

2017年09月08日

公司研究

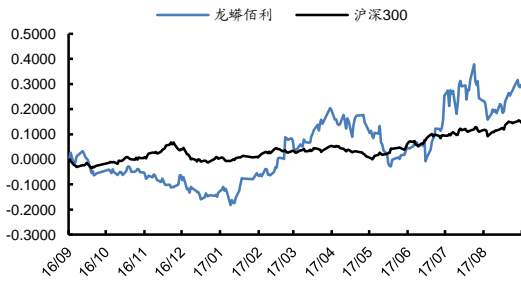
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：陈博 S0300116010021  
010-88576597 chenb05@ghzq.com.cn

## 钛白粉行业高度景气，行业龙头全面布局优势领域 ——龙蟠佰利（002601）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
龙蟠佰利	5.2	23.9	31.3
沪深300	2.6	7.6	14.7

市场数据

2017-09-07

当前价格（元）	18.93
52周价格区间（元）	11.43 - 20.39
总市值（百万）	38467.57
流通市值（百万）	12717.01
总股本（万股）	203209.54
流通股（万股）	67179.13
日均成交额（百万）	306.29
近一月换手（%）	75.25

相关报告

《龙蟠佰利（002601）2017年中报业绩预告修正公告点评：受益于钛白粉量升价涨，中报业绩超预期》——2017-07-12

《龙蟠佰利（002601）2016年年报及2017年一季报预告点评：优先受益产品价格上涨，收购龙蟠助力业绩大幅增长》——2017-04-04

《龙蟠佰利（002601）事件点评：收购上游钛精矿企业，保障供应提升行业竞争力》——2017-03-14

《龙蟠佰利（002601）动态研究：率先受益钛白粉价格上涨，氯化法强化龙头地位》——2017-03-02

投资要点：

■ **整合龙蟠钛业，产能扩增和钛白粉提价扩大公司业绩弹性。**公司2016年9月收购龙蟠钛业100%股权完成业务整合，钛白粉产能由26万吨/年增加到56万吨/年，成为亚洲第一世界第四的钛白粉企业，国内市场占有率达15.9%，公司产品全年出口量约占全国出口总量的39.0%。年初至2017年9月初公司七次上调钛白粉价格，由16400元/吨上调至19500元/吨，涨幅高达18.9%，产能扩增和钛白粉提价扩大公司业绩弹性。

■ **海外产能逐步退出，行业集中度进一步提高。**海外产能在2012-2015四年行业低谷期间持续退出，特诺、亨斯曼等国际巨头2015-2016年累计退出产能超20万吨；而同期中国产能占比从37.4%提升至44.6%。国内在行业竞争和环保的双重压力下，低于5万吨产能部分退出。大型生产企业产能集中度2017年已经达到60%以上，行业供给集中度进一步提高。

■ **新兴市场需求快速增长，国内钛白粉出口市场空间大。**钛白粉在国内下游市场以房地产为主，其中重涂领域钛白粉应用在海外国家建筑涂料市场占比高达70-75%。国内钛白粉出口量从2007年13.7万吨增长至2016年72.2万吨。海外新兴经济体中越南、印尼、泰国、印度的人均GDP均居于1300-8000美元之间，处于快速增长期。其中人均GDP在2000美元左右印度和越南等新兴市场房地产行业发展速度最快，下游需求快速增长将推动国内钛白粉出口量稳步增长，出口市场空间大。

■ **氯化法替代硫酸法趋势明显，公司实现氯化法规模化产销行业龙头地位稳固。**相比硫酸法生产钛白粉，氯化法生产的钛白粉光学和化学性能更好。具有生产流程短、连续化操作、单系列装置规模大、“三废”排放少等优势，是未来钛白粉行业生产方法发展的大趋势。国内现建成并投入生产或者试产的氯化法钛白企业仅河南佰利联、漯河兴茂钛业、云南新立、辽宁锦州钛业4家公司，产量合计为10.54万吨/年，仅占全国行业总产量的4.1%。公司氯化法钛白粉产能已达6万吨/年，实现规模化产销，同时计划于2019年初实现新增20万吨/年氯化法钛白粉产能，公司行业龙头地位进一步稳固。

■ **盈利预测和投资评级：**公司钛白粉受益于供需两端双轮驱动，量升价

《佰利联（002601）：钛白粉涨声不断，盈利能力显著增强（买入）\*化工行业\*代鹏举》——  
2016-04-26

涨。氯化法生产钛白粉是行业大趋势，公司实现规模化产销未来将显著受益。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.48、1.78 和 2.11 元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 同行业竞争加剧风险；产品下游需求不及预期；产品价格上涨不及预期；20 万吨/年新增氯化法产能建设进度低于预期。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	4184	10488	12562	14846
增长率(%)	57.3%	150.7%	19.8%	18.2%
净利润（百万元）	442	3013	3624	4278
增长率(%)	296.7%	581.6%	20.3%	18.1%
摊薄每股收益（元）	0.22	1.48	1.78	2.11
ROE(%)	3.5%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 钛白粉行业龙头，业绩持续高增长 .....	5
1.1、 佰利联与龙蟒合并成就亚洲钛白粉行业龙头 .....	5
1.2、 公司业绩底部回升创新高 .....	7
2、 钛白粉行业海外产能部分退出，需求侧稳步增长 .....	8
2.1、 海外去产能趋势显著，行业开工率整体上升 .....	8
2.2、 钛精矿原料进口依赖度高，价格敏感性强 .....	10
2.3、 下游需求保持稳步增长 .....	12
2.4、 传统硫酸法盈利能力昂，新增氯化法环保优势明显成为发展趋势 .....	16
3、 盈利预测与评级 .....	18
4、 风险提示 .....	18

## 图目录

图 1: 全球钛白粉产能分布 .....	5
图 2: 龙蟒佰利股权结构 (截至 2017 年中报) .....	6
图 3: 2017 年中报公司营业收入分布 .....	6
图 4: 2017 年中报公司毛利润分布 .....	6
图 5: 2011 年至 2017 上半年钛白粉产销量及增速 .....	7
图 6: 2011 至 2017 上半年公司营业收入及增速 .....	8
图 7: 2011 至 2017 上半年公司毛利率和净利率变化 .....	8
图 8: 2011 至 2017 上半年公司资产与负债统计 .....	8
图 9: 2000 至 2016 年全球及中国钛白粉产能变化趋势 .....	9
图 10: 2000 至 2016 年全球钛白粉产能开工率统计 .....	10
图 11: 钛白粉行业集中度变化趋势 .....	10
图 12: 钛白粉行业厂商开工率情况 .....	10
图 13: 2017 年 6 月国内 5 万吨及以下产能开工率统计 .....	10
图 14: 2016 年全球钛矿资源分布 .....	11
图 15: 2016 年全球钛矿产量分布 .....	11
图 16: 我国钛矿探明储量分布 .....	11
图 17: 2017 年上半年我国钛矿产量分布 .....	11
图 18: 2013 至 2017 年上半年钛精矿价格与钛白粉价格增长率比较 .....	12
图 19: 我国钛白粉市场消费结构 .....	12
图 20: 我国涂料市场消费结构 .....	12
图 21: 2006 年以来国内钛白粉与商品房销售增速比较 .....	13
图 22: 2010 至 2017 上半年塑料和造纸行业增速比较 .....	13
图 23: 2007 至 2016 年钛白粉出口量及增速 .....	14
图 24: 2017 年 1-4 月钛白粉出口分布 .....	14
图 25: 中国钛白粉对新兴市场出口量及增速 .....	14
图 26: 2017 年主要钛白粉出口国市场情况 .....	15
图 27: 亚洲新兴经济体 GDP 增速统计 .....	15
图 28: 2008 至 2016 年钛白粉综合毛利率比较 .....	16
图 29: 2016 年钛白粉单吨利润比较 .....	16
图 30: 2015 至 2017 上半年钛白粉进出口价格及价差比较 .....	17

## 表目录

表 1: 全球淘汰落后产能, 国内龙头产能扩张 .....	9
表 2: 龙蟒佰利盈利预测表 .....	19

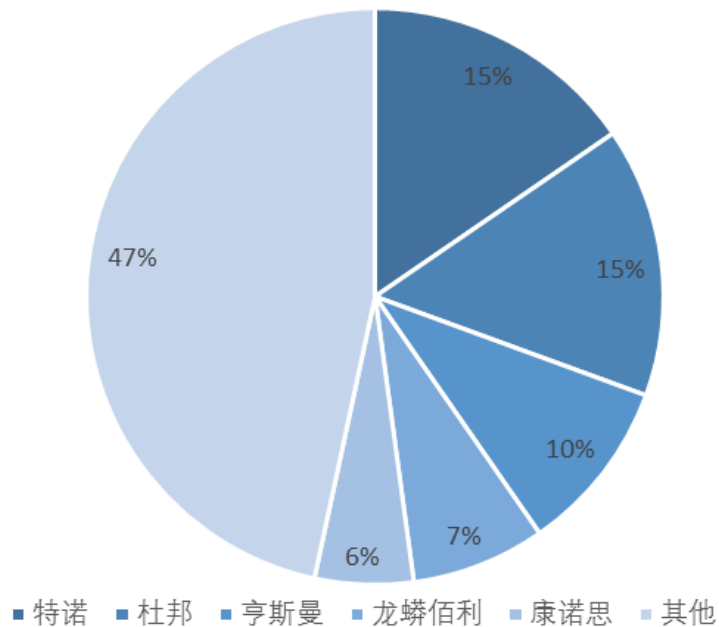
## 1、钛白粉行业龙头，业绩持续高增长

### 1.1、佰利联与龙蟒合并成就亚洲钛白粉行业龙头

公司前身焦作市化工总厂于 1975 年成立，2001 年 12 月经过股权转让变更为浩科化工有限责任公司，2002 年变更为河南佰利联化学股份有限公司，经过多轮增资扩股及股权转让，截至 2011 年，公司拥有总股本 7000 万股。2011 年 7 月公司登录深交所，发行 2400 万股，发行价格 55.00 元/股，募集资金 13.2 亿元，用于“6 万吨/年氯化法钛白粉生产线项目”和“2×30 万吨/年硫酸项目（二期）”建设，项目达产后公司拥有钛白粉产能 14 万吨/年，成为我国同时掌握硫酸法和氯化法生产工艺的企业，硫酸法原料的硫酸产能将达到 60 万吨/年。目前，以上两项募投项目均已达产。

**并购龙蟒钛业，钛白粉产能跃居亚洲第一、全球第四。**2016 年 9 月，佰利联以 7.62 元/股的价格发行 13 亿股，募资百亿资金，其中 89.99 亿用于收购四川龙蟒钛业股权，其中公司持有 99.99% 股权，兴泰资源持有 0.01% 股权。公司更名为龙蟒佰利。合并完成后硫酸法方面公司形成了“钒钛磁铁矿-钛精矿-钛白粉”的完整产业链，拥有硫酸法产能 50 万吨/年，拥有氯化法产能 6 万吨/年，总产能达到 56 万吨/年，跃居亚洲第一，全球方面产能占比达到 8%，排名在特诺、杜邦、亨斯曼后，位列第四。

图 1：全球钛白粉产能分布

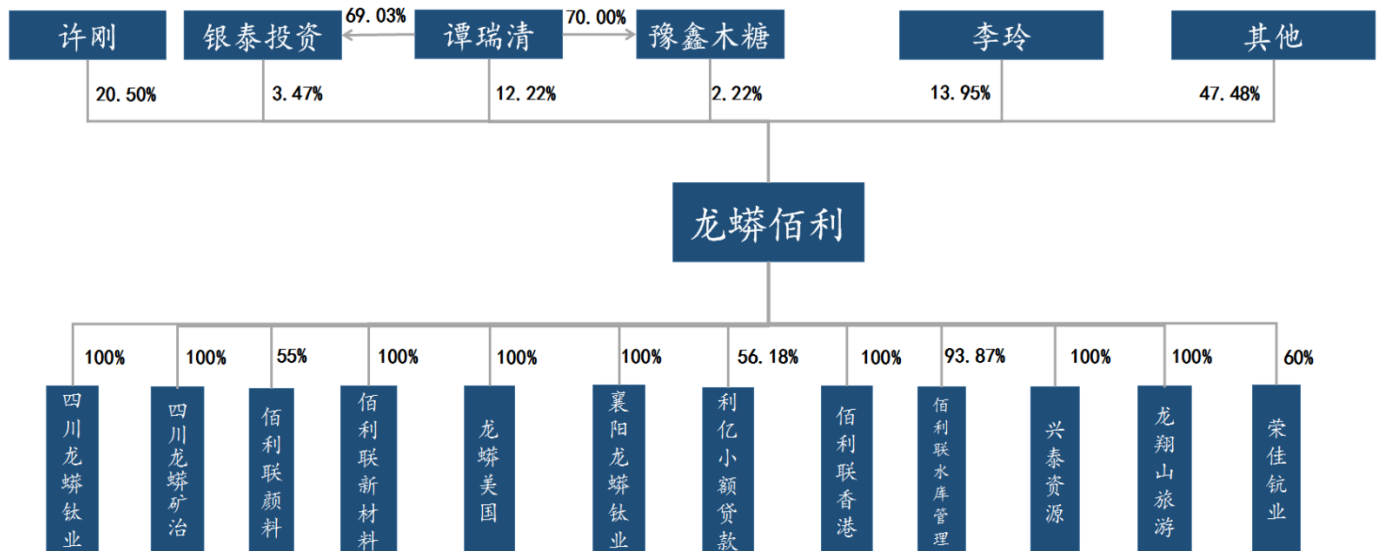


资料来源：百川资讯，国海证券研究所

公司股权结构方面，截至 2017 年半年报，董事长许刚持有 20.5% 的股权，副董事长谭瑞清合计持有 17.91% 的股权，龙蟒钛业实际控制人李家权之女李玲通过非公开发行持有 13.95% 的股权。公司全资及控股子公司包括四川龙蟒钛业（控股 100%）、四川龙蟒矿冶（持股 100%）、河南佰利联新材料（持股 100%）、焦作佰利联合颜料（持股 55%）、龙蟒美国（持股 100%）、攀枝花龙蟒矿产品（持

股 100%)、襄阳龙蟒钛业 (持股 100%)、襄阳龙蟒钛业 (持股 100%)、焦作中站区亿利小额贷款有限公司 (持股 56.18%)、佰利联香港 (持股 100%)、焦作佰利联源水库管理有限公司 (持股 97.83%)、兴泰资源 (持股 100%)、龙翔山旅游 (持股 100%)、荣佳钛业 (持股 60%)。

图 2: 龙蟒佰利股权结构 (截至 2017 年中报)

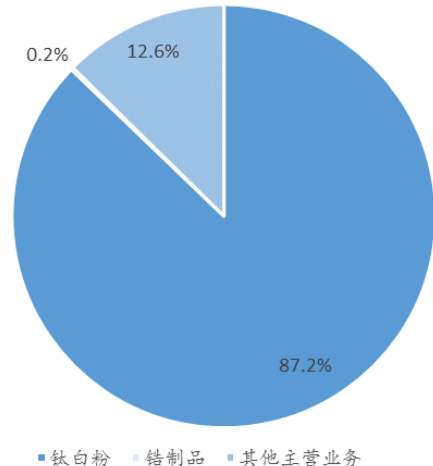
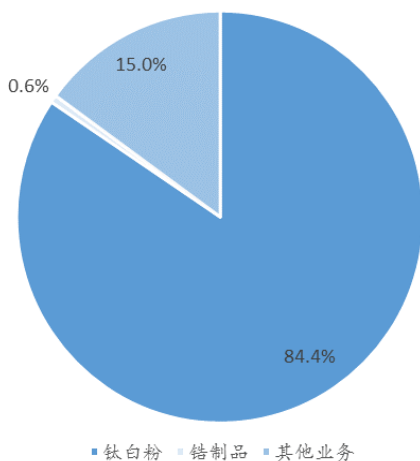


资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2017 年中报显示, 公司钛白粉业务在营业收入中占比达到 85.8%, 锆制品业务占比 1.1%, 其他业务占比 13.1%。毛利方面, 钛白粉产品实现毛利润 19.5 亿元, 占比 87.2%; 锆制品实现毛利润 399 万元, 占比 0.2%; 其他业务实现毛利润 2.83 亿元, 占比 12.6%。主营业务中, 公司钛白粉产品按照产品类型分主要包括锐钛型钛白粉和金红石型钛白粉, 按照生产工艺可分为硫酸法和氯化法两大类。其中, 河南佰利联公司目前拥有锐钛型钛白粉产能 1 万吨/年, 其余产能均为金红石型钛白粉; 四川龙蟒钛业产品全部为金红石型钛白粉。

图 3: 2017 年中报公司营业收入分布

图 4: 2017 年中报公司毛利润分布



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

从 2011 年上市以来, 公司钛白粉产品的产销整体增长趋势, 在 2016 年完成并表龙蟒钛业前, 产量从 2011 年 10.97 万吨增长至 2015 年 22.86 万吨, 复合增长率高达 20.1%, 销量从 2011 年 11.64 万吨增长至 2015 年 20.87 万吨, 复合增长率高达 15.7%。

在此期间，2012 年受欧债危机和世界经济复苏缓慢等因素影响，同时国内经济结构调整同时房地产调控持续加强，国内经济增速显著下滑，固定资产投资增速下降明显，当年钛白粉行业竞争加剧，增速下降，因此公司产销同比均出现下滑。2016 年 9 月，公司完成与龙蟒钛业合并，当年公司共实现备考钛白粉产量 58.31 万吨，实现钛白粉销量 60.68 万吨，并表后权益产量 36.43 万吨，销量 35.94 万吨，增速分别高达 51.5%和 72.2%。2017 年上半年，公司实现钛白粉产量 30.55 万吨，销量 29.45 万吨，同比增速分别为 150.0%和 130.3%。

图 5：2011 年至 2017 上半年钛白粉产销量及增速

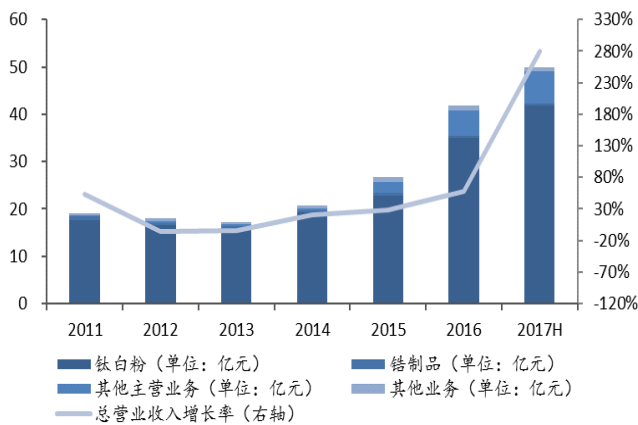


资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 1.2、公司业绩底部回升创新高

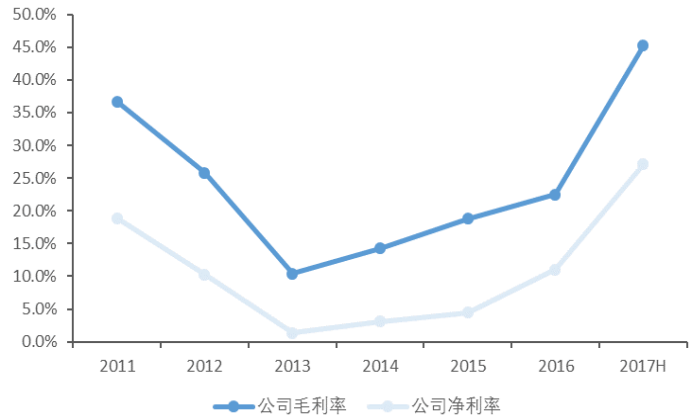
2011 至 2013 年之间，公司营业收入出现部分下滑，由 2011 年 17.55 亿元下降至 2013 年 15.79 亿元，2013 年后开始出现稳步增长，2016 年完成龙蟒钛业并表后出现显著提升，总体营业收入达到 35.03 亿元，2013 至 2016 年复合增长率高达 30.4%。2017 年上半年，公司实现营业收入 41.88 亿元，同比增长 279.4%。盈利能力方面，2011 至 2013 年期间，公司毛利率由 36.7%下滑至 10.4%，净利率由 18.9%下滑至 1.4%。2013 年后公司业绩出现底部回升，2015 年公司毛利率达到 18.8%，净利率达到 4.5%，2016 年完成并购龙蟒钛业，同时钛白粉价格从 1 月份起出现上涨，因此，毛利率和净利率分别达到 22.5%和 11.0%，2017 年上半年受钛白粉行业持续景气，钛精矿价格和钛白粉价格均出现高速增长，公司半年报毛利率达到 45.2%，净利率达到 27.1%，再创新高。

图 6: 2011 至 2017 上半年公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

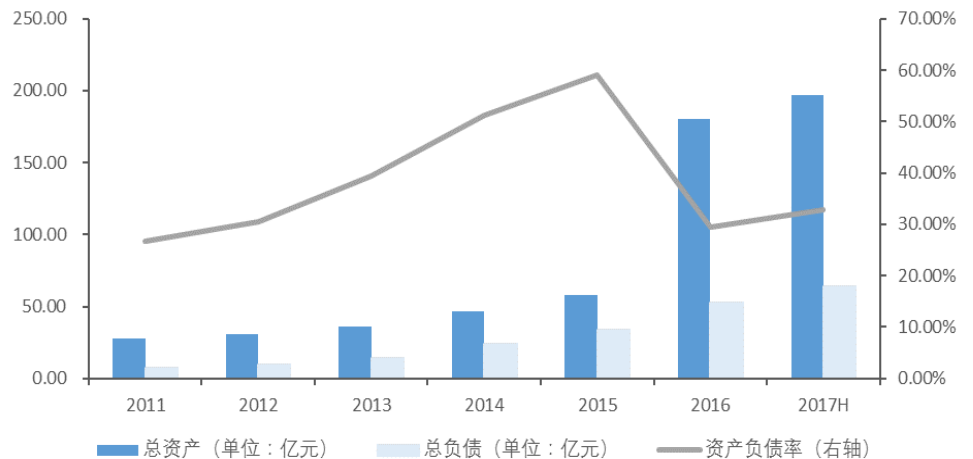
图 7: 2011 至 2017 上半年公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2011 至 2015 年, 公司总资产由 27.52 亿元增长至 57.61 亿元, 复合增速高达 42.3%, 2016 年完成合并龙蟒钛业, 公司总资产扩增 200% 以上, 达到 180.49 亿元, 由此可见此轮并购整合后公司从体量到盈利水平均完成质的飞越。资产负债率方面, 由 2011 年的 26.7% 增长至 2015 年 59.1%, 2016 年完成与龙蟒钛业合并后, 资产负债率降低至 30% 以下, 截至 2017 年半年报, 公司总资产达到 196.6 亿元, 总负债达到 64.3 亿元, 资产负债率为 32.7%。

图 8: 2011 至 2017 上半年公司资产与负债统计



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

综上所述, 2013 年后钛白粉行业景气度回升, 公司盈利能力持续增强, 2016 年公司完成与龙蟒钛业合并, 实现在营业收入和总资产的翻倍增长, 在盈利能力方面, 从 2016 年年初钛白粉价格底部回升, 公司业绩进入高速增长周期, 截至 2017 年上半年, 在营收、毛利率和净利率方面, 均实现创新高, 同时, 完成并购龙蟒钛业后, 公司资产负债率得到有效控制, 实现行业整体竞争力增强。

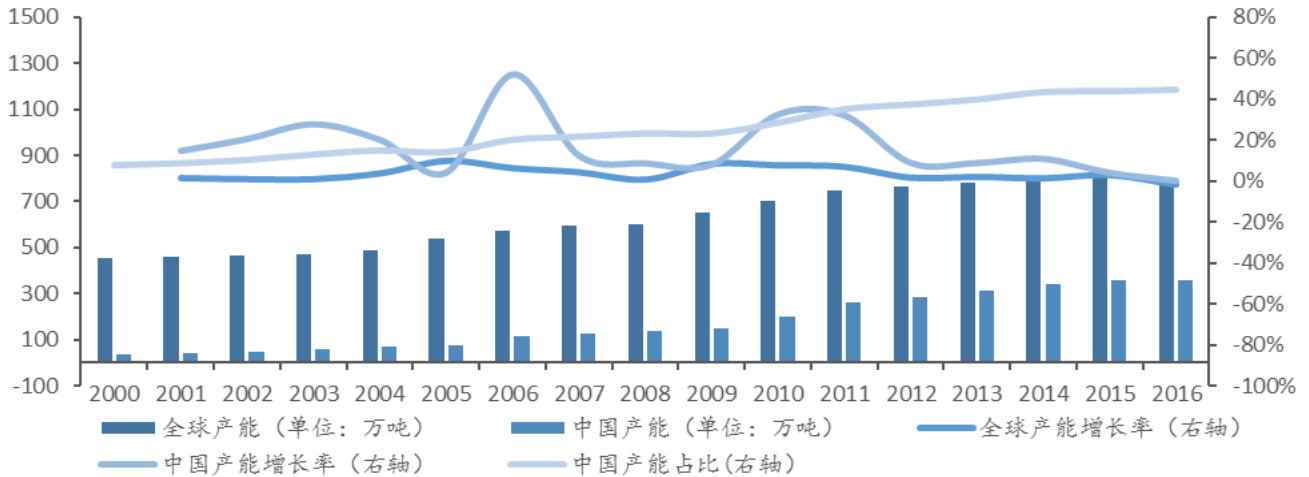
## 2、钛白粉行业海外产能部分退出, 需求侧稳步增长

### 2.1、海外去产能趋势显著, 行业开工率整体上升



根据百川资讯统计,自2012年起钛白粉全球产能增速放缓,2012至2015期间行业出现低谷,国际巨头纷纷去产能,2016年全球产能首次出现负增长,从814.5万吨下降至801.5万吨,特诺、亨斯曼等国际巨头公司连续两年累计退出产能超20万吨;而同期中国产能始终保持增长,国内钛白粉产能全球占比持续提升;国内龙头企业快速整合,在环保等因素推动下部分小产能实现集中整合和部分退出。

图9: 2000至2016年全球及中国钛白粉产能变化趋势



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

2015年,国际巨头特诺和亨斯曼分别退出部分钛白粉产线,7月27日亨斯曼关停了法国 Calias 的10万吨/年的硫酸法钛白粉生产线;8月亨斯曼暂停了美国汉密尔顿钛白粉工厂的一条生产线和西澳大利亚 Kwinana 的 Tiwest 颜料厂的一条生产线,总计退出产能16万吨。国内方面,根据百川资讯统计,广西嘉华、西昌瑞康、中盐株化、云南泽昌均有部分产能退出;新建产能方面,2015年美国杜邦公司将钛白科技等业务重组成立科慕公司后于年底将墨西哥 Tamaulipas 州 Altamira 工厂新建的钛白粉生产线实现投产,新增产能达到5万吨/年,国内方面2016年龙蟒佰利6万吨氯化法钛白粉实现投产,2016年12月重庆攀钢钛业10万吨硫酸法项目正式投产。未来国内龙蟒佰利和中核钛白预计分别扩建20万吨和10万吨钛白粉产能。

表1: 全球淘汰落后产能,国内龙头产能扩张

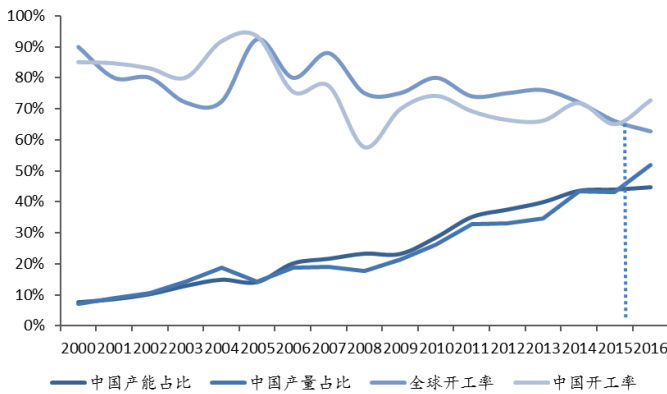
	2015-2016 年退出产能		2015-2016 新增产能		2018 拟建产能	
国际	亨斯曼	10 万吨	杜邦	净增 5 万吨	-	
	特诺	16 万吨				
国内	广西嘉华	10 万吨	龙蟒佰利	6 万吨 (2016 年投产, 氯化法)	龙蟒佰利	20 万吨 (2018 年投产)
	西昌瑞康	6 万吨	攀钢重庆 钛业	10 万吨 (16 年 投产)	中核钛白	10 万吨 (2018 年投产)
	中盐株化	1.5 万吨				
	云南泽昌	5 万吨				
总计	48.5 万吨		21 万吨		30 万吨	

资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

2012-2015 行业经历三年洗牌后,大量小产能退出提升了行业集中度,2015 年,国内行业开工率十年来首次超越全球开工率,中国企业的竞争促进了国际巨头的重组以降低成本,2017 年初特诺收购科斯特 (Cristal)。至此,全球钛白粉产能规模前五位占据了 50%以上的产能,分别为特诺、杜邦、亨斯曼、龙蟒佰利和康诺斯。国内方面,近几年在行业竞争和环保压力双重压力下,小产能不断退出;前十三大企业(产能大于 10 万吨)的产能集中度不断提升,至 2017 年已经达到 60%以上。大小企业的开工率差距显著,2016 年 CR13 的开工率基本在 90%以上,CR3 甚至接近 100%,而 5 万吨以下的小企业开工率不足 30%。

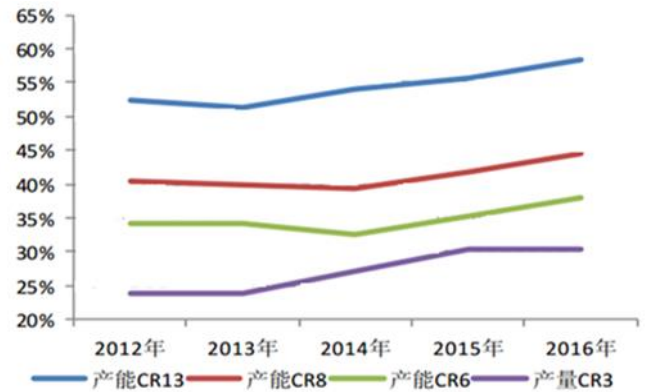
2017 年情况略有好转,上半年行业产能利用率约为 70%,而小产能(五万吨以下)的开工率大多在 50%-60%之间。小企业复产难的原因在于一方面停产的企业多半资产负债率高,融资能力弱,复产后将面对目前价格已高涨的原材料,资金投入能力不足;其次是安全和环保检查的压力进一步加大了复产后持续经营和盈利的难度。困难导致龙头企业的市占率大概率会持续提升。

图 10: 2000 至 2016 年全球钛白粉产能开工率统计



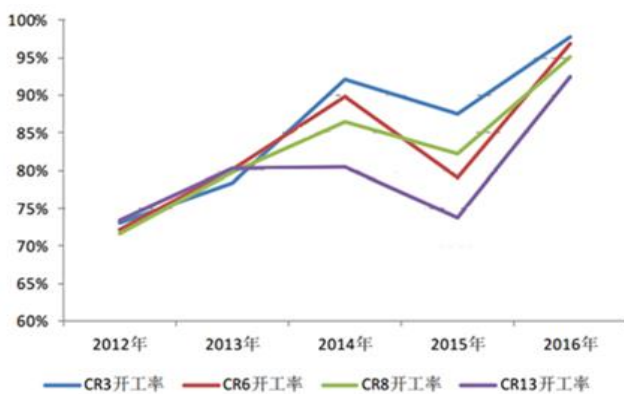
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 钛白粉行业集中度变化趋势



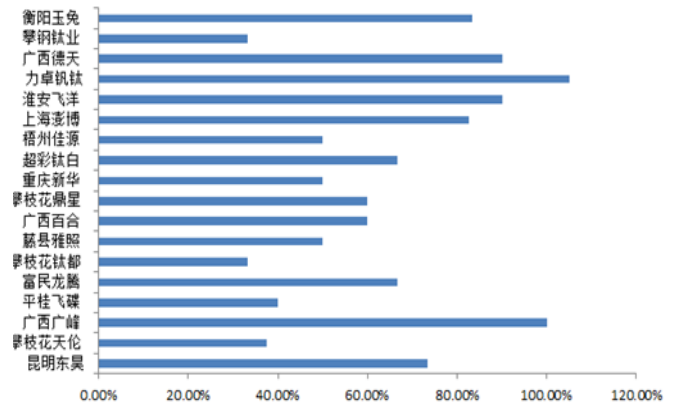
资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

图 12: 钛白粉行业厂商开工率情况



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

图 13: 2017 年 6 月国内 5 万吨及以下产能开工率统计



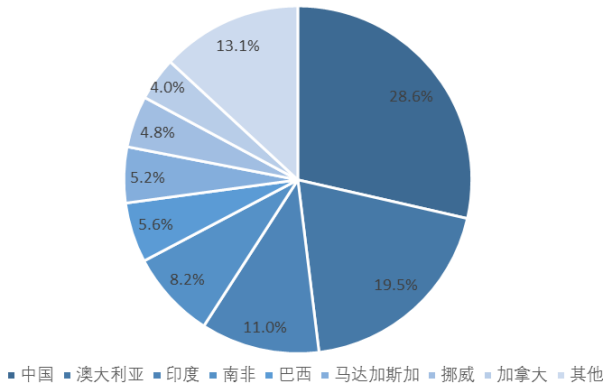
资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

## 2.2、钛精矿原料进口依赖度高, 价格敏感性强

我国钛资源丰富,但纯度低,产量不足,进口依赖度高。我国钛矿资源现探明的储量达到世界第一,但是以四川的钒钛磁铁矿为主,与国外高品质的钛砂矿相比,钛铁矿纯度低。四川钒钛磁铁矿一般先用于冶炼钢铁,尾矿再用于生产钛精矿,

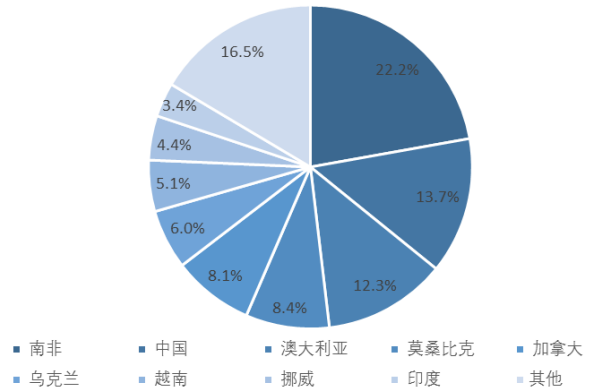
否则钛原料的生产不经济；钢铁一旦处于下行周期，钛精矿就减产。目前，我国钛资源对外依赖度较高达 30%以上。

图 14: 2016 年全球钛矿资源分布



资料来源: usgs, 国海证券研究所

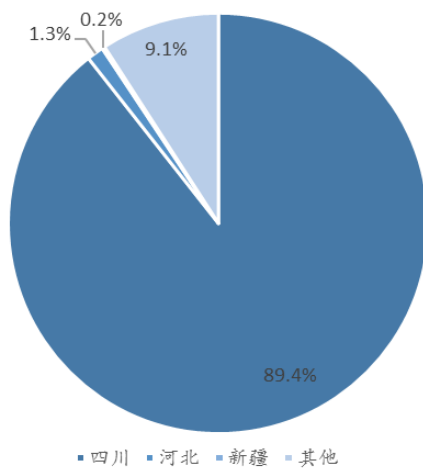
图 15: 2016 年全球钛矿产量分布



资料来源: usgs, 国海证券研究所

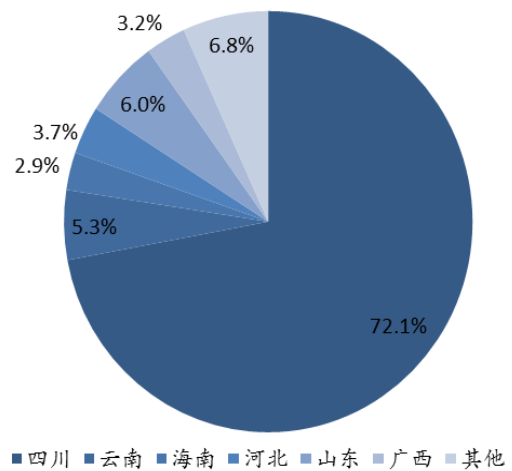
我国探明的钛资源分布在 21 个省（自治区、直辖市）共 108 个矿区。主要产区为四川，河北、海南、广东、湖北、广西、云南、陕西、山西等地，其中以四川储量最大，根据国家统计局统计数据，2011 年我国原生钛铁矿储量达到了 2.14 亿吨，而四川地区储量就达到 1.92 亿吨，占到全国储量的近九成。四川攀枝花地区是我国最大的钛精矿产地，2017 年上半年占国内总产量的 72.08%；云南次之，占总产量的 5.34%。但上述两地多为钒钛磁铁矿，品位低，杂质含量高，不适合作为海绵钛及氯化法钛白粉产品的原料。

图 16: 我国钛矿探明储量分布



资料来源: Wind, 国海证券研究所

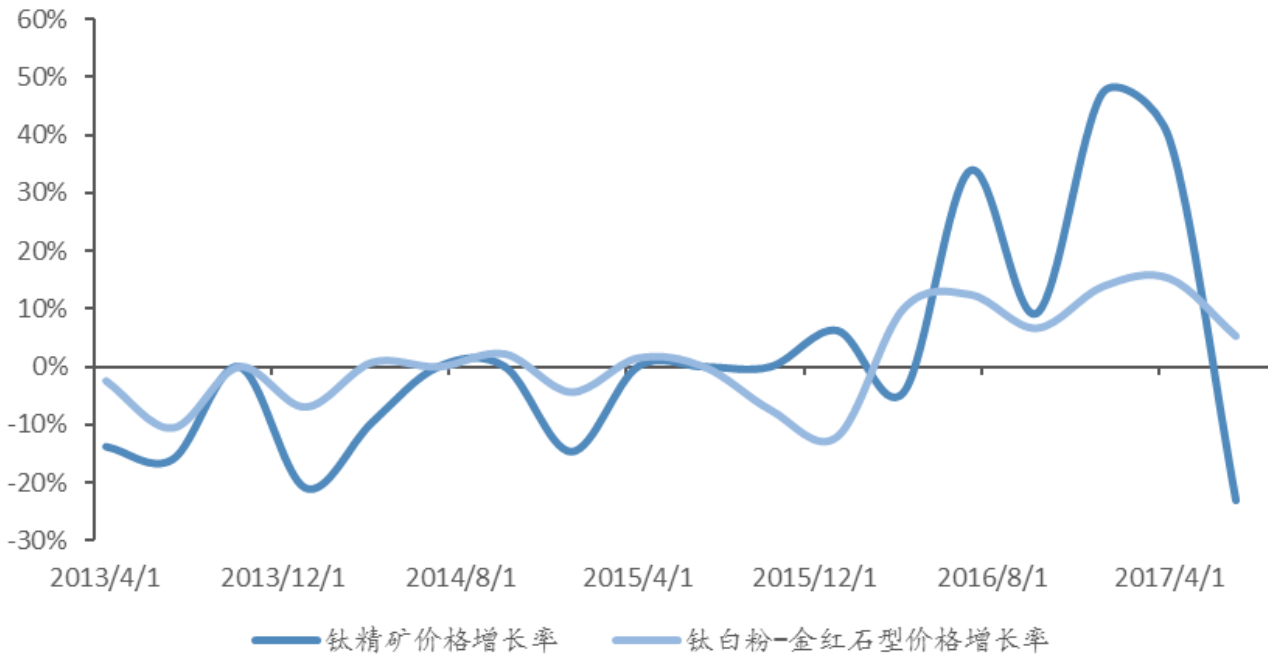
图 17: 2017 年上半年我国钛矿产量分布



资料来源: Wind, 国海证券研究所

**钛精矿对供需变化敏感度早于下游钛白粉生产商。**由于原料对外依赖度高，一旦行业供需好转，下游订单的增加则会使得钛白粉生产商迅速传导到上游，从而使得钛精矿早于钛白粉涨价；反之，下游需求一旦减弱，钛精矿的采购量也会第一时间减少，从而先于钛白粉价格下跌。这个过程简化为：钛白粉需求量变化-钛白粉生产商原料采购量变化-钛精矿需求变动，价格变动-钛白粉价格变动。也就是说，钛精矿价格变化是钛白粉价格变化的风向标。

图 18: 2013 至 2017 年上半年钛精矿价格与钛白粉价格增长率比较

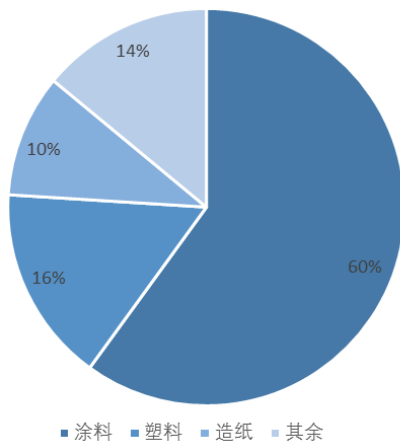


资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

### 2.3、下游需求保持稳步增长

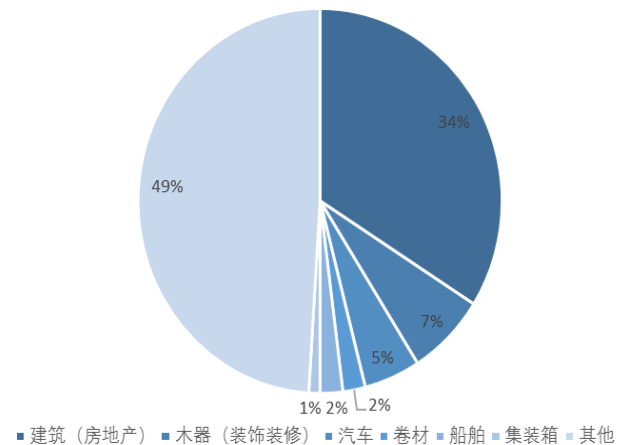
钛白粉下游应用领域广泛, 国内市场需求比例约为: 涂料 60%、塑料 16%、造纸 10%, 其他领域占比 14%。因此钛白粉的需求与涂料行业发展密不可分, 而涂料市场受下游房地产行业影响最大。以应用领域来看, 涂料分为建筑涂料、工业涂料和其他, 其中建筑涂料需求量占比 34%, 工业涂料中的木器涂料与房地产后端装饰装修领域有关占比 7%, 因此涂料中与房地产相关领域的达到 41%。两者合计房地产行业约占钛白粉下游市场的 1/4, 2016 年起国内外房地产市场复苏, 钛白粉行业景气度整体回升

图 19: 我国钛白粉市场消费结构



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 我国涂料市场消费结构



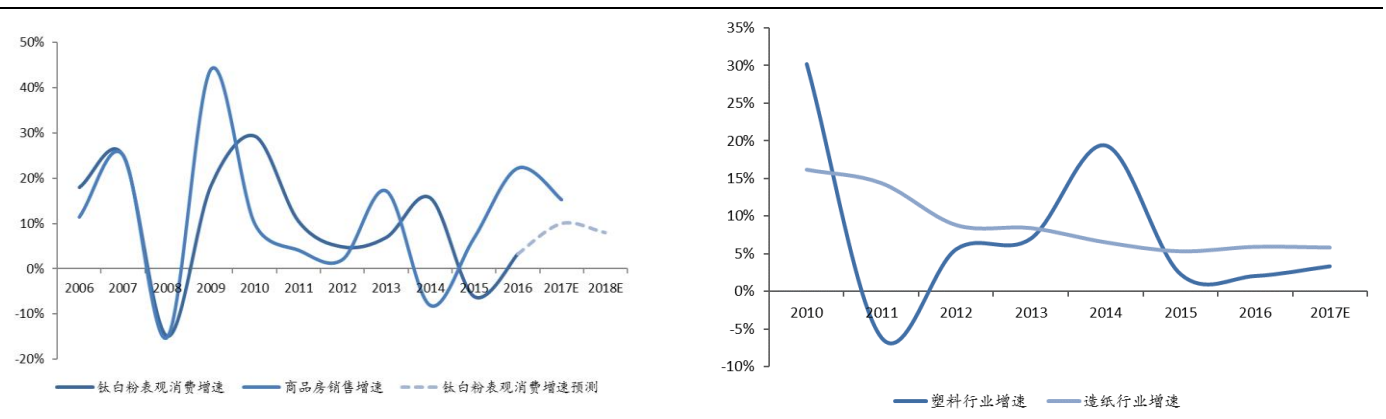
资料来源: Wind, 国海证券研究所

钛白粉消费周期滞后地产周期一年, 2017 年国内消费量将创新高。钛白粉作为

建筑涂料和木器涂料的重要原料，其使用一般在商品房销售环节之后。从历史数据分析，自 2009 年以来，国内钛白粉消费量基本滞后地产销售一年左右，2016 年商品房销售增速达 22.16%，2017 年上半年在政策调控影响下销售增速略有下降至 15.2%。由此可知钛白粉国内消费量在 2017-2018 年维持高速增长。2019 年后建筑重涂市场将长期支撑钛白粉景气度。从海外地产市场发展来看，存量房体量到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，从而引发钛白粉需求；重涂的需求在海外成熟地产市场占比高达 70-75%，相比之下国内的建筑重涂市场尚处于初步发展阶段。按照重涂市场规律，普通住房室内墙体装饰材料的重涂周期为 8-10 年，若以 10 年为一个重涂周期，2009 年地产销售高峰后的第一个二次装修高峰则会出现在 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。钛白粉下游应用中塑料（占比 16%）和造纸（占比 10%），2017 年上半年依旧保持了稳健增速。塑料行业自 2015 年以来一直保持 2% 以上的增速，而造纸行业自 2014 年以来增速一直在 6% 上下。

图 21：2006 年以来国内钛白粉与商品房销售增速比较

图 22：2010 至 2017 上半年塑料和造纸行业增速比较

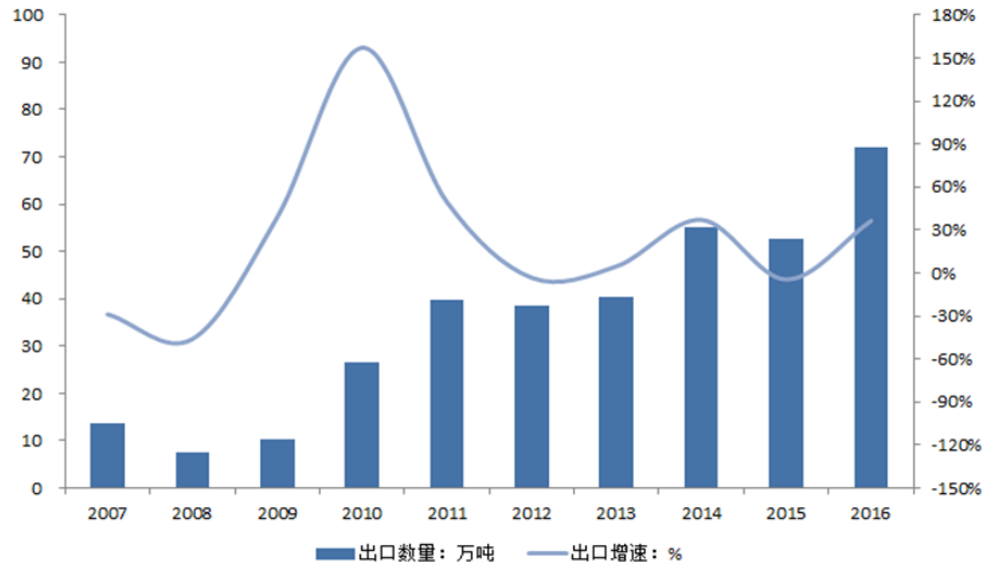


资料来源：Wing，百川资讯，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

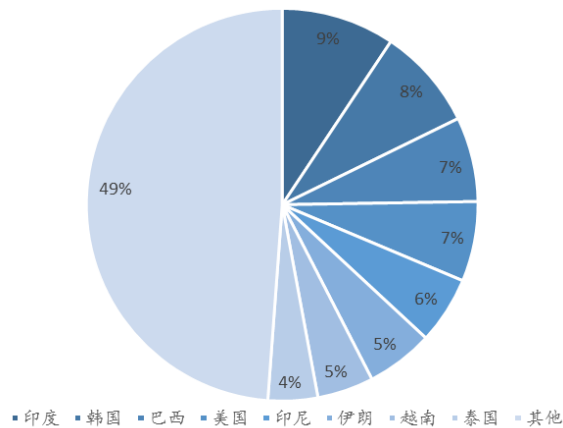
近十年来，中国钛白粉出口增速总体向上，出口数量从 2007 年 13.7 万吨增长到 2016 年的 72 万吨，年复合增长率高达 20.2%。2017 年 1-4 月，钛白粉出口数量同比增加 12.6%，海外市场需求火热。其中，出口占比较高的国家有印度、韩国、美国、巴西、印尼等，而出口增速较快的主要是新兴经济体：印度、越南、印尼、泰国等。新兴经济体近几年经济发展迅速，即便在 2011-2015 钛白粉总体出口低迷期，新兴经济体的增速平均也达到 20% 以上，是驱动国内钛白粉出口持续增长的核心动力。

图 23: 2007 至 2016 年钛白粉出口量及增速



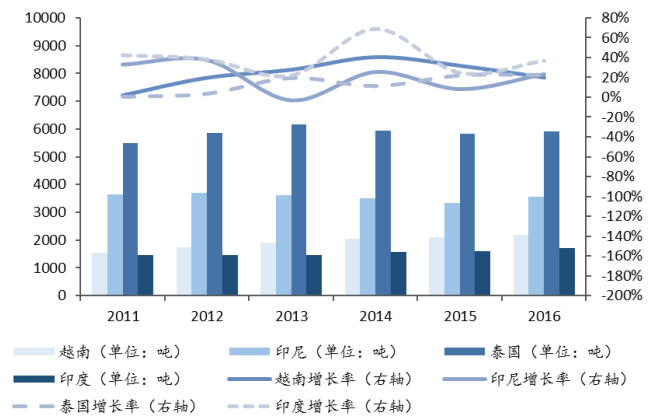
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 2017 年 1-4 月钛白粉出口分布



资料来源: Wind, 国海证券研究所

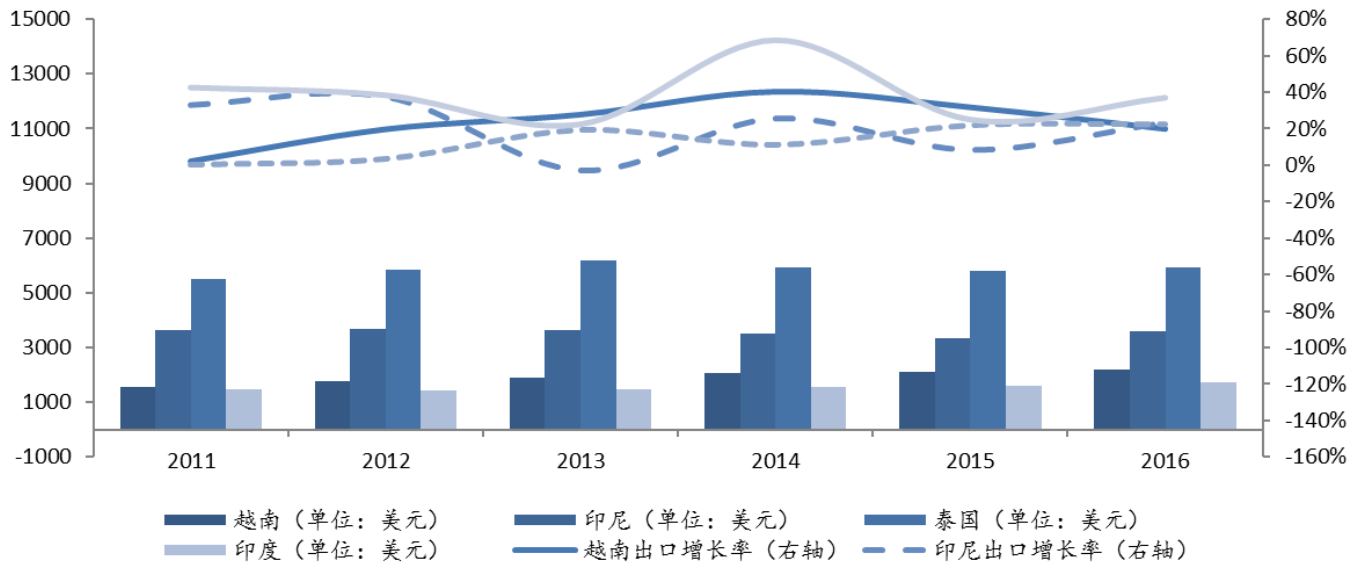
图 25: 中国钛白粉对新兴市场出口量及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

新兴经济体钛白粉出口的增长驱动力在于地产行业。根据地产行业的发展规律，人均 GDP 达 300 美元、600 美元、1300 美元、8000 美元时，该国房地产分别处于起步、高速发展、快速增长和平稳发展阶段。中国房地产市场增长最快的时期约是 2002-2009 年，人均 GDP 从 1150 美元增长到近 4000 美元。而新兴经济体越南、印尼、泰国、印度的人均 GDP 均居于 1300-8000 美元之间，正处于快速增长阶段。其中，人均 GDP 尚在 2000 美元左右印度、越南，地产发展速度最快，钛白粉进口需求增长也最强。对比中国的经验，按照每年 6% 的人均 GDP 增幅，地产的高速增长期至少还有 10 年。

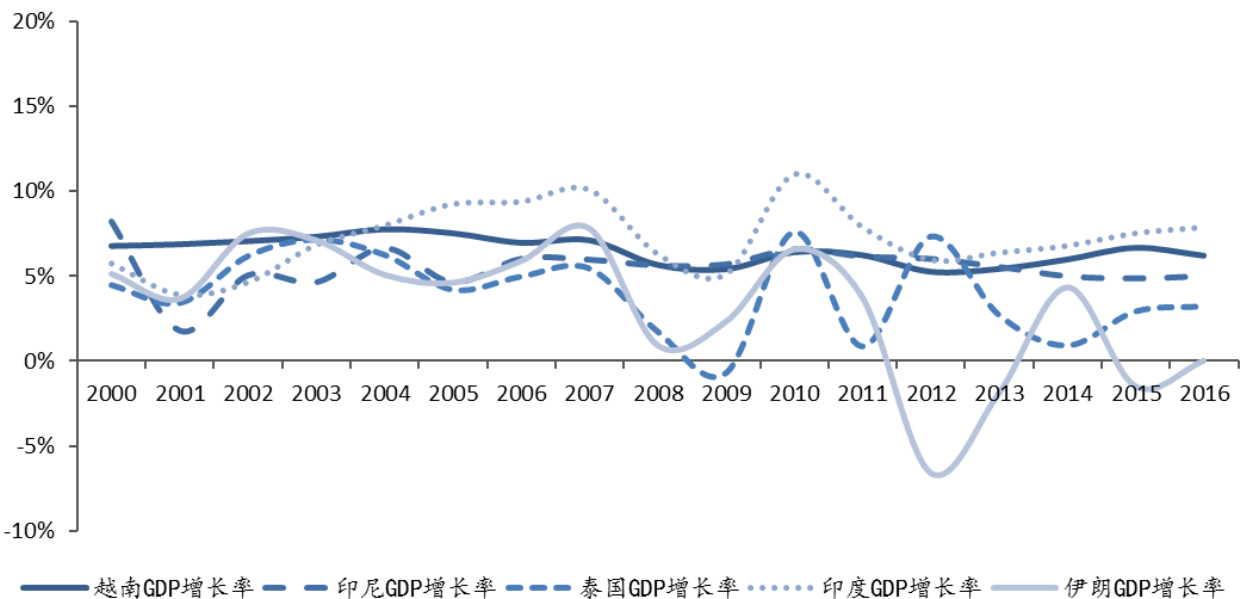
图 26: 2017 年主要钛白粉出口国市场情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

印度近几年出台了降低房贷利率、给地产商提供补贴和税收减免等利好地产复苏的政策,加上近年来经济高速增长,吸引了全球资金流入;越南工业化发展迅速, GDP 增速连续十多年保持在 5-8%之间,是东南亚经济发展的领头羊;印尼依托于良好的地缘环境,外向型经济发展良好,近年来逐步将精力开始转向国内建设,建筑业迅速发展;泰国因政治不稳定导致经济发展波动较大,但人均 GDP 较高,经济总体趋势向上。其他钛白粉新兴市场,伊朗受益于中东什叶派势力在周边伊拉克、叙利亚等国家的扩张,外部安全有所保障,国内经济建设发展迅速,中国钛白粉对其出口份额已经从 2011 年的 4%提升到目前的 5.5%以上。总体上看,全球钛白粉新兴市场的政经环境良好,机会多于风险。

图 27: 亚洲新兴经济体 GDP 增速统计



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 2.4、传统硫酸法盈利能力昂，新增氯化法环保优势明显成为发展趋势

硫酸法的主要原料为钛精矿和浓硫酸，按照生产经验，每吨钛白粉需要消耗 2.3 吨左右的钛精矿 (>46%) 和 4 吨硫酸，以目前 50 万吨的硫酸法产能和 6 万吨氯化法产能满负荷计算，公司一年需要 115 吨钛矿精和 200 万吨浓硫酸。目前公司有 80 万吨钛精矿年产量，剩余的 35 万吨外购；而公司目前拥有的钒钛磁铁矿保有储量达 3.77 亿吨，折合成 46.5% 钛精矿超过 7000 万吨，理论上可以满足现有产能使用 80 年以上。与竞争对手相比，本轮钛精矿涨价对公司盈利影响小得多。例如钛精矿从年初的 950 元/吨增长到 4 月底的 1950 元/吨，目前回落至 1550 元/吨，钛精矿开采成本仅为 400-500 元/吨，因此，钛精矿一项，预计 2017 年将贡献净利润 8 亿至 10 亿元。国内其他竞争对手钛白粉价格上涨的收益大多被原料上涨抵消，同时由于国内的钛铁矿九成集中于四川攀钢，同行无法复制公司的高钛精矿自给率优势，公司盈利能力还将继续。公司将硫磺制酸、硫酸法钛白粉生产、铁系颜料制造、一水合硫酸亚铁制备、钛石膏制钻等装置联合起来，相互衔接形成了完善的内外部循环经济运行模式。与常规生产模式相比，该技术使得公司的钛资源利用率达 87%，总能耗减少 40%，节水 35%，废渣也更少。

同时，公司实行全产业链发展战略，一方面加强“钛矿—还原钛—高钛渣—四氯化钛—钛白粉—海绵钛—钛合金”传统产业链，一方面根据下游高增长领域生产新品，如近两年钛酸锂钛白粉的生产就是对标钛酸锂在新能源汽车领域的应用。公司 2014 年收购了国际巨头亨斯曼公司的 TR52 高档油墨专用级钛白粉技术和业务，丰富了高端产品线。2017 年 3 月又以现金 1.9 亿元收购攀枝花市瑞尔鑫工贸 100% 的股权，计划未来三年瑞尔鑫为公司供应 48 万吨钛精矿。以公司的全产业链扩张战略，未来类似的品类收购预计会常态化地发生。

图 28：2008 至 2016 年钛白粉综合毛利率比较

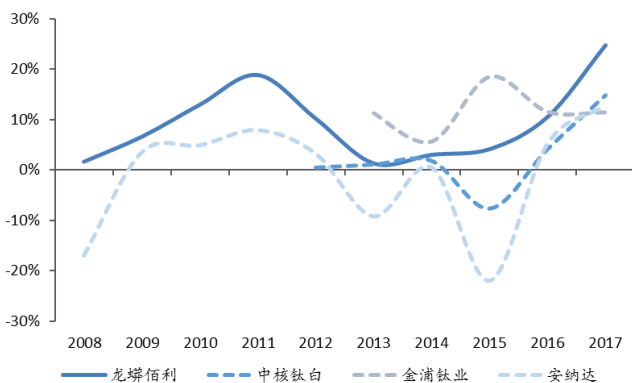
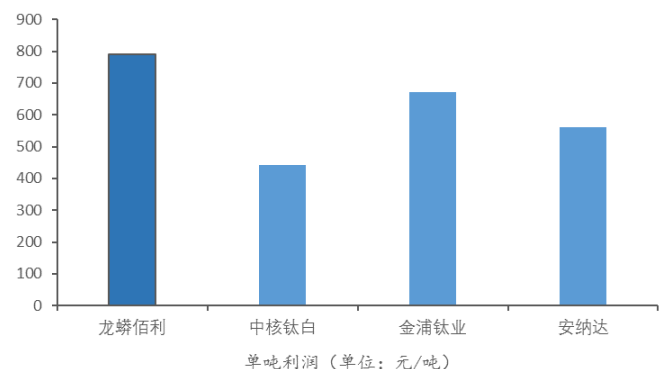


图 29：2016 年钛白粉单吨利润比较



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

资料来源：百川资讯，国海证券研究所

氯化法相对于硫酸法特点是产品质量和自动化程度更高。目前国内大部分产能是硫酸法制备，2016 年氯化法产能仅有 10 万吨，占比低于行业产能的 4%，并且每年需要从海外进口 20 吨左右的氯化法钛白粉满足国内需求；而国际巨头大部分使用氯化法。国家目前大力支持企业发展氯化法，2005 年就将氯化法钛白粉

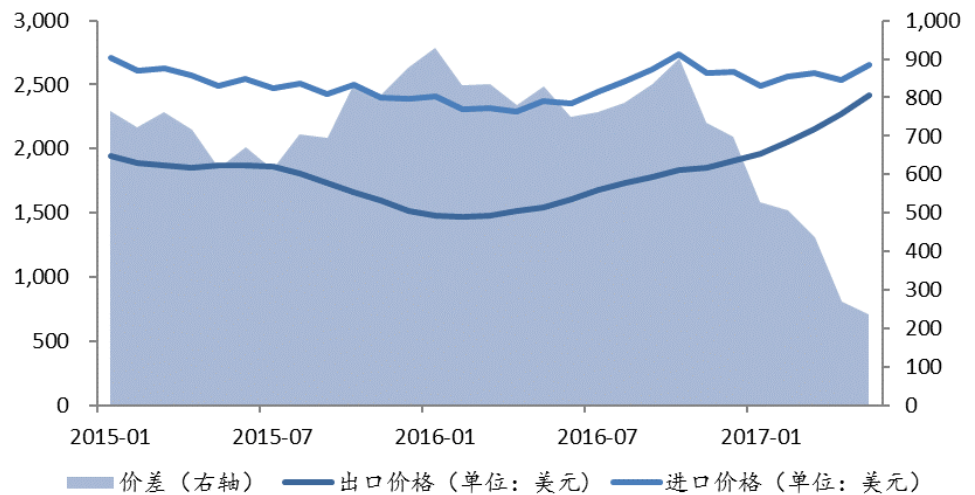


列为《产业结构调整指导目录》的鼓励类项目，而早在同时对硫酸法扩产则有部分限制。

国内氯化法工艺未能推广开来表面上看是国际巨头垄断技术和装备，深层次涉及经济性问题。氯化法需要钛含量 90%以上的富钛料为原料，而我国岩矿多，高品位的砂钛少，导致氯化法的原料成本远高于硫酸法；其次氯化法生产的废渣如三氯化铁毒性大，一般只能抛弃到深海或深埋，潜在的环保成本并不低于硫酸法，如果原料是纯度较低的钛铁矿的话污染则更重—钛白粉巨头杜邦早在 2002 年就计划在国内投资氯化法投产。但因为环保长期搁浅；我们再考虑中国多煤、人力成本低、企业资本实力不足等特点，氯化法的成本劣势就更加明显；此外，只能生产金红石型钛白粉，无法像硫酸法那样金红石型与锐钛型兼顾，市场空间更小。因此尽管氯化法产品质量更佳，但经济性决定了氯化法易在海外推广，在国内则发展受限。

从目前国内钛白粉进出口的价差逐步缩短来看，国内生产企业的成本优势正在逐步缩小。国内企业若想与全球巨头竞争，则必须有充足的海外钛矿资源储备，或者有足够的钛精矿资源议价能力，同时兼有氯化法的生产技术。目前国内钛白粉企业中也唯有公司同时满足这几个条件。公司现有 6 万吨氯化法产能，新增 20 万吨氯化法产能将在 2018 年末投产，未来 3-5 年内将专注做大做强氯化法业务，且聘用 Bruce Griffin、Julie Reid 等海外高管，在美国建立仓位，钛白粉业务国际化的战略意图明确。

图 30: 2015 至 2017 上半年钛白粉进出口价格及价差比较



资料来源: Wind, 国海证券研究所

综上所述，目前国内钛白粉产能以硫酸法为主，公司在此领域拥有全产业链布局优势，盈利能力强，同时积极布局氯化法，预计 2018 年底至 2019 年初规划的 20 万吨/年氯化法产能实现投产，具有环保优势的氯化法将成为公司在此领域核心竞争力。

### 3、盈利预测与评级

公司钛白粉受益于供需两端双轮驱动，量升价涨。氯化法生产钛白粉是行业大趋势，公司实现规模化产销未来将显著受益。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.48、1.78 和 2.11 元/股，维持“买入”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	4184	10488	12562	14846
增长率(%)	57.3%	150.7%	19.8%	18.2%
净利润（百万元）	442	3013	3624	4278
增长率(%)	296.7%	581.6%	20.3%	18.1%
摊薄每股收益（元）	0.22	1.48	1.78	2.11
ROE(%)	3.5%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 4、风险提示

- 1) 同行业竞争加剧风险;
- 2) 产品下游需求不及预期;
- 3) 产品价格上涨不及预期;
- 4) 20 万吨/年氯化法新增产能建设进度低于预期

表 2: 龙蟒佰利盈利预测表

证券代码: 002601.SZ		股票价格: 18.93		投资评级: 买入		日期: 2017/9/7			
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	3%	15%	16%	17%	EPS	0.22	1.48	1.78	2.11
毛利率	30%	49%	48%	48%	BVPS	6.07	6.07	6.02	5.91
期间费率	16%	14%	13%	13%	<b>估值</b>				
销售净利率	11%	29%	29%	29%	P/E	87.0	12.8	10.6	9.0
<b>成长能力</b>					P/B	3.1	3.1	3.1	3.2
收入增长率	57%	151%	20%	18%	P/S	9.2	3.7	3.1	2.6
利润增长率	297%	582%	20%	18%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.23	0.51	0.57	0.65	营业收入	4184	10488	12562	14846
应收账款周转率	2.49	2.81	2.52	2.61	营业成本	2913	5357	6531	7716
存货周转率	2.27	3.54	3.65	3.32	营业税金及附加	45	42	50	59
<b>偿债能力</b>					销售费用	180	482	502	638
资产负债率	29%	38%	41%	42%	管理费用	367	818	980	1158
流动比	1.17	1.05	1.08	1.17	财务费用	96	112	89	69
速动比	0.84	0.83	0.86	0.91	其他费用/(-收入)	(30)	(12)	(11)	(11)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	550	3665	4399	5195
现金及现金等价物	1303	1278	1233	1260	营业外净收支	(9)	2	11	11
应收款项	1678	3735	4990	5694	利润总额	541	3667	4410	5206
存货净额	1281	1524	1803	2343	所得税费用	81	451	542	640
其他流动资产	320	808	967	1143	净利润	459	3216	3867	4565
<b>流动资产合计</b>	<b>4582</b>	<b>7345</b>	<b>8994</b>	<b>10440</b>	少数股东损益	17	203	244	288
固定资产	6266	5963	6316	6190	归属于母公司净利润	442	3013	3624	4278
在建工程	419	619	519	319					
无形资产及其他	1420	1420	948	476	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期股权投资	41	44	44	44	经营活动现金流	432	3690	5236	5354
<b>资产总计</b>	<b>18049</b>	<b>20712</b>	<b>22142</b>	<b>22791</b>	净利润	459	3216	3867	4565
短期借款	1928	2928	2428	1928	少数股东权益	17	203	244	288
应付款项	1181	2293	3786	4473	折旧摊销	418	995	970	842
预收帐款	239	575	688	813	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	569	1186	1427	1694	营运资金变动	(462)	(724)	154	(341)
<b>流动负债合计</b>	<b>3917</b>	<b>6981</b>	<b>8329</b>	<b>8909</b>	投资活动现金流	(8787)	(896)	(1223)	(516)
长期借款及应付债券	732	132	82	82	资本支出	(3407)	(893)	(1223)	(516)
其他长期负债	658	658	658	658	长期投资	(3)	(3)	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>1390</b>	<b>790</b>	<b>740</b>	<b>740</b>	其他	(5377)	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>5307</b>	<b>7771</b>	<b>9069</b>	<b>9649</b>	筹资活动现金流	8940	(2616)	(4286)	(4996)
股本	2032	2032	2032	2032	债务融资	780	400	(550)	(500)
股东权益	12742	12941	13073	13142	权益融资	10009	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18049</b>	<b>20712</b>	<b>22142</b>	<b>22791</b>	其它	(1849)	(3016)	(3736)	(4496)
					现金净增加额	585	177	(274)	(157)

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。