和 30.3 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 0.24 元、1.23 元和 1.49 元。维持“买入”评级。

5 风险提示

钛白粉价格大幅下行的风险; 原材料价格或大幅波动的风险; 出口大幅下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2659.80	4222.68	9258.08	9940.50	净利润	118.96	484.77	2494.66	3032.72
营业成本	2146.86	3128.98	5458.56	5525.13	折旧与摊销	176.86	328.56	497.21	553.44
营业税金及附加	5.58	8.45	16.66	19.88	财务费用	59.08	95.96	97.48	71.94
销售费用	110.17	181.58	356.44	357.86	资产减值损失	10.45	10.00	13.00	12.00
管理费用	200.28	256.32	481.42	506.97	经营营运资本变动	78.55	5135.11	871.56	-616.95
财务费用	59.08	95.96	97.48	71.94	其他	-1005.84	-11.43	-13.67	-12.51
资产减值损失	10.45	10.00	13.00	12.00	经营活动现金流净额	-561.93	6042.97	3960.25	3040.64
投资收益	0.50	0.50	0.60	0.70	资本支出	-771.11	-9620.76	-180.00	-230.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	432.55	-11.03	0.50	2.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-338.56	-9631.79	-179.50	-227.33
营业利润	125.79	541.90	2835.12	3447.43	短期借款	700.15	820.03	-450.00	-500.00
其他非经营损益	9.87	10.80	9.50	10.50	长期借款	142.71	340.00	0.00	0.00
利润总额	135.66	552.70	2844.62	3457.93	股权融资	164.18	10071.00	0.00	0.00
所得税	16.71	67.93	349.95	425.21	支付股利	-18.89	-35.54	-158.43	-797.15
净利润	118.96	484.77	2494.66	3032.72	其他	0.45	-96.89	-97.48	-71.94
少数股东损益	7.52	0.08	0.50	0.60	筹资活动现金流净额	988.61	11098.60	-705.91	-1369.09
归属母公司股东净利润	111.44	484.69	2494.16	3032.12	现金流量净额	101.17	7509.78	3074.83	1444.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	562.66	8072.44	11147.27	12591.48	成长能力				
应收和预付款项	787.93	1534.99	1909.23	2046.14	销售收入增长率	28.92%	58.76%	119.25%	7.37%
存货	615.05	1092.86	1089.50	1102.62	营业利润增长率	102.52%	330.79%	423.18%	21.60%
其他流动资产	154.42	247.51	542.66	582.66	净利润增长率	84.91%	307.51%	414.61%	21.57%
长期股权投资	37.98	37.98	37.98	37.98	EBITDA 增长率	57.38%	167.16%	254.90%	18.75%
投资性房地产	12.39	23.92	24.02	22.05	获利能力				
固定资产和在建工程	3276.95	6793.78	6492.97	6186.93	毛利率	19.28%	25.90%	41.04%	44.42%
无形资产和开发支出	148.62	5923.99	5907.59	5890.19	三费率	13.89%	12.64%	10.10%	9.42%
其他非流动资产	165.04	165.04	165.04	165.04	净利率	4.47%	11.48%	26.95%	30.51%
资产总计	5761.04	23892.51	27316.26	28625.11	ROE	5.05%	3.76%	16.40%	17.38%
短期借款	1629.97	2450.00	2000.00	1500.00	ROA	2.06%	2.03%	9.13%	10.59%
应付和预收款项	823.94	1078.73	1312.18	1338.11	ROIC	4.78%	9.51%	33.40%	40.95%
长期借款	250.00	590.00	590.00	590.00	EBITDA/销售收入	13.60%	22.89%	37.05%	40.97%
其他负债	699.19	6896.54	8200.62	7747.97	营运能力				
负债合计	3403.10	11015.28	12102.80	11176.08	总资产周转率	0.51	0.28	0.36	0.36
股本	204.42	2032.16	2032.16	2032.16	固定资产周转率	1.65	1.16	1.56	1.57
资本公积	1404.50	9647.76	9647.76	9647.76	应收账款周转率	8.24	7.11	9.94	9.41
留存收益	860.69	1309.83	3645.56	5880.53	存货周转率	4.00	3.65	4.99	5.03
归属母公司股东权益	2298.23	12817.44	15153.17	17388.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	63.21%	—	—	—
少数股东权益	59.71	59.79	60.29	60.89	资本结构				
股东权益合计	2357.94	12877.23	15213.47	17449.03	资产负债率	59.07%	46.10%	44.31%	39.04%
负债和股东权益合计	5761.04	23892.51	27316.26	28625.11	带息债务/总负债	55.24%	27.60%	21.40%	18.70%
					流动比率	0.68	1.05	1.28	1.54
					速动比率	0.48	0.95	1.18	1.44
					股利支付率	16.95%	7.33%	6.35%	26.29%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	361.73	966.42	3429.81	4072.80	每股收益	0.05	0.24	1.23	1.49
PE	293.24	67.42	13.10	10.78	每股净资产	1.16	6.34	7.49	8.59
PB	13.86	2.54	2.15	1.87	每股经营现金	-0.28	2.97	1.95	1.50
PS	12.29	7.74	3.53	3.29	每股股利	0.01	0.02	0.08	0.39
EV/EBITDA	12.18	28.36	6.96	5.39					
股息率	0.06%	0.11%	0.48%	2.44%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn