

钛白粉价格有支撑, 规模及一体化优势明显

——龙蟒佰利 (002601) 调研简报

报告摘要:

龙蟒佰利是我国最大的钛白粉生产企业, 目前公司拥有钛白粉产能 56 万吨, 其中硫酸法产能约 50 万吨, 氯化法产能约 6 万吨。2016 年以来钛白粉市场供应偏紧, 钛白粉市场价不断走高, 钛白粉企业的盈利水平大幅提升。

◆ **钛白粉产品供应依然偏紧, 价格上行有支撑。** 扣除部分僵尸产能后, 2016 年我国钛白粉行业的实际开工率可能在 85%-90% 左右, 处于较高水平。2017 年钛白粉价格高企, 部分企业恢复生产的意愿较强, 但严苛的环保标准限制了复产产能的释放, 同时旺盛的海外需求导致钛白粉供应依然偏紧。短期看钛白粉价格上行依然有较强支撑。

◆ **钛白粉行业集中度不断提升。** 我国钛白粉生产企业两极分化加剧, 钛白粉生产企业数量呈下降趋势, 龙蟒、佰利联两大龙头公司, 在完成重组后产能达到 56 万吨, 一跃成为全球第四大钛白粉企业, 仅次于杜邦、亨斯迈和科斯特, 占据国内行业绝对龙头地位。

◆ **硫酸法产生三废多发展空间有限, 氯化法空间广阔。** 氯化法虽然工艺难度大, 但生产的钛白粉品质好, 纯度高, 且生产过程中污染少, 是钛白粉行业未来的发展方向。龙蟒佰利的氯化法钛白粉装置在国内处于领先地位。未来公司还计划新建 20 万吨/年氯化法钛白粉装置。我们认为, 公司大力发展氯化法钛白粉符合行业的发展趋势。届时规模效应将进一步显现, 公司钛白粉的产品品质也将再上一个台阶。

盈利预测及估值: 龙蟒佰利作为行业龙头, 业绩向上趋势明显。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.04 元, 1.03 元。当前股价对应 PE 分别为 15.4 倍, 15.5 倍。公司公布了规模不超过 12 亿元的股票回购计划, 将对股价形成支撑, 给予公司“推荐”评级。

风险提示: 钛白粉价格波动对公司业绩影响较大, 如果钛白粉价格大幅回调, 可能导致公司业绩低于预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,660	4,195	8,107	8,932	9,842
增长率 (%)	28.9%	57.7%	93.3%	10.2%	10.2%
净利润 (百万元)	119.0	463.0	2,114.1	2,100.3	1,892.7
增长率 (%)	84.9%	289.2%	356.6%	-0.7%	0.0%
净资产收益率 (%)	4.8%	3.5%	14.3%	12.8%	0.0%
每股收益 (元)	0.57	0.23	1.04	1.03	0.93
PE	28.1	70.4	15.4	15.5	17.0
PB	1.4	2.5	2.2	2.0	2.0

2017 年 05 月 12 日

推荐/维持

龙蟒佰利

调研简报

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

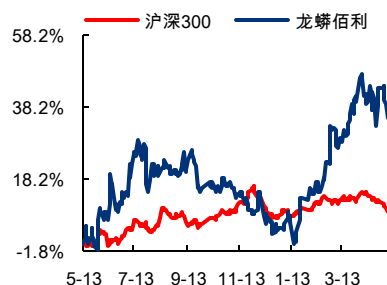
执业证书编号:

S1480512060006

交易数据

52 周股价区间 (元)	16.03-12.3
总市值 (亿元)	325.76
流通市值 (亿元)	95.41
总股本/流通 A 股 (万股)	203216/59519
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.38

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《龙蟒佰利 (002601) 点评报告: 收购上游矿产资源, 构筑竞争优势》2017-03-21
- 2、《佰利联 (002601): 原材料价跌导致净利润触底反弹, 钛白粉将持续复苏》2015-03-19

目 录

1. 钛白粉产品供应依然偏紧，价格上行有支撑	3
2. 钛白粉行业 2016 年恢复性增长，行业集中度提升	4
3. 硫酸法产生三废多发展空间有限，氯化法空间广阔	4
4. 加强原料供给，保持成本优势	5
5. 盈利预测及估值	6
6. 风险提示	6

表格目录

表 1:龙蟠佰利产品调价情况	3
表 2:硫酸法和氯化法优缺点比较	5
表 3:公司盈利预测表	7

插图目录

图 1:我国钛白粉行业产能及产量数据	4
图 2:2016 年以来钛白粉价格稳步走高	6
图 3:钛精矿价格大幅上涨	6

1. 钛白粉产品供应依然偏紧, 价格上行有支撑

钛白粉是一种性能优异的白色颜料, 广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、化纤和橡胶等工业领域。2016 年以来, 随着我国部分中小钛白粉生产企业的关停, 以及国外高成本钛白粉生产商退出市场, 全球钛白粉供应收缩, 钛白粉价格进入上行周期。2016 年我国钛白粉总产量约 260 万吨, 行业整体开工率约 75% 左右。扣除部分僵尸产能后, 我国钛白粉行业的实际开工率可能在 85%-90% 左右, 处于较高水平。

2017 年以来, 钛白粉价格依然延续了上涨的势头, 部分暂时关停的企业复产意愿较强。关停企业复产需要克服原料供应、工艺流程、员工培训等方面的困难, 目前来看新增供应较为有限。同时, 越来越严苛的环保标准, 也限制了钛白粉企业开工率的提升。需求端, 虽然国内需求增速放缓, 但海外需求增长较快。整体来看, 目前钛白粉供需处于紧平衡的状态, 这也是 3 月、4 月钛白粉生产企业继续上调产品出厂价的原因之一。预计未来 1-2 个月内钛白粉供应偏紧的局面仍将延续。

龙蟒佰利作为全国最大的钛白粉生产企业, 公司 2016 年拥有钛白粉产能约 56 万吨, 产量 58.3 万吨, 处于满产状态。目前公司开工率仍处于高位, 同时公司 6 万吨/年氯化法钛白粉装置经过不断的技术调整, 产能利用率进一步提升, 预计今年公司氯化法钛白粉产量将比 2016 年增加 1-2 万吨。

表 1: 龙蟒佰利产品调价情况

日期	调价幅度 (国内, 人民币 / 吨)	调价幅度 (国际, 美元 / 吨)
2017.4.24	700	150
2017.3.28	1000	100
2017.3.3	800	100
2017.2.20	700	100
2017.1.5	700	100
2016.12.6	1000	150
2016.11.2	1000	150
2016.10.10	500	50
2016.9.14	500	50
2016.9.1	500	100
2016.8.2	终端客户上调 500, 经销商 300	50
2016.6.13	500 (硫酸法), 1000 (氯化法)	100 (硫酸法), 150 (氯化法)
2016.5.17	500	
2016.4.22	500	
2016.4.6	500	
2016.3.1	300	
2016.2.1	300	

2016.1.1

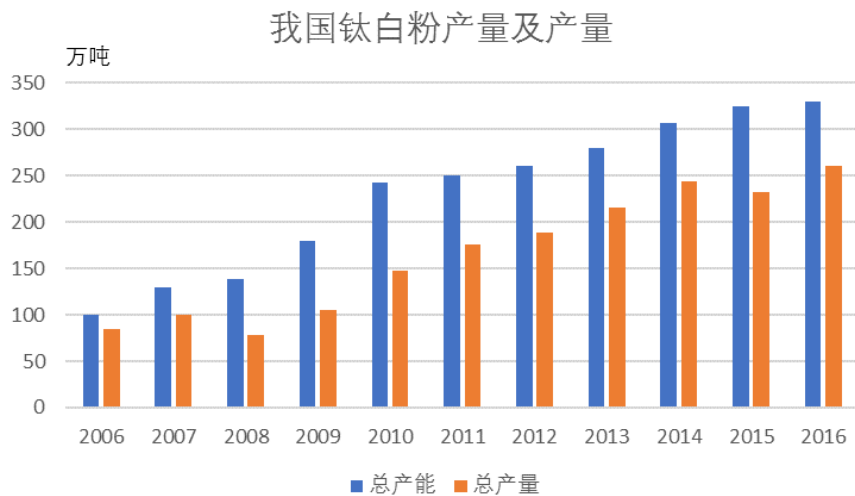
300

资料来源：公司公告，东兴证券研究所（注：正数为上调，负数为下调）

2. 钛白粉行业 2016 年恢复性增长，行业集中度提升

统计数据显示，目前全国钛白粉生产企业约 67 家，能维持正常生产的生产企业约 46 家。我国钛白粉生产企业依然以硫酸法为主，只有少数几家企业掌握了氯化法生产技术。我国全流程型钛白粉生产企业中，38 家采用硫酸法、3 家采用氯化法，1 家兼具硫酸法/氯化法。2015 年我国白粉生产总量为 232.37 万吨，2016 年总产量达到 259.7 万吨，同比增长 11.8%。我国钛白粉产量在 2015 年经历大幅下滑之后，在 2016 年迎来了恢复性增长。

图 1:我国钛白粉行业产能及产量数据



资料来源：国家化工行业生产力促进中心钛白分中心,东兴证券研究所

目前我国钛白粉生产企业两极分化加剧，以龙蟒、佰利联联手为首的行业龙头，在完成重组后产能达到 63 万吨，一跃成为全球第四大钛白粉企业，仅次于杜邦、亨斯迈和科斯特，是国内行业绝对龙头。

3. 硫酸法产生三废多发展空间有限，氯化法空间广阔

钛白粉生产工艺可分为硫酸法和氯化法，其中硫酸法对原料要求低，工艺简单，被我

国钛白粉企业广泛采用。但硫酸法产生废水、废渣和废气多, 而且硫酸法生产的钛白粉中钙、镁等杂质难以除尽, 影响产品品质。氯化法虽然工艺难度大, 但生产的钛白粉品质好, 纯度高, 且生产过程中污染少, 是钛白粉行业未来的发展方向。目前我国氯化法钛白粉产能约 22.5 万吨, 2016 年总产量约 10.5 万吨。我国 39 多家钛白粉生产企业中, 仅有 4 家企业具备氯化法钛白粉生产能力。

龙蟒佰利的氯化法钛白粉装置目前运行状态良好, 在国内处于领先地位。未来公司还计划新建 20 万吨/年氯化法钛白粉装置, 以及配套原料供应项目。我们认为, 公司大力发展氯化法钛白粉符合行业的发展趋势。届时, 公司将拥有 26 万吨/年氯化法钛白粉生产能力, 规模效应将进一步显现, 公司钛白粉的产品品质也将再上一个台阶。

表 2:硫酸法和氯化法优缺点比较

	硫酸法	氯化法
优点	1、原料便宜, 丰富	1、干法生产, 能耗低
	2、技术成熟, 操作容易	2、流程短, 连续化操作
	3、设备简单, 材质要求不高	3、容易生产金红石型产品
	4、反应条件缓和, 容易控制	4、氯气循环利用, 消耗低
	5、能生产金红石型和锐钛型两种类型产品	5、产品质量好
缺点		6、三废排放量少
	1、三废量大, 污染严重	1、原料质量高, 价格贵
	2、湿法生产, 能耗高	2、技术难度大, 控制系统复杂
	3、流程长, 间歇操作	3、不能生产高质量锐钛型产品
	4、生产金红石型较复杂	4、设备材质要求高
	5、硫酸用量大, 回收困难	5、氧化反应迅速, 易堵塞结疤
	6、产品纯度、白度、粒径低于氯化法	

资料来源: 《氯化法钛白粉生产工艺及产污环节分析》, 东兴证券研究所

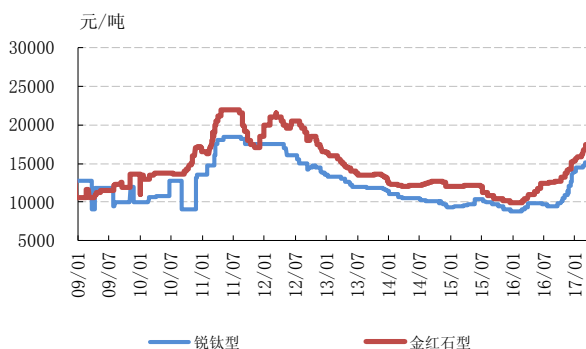
4. 加强原料供给, 保持成本优势

钛精矿是生产钛白粉的主要原料, 2016 年下半年以来钛白粉需求好转, 价格上升, 带动了钛精矿价格大幅上涨。最新数据显示, 46%钛精矿市场报价 1850-1950 元/吨(不含税), 47%钛精矿市场报价 1950-2000 元/吨(不含税), 较年初上涨约 25%, 市场供应趋紧。生产一吨钛白粉需消耗约 2.5 吨钛精矿(TiO₂含量 50%), 钛精矿约占钛白粉生产成本的 1/3。因此钛精矿价格上涨使得下游钛白粉生产企业面临较大的成本压力。拥有稳定的钛精矿将有利于钛白粉企业控制生产成本, 保证良好的经济效益。

公司全资子公司四川龙蟒钛业股份有限公司拥有 60 万吨/年钛精矿生产能力, 可部分满足公司的原料需求, 但受制于选矿能力不足, 公司仍需从外部购买钛精矿。今年年初, 公司以现金 1.9 亿元收购瑞尔鑫公司, 公司预计未来三年可从瑞尔鑫采购钛精矿的总量约为 48 万吨(年均 16 万吨), 可进一步提高公司钛精矿的自给率。原料供应

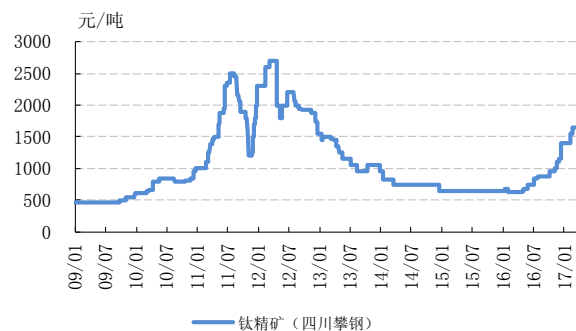
自给率的上升，将保证龙蟒佰利在激烈的竞争中保持成本优势。

图 2:2016 年以来钛白粉价格稳步走高



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

图 3:钛精矿价格大幅上涨



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

龙蟒佰利不仅是国内最大的钛白粉生产商，而且掌握了硫酸法、氯化法两大生产工艺，技术水平在业内处于领先水平。钛白粉行业从 2016 年开始复苏，供给端受环保政策限制，需求端海外需求增长，使得钛白粉行业保持供应偏紧状态，对钛白粉价格形成较强支撑。预计今年钛白粉行业的盈利水平将大幅好于 2016 年。龙蟒佰利作为行业龙头，业绩向上趋势明显。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.04 元，1.03 元。当前股价对应 PE 分别为 15.4 倍，15.5 倍。公司公布了规模不超过 12 亿元的股票回购计划，将对股价形成支撑，给予公司“推荐”评级。

