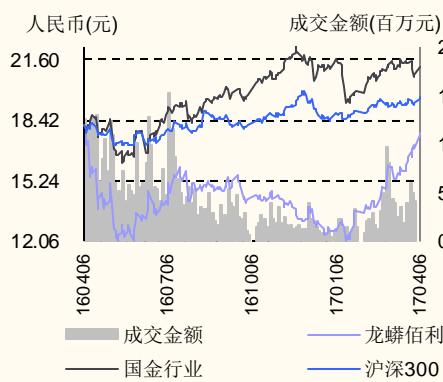


市场价格(人民币): 17.79元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元)	18.21/12.06
沪深300指数	3514.05



化工行业龙头系列深度报告(一): 布局一体化产业链, 打造全球钛白粉巨头

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.422	0.194	1.003	1.261	1.817
每股净资产(元)	11.24	6.07	0.99	-3.75	-7.94
每股经营性现金流(元)	-2.75	0.21	1.72	1.63	2.74
市盈率(倍)	92.41	65.33	17.06	13.57	9.42
行业优化市盈率(倍)	23.45	23.45	23.45	23.45	23.45
净利润增长率(%)	67.76%	356.94%	417.66%	25.68%	44.14%
净资产收益率(%)	3.75%	3.19%	101.64%	-33.60%	-22.90%
总股本(百万股)	204.42	2,032.16	2,032.16	2,032.16	2,032.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内钛白粉行业绝对龙头企业:** 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。产能位列亚洲第一、全球第四。同时公司具有 60 万吨钛精矿产能, 具有极强的一体化产业链优势。使公司更具备资源优势、成本优势和规模优势。
- **公司具有极强的资源、成本以及规模优势:** 子公司龙蟒钛业的钒钛磁铁矿保有量达近 1.8 亿吨, 设计矿区年开采规模 800 万吨, 可长期保证公司钛白粉生产所需原材料; 焦作市是国家重要的煤炭生产基地、火电基地, 是晋煤和煤层气外运的重要出口, 同时便利的交通也有利于原材料的采购和产品的运输, 有效降低公司的生产成本; 公司具有国内最大的钛白粉产能, 凭借其规模优势也能够在国内外贸易方面具有极强的议价能力。
- **供需格局逐步改善 钛白粉行业景气度持续提升:** 行业供需两方面都存在较大边际改善: 海外地产复苏拉动国内出口量持续提升, 国内维持需求稳定; 受环保趋严、小产能淘汰等因素影响国内钛白粉供给收缩, 同时海外巨头 2015 年起也逐步关闭高成本产能。供需的双重改善促进行业景气度回升。
- **国内外双重因素助推钛精矿价格上涨:** 攀枝花地区作为国内钛产业链的生产重镇, 受本次环保冲击影响的产能占比超过 15%; 同时考虑到国内 30% 以上的钛精矿海外依存度, 主要进口国越南、印度等国都受控于本国出口政策而改善空间有限, 进口矿石价格持续走高。钛精矿供需矛盾短期无法得到解决, 未来价格将持续走高, 为钛白粉价格提供支撑。

投资建议

- 在钛白粉供需格局逐步改善的驱使下, 公司作为钛白粉行业的龙头企业, 将充分受益于行业的景气度持续提升。我们预测公司 2017-19 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.26 元、1.81 元, 对应当前股价的 PE 分别为 17.06 倍、13.75 倍、9.42 倍。首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

风险提示

- 海外经济复苏低于预期 环保管控力度低于预期

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
 puqiang@gjzq.com.cn

郭一凡 联系人
 (8621)60230247
 guoyf@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
 huokun@gjzq.com.cn

陈铖 联系人
 chencheng2@gjzq.com.cn

内容目录

报告摘要	4
一、公司是国内钛白粉行业绝对龙头企业	5
钛白粉是公司主营业务，海外业务规模较大.....	5
公司是钛白粉行业的龙头企业，具有多个方面的领先优势.....	7
二、供需格局逐步改善，钛白粉行业景气度有望持续提升	8
供给端：产能过剩导致价格大战，海内外同步去产能.....	8
需求端：下游需求逐步改善，海外出口显著增加.....	10
环保趋严进一步推动钛白粉涨价	12
钛精矿进口依赖度高，海内外因素同步推动价格上涨.....	13
国内氯化法工艺仍有较大的发展空间	15
三、盈利预测与投资建议	17

图表目录

图表 1：公司发展历史	5
图表 2：公司股权结构（2016Q3）	5
图表 3：公司历年营业收入及同比	6
图表 4：公司历年归母净利润及同比	6
图表 5：钛白粉是公司营业收入的主要板块	6
图表 6：钛白粉占公司毛利板块的绝对主导	6
图表 7：公司营业收入毛利率高于行业平均值	7
图表 8：国内外业务营业收入情况，出口超过 40%	7
图表 9：国内外业务毛利率显著提升	7
图表 10：公司氯化法发展历程	8
图表 11：09 年以来国外产能退出情况	8
图表 12：国内钛白粉产能全球占比持续提高，已达 40%	9
图表 13：近两年国内产能退出 36 万吨	9
图表 14：近十年来钛白粉行业名义开工率维持在 70% 左右	10
图表 15：国内前 5 大产能占总产能 38%	10
图表 16：全球前 5 大产能占总产能 54%	10
图表 17：美国新建房屋开工情况回暖	11
图表 18：欧元区 19 国房屋建筑开工面积持续增加(%)	11
图表 19：国内钛白粉净出口持续增加（万吨）	11
图表 20：16 年国内房地产走势超过预期	12
图表 21：40 大中城市成交面积持续上涨	12
图表 22：国内汽车销量持续增长（%）	12
图表 23：国内塑料制品产量保持上升（%）	12
图表 24：钒钛高新区钛白粉产能约 58 万吨（单位：万吨）	12

图表 25: 攀枝花钛精矿产能全国占比超过一半.....	13
图表 26: 攀枝花钛精矿储量全国占比高达 83%.....	13
图表 27: 攀枝花钛白粉产能全国占比 15%.....	13
图表 28: 攀枝花钛渣能全国占比近 30%.....	13
图表 29: 国内钛精矿进口依存度高达 30%-40%.....	14
图表 30: 国内钛精矿价格首次超过国外 ($TiO_2 > 50\%$) (元/吨)	14
图表 31: 锐钛型钛白粉与钛精矿价差扩大 (元/吨)	15
图表 32: 金红石型钛白粉与钛精矿价差扩大 (元/吨)	15
图表 33: 氯化法与硫酸法工艺比较.....	15
图表 34: 国际巨头氯化法工艺占比普遍较高.....	16
图表 35: 氯化法与硫酸法工艺比较.....	16
图表 36: 公司未来三年业务分拆预测.....	17

古人云：射人先射马，擒贼先擒王。意思是说作战时要先把敌方的主力摧毁，先俘虏其领导人，就可以瓦解敌人的战力。化工研究也是如此，一个行业内的公司纷繁复杂，如何“从乱麻中找出毛线头”至关重要。仔细研究每一行业的龙头企业的成长、发展历程，对理解和判断整个行业和其他公司的发展有着事半功倍的效果。因此，遵循整个思路，我们推出“化工行业龙头企业系列报告”，本期关注钛白粉行业的龙头企业——龙蟒佰利。

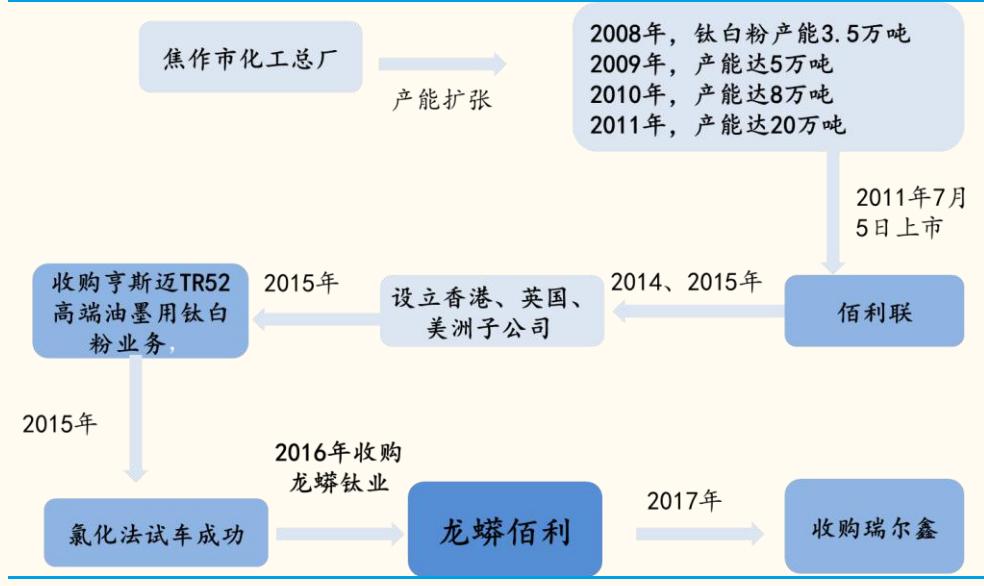
报告摘要

- **公司是国内钛白粉行业绝对龙头企业：**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。产能位列亚洲第一、全球第四。同时公司具有 60 万吨钛精矿产能，具有极强的一体化产业链优势。使公司更具备资源优势、成本优势和规模优势。
 - **钛白粉是公司主营业务，海外业务规模较大：**钛白粉占主营收入的 90% 左右、公司毛利的 95%。公司是国内领先的钛白粉出口商，产品出口比例较高。公司在香港、英国投资设立了公司。
 - **作为行业龙头企业，具有多个方面的领先优势：**包括能源优势、矿产资源优势和一体化产业链优势等。
 - **受益于环保政策，致力于环保工艺开发。**
 - **具有氯化法技术优势。**
- **供需格局逐步改善，钛白粉行业景气度有望持续提升**
 - **供给端：**受环保趋严、小产能淘汰等因素影响国内钛白粉供给收缩，同时海外巨头 2015 年起也逐步关闭高成本产能。
 - **需求端：**海外地产复苏拉动国内出口量持续提升，国内维持需求稳定。
 - **环保趋严进一步推动钛白粉涨价。**攀枝花环保事件影响的钒钛高新区钛白粉月均产量在 3 万吨左右，考虑到国内每月 10-20 万吨的产量，占比在 15% 以上。
 - **钛精矿进口依赖度高，海内外因素同步推动价格上涨。**国内矿生产受限叠加进口无大幅增加导致钛矿供给冲击较大。钛精矿价格持续上涨进一步推涨钛白粉价格。
 - **国内氯化法工艺仍有较大的发展空间。**氯化法更符合未来环保的要求，也更容易与国际接轨。未来扩大氯化法产能占比将进一步提高。

一、公司是国内钛白粉行业绝对龙头企业

- 河南佰利联化学股份有限公司成立于 2001 年，公司前身是焦作市化工总厂，经过几次体质改革和产能扩增之后，于 2011 年 7 月在深交所上市。2016 年公司通过非公开发行股份方式收购龙蟒钛业之后，正式更名为“龙蟒佰利联集团股份有限公司”，成为钛白粉产能亚洲第一，全球第四的龙头企业。目前公司钛白粉产能 56 万吨，其中硫酸法 50 万吨，氯化法 6 万吨，同时具有 60 万吨钛精矿产能，在行业内具有明显的资源优势、成本优势和规模优势。

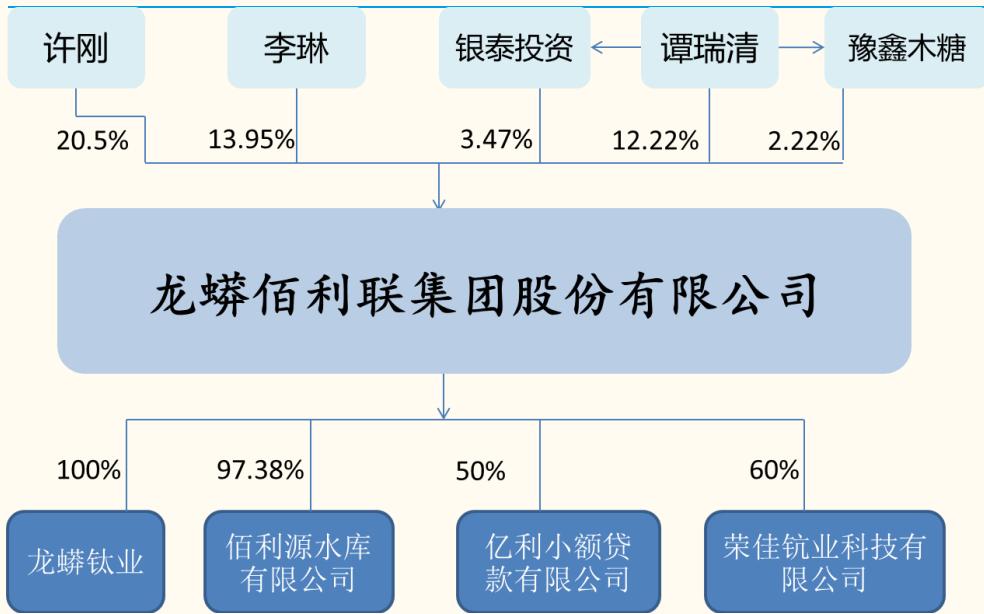
图表 1：公司发展历史



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司股权结构合理。自然人许刚为第一大股东，持股 20.5%；谭瑞清为第二大股东持，股 17.91%；第三大股东为李玲，持股 13.95%，为龙蟒钛业实际控制人李家权之女。

图表 2：公司股权结构 (2016Q3)

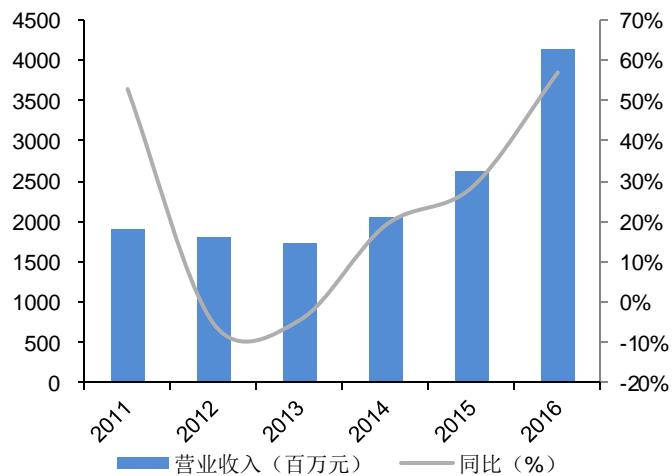


来源：国金证券研究所

钛白粉是公司主营业务，海外业务规模较大

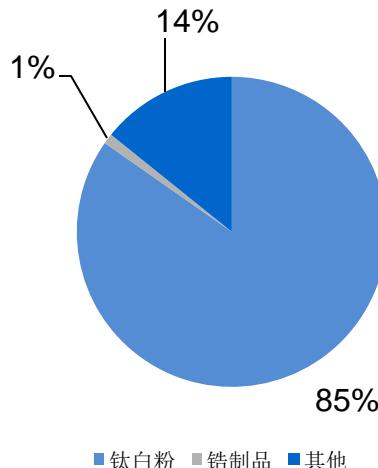
- 钛白粉是公司的绝对主营业务，占主营收入的 90%左右、公司毛利的 95%。2012-2013 年，公司主营收入略有下降，净利润大幅下滑，主要是受钛白粉行业产能严重过剩、竞争激烈，同时国际经济环境也不景气，导致钛白粉行业处于周期低谷。

图表 3：公司历年营业收入及同比



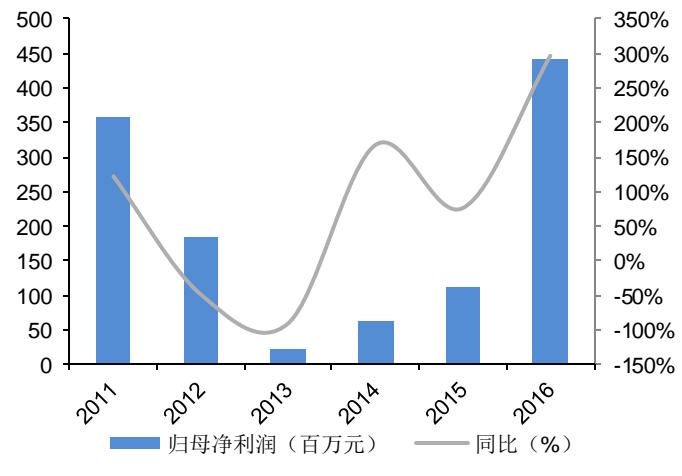
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：钛白粉是公司营业收入的主要板块



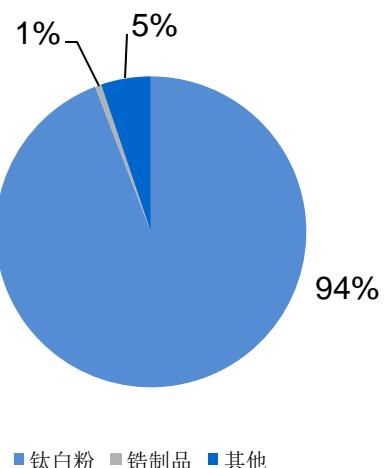
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司历年归母净利润及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

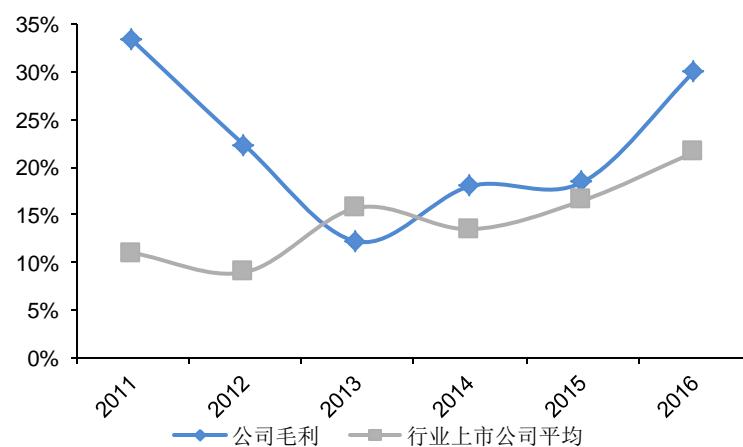
图表 6：钛白粉占公司毛利板块的绝对主导



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014 年以来，受益于公司产原材料价格下降和销量提升，产品毛利率提升，公司营业收入和净利润均触底回升，2014 年和 2015 年的同比增长 19% 和 28%；2014 年和 2015 年的净利润同比增长 173% 和 85%，净利润增速高于营业收入，公司盈利能力增强。公司钛白粉产品 2015 年毛利率为 19.09%，我们预计 2016 年伴随行业景气度持续提升，盈利能力有望持续改善。

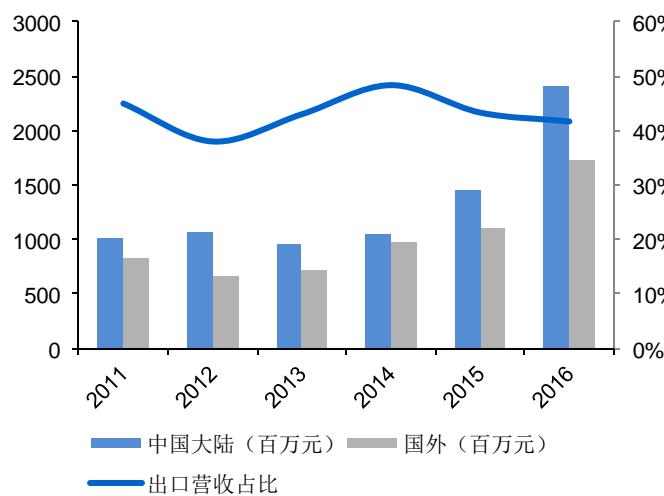
图表 7：公司营业收入毛利率高于行业平均值



来源：公司公告，国金证券研究所

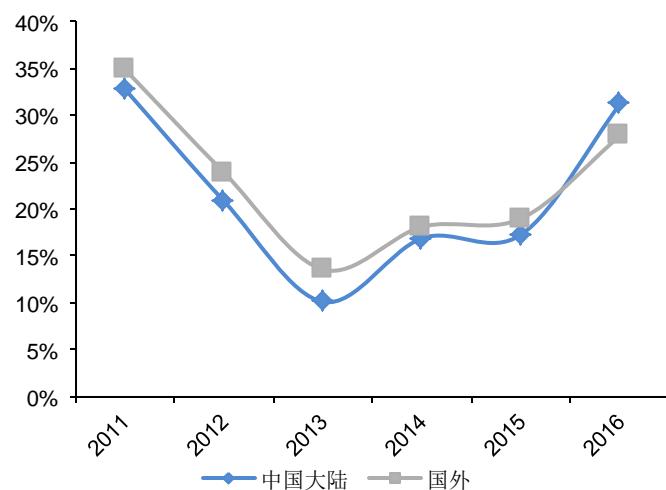
- 公司是国内领先的钛白粉出口商，产品出口比例较高。公司在香港、英国投资设立了公司，进一步加速了国际化进程并扩大了国际影响力。2016 年由于新兴市场与传统欧美市场需求均呈现不同程度的边际改善，钛白粉出口量持续增加；公司与阿克苏诺贝尔、PPG 等公司贯彻的大客户战略，也使得公司外销盈利能力高于内销。

图表 8：国内外业务营业收入情况，出口超过 40%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：国内外业务毛利率显著提升



来源：公司公告，国金证券研究所

公司是钛白粉行业的龙头企业，具有多个方面的领先优势

- **产业链优势。**公司目前钛白粉产能 56 万吨，是亚洲最大、全球第四的钛白粉生产企业。通过资源整合，公司已经实现全产业链布局，具有明显的成本优势。
- **能源成本优势。**焦作市是国家重要的煤炭生产基地、火电基地，是晋煤和煤层气外运的重要出口。同时便利的交通也有利于原材料的采购和产品的运输，有效降低公司的生产成本。
- **资源优势明显，受原材料市场波动小。**子公司龙蟒钛业的钒钛磁铁矿保有量达近 1.8 亿吨，设计矿区年开采规模 800 万吨，可以长期保证公司钛白粉生产所需钛精矿。因此，公司拥有完整的“钒磁铁矿——钛精矿——钛白粉”产业链，前端品钒磁铁矿在满足自选需求量后富余部分外销。

- 整合优质资源，进一步扩大产业链优势。公司收购瑞尔鑫之后，极大地提升了选矿能力，从而提高钛精矿自给率，保障公司原材料的供应稳定，从而提升公司的盈利能力和行业竞争力。
- 规模优势。合并前，龙蟒钛业和佰利联是国内第一、第二大钛白粉生产基地，合并后具有显著的规模优势。2015年，佰利联和龙蟒钛业合计总出口占比为43%，合并后提高了公司的贸易话语权，从而有效提升议价能力。
- 受益于环保政策，致力于环保工艺开发。公司上市以来高度重视环保投入，钛石膏综合利用等项目使公司的环保效益在国内首屈一指；在未来环保政策日趋严格的大前提下，作为龙头企业竞争优势会更显著。
- 氯化法技术优势。国内目前氯化法产能仅有10万吨，不到钛白粉总产能的4%。公司在已经建成6万吨氯化法生产线基础上，预留了新的生产线建设用地，新的氯化法生产线正在加速建设中。

图表 10：公司氯化法发展历程

事件	
2012年10月	确认引进德国钛康公司氯化法钛白粉生产技术
2013年底	氯化法生产线主要土建、厂房基本完成，公用工程设备进入安装阶段
2014年底	项目竣工，调试设备
2015年初	投料试生产，钛康公司技术人员经验不足，装置运行不畅，公司终止与钛康公司合作
2015年底	通过公司自身的技术攻关已经连续稳定运行，并且成功开发出BLR895、BLR896两个型号的氯化法钛白粉产品，产品品质达到国际同行业先进水平

来源：公司公告，国金证券研究所

二、供需格局逐步改善，钛白粉行业景气度有望持续提升

- 2016年以来国内钛白粉价格上涨超过70%，行业基本面显著改善。需求端受益于地产、汽车等下游的回暖已逐步走出低谷；供给端产业随着产业整合加速，环保等相关政策调控力度的加强，行业进入淘汰过剩落后产能周期，行业整体“供给侧”改革稳步推进。

供给端：产能过剩导致价格大战，海内外同步去产能

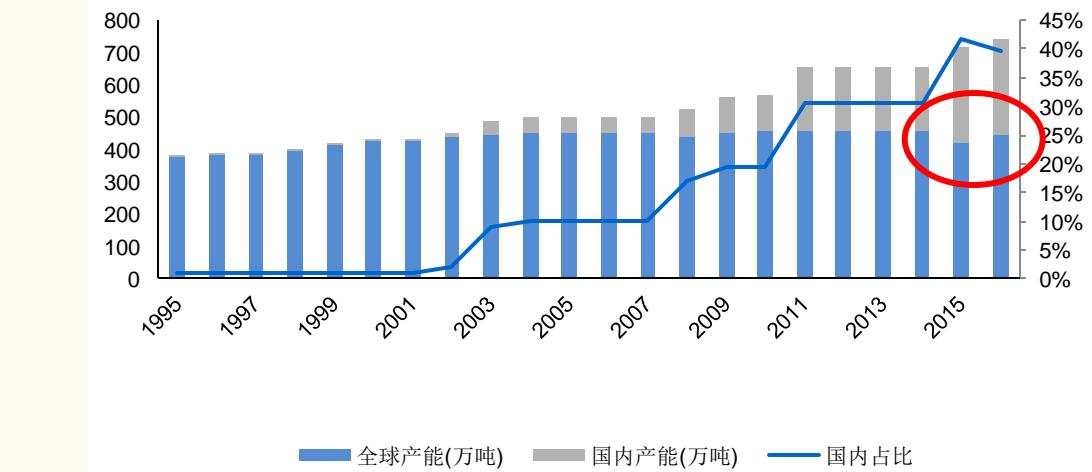
- 国际巨头相继关停部分产能，国内产能占比逐年提高。2000年国内钛白粉产能仅有34万吨，经过爆炸式增长到2015年已经达到360万吨/年，约占钛白粉全球产能的一半。国际巨头造成了压力，科慕、亨斯曼和特诺相继宣布关闭一些陈旧落后的生产线，以应对行业的长期低迷。进入2015年下半年，产能关停事件越发集中，新扩产规划总体较为有限。一定程度上缓解了行业产能过剩的情况。

图表 11：09年以来国外产能退出情况

公司名称	产能关停事件汇总
特诺	2009年关停萨凡纳10万吨氯化法产能
	2015年末计划美国密西西比州哈密尔顿（六条关一条）
	2015年末计划澳大利亚奎纳那工厂（四条关一条）
亨兹曼	2009年Q1关停英国格里姆斯比4万吨硫酸法
	2015年07月法国加来工厂关停
	2015年末计划美国特拉华州埃奇莫尔（关闭）
杜邦	2015年末计划美国田纳西州新约翰逊维尔（关闭）
	2016年计划在墨西哥新增20万吨
	2009年3月关闭法国勒阿弗尔6.5万吨硫酸法
康斯特	2009年关闭巴尔的摩5万吨氯化法
	2010年3月关闭英国斯托令博勒15万吨氯化法

来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 12：国内钛白粉产能全球占比持续提高，已达 40%



来源：usgs, 国金证券研究所

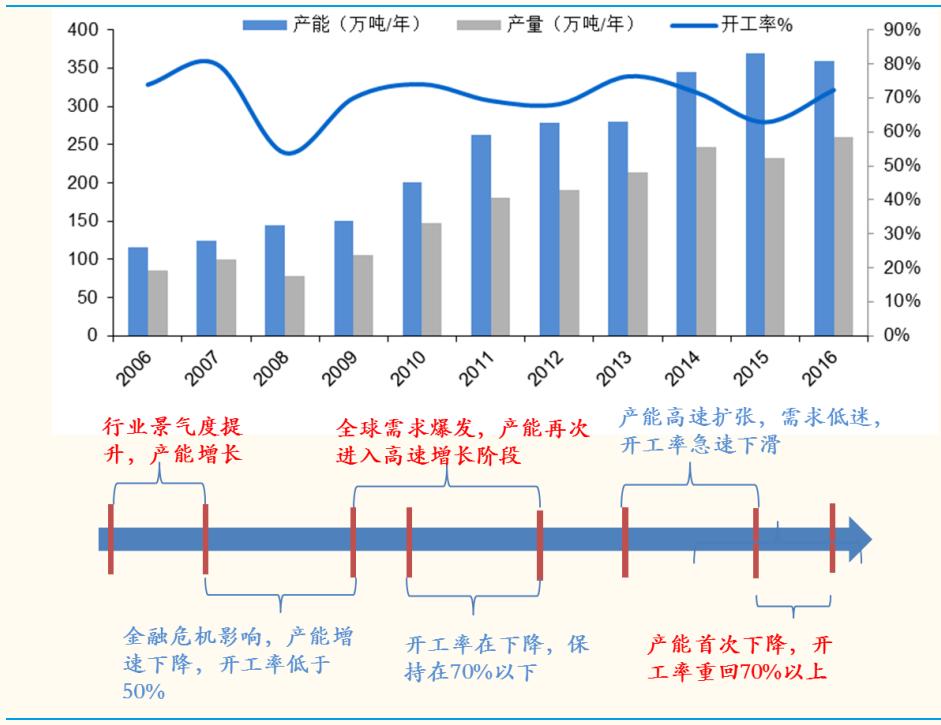
- 国内供给侧改革清出产能，部分中小企业迫于成本压力关停退出。2012~2015年钛白粉价格持续走低，中小企业长期微利或亏损，已有部分企业迫于成本压力关停退出。钛白粉行业5万吨以上的准入条件，也限制了产能的扩张。今后国家将继续控制产能继续增长，加速落后产能的退出，以减少行业的无序竞争。2016年国内钛白粉产能首次出现下降，根据我们的草根调研了解的产业实际情况，行业实际开工率已经超过80%。

图表 13：近两年国内产能退出 36 万吨

2015-2016 国内产能退出 (万吨)		
国内	广西嘉华	10
	西昌瑞康	6.0
	漯河兴茂	6.0
	重庆攀钢钛业	5.0
	云南昌泽	4.5
	中盐株化	3.0
	中核钛白盐城福泰	1.5
总计		36.0

来源：公开资料整理，国金证券研究所

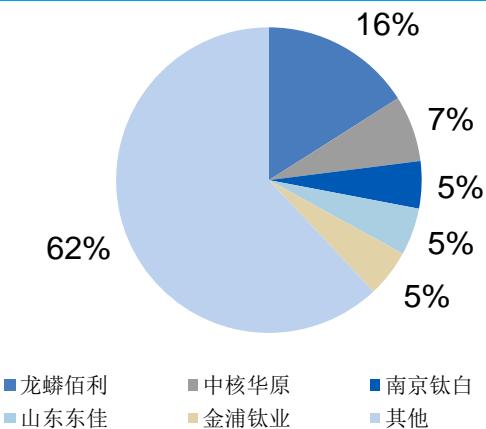
图表 14：近十年来钛白粉行业名义开工率维持在 70% 左右



来源：公司公告，国金证券研究所

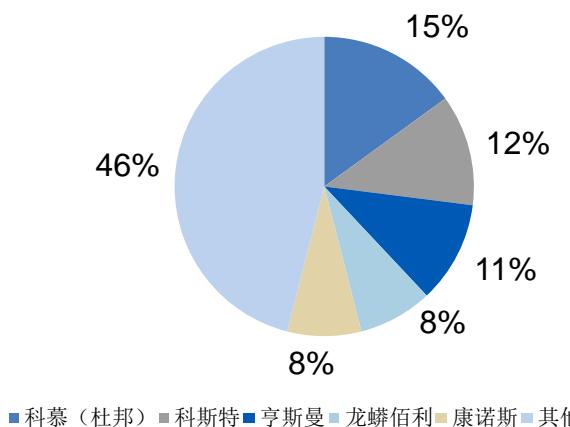
- 行业整合并购、加速洗牌是大势所趋。当前全球前十大钛白粉企业占有全球产能的 70%；国内钛白粉行业集中度低，前十大企业约占有国内产能的 52%，对标海外仍有较大的改善空间。

图表 15：国内前 5 大产能占总产能 38%



来源：CNKI，国金证券研究所

图表 16：全球前 5 大产能占总产能 54%

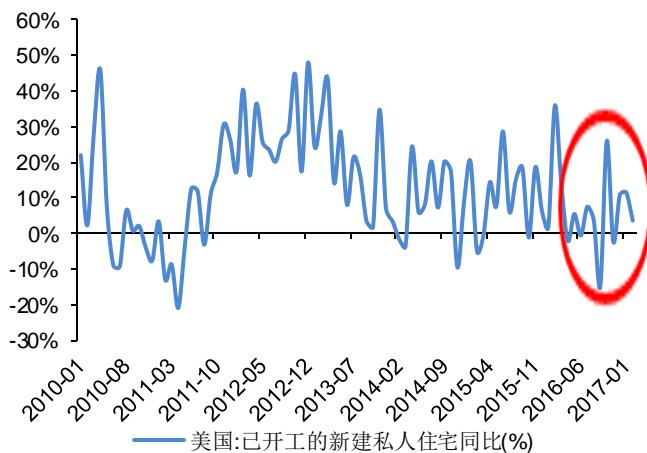


来源：CNKI，国金证券研究所

需求端：下游需求逐步改善，海外出口显著增加

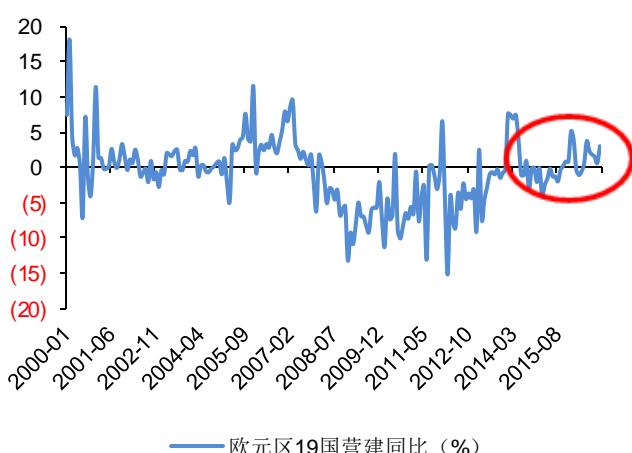
- 美国与欧洲的地产行业复苏极大改善了海外钛白粉的需求状况，印度新兴市场未来需求量可观。海外钛白粉巨头从去年以来多次提高产品价格以及季度开工率，行业景气度持续提升。我国钛白粉的净出口量持续增加。

图表 17：美国新建房屋开工情况回暖



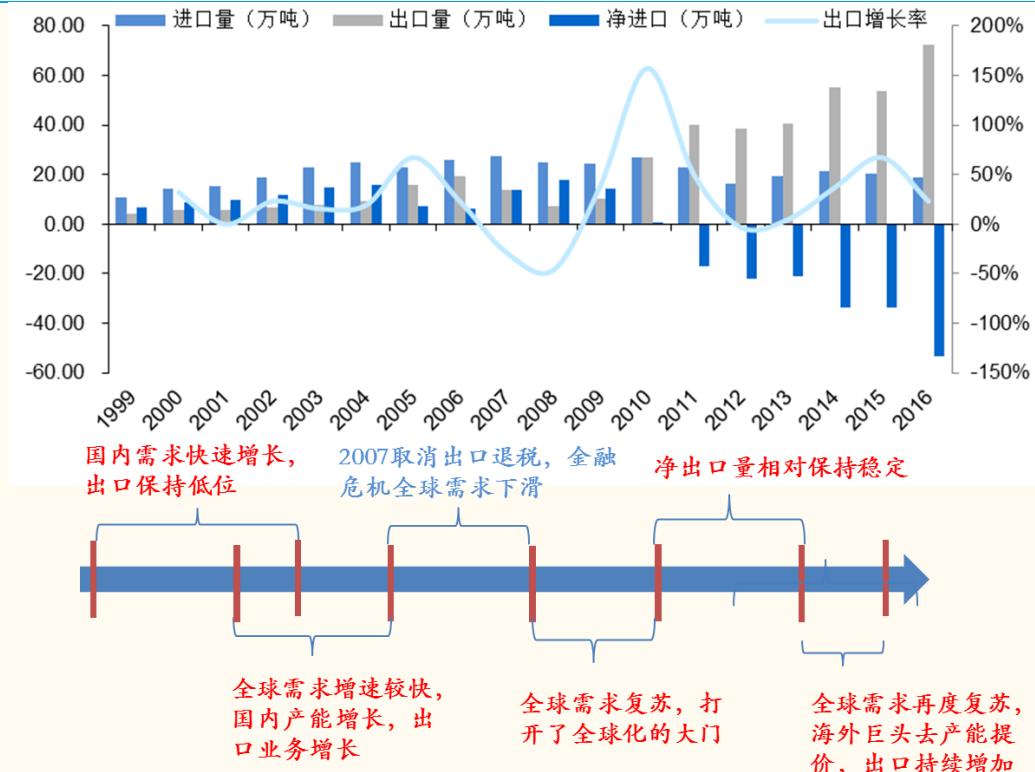
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18：欧元区 19 国房屋建筑开工面积持续增加(%)



来源: wind, 国金证券研究所

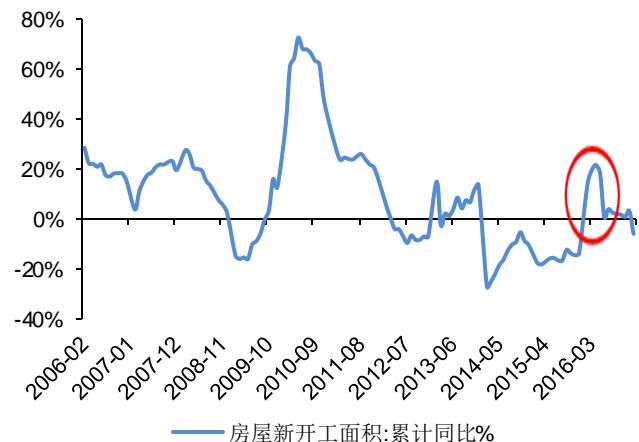
图表 19：国内钛白粉净出口持续增加 (万吨)



来源: 中国涂料工业协会, 国金证券研究所

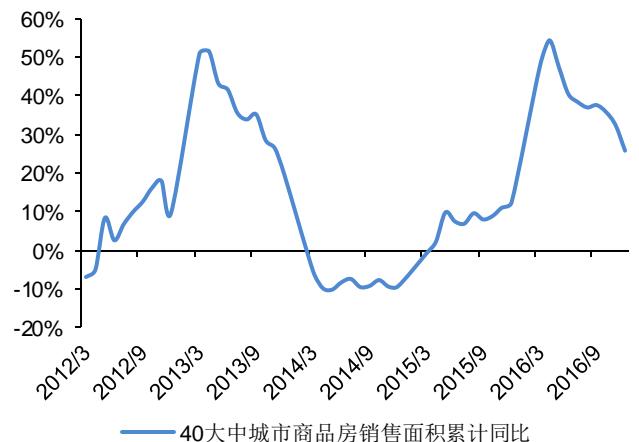
- 国内地产行业持续回暖。2016 全国商品房销售面积同比增长近 25%;商品房销售额增长 37%。房地产销售的持续好转将带动装修需求的增长, 传导至涂料和墙纸需求增加, 进而拉动钛白粉需求稳步增长。

图表 20：16 年国内房地产走势超过预期



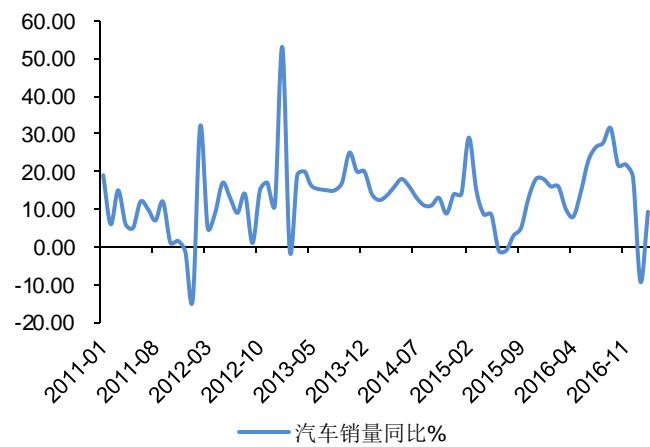
来源: wind, 国金证券研究所

图表 21：40 大中城市成交面积持续上涨



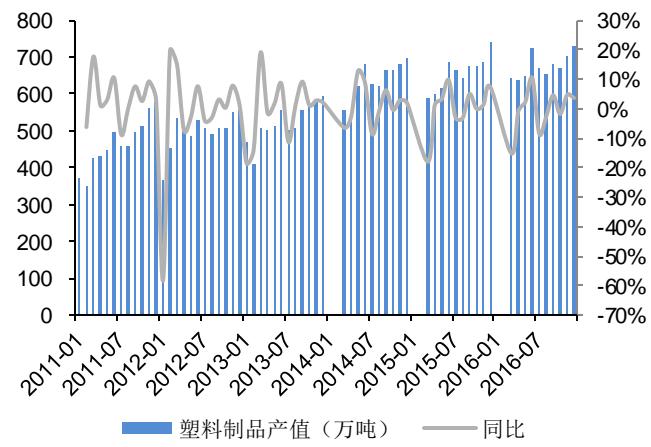
来源: wind, 国金证券研究所

图表 22：国内汽车销量持续增长（%）



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23：国内塑料制品产量保持上升（%）



来源: wind, 国金证券研究所

环保趋严进一步推动钛白粉涨价

- **环保约束逐步趋严是大方向。**5 万吨是钛白粉的经济生产规模临界点，规模小、技术落后，环保不达标的中小企业最终将被挤出市场。当前国内 5 万吨以下产能的企业约占 20%，未来极有可能因为国家环保高压及自身条件不足而被迫退出产能。
- **攀枝花环保事件，凸显国内环保趋严对钛白粉产能的影响。**环保事件影响的钒钛高新区是国内发展潜力最大的钒钛低（微）合金钢机械深加工产业基地，园区内钛精矿、富钛料、钛白粉、海绵钛产品产能均居全国第一。钛白粉产能月均产量在 3 万吨左右，考虑到国内每月 10-20 万吨的产量，占比在 15%以上。

图表 24：钒钛高新区钛白粉产能约 58 万吨（单位: 万吨）

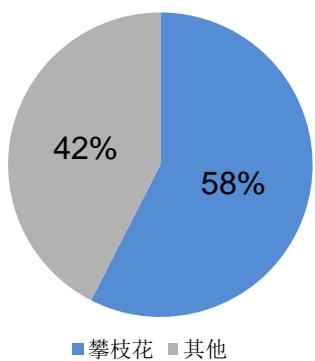
名称	2015 年产能	金红石型	锐钛型
攀钢集团钛业	13.3	13.3	
攀枝花海峰鑫化工	6	6	
攀枝花市钛海科技	12	8	4

攀枝花大互通钛业	7	7
攀枝花卓越钛业	5	2
攀枝花兴中钛业	3.6	3.6
攀枝花钛都化工	11	3
合计	57.9	25
全国	375.4	19.6
占比	15.40%	

来源：，国金证券研究所

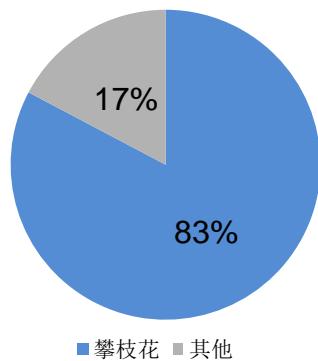
- 攀枝花地区国内钛精矿-钛白粉产业链的生产重镇；攀枝花地区拥有钛精矿产能 414 万吨、钛白粉产能 59 万吨以及 58.2 万吨钛渣产能,分别占全国产能比重的 57.52%、15%以及 29%。

图表 25：攀枝花钛精矿产能全国占比超过一半



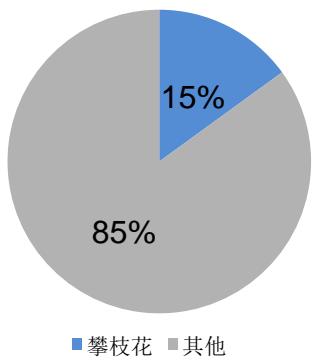
来源：攀枝花市政府，国金证券研究所

图表 26：攀枝花钛精矿储量全国占比高达 83%



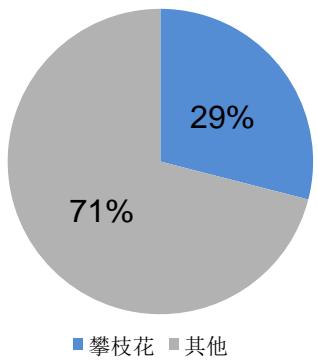
来源：攀枝花市政府，国金证券研究所

图表 27：攀枝花钛白粉产能全国占比 15%



来源：攀枝花市政府，国金证券研究所

图表 28：攀枝花钛渣产能全国占比近 30%



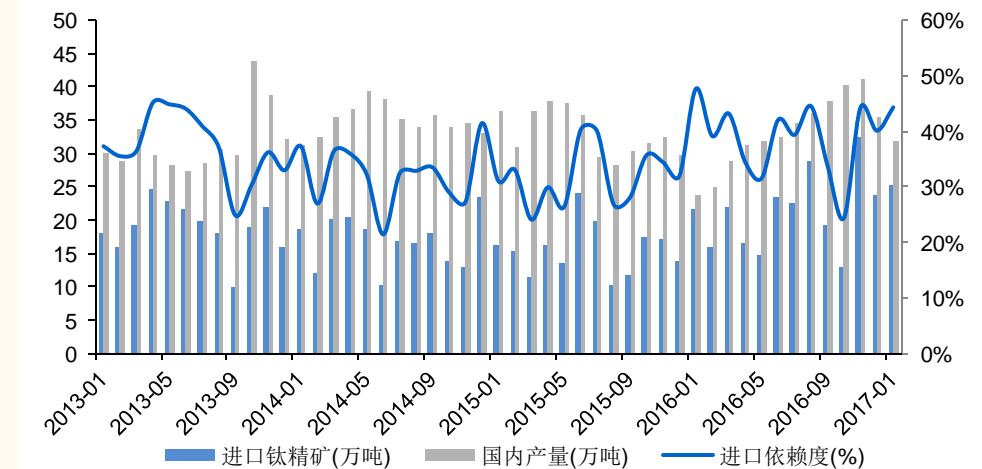
来源：攀枝花市政府，国金证券研究所

钛精矿进口依赖度高，海内外因素同步推动价格上涨

- 国内钛精矿的进口依赖度较高，国内矿生产受限叠加进口无大幅增加导致钛矿供给冲击较大。国内钛精矿进口依存度常年在 30%-40% 之间，国内矿受环保约束进口需求逐步增加，但考虑到当前第三大主产国越南（占 10%）

受配额限制以及印度部分厂商受政策影响暂时较难发货，海外进口替代原有钛矿效用有限。

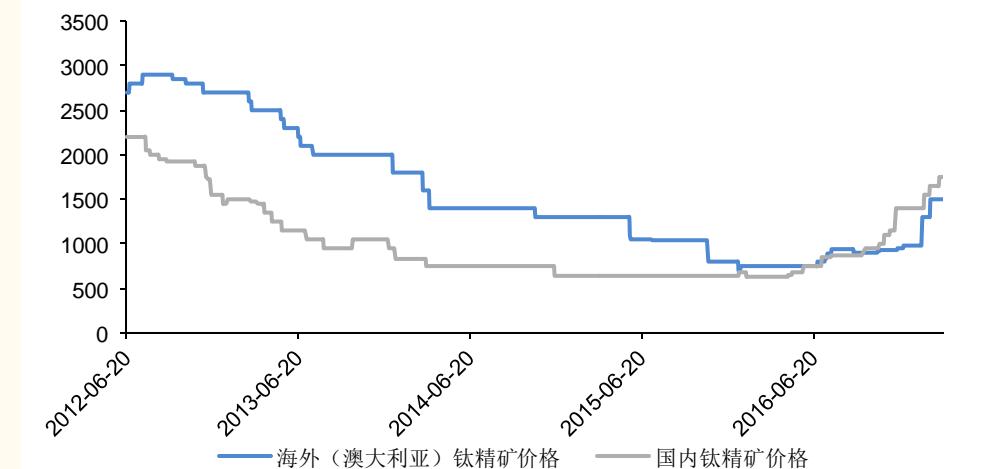
图表 29：国内钛精矿进口依存度高达 30%-40%



来源：wind，国金证券研究所

- 近期国内钛精矿价格首次超过国际价格。攀枝花地区钛精矿产占全国 60%，受环保冲击影响，钛精矿价格涨幅超过 50%导致国内外钛精矿价格倒挂，也反映了国内钛精矿供应紧缺的现状。

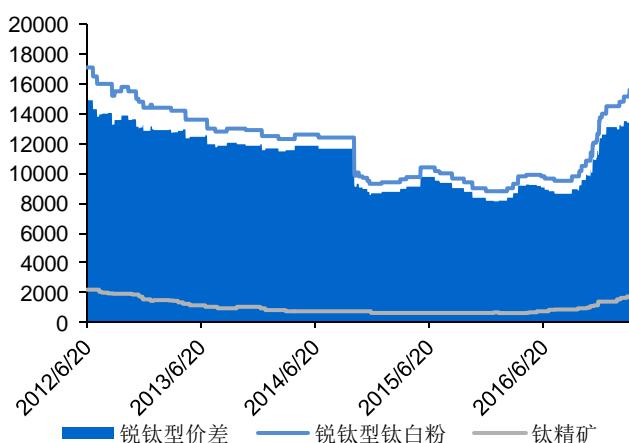
图表 30：国内钛精矿价格首次超过国外 (TO₂>50%) (元/吨)



来源：wind，国金证券研究所

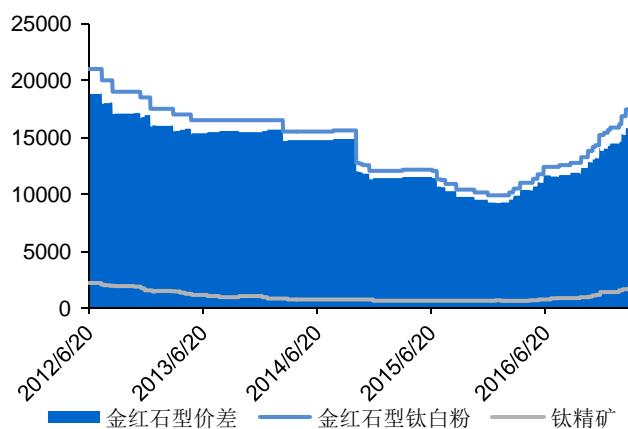
- 钛精矿价格持续上涨，进一步推涨钛白粉价格。价差不断增加，龙头企业凭借产业链一体化优势优先受益，凭借自身钛精矿的储备和开采能力，盈利能力持续增强。此次钛精矿价格上涨受国内外因素双重影响，预计将持续推动钛白粉价格上涨。

图表 31：锐钛型钛白粉与钛精矿价差扩大 (元/吨)



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 32：金红石型钛白粉与钛精矿价差扩大 (元/吨)

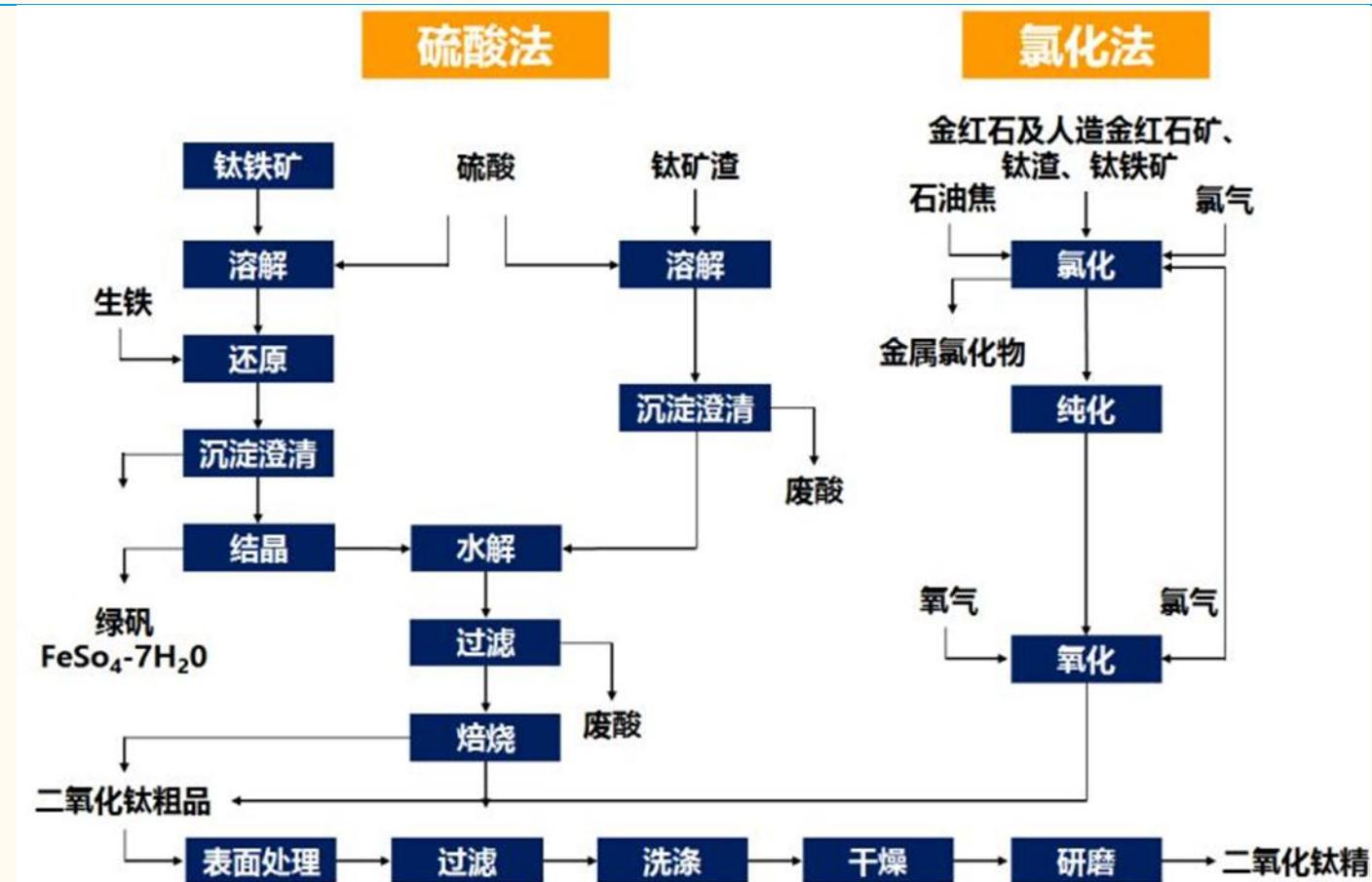


来源：百川资讯，国金证券研究所

国内氯化法工艺仍有较大的发展空间

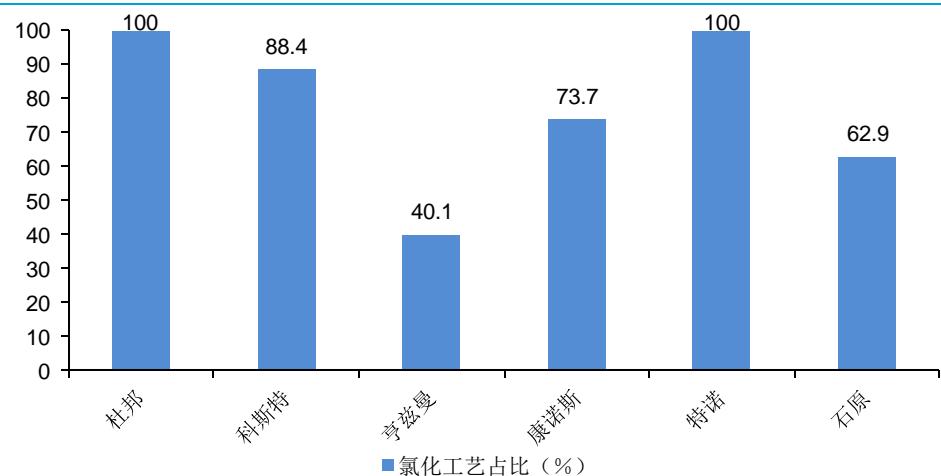
- 钛白粉的生产方法主要是硫酸法和氯化法。国际上主要的钛白粉生产厂商基本都采用氯化法，目前世界上最大的钛白粉生产商是杜邦公司，其从1956年就开始使用氯化法，并对后发国家采取严格的技术封锁。国内仍为硫酸法生产钛白粉为主。

图表 33：氯化法与硫酸法工艺比较



来源：国金证券研究所

图表 34：国际巨头氯化法工艺占比普遍较高



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前世界钛白粉生产总量中的 60%以上为氯化法产品，其中杜邦、特诺氯化法占比达到 100%，克瑞斯托和康诺斯占比稍低，但也占比 88%、73%，而我国绝大部分企业都没有采用氯化法制造钛白粉。全国能维持正常生产的 42 家规模以上的全流程型钛白粉生产企业中有 38 家硫酸法企业、3 家氯化法企业，1 家兼具硫酸法/氯化法企业——龙蟒佰利。国内仅有三家公司采用熔盐氯化技术分别是锦州钛业、兴茂钛业和云南新立。

图表 35：氯化法与硫酸法工艺比较

硫酸法		氯化法
原料	钛精矿、酸融性钛渣	人造（或天然）金红石、高钛渣
产品类型	锐钛型，金红石型	金红石型
技术特点	成本低廉，设备简单技术成熟	流程短，连续自动化程度高
生产方法	钛铁粉与浓硫酸进行酸解反应生产硫酸氧钛，经水解生成偏钛酸，再经煅烧、粉碎即得到钛白粉产品	以氯化高钛渣、或人造金红石、或天然金红石与氯气反应生成四氯化钛，经精馏提纯，然后进行气相氧化；在速冷后，经过气固分离得到终产物
缺点	流程长，只能以间歇操作为主，湿法操作，硫酸、水消耗高，废物及副产物多，对环境污染大	缺点是投资大，设备结构复杂，对材料要求高，要耐高温、耐腐蚀，装置难以维修，研究开发度大。

来源：国金证券研究所

- 总体来说，氯化法金红石生产的产品品质最好，是市场上最好的白色颜料。硫酸法工艺生产的金红石型钛白粉，产品的白度和对光的稳定性稍差，价格也较低。
- 2016 年全国 4 家氯化法钛白粉企业的产量合计为 10.54 万吨，占全行业总产量的 4.1%，历史上首次超过 10 万吨，比上年净增近 2.5 万吨，实现了新的突破。氯化法生产的钛白粉产品产量和质量稳步提升，得到国际行业大客户认可。未来扩大氯化法产能占比，可以进一步提高海外高端市场占比。

- 国内企业选择硫酸法，一方面因为硫酸法技术成熟，成本低设备简单，防腐蚀材料易解决，另一方面因为国际化工巨头长期的技术垄断和封锁。从长远的角度来看，氯化法更符合未来环保的要求，也更容易与国际接轨。
- 在国家发改委下发的《产业结构调整指导目录》中，明确将“新建硫酸法钛白粉生产装置”列为产业结构调整限制类，不允许新建硫酸法钛白粉生产线项目。目前，国内已经突破了氯化法的技术垄断，将进一步加大氯化法钛白粉的投资力度，以实现产业结构调整和产品升级，减少国内对部分高端钛白粉产品的进口依赖，以期在高端钛白粉国际市场中占据一席之地。

三、盈利预测与投资建议

- 龙蟒佰利作为国内钛白粉行业的龙头企业，我们看好公司未来的发展，主要有以下三点原因：第一方面来自于公司的规模优势，作为亚洲最大、全球第四的钛白粉生产企业，公司在生产成本控制和对外议价能力方面具有天然优势；第二方面来自于公司的产业链优势，目前公司有充足的矿石储备，具有完整的矿石开采、筛选工艺，在钛精矿价格持续上涨的大背景下公司将持续受益；第三方面来自于公司的工艺优势，氯化法作为未来看好的生产工艺，公司已经掌握并具有充足的经验新建氯化法生产线，可以根据未来环保政策和海外高端市场需求变化进行调整。

图表 36：公司未来三年业务分拆预测

业务名称	项目	2017	2018	2019
钛白粉（佰利联）	收入（百万元）	4810	6300	11000
	毛利率（%）	35%	40%	40%
钛白粉（龙蟒）	收入（百万元）	5550	7350	9900
	毛利率（%）	45%	45%	45%
锆制品	收入（百万元）	50	50	50
	毛利率（%）	2%	2%	5%
钛矿石	收入（百万元）	88	95	100
	毛利率（%）	60%	60%	60%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计公司 2017-19 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.26 元、1.81 元，对应当前股价的 PE 分别为 17.06 倍、13.75 倍、9.42 倍。在钛白粉供需格局双向利好的局势下，公司作为龙头企业将充分享受钛白粉提价带来的高收益，首次覆盖，给予“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,051	2,635	4,136	10,410	13,700	20,950
增长率	28.4%	57.0%	151.7%	31.6%	52.9%	
主营业务成本	-1,682	-2,149	-2,916	-6,228	-7,872	-12,093
%销售收入	82.0%	81.6%	70.5%	59.8%	57.5%	57.7%
毛利	370	486	1,220	4,182	5,829	8,858
%销售收入	18.0%	18.4%	29.5%	40.2%	42.5%	42.3%
营业税金及附加	-8	-6	-45	-16	-21	-31
%销售收入	0.4%	0.2%	1.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-95	-110	-180	-468	-685	-1,048
%销售收入	4.6%	4.2%	4.3%	4.5%	5.0%	5.0%
管理费用	-159	-200	-367	-937	-1,233	-1,886
%销售收入	7.8%	7.6%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	107	170	627	2,761	3,890	5,893
%销售收入	5.2%	6.4%	15.2%	26.5%	28.4%	28.1%
财务费用	-43	-59	-96	-338	-879	-1,538
%销售收入	2.1%	2.2%	2.3%	3.2%	6.4%	7.3%
资产减值损失	-15	-10	-32	-14	14	0
公允价值变动收益	0	0	0	-15	-15	-15
投资收益	2	1	2	0	0	0
%税前利润	3.1%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	50	101	501	2,394	3,010	4,341
营业利润率	2.5%	3.8%	12.1%	23.0%	22.0%	20.7%
营业外收支	11	10	-9	10	10	10
税前利润	62	110	492	2,404	3,020	4,351
利润率	3.0%	4.2%	11.9%	23.1%	22.0%	20.8%
所得税	-9	-17	-81	-361	-453	-653
所得税率	14.6%	15.1%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	53	94	411	2,044	2,567	3,698
少数股东损益	1	8	17	5	5	5
归属于母公司的净利润	51	86	394	2,039	2,562	3,693
净利率	2.5%	3.3%	9.5%	19.6%	18.7%	17.6%

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	498	563	1,303	1,500	1,600	1,800
应收款项	431	705	1,678	2,510	3,341	5,108
存货	455	615	1,281	1,365	1,941	2,650
其他流动资产	273	238	320	312	395	606
流动资产	1,657	2,120	4,582	5,687	7,276	10,164
%总资产	35.7%	36.8%	25.4%	39.4%	44.4%	51.7%
长期投资	80	50	58	69	69	69
固定资产	2,691	3,406	6,952	7,229	7,638	8,012
%总资产	58.0%	59.1%	38.5%	50.1%	46.6%	40.8%
无形资产	146	151	6,327	1,427	1,409	1,391
非流动资产	2,986	3,641	13,467	8,736	9,127	9,483
%总资产	64.3%	63.2%	74.6%	60.6%	55.6%	48.3%
资产总计	4,642	5,761	18,049	14,423	16,403	19,647
短期借款	1,230	1,630	1,958	7,694	18,508	27,828
应付款项	1,009	1,166	1,667	3,345	4,062	6,237
其他流动负债	22	344	292	135	176	348
流动负债	2,261	3,140	3,917	11,174	22,747	34,413
长期贷款	107	250	732	732	732	733
其他长期负债	10	13	658	104	137	210
负债	2,377	3,403	5,307	12,010	23,616	35,356
普通股股东权益	2,213	2,298	12,340	2,006	-7,625	-16,125
少数股东权益	52	60	402	407	412	417
负债股东权益合计	4,642	5,761	18,049	14,423	16,403	19,647

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.269	0.422	0.194	1.003	1.261	1.817
每股净资产	11.597	11.242	6.072	0.987	-3.752	-7.935
每股经营现金净流	0.107	-2.753	0.212	1.717	1.626	2.736
每股股利	4.374	4.374	6.171	6.000	6.000	6.000
回报率						
净资产收益率	2.32%	3.75%	3.19%	101.64%	-33.60%	-22.90%
总资产收益率	1.11%	1.50%	2.18%	14.13%	15.62%	18.80%
投入资本收益率	2.54%	3.40%	3.35%	21.65%	27.49%	38.97%
增长率						
主营业务收入增长率	19.09%	28.43%	56.98%	151.72%	31.60%	52.92%
EBIT增长率	247.03%	58.01%	270.02%	340.06%	40.89%	51.49%
净利润增长率	117.90%	67.76%	356.94%	417.66%	25.68%	44.14%
总资产增长率	29.86%	24.10%	213.29%	-20.09%	13.73%	19.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.3	44.7	51.2	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	88.0	90.8	118.7	80.0	90.0	80.0
应付账款周转天数	54.6	64.6	85.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	230.5	267.8	553.0	221.2	168.3	109.6
偿债能力						
净负债/股东权益	37.06%	55.87%	10.88%	287.08%	#####	#####
EBIT利息保障倍数	2.5	2.9	6.5	8.2	4.4	3.8
资产负债率	51.21%	59.07%	29.40%	83.27%	143.98%	179.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	12	15
增持	0	0	3	6	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.33	1.35

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD