

2019年12月20日

氯化法钛白粉龙头，“内生+外延”保持高成长性

龙蟒佰利(002601)

主要观点：

1、全球钛白粉供需格局有望维持紧平衡

全球钛白粉前四大龙头 2018 年开工率高达 95%，预计未来两年全球供给复合增速 3-4%，明年全球需求增速 4-5%，新增需求约 24-30 万吨，供需有望维持紧平衡。钛白粉与原料价差较 2016 年行业底部大幅好转，但大量中小产能环保成本增加导致盈利能力降低。国内单基地 6 万吨以下小产能占比 30%，大多处于盈亏平衡线，当前行业开工率近 80%，边际产能安全垫厚，价差无大幅收窄风险。新增氯化法产能带动海外优质钛矿持续涨价，预计未来两年钛白粉企业可顺利向下游传导原材料上涨。钛白粉价格每涨 1000 元/吨，将增厚公司净利 6.3 亿元。

2、公司规模全球前三，氯化法产能快速扩张，成本优势显著

公司现有钛白粉产能 95 万吨（含在建），规模国内第一，全球第三，未来两年公司产能将通过“技改+扩产”增至 115 万吨，其中氯化法产能 50 万吨。公司已布局全钛产业链实现循环经济，利用良好地理布局获得成本优势，技改叠加扩产深化规模优势，拉大与同行盈利能力的差距，成本领先国内同行 1000-2000 元/吨以上，并且将持续挖潜矿产资源，开拓钒、铁等下游深加工制品。预计公司在全球钛白粉行业中的地位与优势将持续提升。

3、现金收购优化资产配置，参股东方锆业获上游资源。

上市公司的发展史，是极为优秀的并购史：（1）2016 年钛白粉行业景气底部，佰利联并购行业龙头四川龙蟒；（2）2019 年 5 月 8.3 亿并购云南新立钛业，获得低成本的云南氯化法产能；（3）2019 年 11 月以 8.73 亿现金收购东方锆业 15.66% 的股权，获得其控制的澳洲优质锆钛矿资源，锆钛矿资源被海外企业垄断的格局下加强对上游掌控力。公司 2017-2019 年经营性净现金流均有望在 20 亿元以上，充沛的现金流可支撑其进行大额的资本开支、研发、环保投入以及现金收购，资产配置得到优化。

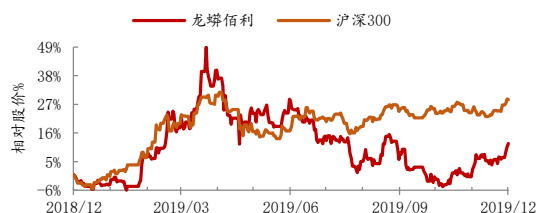
4、持续高分红与优质现金流，长期投资价值凸显

公司上市以来，累计已现金分红 61 亿元，分红率 75.63%，2018 年股息率 6%。公司目前在建工程 22 亿元，预计未来三年每年资本开支维持 10-20 亿元，考虑到公司资产负债率仅 40%，2017-2018 年经营性净现金流均超 20 亿元，预计公司将延续高分红回馈股东，凸显长期投资价值。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：19.90
最新收盘价：13.86

股票代码：002601
52 周最高价/最低价：19.19/11.77
总市值(亿)：281.64
自由流通市值(亿)：280.94
自由流通股数(百万)：2,027.18



分析师：杨伟
邮箱：yangwei2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100007

研究助理：陈凯茜
邮箱：chenkq1@hx168.com.cn

相关研究

5、盈利预测与投资建议

公司为全球钛白粉前三的龙头企业，内生外延持续推进，氯化法技术突破后产能将快速扩张，将受益未来两年全球钛白粉行业供需紧平衡。公司近年持续 60%以上高分红，股息率有望保持 6% 以上。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 25.7/32/40 亿元，分别同比增长 12%/29%/22%，EPS 分别为 1.26/1.57/1.99 元，目前股价对应 PE 分别为 10X、8X、6.6X，给予 2021 年 10 倍 PE，目标价 19.9 元，45%向上空间。首次覆盖，“买入”评级。

6、风险提示

宏观经济波动；分红率下调；公司扩产进度低于预期；同行扩产超预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10353	10554	11416	14512	18933
YoY (%)	147%	2%	8%	27%	30%
归母净利润(百万元)	2502	2286	2565	3187	4038
YoY (%)	466%	-9%	12%	24%	27%
毛利率 (%)	46%	42%	40%	39%	37%
每股收益 (元)	1.23	1.12	1.26	1.57	1.99
ROE	19.42%	18.40%	17.11%	17.54%	18.18%
市盈率	10.61	11.61	10.35	8.33	6.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 氯化法钛白粉龙头，成本优势显著	5
1.1. 产业链一体化龙头，产能持续增长	5
1.2. 国内氯化法绝对龙头，拥有巨大成本优势	7
2. 未来两年钛白粉全球供需保持平衡，成本推动价格上涨	12
2.1 2019-2021 年全球钛白粉供给增长预计为 3-4%	13
2.2 明年国内钛白粉需求受益于竣工面积高增和汽车产销回升	14
2.3 预计全球钛白粉需求 2020 年增速为 4-5%	16
2.4 钛矿价格明年存上涨风险，公司不断加强上游控制力	17
3. 现金收购优化资产配置，收购东方锆业获上游资源	19
4. 盈利预测与投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1 公司产业链图	5
图 2 许刚为公司第一大股东，小非减持不影响公司经营	6
图 3 钛白粉是公司主要的收入来源（2018 年）	6
图 4 公司 2019Q3 净利润增速 5%	6
图 5 公司 2019Q3 净利率为 25%	7
图 6 公司连续三年 ROE 高于 16%	7
图 7 海外产能以氯化法为主	9
图 8 国内产能氯化法占比偏低	9
图 9 氯化法及硫酸法生产工艺流程对比	9
图 10 公司研发费用投入远超同行	12
图 11 龙蟒整体产能规模远超同行	12
图 12 近年钛白粉与主要原料价差维持在较高水平	12
图 13 钛白粉周度社会库存仍处于近四年低位（千吨）	13
图 14 2016 年以来全球钛白粉产能维持在 850 万吨附近	13
图 15 钛白粉下游应用领域分布情况	15
图 16 2017-2018 年竣工面积/开工面积相较往年明显偏低	15
图 17 2017 年开始，房地产新开工及竣工出现剪刀差，今年 7 月以来竣工面积增速开始回升	15
图 18 2019 年汽车产销同比大幅下滑	16
图 19 2019 年汽车行业渠道经历了快速去库	16
图 20 全球几大区域历史 GDP 增速	17
图 21 IMF 对全球主要国家未来 GDP 实际增速的预测	17
图 22 国内钛精矿产量中高钛渣占比仅 5%	18
图 23 我国 2018 年钛精矿进口占比为 40%	18
图 24 海外前四大企业控制了全球近 60% 的钛精矿产量	19
图 25 2017 年全球金红石矿产 TiO ₂ 当量分布（万吨）	19
图 26 2017 年全球金红石矿储量 TiO ₂ 当量分布（万吨）	19
图 27 2018 年全球锆矿产量同比下滑	20
图 28 2018 年全球锆矿产量集中在澳大利亚和南非	20
图 29 锆英砂资源被海外巨头垄断	21
图 30 公司近年保持 60% 以上的分红率	22

表 1: 公司产能表和未来扩产计划.....	6
表 2: 颜料级钛白粉分为锐钛型和金红石型.....	8
表 3: 硫酸法和氯化法主要物料.....	8
表 4: 龙蟠佰利钛白粉盈利能力明显高于同行.....	10
表 5: 公司成本在全球范围内有竞争优势, 财务状况好于海外同行.....	10
表 6: 钛白粉业内产能单吨投资额.....	11
表 7: 钛白粉产能对原材料的配套情况一览.....	11
表 8: 2015 年以来国内产能增速放缓, 2017 年以来行业开工率在 80%附近.....	13
表 9: 全球钛白粉扩产计划.....	14
表 10: 海外龙头钛白粉全球销售分布.....	16
表 11: 东方锆业 2018 年 5 月披露的 Image 首三年产量及收益预测.....	20
表 12: 公司核心假设及分部盈利预测.....	21

1.氯化法钛白粉龙头，成本优势显著

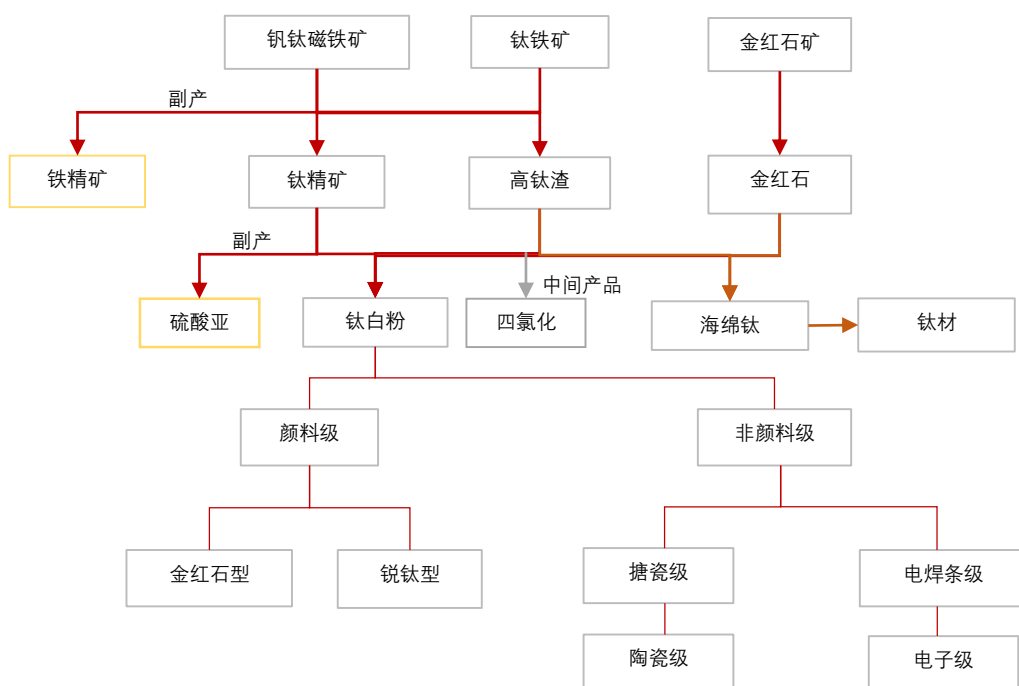
1.1. 产业链一体化龙头，产能持续增长

公司最早是 1975 年成立的焦作化工厂，2002 年 7 月变更为河南佰利联，2011 年 7 月上市，拥有氯化法工艺技术优势，2016 年 9 月并购了当时硫酸法产能最大的龙蟒钛业 100% 的股权，强强联合，拥有了“钒钛磁铁矿-钛精矿-钛白粉”的完整产业链，并不断向高钛渣、海绵钛等高附加值产品延伸。

公司当前拥有钛白粉产能 95 万吨（含在建），产能规模国内第一，全球第三，上市以来围绕“钛铁矿—铁精矿—钛白粉”产业链全面布局，成为国内最具成本优势的钛白粉龙头企业，并且不断挖潜产业链资源，外售铁精矿、高钛渣、四氯化钛、硫酸亚铁、海绵钛等多个副产品或中间产品。

公司现有五大生产基地，包括钛白粉的四大生产基地河南焦作母公司、四川德阳龙蟒、湖北襄阳龙蟒、云南楚雄新立和钛精矿采选基地攀枝花，其中德阳和襄阳均配套攀枝花的钛矿，云南原矿品位较高，可直接用作氯化法的原料，且水电成本低廉，具有成本优势。根据公司产能规划，我们预计至 2021 年公司钛白粉产能将达到 115 万吨，其中氯化法钛白粉产能 50 万吨。与此同时，公司深入挖潜现有的钛铁矿资源，在建 50 万吨攀西钛精矿升级项目，投产后将年产氯化钛渣基料 30 万吨和 20 万吨高品质铁，远期还将围绕铁、钒、钛进一步向下游深加工制品延伸。

图 1 公司产业链图



资料来源：华西证券研究所整理

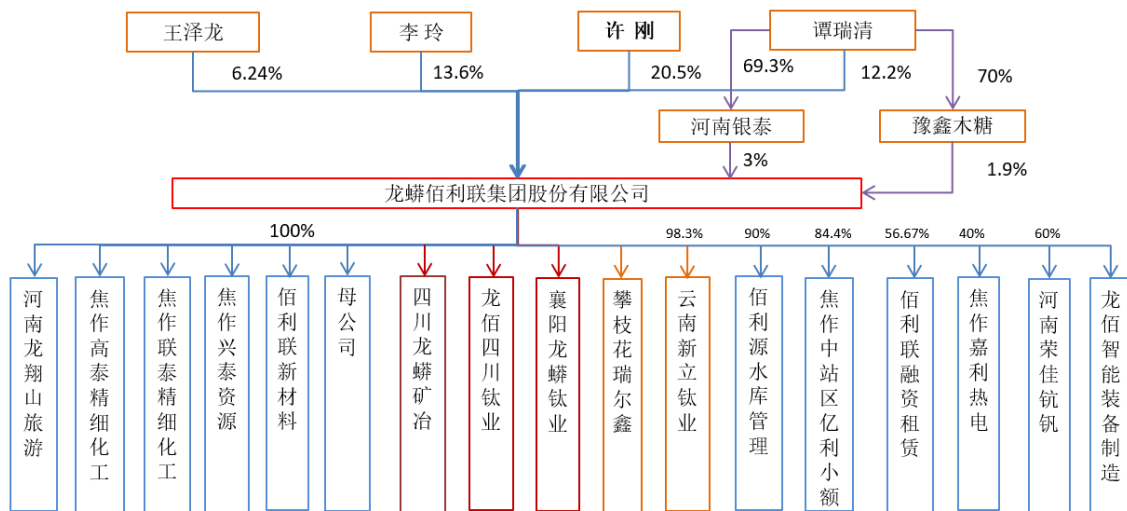
表 1：公司产能表和未来扩产计划

万吨	产能地点		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
硫酸法钛白粉	河南焦作	母公司	20	20	20	20	20	20
	四川德阳	龙蟒	20	22	22	22	22	45
	湖北襄阳	襄阳龙蟒	10	12	12	15	15	
氯化法钛白粉	河南焦作	新材料公司	6	6	6	26	30	30
	云南楚雄	新立钛业				6	10	20
钛精矿采选	攀枝花	龙蟒矿冶	60	60	60	60	60	60
	攀枝花	瑞尔鑫		20	20	20	20	20
高钛渣	河南焦作	新材料公司	30	30	30	30	30	30
	云南楚雄	新立钛业	8	8	8	8	15	15
	攀枝花	龙蟒矿冶						30
海绵钛钛合金	河南焦作	新材料公司						3
	云南楚雄	新立钛业	1	1	1	1	3	3
铁精矿	攀枝花		330	330	330	400	400	420

资料来源：公司公告、华西证券研究所

原佰利联董事长许刚为公司第一大股东，目前控股 20.5%。李玲、王泽龙在 2016 年佰利联并购龙蟒集团时，通过定增成为公司的第二和第四大股东，其定增股票于 2019 年 9 月 20 日解禁，并于 2019 年 9 月 21 日公告，李玲、王泽龙、汤阴县豫鑫木糖及高管靳三良计划 15 个交易日起的 6 个月内共计减持 19.07%。李玲、王泽龙、靳三良均未在公司重要岗位任职，减持并不影响公司经营。

图 2 许刚为公司第一大股东，小非减持不影响公司经营

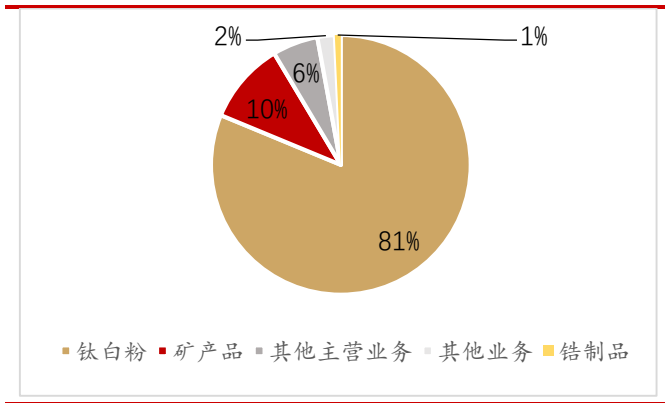


资料来源：公司公告，华西证券研究所

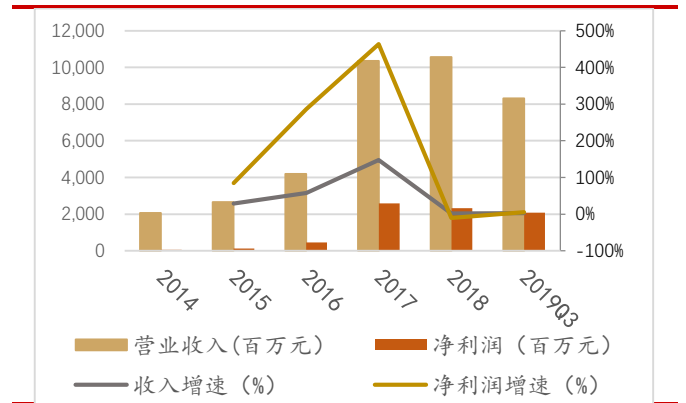
钛白粉业务占公司总收入的 81%，2016 年是公司业绩的分水岭，佰利联收购龙蟒大幅增厚收入，盈利能力波动主要还是由行业景气造成，近三年公司净利率均在 25% 左右，ROE 有所下降，但仍高于 16%。公司未来在持续扩张钛白粉产能的同时，预计还将持续挖潜其矿产资源，开拓钒、铁等下游的深加工制品。

图 3 钛白粉是公司主要的收入来源 (2018 年)

图 4 公司 2019Q3 净利润增速 5%

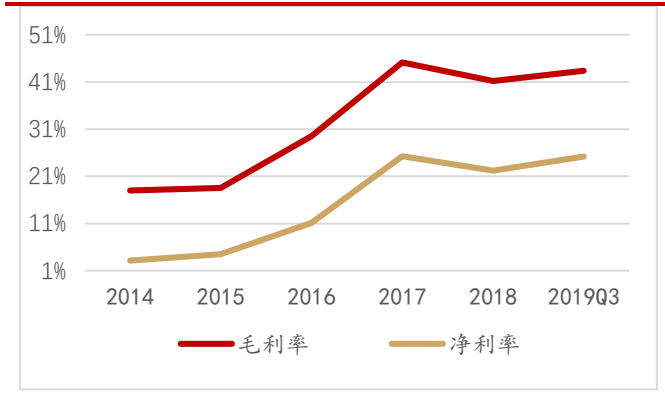


资料来源：公司公告，华西证券研究所



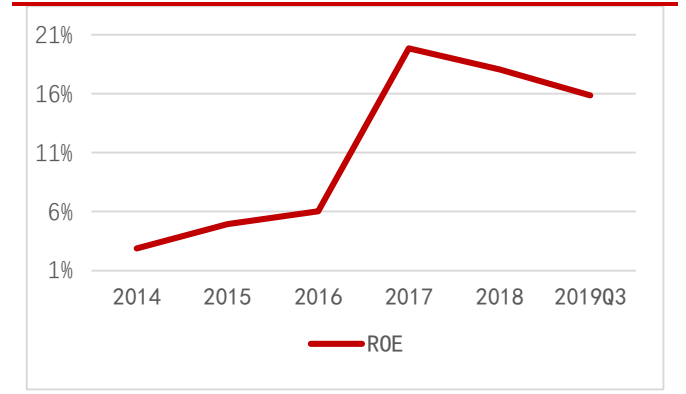
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司 2019Q3 净利率为 25%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司连续三年 ROE 高于 16%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 国内氯化法绝对龙头，拥有巨大成本优势

钛白粉根据生产工艺的不同可分为氯化法和硫酸法，按用途不同分为颜料级和非颜料级，颜料级中按晶体结构不同可分为金红石型与锐钛型。当前国内生产工艺仍是硫酸法占主导，按用途以颜料级为主，颜料级中又以金红石型为主。氯化法生产金红石型钛白粉，硫酸法既可生产金红石型，也可生产锐钛型钛白粉，其中氯化法生产的金红石质量好于硫酸法。根据公司 2018 年年报披露，2018 年国内钛白粉综合产量 295 万吨，其中金红石型 229 万吨，占比 77%，锐钛型 50.7 万吨，占比 17%，非颜料级 15 万吨，占比 6%。

表 2：颜料级钛白粉分为锐钛型和金红石型

	锐钛型 (A 型)	金红石型 (R 型)
TiO2 含量	20-25%	75-80%
熔点	高温下转化为金红石型	1850 度
莫氏硬度	5.5-6	6-6.5
折射率	2.55	2.7
用途	室内涂料、油墨、橡胶、玻璃、化妆品、肥皂、塑料和造纸等。	高级室外涂料、有光乳胶漆涂料、有较高消色力和耐候要求的橡胶材料、高级涂层纸张。

资料来源：华西证券研究所

氯化法相较硫酸法生产过程清洁，对原料要求高，产品质量好，是国际的主流工艺路线，也是国内钛白粉生产工艺的发展方向。硫酸法属于传统的生产工艺，主要生产流程包括“酸解-水解-洗涤-煅烧”，该工艺路线污染高（产废酸，石灰/电石渣中和后产污泥），对原料纯度要求低，产出产品价低。氯化法属于新型生产工艺，主要生产流程包括“氯化-氧化-再加工”，该工艺路线相对清洁（一价氯离子固废排放少），能耗低，但要求原料为 TiO2 含量 90% 以上的金红石或者高钛渣，技术难度较大。氯化法产出的金红石分散性较硫酸法强 10%，遮盖率强 15%，当前国内售价较硫酸法高 2000 元/吨。

表 3：硫酸法和氯化法主要物料

硫酸法			氯化法		
项目	规格	单耗 (吨)	项目	规格	单耗 (吨)
钛精矿	TiO2 50%	2.4	富钛料	TiO2 90%	1.3
硫酸	0.98	4	液氯	>=99.6%	0.3
铁屑	>=99%	0.15	石油焦	>=97.5	
煤	5000kcal/kg	0.56	氧气	>=99.5%	400 立方米
电		1200 度/吨	电		1200 度/吨
产品金红石性能	分散性较氯化法的差 10%；遮盖率较氯化法强 15%		产品金红石性能	分散性较硫酸法的强 10%；遮盖率较氯化法差 15%	
评价	污染高，对原料纯度要求低，产品价低。		评价	工艺简单，能耗低，对原料要求高，产品价高。	

资料来源：《我国钛白粉生产现状和发展探究》，华西证券研究所

氯化法钛白粉的技术难点在于氧化环节，进行氧化反应的氧化反应器是生产工艺中的核心设备，国产技术与海外仍有差距。如前文所述，氯化法的主要生产流程包括“氯化-氧化-再加工”，其中氯化反应生成的四氯化钛是颗粒细小的二氧化钛，很容易在氧化反应器的边缘形成沉淀，烧结成坚硬的疤层。因而，机器可连续运作的时长，成为衡量工艺水平的重要指标。公司作为国内氯化法工艺最领先的企业，开车 20 天需要检修，海外企业可连续运作 6-7 周，相较于海外企业仍有差距。

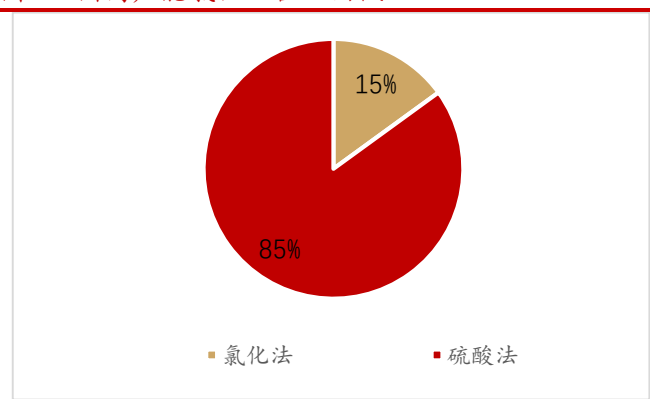
氯化法的清洁生产工艺、产品质量好以及氯化的原材料——高品位钛矿资源丰富等因素使得氯化法成为海外主流生产工艺。反观国内，氯化法也逐步成为主流生产工艺，明后年投产的新产能均以氯化法为主。

图7 海外产能以氯化法为主

企业	钛白粉产能 (万吨)	氯化法占比
科慕	124	100%
Venator	81	100%
科斯特	86	87%
康诺斯	56	79%
特诺	47	62%
龙蟒佰利	89 (不含在建)	36%

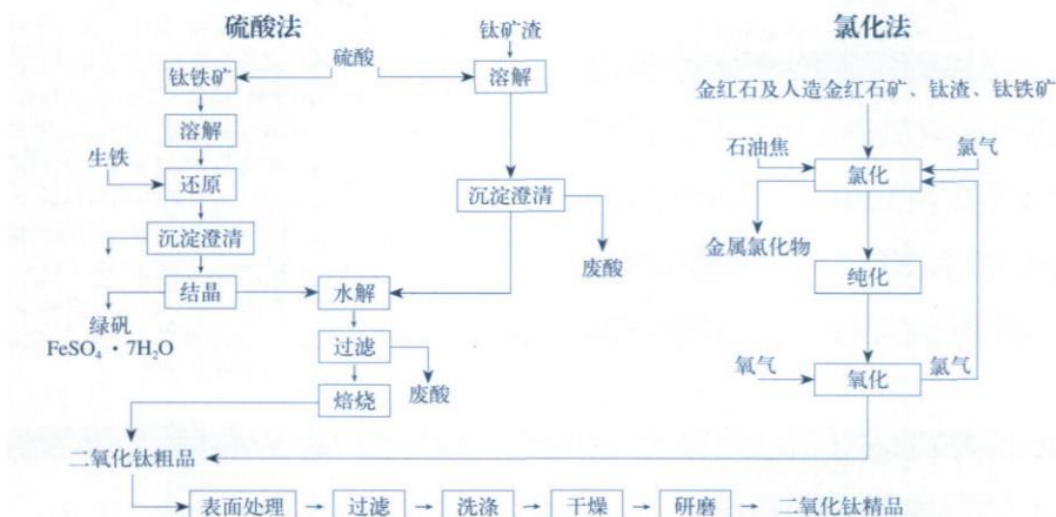
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 国内产能氯化法占比偏低



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图9 氯化法及硫酸法生产工艺流程对比



资料来源：《钛白粉硫酸法与氯化法清洁生产比较》，华西证券研究所

公司是国内最具成本优势的企业，与海外龙头相比也有明显的竞争优势，从相关上市公司钛白粉毛利率数据来看：2017年以来，龙蟒佰利毛利率相较于同行高出至少10PCT，龙蟒佰利大幅盈利的当下，部分小规模上市同行已接近盈亏平衡线。与科慕斯、特诺、Venator等海外龙头相比，公司的钛白粉盈利能力也仅低于特诺。分析成本优势的五大内在原因：(1) 公司全产业链布局，循环经济优势。公司钛白粉、锆制品、硫酸和富钛料等系列产品生产工艺相通。富钛料产品为氯化法钛白粉的原料，中间产品还原钛可以替代硫酸法生产中所使用的铁粉，副产煤气和余热可供应硫酸法钛白粉等。(2) 规模效应。公司当前整体规模95万吨，为国内规模最大的龙头企业，产能市占率为22%，国内排名第二的企业市占率仅8%。通常2期项目无需再建设公用工程，单吨投资额会明显下降，中核钛白硫酸法产能二期投资额仅1600万元/吨，最早一期项目投资额9800万元/吨；龙蟒氯化法产能二期项目转用国产设备，叠加无需新建公用工程，也带动单吨投资额从18300万元/吨下降至9000万元/吨。(3) 原材

料配套比例高。公司硫酸法产能都实现了硫酸配套，四川和襄阳产能所需的钛矿均可自供。(4) 产能布局优势。四川、襄阳和云南的产能均靠近原料产地，且当地能源成本低廉，以云南地区水电成本为例，仅 0.25-0.3 元/度，若单吨生产耗电 1200 度，相较于 0.7 元/度的用电成本，也可节约 600 元/吨的生产成本。(5) 技术工艺优势。公司氯化法技术 2012 年即与钛康达成合作，通过多年持续的研发投入，技术融合非常成熟。部分同行需外采公司的四氯化钛进行生产。

表 4：龙蟒佰利钛白粉盈利能力明显高于同行

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
龙蟒佰利					
单价 (元/吨)	10549	10003	10125	14387	14002
单吨成本 (元/吨)	8637	8093	7068	8053	8437
毛利率	18%	19%	30%	44%	40%
中核钛白 产地分布在甘肃和安徽					
单价 (元/吨)	10628	9495	9412	13957	14138
单吨成本 (元/吨)	7993	7588	7056	9266	9859
毛利率	25%	20%	25%	34%	30%
金浦钛业 产地分布在南京 (18 万吨) 和徐州 (5 万吨)					
单价 (元/吨)	9755	8884	9659	13284	13374
单吨成本 (元/吨)	8445	7519	7932	10063	10992
毛利率	13%	15%	18%	24%	18%
安纳达 产能分布在安徽 10 万吨					
单价 (元/吨)	10223	8988	8693	13524	13847
单吨成本 (元/吨)	9470	8911	7471	10608	11730
毛利率	7%	1%	14%	22%	15%

资料来源：公司公告，华西证券研究所整理

表 5：公司成本在全球范围内有竞争优势，财务状况好于海外同行

2018 年数据	科慕斯 chemours	特诺 tronox	Venator	龙蟒佰利
钛白粉产能 (万吨)	125	46.5	65.2	60
氯化法产能 (万吨)	125	46.5	22.5	6
收入 (亿元)	456	125	155	105
净利润 (亿元)	68	0	-9.6	22.86
毛利率 (%)	30%	27%	31.50%	41.20%
资产负债率 (%)	86.50%	81.43%	65.59%	39.60%
产量 (万吨)	118.8	44.2	61.9	62.7
销量 (万吨)	109.3	40.6	57	58.6
年均价 (美元/吨)	2905.3	3112.6	2923.6	2180
吨成本 (美元/吨)	1939.6	1614.1	2191.8	1394.8
单吨盈利能力	33.24%	48.14%	25%	36%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

备注：收入、净利润及毛利率均是以公司整体业务为计算基数，未单独分列钛白粉业务情况

表 6：钛白粉业内产能单吨投资额

企业	项目	建成时间	总投资额 (亿元)	单吨投资额 (万元/吨)	有无配套
龙蟒佰利	20 万吨氯化法二期工程	2019 年	18	9000	
龙蟒佰利	6 万吨氯化法一期工程	2016 年	11	18300	有
天原集团	5 万吨氯化法项目	2019 年	10	20000	有
云南新立	6 万吨氯化法项目	建设期从 09 年开始， 但一直未能正常生 产，直至被龙蟒收购	18	30000	有
中核钛白	10 万吨硫酸法金红石项目	2019 年	1.6	1600	
中核钛白	10 万吨硫酸法金红石项目	2017 年	9.8	9800	有
徐州钛白	8 万吨硫酸法项目	2016 年	8.7	11000	有

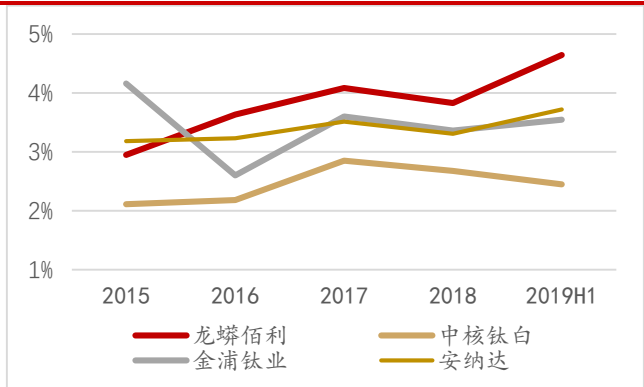
资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7：钛白粉产能对原材料的配套情况一览

万吨		2019	硫酸需 求	硫酸配 套	硫酸在 建	钛精矿 需求	钛精矿 配套	备注
硫酸 法钛 白粉	河南焦作 母公司	20	80	60		48		单耗钛精矿 2.3-2.4 吨， TiO ₂ 含量 50% 左右。
	四川德阳 龙蟒	22	88	80		52.8	龙蟒矿冶 60+瑞尔 鑫 20	
	湖北襄阳 襄阳龙蟒	15	60	40	40	36		
氯化 法钛 白粉	河南焦作 新材料公司	26				31.2	进口为主	单耗钛精矿 1.2-1.3 吨， TiO ₂ 含量 90%左 右。
	云南楚雄 新立钛业	6				7.2	当地钛矿 品质可用于 氯化法生 产	

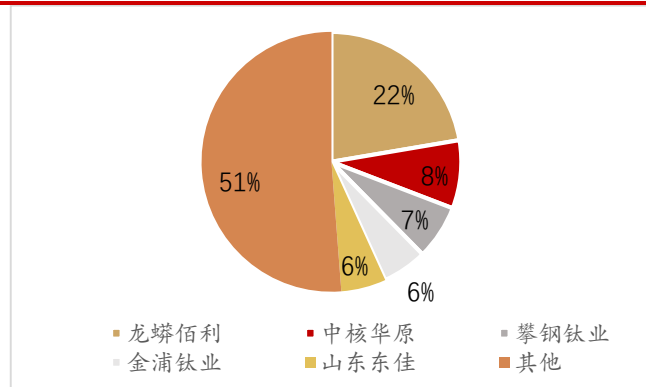
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 公司研发费用投入远超同行



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 龙蟒整体产能规模远超同行

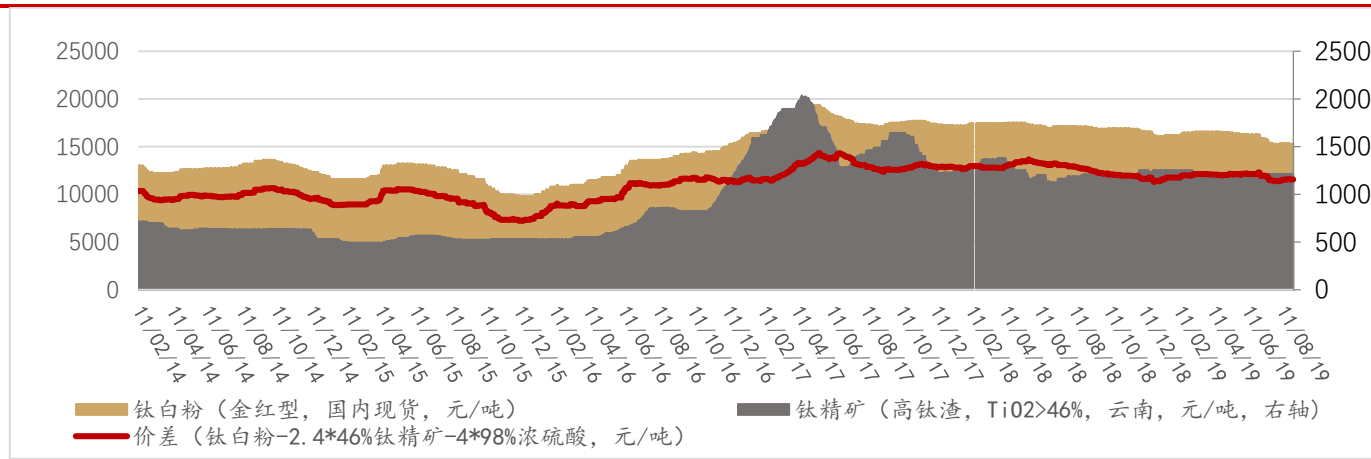


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 未来两年钛白粉全球供需保持平衡，成本推动价格上涨

回顾国内钛白粉价格的历史走势，2011年至2016年是产品价格的持续回落期，2015-2016年钛白粉价格价差跌至低谷，期间海外退出90万吨产能，国内退出39万吨产能，同时行业内并购事项增多，行业格局大幅好转。产品价格于2016年中触底回升，并在2017年达到近10年的价差高点。2018-2019年产品价格价差相较过去两年大幅改善，但从上文表2的上市公司数据来看，部分边际产能的盈利能力与2016年持平，处于微利状态。我们预计是高额环保投入造成了行业非原料成本的提升，规模越小的产能，单吨折旧越大。当前国内单基地6万吨以下产能占比30%，预计这部分产能都处于微利状态，而行业开工率达到80%，意味着当前钛白粉价差并无大幅下跌的风险。下文我们深入分析2020-2021年的供需格局后认为：未来两年钛白粉全球供需或将保持平衡，成本端的上涨有望顺利向下游传导。

图 12 近年钛白粉与主要原料价差维持在较高水平



资料来源：wind，华西证券研究所

图 13 钛白粉周度社会库存仍处于近四年低位（千吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

备注：社会库存=企业库存+渠道库存

2.1 2019-2021 年全球钛白粉供给增长预计为 3-4%

2015 年以来，国内产能增速已逐步放缓，行业开工率也基本稳定在了 80% 附近，行业基本处于供需平衡的状态。全球来看，2016 年以来行业产能维持在 850 万吨附近，2019 年国内新投产了 44 万吨产能，海外亨斯曼法国工厂彻底关闭，预计至年底全球产能约为 880 万吨，产能增速为 3.5%；参考业内企业已公布的扩产计划，我们预计 2020-2021 年，全球行业供给增速每年不会超过 4%，国内行业供给增速不会超过 5%。

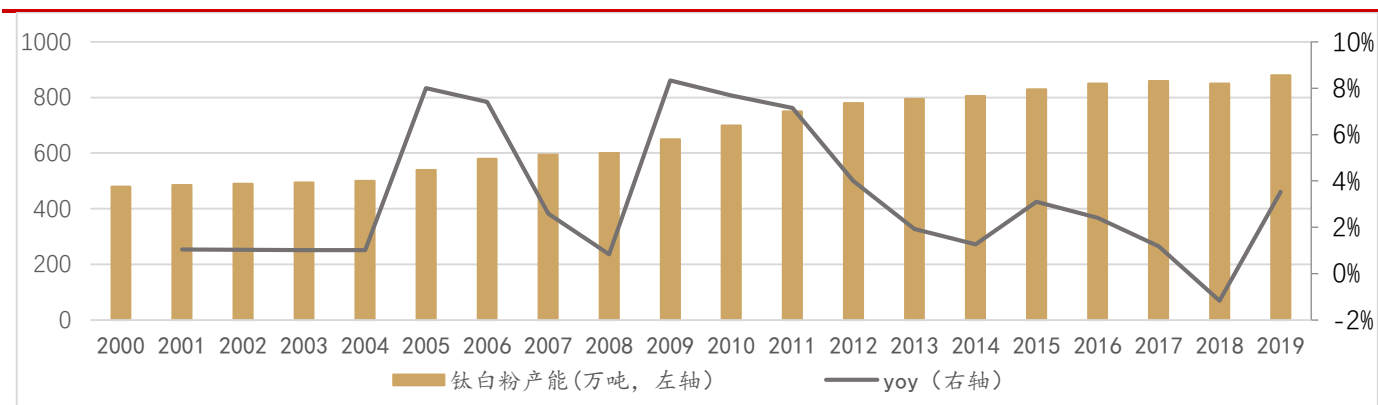
表 8：2015 年以来国内产能增速放缓，2017 年以来行业开工率在 80% 附近

万吨	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量+库存变动	开工率 (%)
2019 年 10 月	412	265	14	82	196	76%
2018	375	295	20	91	224	79%
2017	365	287	22	83	226	79%
2016	365	260	19	72	207	71%
2015	360	232	20	54	199	65%
2014	345	247	22	55	213	71%

数据来源：百川资讯，卓创资讯，新闻整理，公司公告，华西证券研究所

备注：产能数量以年底基数为准，未考虑投产时点造成的影响。

图 14 2016 年以来全球钛白粉产能维持在 850 万吨附近



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

表 9：全球钛白粉扩产计划

企业		投产计划
龙蟒佰利	焦作	2019 年 11 月 20 万吨氯化法产能已完全投产，预计 20 年上半年满产
	云南新立	2019 年底 6 万吨氯化法产能已复产，预计明年下半年将扩产至 10 万吨。
攀钢钛业		预计 2020 年中投产 5 万吨氯化法产能。
金海钛业		预计 2020 年中投产 6 万吨氯化法产能。在建 10 万吨硫酸法产能，投产时点不明。
中信钛业		预计 2021 年中投产 6 万吨氯化法产能。
海外	科慕	公司 2019 年对外宣布，2019-2021 年将每年技改新增 15-20 万吨产能。

资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

2.2 明年国内钛白粉需求受益于竣工面积高增和汽车产销回升

需求方面，我们参考卓创最新对钛白粉下游分布的估计作为分析基准，预计涂料、塑料和造纸行业是钛白粉的主要下游，分别占比 60%、20%、10%。涂料领域下游又分为建筑涂料和工业涂料，分别应用于房地产和汽车、家电行业，预计房地产和汽车、家电在钛白粉下游占比分别为 40%、20%。

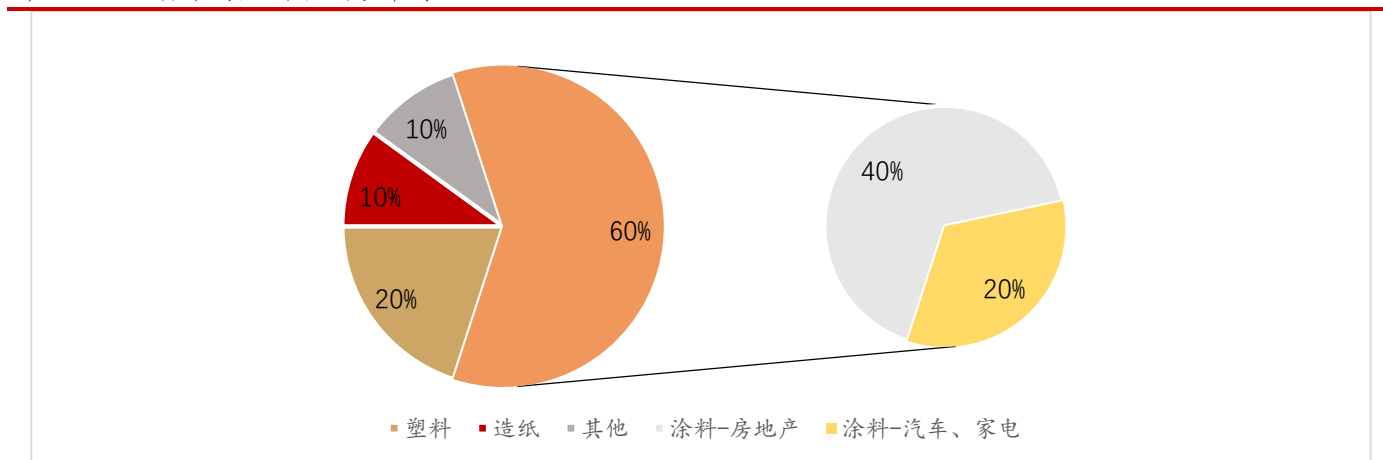
国内整体钛白粉需求增速有望达到 7%，假设过程如下：（1）涂料方面，预计 2020 年国内需求将受益于竣工面积增长和汽车产量增速企稳，假设竣工面积 2020 年同比增长 10%，汽车产销增速恢复至 5%，则涂料明年国内需求增速至少在 8% 以上。（2）非涂料领域，假设塑料和造纸领域对钛白粉需求增速 5%。

（1）竣工方面：2017-2018 年国内竣工明显不足，今年 7 月开始，竣工增速已逐步回升。虽然竣工面积数据较为失真，但与土地增值税（清缴主要发生在竣工阶段）增速对比看，基本趋势一致。2017-2018 年竣工不足的原因包括：a) 2015-2016 年新房销售中三、四线城市销售面积占比提升，而三、四线城市竣工周期长于一、二线城市；b) 开发商倾向于推迟竣工以增加资金周转等。但竣工周期延长不代表不竣工，前期推迟竣工的堰塞湖有望在 2020-2021 年得到纾解。

（2）汽车方面：11 月产销增速已见底回升。今年前 11 月国内汽车产销量累计同比下滑近 9%，其中 8-11 月的当月销量同比变化分别为-7%/-5%/-4%/+7.7%，11 月

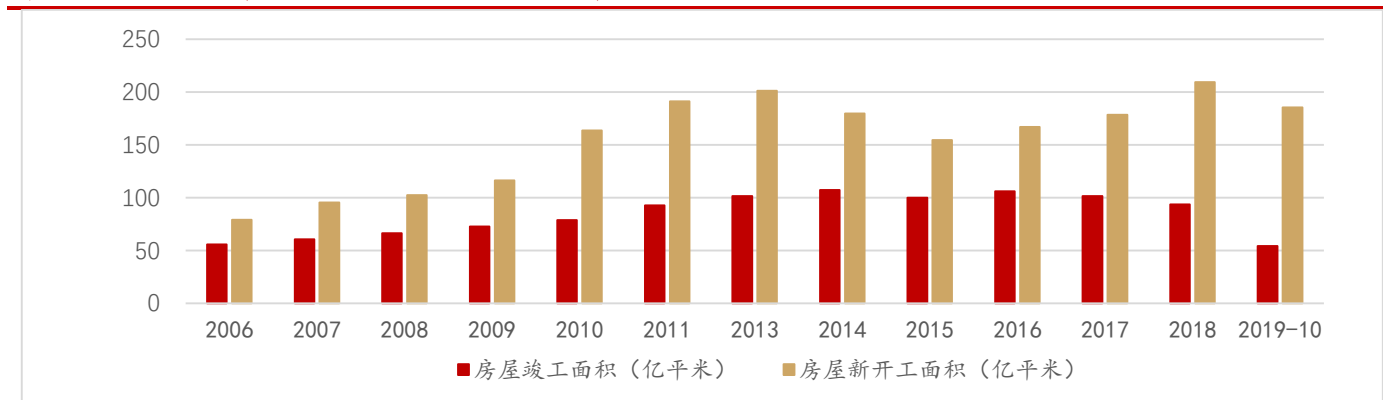
销量增速已见底回升，同时11月产量同比增速达到了13%。经过2018-2019年两年渠道去库，当前汽车行业渠道库存已处低位，2020年汽车产销量均有望保持正增长。

图 15 钛白粉下游应用领域分布情况



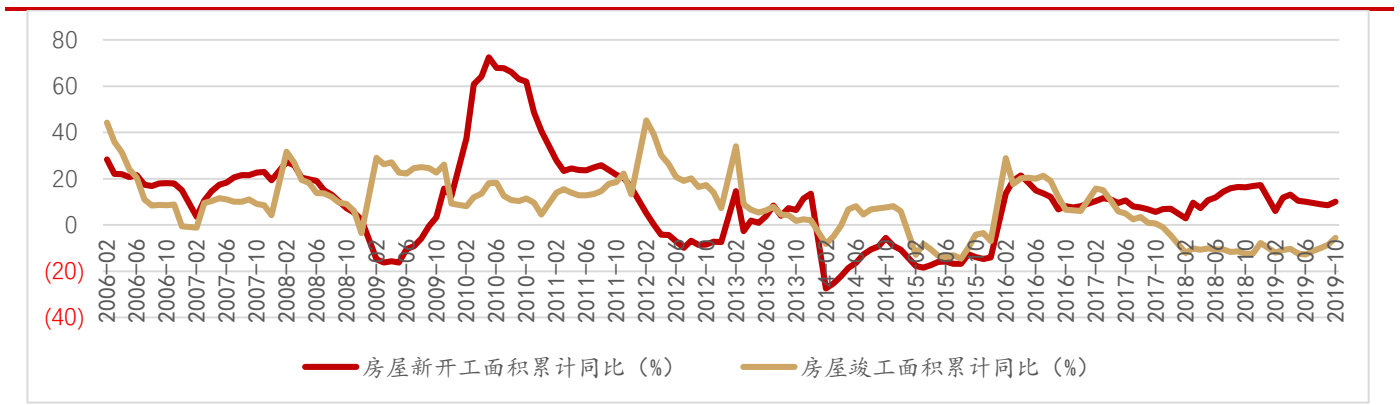
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 16 2017-2018 年竣工面积/开工面积相较往年明显偏低



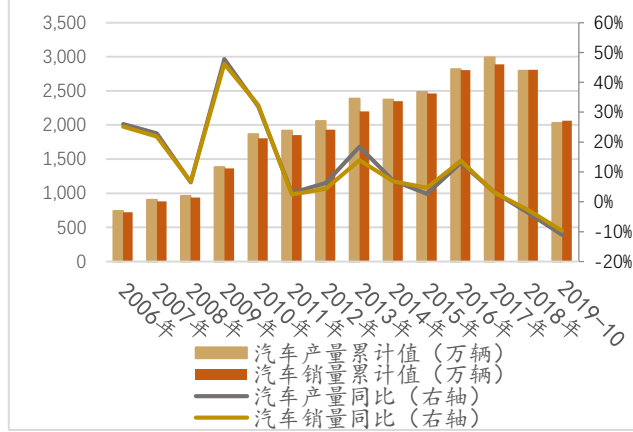
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 17 2017 年开始，房地产新开工及竣工出现剪刀差，今年 7 月以来竣工面积增速开始回升



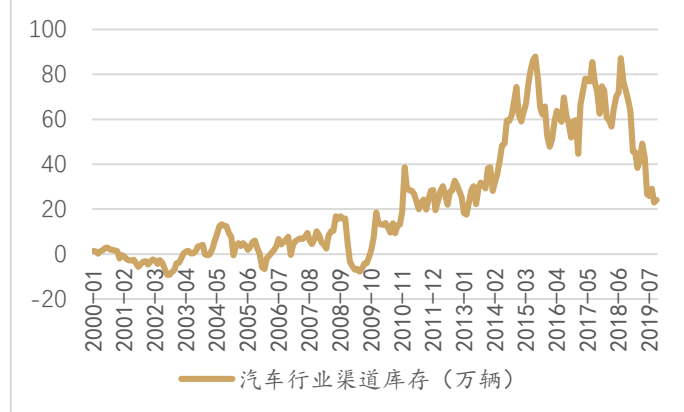
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 18 2019 年汽车产销同比大幅下滑



资料来源：国家统计局，中国汽车工业协会，华西证券研究所

图 19 2019 年汽车行业渠道经历了快速去库



资料来源：中国汽车工业协会，华西证券研究所
备注：忽略 2000 年以前的渠道库存

2.3 预计全球钛白粉需求 2020 年增速为 4-5%

我们依据以下数据来粗略拆分钛白粉的全球需求分布：(1) 科慕在 2018 年年报中预估全球钛白粉产量 590 万吨；(2) 2018 年国内钛白粉表观需求量约 220 万吨；(3) 表 10 中梳理了科慕、特诺、Venator (2018 年产量合计近 230 万吨) 2018 年钛白粉销售收入的区域分布；(4) 忽略库存波动。

中国需求预计占全球的 37% (准确)，北美和“欧洲、中东、非洲”预计各占比 20% (估算)，拉美及亚洲其他新兴国家占比 20% (估算)。

表 10：海外龙头钛白粉全球销售分布

	科慕	特诺	Venator
销量 (万吨)	109.3	40.6	57
北美	28%	36%	18%
亚太	30%	30%	22%
欧洲、中东、非洲	27%	30%	50%

拉丁美洲

15%

4%

10%

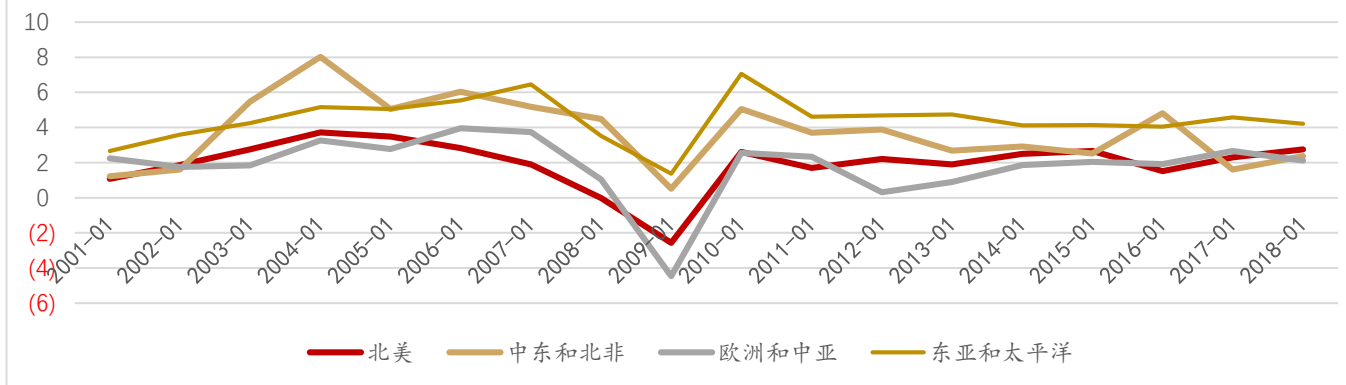
资料来源：公司公告，华西证券研究所

备注：区域占比是以财报披露的二氧化钛相关产品销售收入分布计算

上一章节我们已分析，明后年国内需求受益竣工及汽车产销回升，钛白粉需求增速 7%。全球其他区域对钛白粉的需求增速预计为 1.5%-2%，假设基于 IMF 对其经济体 GDP 实际增速预期：美国、德国、英国、法国、印度、巴西、越南 2020 年 GDP 实际增速分别为 2.1%、1.25%、1.45%、1.26%、7%、6.5%、2.4%。

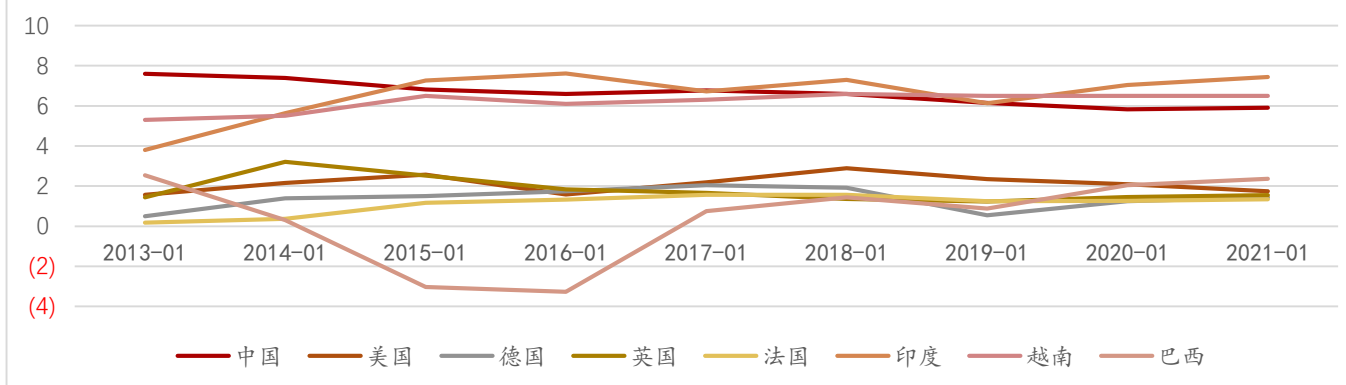
按中国占钛白粉全球需求 40%、非中国区域占比 60%来估算，全球 2020 年对钛白粉需求增速为 4-5%，对应新增需求约 24-30 万吨。

图 20 全球几大区域历史 GDP 增速



资料来源：世界银行，华西证券研究所

图 21 IMF 对全球主要国家未来 GDP 实际增速的预测



资料来源：IMF，华西证券研究所

2.4 钛矿价格明年存上涨风险，公司不断加强上游控制力

全球钛矿资源分布极不均衡，优质钛矿集中在国外，我国低品位矿供大于求，高品位矿主要靠进口。2018 年全球钛矿资源储量约为 94200 万吨（以二氧化钛含量

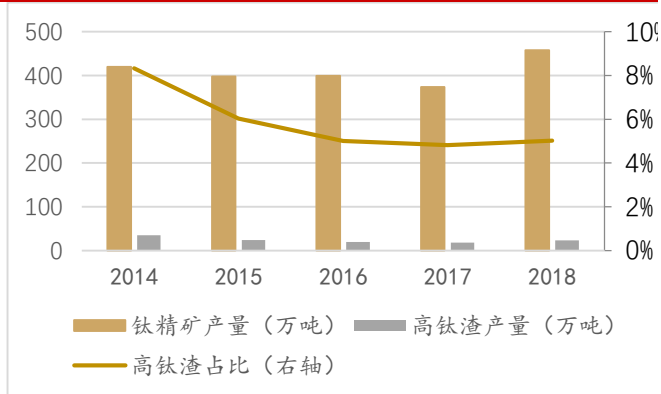
测算)，其中钛铁矿占了绝大多数，钛铁矿储量约占 93.4%，金红石资源 6200 万吨，约占 6.58%。钛矿按照形态不同分为岩矿和砂矿两种，其中砂矿质量好于岩矿（TiO2 含量越高，质量越好），我国的钛矿以岩矿为主，海南、云南、两广、江西有部分砂矿，海外则以砂矿为主。优质钛矿资源被垄断，集中在澳大利亚东西海岸、南非理查兹湾、美国南部和东海岸、印度半岛南部喀拉拉邦、斯里兰卡、乌克兰、巴西东南海岸、塞拉利昂西南海岸等地区，被英国力拓集团、澳大利亚 Iluka、南非 Iscor 和澳大利亚 Ticor 的合资公司 Exxaro、爱尔兰的 Kenmare 等世界前四大钛矿资源经销商控制。

氯化法钛白粉需要 TiO2 含量高于 90%的富钛料（又名高钛渣）作为原料，这部分原料以海外进口为主，而明年全球新增产量主要集中于氯化法工艺的钛白粉（预计 2019 年下半年至 2020 年底，全球新投产+复产的钛白粉产能总量将达到 55-60 万吨），若这部分产能满产，预计将增加富钛料需求 66-72 万吨。

力拓、Iluka、Kenmare 等企业普遍预期 2019 年是钛矿供需平衡的一年，未来优质钛矿资源含量将不断下降，且氯化法对优质钛矿的需求增长，将导致行业供需紧张，产品价格上涨。我们认为，全球优质钛矿的垄断格局会加大钛矿供需偏紧情况下钛矿价格的上涨弹性。

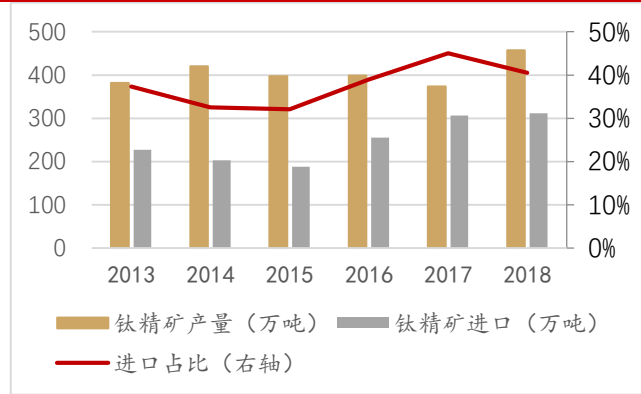
公司不断加强对上游优质资源的控制力，努力规避原材料价格波动风险。（1）根据公司 2019 年 6 月 30 日公告，2019 年收购的云南新立钛业，靠近国内云南的优质钛矿资源，并获得当地政府支持；（2）根据公司 2019 年 4 月 9 日公告，在建 50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣项目，建成后将形成氯化钛渣 30 万吨年产能用于氯化法钛白粉和海绵钛生产；（3）根据公司 2018 年 5 月 18 日公告，公司 2018 年 5 月与攀枝花政府签订合作协议，计划未来五年投资 50 亿推进攀西钒钛磁铁资源并用于大规模氯化法生产。

图 22 国内钛精矿产量中高钛渣占比仅 5%



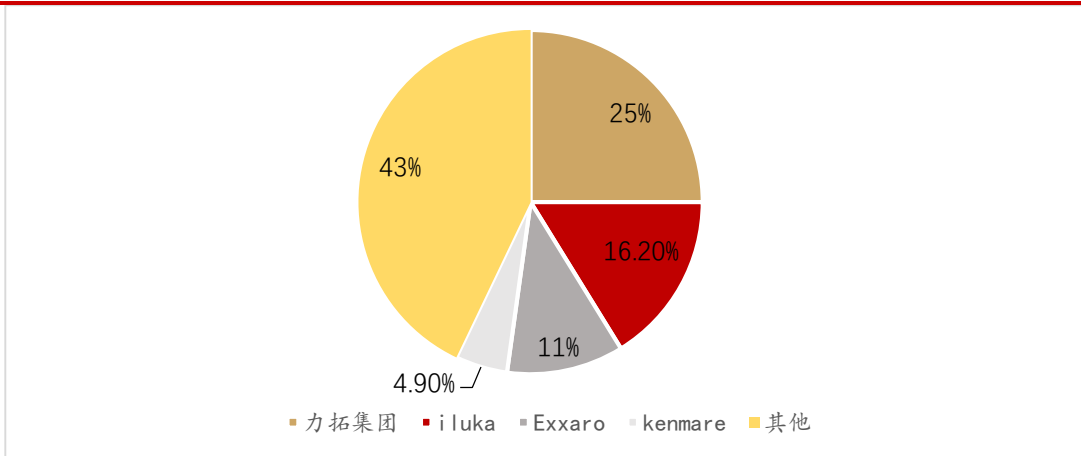
资料来源：《2018 年我国钛白粉生产现状及展望》，华西证券研究所

图 23 我国 2018 年钛精矿进口占比为 40%



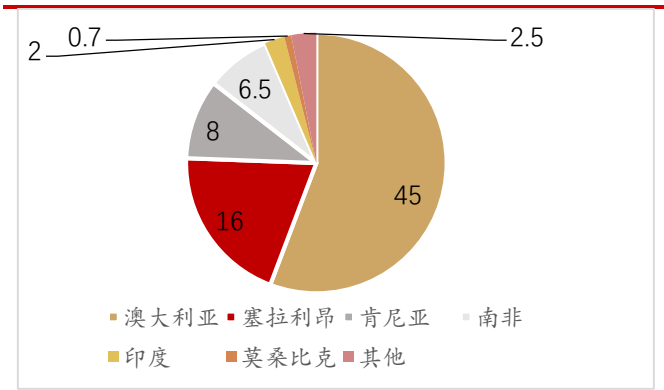
资料来源：国家统计局，海关总署，华西证券研究所

图 24 海外前四大企业控制了全球近 60%的钛精矿产量



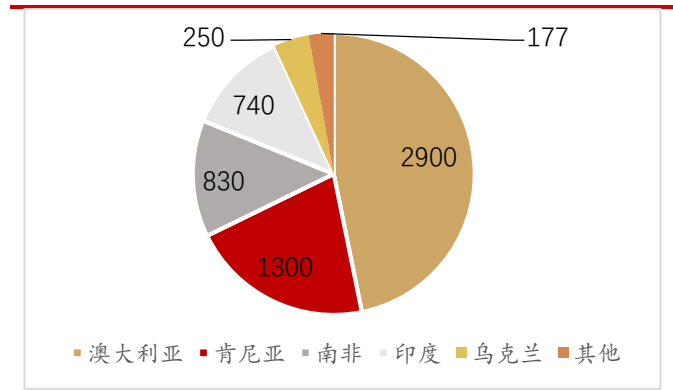
资料来源：《全球钛矿资源现状与利用趋势》，华西证券研究所

图 25 2017 年全球金红石矿产 TiO2 当量分布（万吨）



资料来源：Mineral commodity summaries, 华西证券研究所

图 26 2017 年全球金红石矿储量 TiO2 当量分布（万吨）



资料来源：Mineral commodity summaries, 华西证券研究所

3. 现金收购优化资产配置，收购东方锆业获上游资源

上市公司的发展史，是极为优秀的并购史：（1）2016 年钛白粉行业景气底部，佰利联并购行业龙头四川龙蟒；（2）2019 年 5 月 8.3 亿并购云南新立钛业，获得低成本的云南地区氯化法产能；（3）2019 年 11 月以 8.73 亿现金收购东方锆业 15.66% 的股权，获得其控制的上游锆矿资源。公司 2017-2019 年经营性净现金流均有望在 20 亿以上，充沛的现金流可支撑其进行大额的资本开支、研发、环保投入以及现金收购，资产配置得到优化。

公司今年 11 月，以 8.73 亿现金向中核集团收购东方锆业 15.66% 的股权，获得锆钛矿资源，此前预计其上游控股公司 Image 有望实现 89 万吨钛铁矿、9000 吨金红石和 3.24 万吨锆英砂的年均产量。全球的锆矿资源主要集中在澳大利亚和南非，中国储量均较少，产量被 ILUKA、RIO TINTO、TRONOX 三家巨头垄断控制了 60%+。中国锆矿资源的不足造成国内锆英砂严重依赖进口。东方锆业与子公司铭瑞锆业合计持有 Image 24.2% 的股份，为公司第一大股东。Image 控制布纳伦和阿特拉斯两块资源，这两矿带是公认的优质矿带，平均 8.1% 重矿物。2019 年 3 月公司公告布纳伦矿石品位高于预期，提升矿石储量。

东方锆业已形成五大独立的规模化生产基地，分别是汕头总部的氧化锆结构陶瓷生产基地、总部盐鸿厂区的复合氧化锆和硅酸锆生产基地、广东省韶关市的乐昌子公司（乐昌东锆新材料有限公司）的高纯氯氧化锆和高纯二氧化锆生产基地、湖南省耒阳子公司（耒阳东锆新材料有限公司）的电熔锆生产基地、辽宁省朝阳市的朝阳子公司（朝阳东锆新材料有限公司）的海绵锆生产基地等。

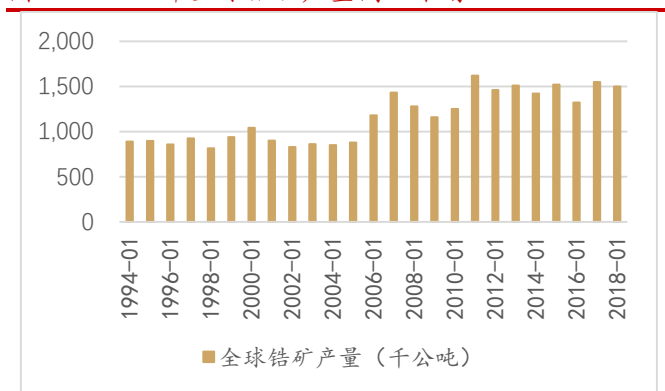
表 11：东方锆业 2018 年 5 月披露的 Image 首三年产量及收益预测

	2018 年	2019E	2020E
重矿砂产量 (吨)	20,000 以上	230897	336817
项目收益 (万澳元)	-	5610	10780

资料来源：公司公告，华西证券研究所

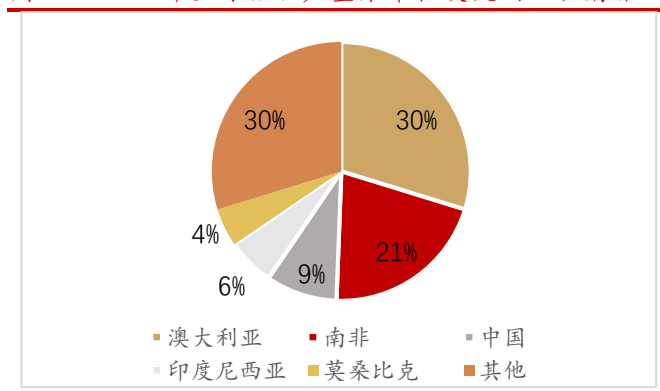
备注：按 FOB1438 美元/吨计算

图 27 2018 年全球锆矿产量同比下滑



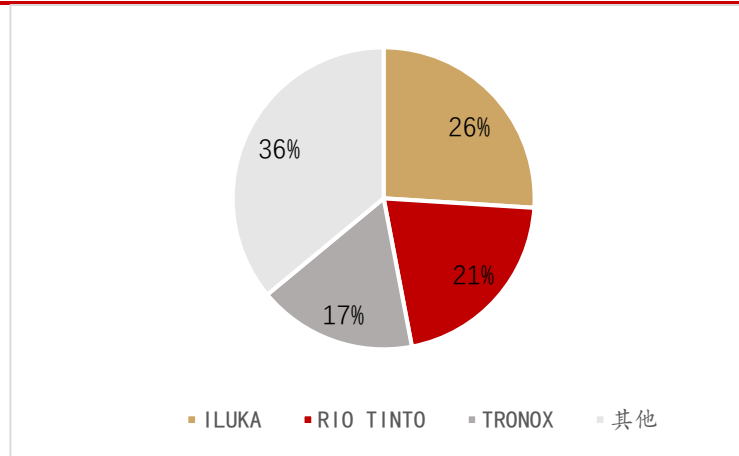
资料来源：USGS，华西证券研究所

图 28 2018 年全球锆矿产量集中在澳大利亚和南非



资料来源：USGS，华西证券研究所

图 29 锆英砂资源被海外巨头垄断



资料来源：USGS，华西证券研究所(2017 年产量数据)

4. 盈利预测与投资建议

表 12：公司核心假设及分部盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
钛白粉				
产能 (万吨)	60	89	100	115
产量 (万吨)	62.2	65.5	80	96
单价-氯化法 (元/吨)	均价 14001	13540	13800	13800
单价-硫酸法 (元/吨)		15540	15800	15800
毛利率	43.60%	39.9%	39.6%	37.1%
分业务拆分盈利预测		2019E	2020E	2021E
钛白粉				
收入 (百万元)	8765	9039	11480	13908
yoy	2.05%	3.13%	27.01%	21.15%
毛利率	43.6%	40.1%	40.5%	39.2%
矿产品				
收入 (百万元)	722	1248	1328	1463
yoy	-35.00%	72.70%	6.41%	10.19%
毛利率	38.4%	45.5%	48.8%	51.2%
其他主营业务				
收入 (百万元)	679	679	1358.72	3014
yoy	90.00%	0.00%	100.00%	121.80%

毛利率	14%	17.0%	17.0%	17.0%
其他业务				
收入 (百万元)	310	373	428.6004	471
yoy	32.00%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	62.7%	62.0%	62.0%	62.0%

资料来源：华西证券研究所

公司为全球钛白粉行业前三的龙头企业，内生外延持续推进，氯化法技术突破后产能将快速扩张，受益未来两年全球钛白粉行业供需紧平衡。公司近年持续 60%以上高分红，股息率有望保持 6%以上。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 25.7/32/40 亿元，分别同比增长 12%/29%/22%，EPS 分别为 1.26/1.57/1.99 元，目前股价对应 PE 分别为 10X、8X、6.6X，给予 2021 年 10 倍 PE，目标价 19.9 元，45%向上空间。首次覆盖，“买入”评级。

图 30 公司近年保持 60%以上的分红率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 风险提示

1. 全球经济增速低于预期的风险，经济数据不乐观将影响钛白粉未来需求；
2. 公司新增氯化法产能释放延迟的风险。公司氯化法项目 2019 年负荷率持续提升，二期第二套 10 万吨及云南项目 6 万吨均 12 月进入试生产，如达产不及预期将影响明年销量。
3. 如公司资本开支增多、盈利低于预期，分红率有不达预期的风险。
4. 同行氯化法扩产规划及进度超预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10553.99	11415.81	14512.07	18933.13	净利润	2320.24	2629.78	3261.64	4129.36
YoY (%)	1.94%	8.17%	27.12%	30.46%	折旧和摊销	903.73	1030.04	1238.53	1426.00
营业成本	6142.72	6861.91	8863.96	11916.60	营运资金变动	-1514.19	-597.66	-400.37	-560.33
营业税金及附加	146.41	130.14	177.40	226.24	经营活动现金流	2030.78	3228.23	4186.85	5048.24
销售费用	402.39	410.32	532.17	624.79	资本开支	-451.95	-2141.50	-2548.50	-2548.50
管理费用	455.76	542.35	668.52	881.29	投资	-180.79	-22.34	0.00	0.00
财务费用	231.82	100.64	50.26	-19.49	投资活动现金流	-592.38	-2233.49	-2538.50	-2538.50
资产减值损失	225.65	30.95	36.83	39.35	股权募资	4.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	41.54	10.00	10.00	10.00	债务募资	277.37	-1901.43	-1339.61	-392.18
营业利润	2688.45	3089.20	3817.80	4833.48	筹资活动现金流	-2156.82	-2420.13	-1401.34	-417.54
营业外收支	27.42	-11.00	0.00	0.00	现金净流量	-718.42	-1425.39	247.01	2092.20
利润总额	2715.87	3078.20	3817.80	4833.48	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	395.63	448.42	556.16	704.12	成长能力 (%)				
净利润	2320.24	2629.78	3261.64	4129.36	营业收入增长率	1.94%	8.17%	27.12%	30.46%
归属于母公司净利润	2285.73	2564.53	3186.85	4037.63	净利润增长率	-8.66%	12.20%	24.27%	26.70%
YoY (%)	-8.66%	12.20%	24.27%	26.70%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.12	1.26	1.57	1.99	毛利率	41.80%	39.89%	38.92%	37.06%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	21.98%	23.04%	22.48%	21.81%
货币资金	1684.38	258.99	506.00	2598.20	总资产收益率 ROA	10.92%	12.23%	13.42%	14.06%
预付款项	218.03	244.49	315.43	424.24	净资产收益率 ROE	18.40%	17.11%	17.54%	18.18%
存货	1947.72	1884.69	2467.43	3302.46	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2617.39	2942.31	3538.54	4378.81	流动比率	0.88	1.15	1.65	2.15
流动资产合计	6467.53	5330.49	6827.40	10703.71	速动比率	0.59	0.69	0.98	1.40
长期股权投资	11.63	33.97	33.97	33.97	现金比率	0.23	0.06	0.12	0.52
固定资产	5843.52	5482.85	5462.58	5303.74	资产负债率	39.62%	27.19%	21.97%	21.09%
无形资产	1246.65	1576.28	1857.02	2088.86	经营效率 (%)				
非流动资产合计	14456.14	15630.41	16910.88	18003.87	总资产周转率	0.51	0.55	0.65	0.72
资产合计	20923.67	20960.90	23738.27	28707.58	每股指标 (元)				
短期借款	3633.22	1731.79	392.18	0.00	每股收益	1.12	1.26	1.57	1.99
应付账款及票据	2437.89	1956.89	2609.83	3471.88	每股净资产	6.11	7.37	8.94	10.93
其他流动负债	1276.01	934.06	1136.47	1506.54	每股经营现金流	1.00	1.59	2.06	2.48
流动负债合计	7347.12	4622.74	4138.48	4978.42	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
长期借款	407.81	407.81	407.81	407.81	估值分析				
其他长期负债	534.74	668.49	668.49	668.49	PE	11.61	10.35	8.33	6.57
非流动负债合计	942.55	1076.30	1076.30	1076.30	PB	2.01	1.77	1.46	1.19
负债合计	8289.67	5699.03	5214.77	6054.72					
股本	2032.02	2032.02	2032.02	2032.02					
少数股东权益	211.11	276.36	351.15	442.88					
股东权益合计	12634.00	15261.86	18523.50	22652.86					
负债和股东权益合计	20923.67	20960.90	23738.27	28707.58					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。