6. 风险提示

钛白粉价格波动对公司业绩影响较大，如果钛白粉价格大幅回调，可能导致公司业绩低于预期。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E		
流动资产合计	1657	2120	11506	13751	15413	营业收入	2063	2660	4195	8107	8932		
货币资金	498	563	9371	10148	11362	营业成本	1682	2147	3149	4963	5814		
应收账款	302	344	540	1044	1150	营业税金及附加	8	6	13	24	27		
其他应收款	1	19	30	59	65	营业费用	95	110	189	243	268		
预付款项	113	83	90	100	111	管理费用	159	200	315	486	447		
存货	455	615	863	1360	1593	财务费用	43	59	45	55	60		
其他流动资产	160	153	153	153	153	资产减值损失	15.44	10.45	16.00	5.00	5.00		
非流动资产合计	2986	3641	3900	4200	4551	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	32	38	40	40	40	投资净收益	1.91	0.50	75.00	80.00	90.00		
固定资产	1295.66	1932.92	2055.39	2569.85	2936.32	营业利润	62	126	544	2410	2402		
无形资产	143	149	134	119	104	营业外收入	12.29	9.98	16.00	28.00	20.00		
其他非流动资产	62	22	0	0	0	营业外支出	1.07	0.11	15.00	8.00	8.00		
资产总计	4642	5761	15407	17951	19965	利润总额	73	136	545	2430	2414		
流动负债合计	2261	3140	1521	2162	2476	所得税	9	17	82	316	314		
短期借款	930	1630	0	0	0	净利润	64	119	463	2114	2100		
应付账款	306	454	647	1020	1195	少数股东损益	1	8	0	0	0		
预收款项	12	23	33	54	76	归属母公司净利润	63	111	463	2114	2100		
一年内到期的非	300	0	0	0	0	EBITDA	369	504	881	2865	2911		
非流动负债合计	117	263	696	1013	1138	BPS (元)	0.33	0.57	0.23	1.04	1.03		
长期借款	107	250	650	850	950	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E		
负债合计	2377	3403	2217	3176	3614	成长能力							
少数股东权益	52	60	60	60	60	营业收入增长	19.8%	28.9%	57.71%	93.27%	10.18%		
实收资本 (或股	191	204	2032	2032	2032	营业利润增长	173.8%	85.0%	332.23%	343.25%	-0.32%		
资本公积	1254	1404	10004	10004	10004	归属于母公司净利润	167.8%	76.5%	315.48%	356.61%	-0.65%		
未分配利润	679	762	994	2051	3101	获利能力							
归属母公司股东	2213	2298	13245	14830	16405	毛利率 (%)	18%	19%	25%	39%	35%		
负债和所有者权	4642	5761	15521	18066	20079	净利率 (%)	3%	4%	11%	26%	24%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	3.82%	1%	2%	3%	12%		
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	ROE (%)	3%	5%	3%	14%	13%		
经营活动现金流	21	-562	183	1668	2390	偿债能力							
净利润	64	119	463	2114	2100	资产负债率 (%)	51%	59%	14%	18%	18%		
折旧摊销	263.28	319.17	0.00	400.40	448.40	流动比率	0.73	0.68	7.57	6.36	6.23		
财务费用	43	59	45	55	60	速动比率	0.53	0.48	7.00	5.73	5.58		
应收账款减少	0	0	193	373	175	营运能力							
预收账款增加	0	0	10	20	22	总资产周转率	0.50	0.51	0.39	0.48	0.47		
投资活动现金流	-474	-339	-620	-625	-715	应收账款周转率	7	8	9	10	8		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.20	6.99	7.62	9.73	8.07		
长期股权投资减	32	38	40	40	40	每股指标 (元)							
投资收益	2	1	75	80	90	每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.57	0.23	1.04	1.03		
筹资活动现金流	450	989	9245	-266	-460	每股净现金流 (最新	-0.01	0.43	4.33	0.38	0.60		
应付债券增加	930	1630	0	0	0	每股净资产 (最新摊	11.60	11.24	6.52	7.30	8.07		
长期借款增加	107	250	650	850	950	估值比率							
普通股增加	-1	14	1828	0	0	P/E	48.58	28.12	70.36	15.41	15.51		
资本公积增加	-7	151	8600	0	0	P/B	1.38	1.43	2.46	2.20	1.99		
现金净增加额	-2	88	8808	777	1215	EV/EBITDA	10.57	9.11	27.07	8.12	7.61		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

联系人简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。