

2018年6月26日
罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)
15
公司基本信息

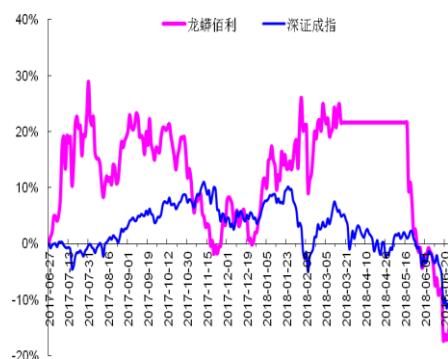
产业别	化工
A股价(2018/6/25)	12.65
深证成指(2018/6/25)	9324.83
股价 12 个月高/低	19.19/11.78
总发行股数(百万)	2032.02
A股数(百万)	702.21
A市值(亿元)	88.83
主要股东	许刚(20.50%)
每股净值(元)	6.31
股价/面值净值	2.01
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-13.9 -29.2 -13.9

近期评等
出刊日期 前日收盘 评等
产品组合

钛白粉	84.89%
矿产品	10.98%
锆制品	0.60%
其他	3.53%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.9%
一般法人	28.4%

股价相对大盘走势

龙蟠佰利 (002601.SZ)
Buy 买入
产业链完整，成本优势明显，龙头企业在高景气度中受益
结论与建议：

公司拥有钛白粉产能60万吨/年，其中硫酸法产能54万吨/年，氯化法产能6万吨/年，属全球行业龙头。受供给侧改革、环保趋严等多方面因素影响，钛白粉供需关系好转，从公司公告来看，16、17年两年间，公司金红石型钛白粉累计提价19次，涨幅一倍有余。公司2017年实现营业收入102.6亿元，YOY+148%；录得归母净利润25亿元，YOY+466%，业绩大幅增长主要受益于钛白粉价格上涨。2018年Q1实现营收25.48亿元，YOY+8.41%，录得归母净利润5.98亿元，YOY+2.17%，增速有所放缓，主要是上年一季度钛白粉价格整体高位，基数较高所致。但反观全年，2018年钛白粉供需关系向好，钛白粉全年中枢价格有望上移，公司作为行业龙头，且具有全产业链优势，未来业绩有望保持稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **收购龙蟠钛业，拥有全产业链，成本优势明显：**公司2016年9月完成对龙蟠钛业100%的股权收购，并进行业务整合，钛白粉产能由之前的26万吨/年提升到56万吨/年，增幅达115.4%，一举成为亚洲第一、世界第四的钛白粉生产企业，16年年报显示公司国内市占率达15.9%。公司收购龙蟠钛业，同时还获得超过3.77亿吨的钒钛磁铁矿保有储量，折合钛精矿(46.5%品位)储量超过7000万吨，钛精矿年产量近80万吨，形成行业内少有的拥有“钒钛磁铁矿-钛精矿-钛白粉”完整产业链公司。目前国内钛精矿进口依赖度在30%以上，钛精矿在钛白粉生产成本中占到四成，而公司原料自给率约60%，使得公司钛白粉生产成本明显优于同行业中的龙头企业，具有极强的市场竞争力。
- **新增产能有限，需求稳定，供需关系向好：**2018年国内新增产能仅10万吨，且是计划在18年底投产，相比新增产能，在国内环保政策日益趋严的大背景下，钛白粉作为重污染行业，落后的小企业产能迫于环保压力或将进一步退出。需求端方面，下游房地产、汽车保持稳定增长，18年一季度钛白粉出口增速高达35%，较17年全年增速提高近20个百分点，出口需求强劲。综合来看，2018年钛白粉供给关系向好，钛白粉有望维持高景气度。公司17年钛白粉出口量超过总销售量的五成，在出口需求旺盛的带动下，公司18年业绩有望稳定增长。
- **重点布局氯化法产能，进一步夯实龙头地位：**2017年国内仅5家氯化法钛白粉生产企业，17年氯化法产品产量之和为16.8万吨，同比增幅约六成，占全国钛白粉总产量5.83%，占比有所提升，但份额仍然很小。相比于硫酸法钛白粉，氯化法在环保、工艺流程、产品质量均优于硫酸法，在环保趋严的背景下，氯化法更有发展前景。公司拥有6万吨/年氯化法产能，居国内首位，实现规模化产销，公司计划于2019年初实现新增20万吨/年氯化法钛白粉产能，长远规划氯化法产能达60万吨/年，为公司未来业绩打开成长空间。
- **盈利预测：**我们预计公司2018/2019年实现净利润30.4/34.4亿元，YOY+21.5%/+13.3%，折合EPS为1.50/1.69元，目前A股股价对应的PE为8X、7X。鉴于未来钛白粉市场有望维持高景气度，公司作为行业龙头，且具有全产业链优势，未来业绩有望保持稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	442.11	2,502.41	3,039.57	3,444.33	3,913.88
同比增减	%	296.72%	466.02%	21.47%	13.32%	13.63%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.22	1.23	1.50	1.69	1.93
同比增减	%	-60.09%	466.03%	21.47%	13.32%	13.63%
A 股市盈率(P/E)	X	58.15	10.27	8.46	7.46	6.57
股利 (DPS)	RMB 元	0.2008	0.55	0.58	0.61	0.62
股息率 (Yield)	%	1.59%	4.35%	4.58%	4.82%	4.90%

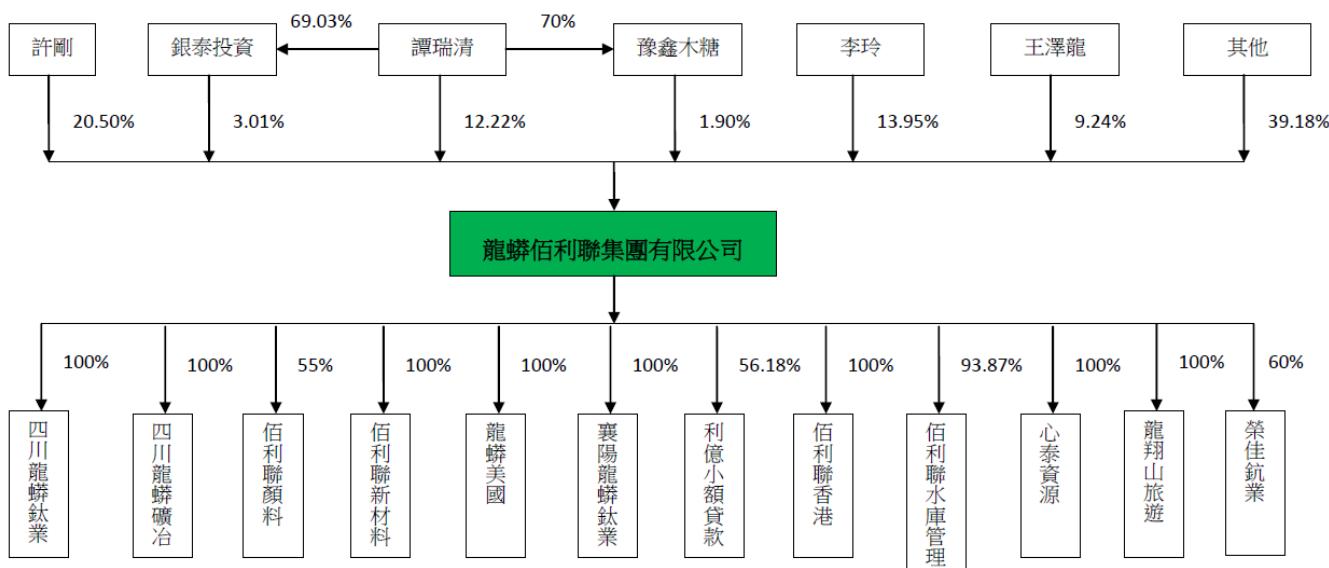
1、公司概况

公司是一家专业从事化学原料及化学制品制造业的公司。公司主要经营钛白粉、锆制品和硫酸铝等产品的生产与销售,主要产品为钛白粉系列产品、锆制品和硫酸铝等。2016年公司收购国内最大钛白粉生产企业四川龙蟒钛业后改名为龙蟒佰利联集团股份有限公司。目前公司拥有钛白粉产能 60 万吨,其中硫酸法钛白粉产能 54 万吨,氯化法钛白粉产能 6 万吨,市场占有率约 16%,综合产能亚洲第一、全球第四,全球仅次于特诺(含科斯特)、科慕和亨斯曼。公司收购龙蟒钛业后,获得超过 3.77 亿吨的钒钛磁铁矿保有储量,折合钛精矿(46.5%品位)储量超过 7000 万吨,2017 年公司采选铁精矿达 318.47 万吨,钛精矿产量达 79.03 万吨。

2、股权结构

公司于 2011 年 7 月在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市,目前总股本 20.32 亿股,其中流通 A 股为 6.874 亿股。截至 2017 年年报,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,目前上市公司全资及控股子公司达十余家。

图 1 公司股权结构

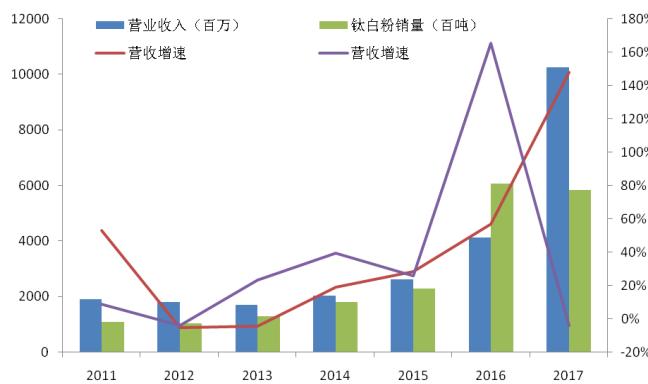


数据源 : 公司公告、群益金鼎证券整理

3、公司营收状况及构成

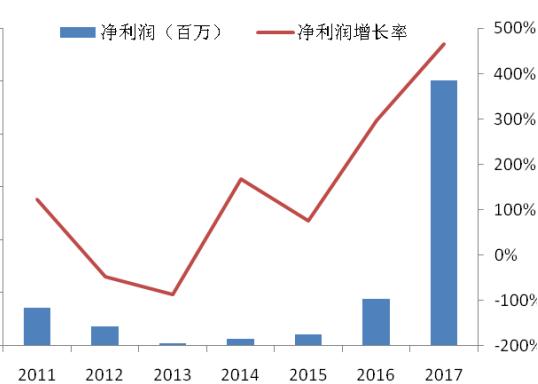
自 2011 年上市以来，公司营业规模随着钛白粉销量增加而逐年扩大，在 2016 年完成并表龙蟒钛业前，钛白粉销量由 2011 年的 10.97 万吨增加至 2015 年的 22.86 万吨，复合增长率达 20.1%，公司的营业收入由 2011 年 19.06 亿元，扩大至 2015 年的 29.35 亿元，符合增长率达 8.4%。2016 年 9 月在收购龙蟒钛业后，公司钛白粉产能迅速扩大两倍有余，钛白粉产量、销量及公司营业收入及净利润出现明显增长。2015 年以来，国内环保政策日益严苛，尤其是 2016 年中央多轮环保督察开始之后，叠加供给侧改革，钛白粉行业周期景气度好转。2017 年公司钛白粉销售量为 58.4 万吨，同比小幅下滑 3.76%，全年实现营业收入 103.53 亿元，同比增长 148%，录得归母净利润 25.02 亿元，同比增长 466%。业绩大幅增长主要系公司金红石型钛白粉全年均价同比上涨 43.2% 至 17237 元/吨。另外，公司 2018 年一季度实现营业收入 25.48 亿元，同比增长 8.41%；归母净利润 5.98 亿元，同比增长 2.17%。同时公司预计 2018 年上半年归母净利为 11.79 亿元~15.72 亿元，同比变动 -10%~20%。公司一季度业绩放缓，主要是上年一季度钛白粉价格整体高位，基期较高所致，一季度后钛白粉价格有所回落，而 2018 年钛白粉供需关系整体向好，钛白粉全年中枢价格有望上移，公司全年业绩稳定增长可期。

图 2 公司营业收入及增长率



数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 3 公司净利润及增长率

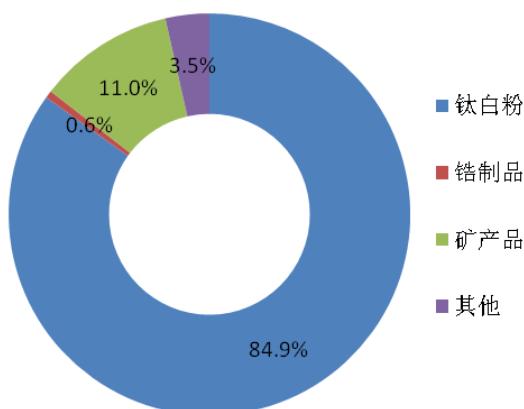


数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

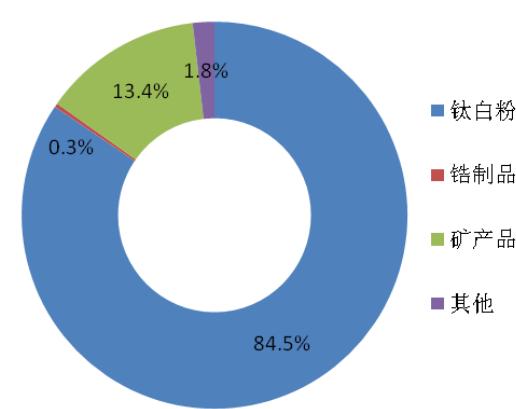
2017 年年报中显示，公司钛白粉业务营业收入为 85.89 亿元，在总营收中占比达到 84.9%，矿产品占 11.0%，锆制品占 0.6%，其他业务占比 3.5%。毛利润方面，钛白粉产品实现毛利润 47.07 亿，占比为 84.5%，其他几个产品毛利润占比相比较小。可以看出公司的业绩状况，主要取决于钛白粉的行业景气度。

图 4 公司 2017 年营业收入结构

图 5 公司 2017 年营业利润结构



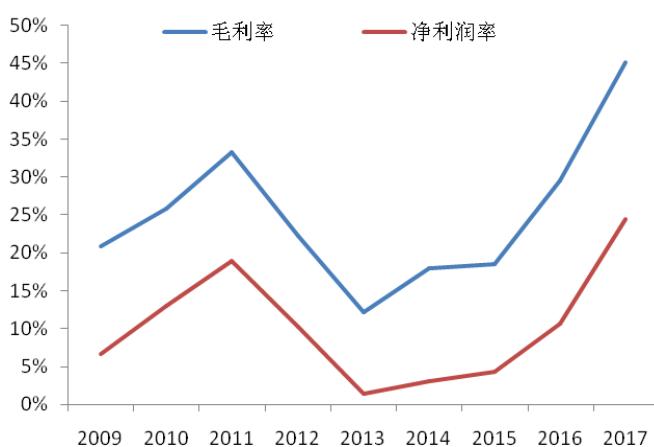
数据源：公司公告、群益金鼎证券整理



数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

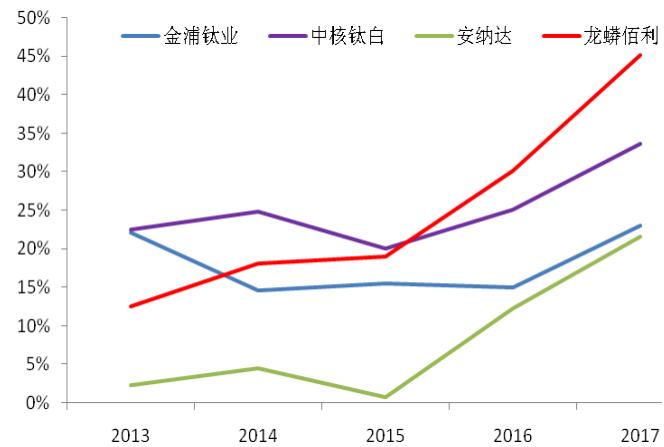
2012年钛白粉行业周期向下，公司综合毛利率和净利润率在2013年达到低点，随后年间公司管理层采取多种措施控制成本、开拓市场，公司毛利率方面逐步好转，另外受行业周期回暖影响公司毛利率、净利润率在2017年均达到峰值，分别为45.12%、24.4%。值得注意的是，与同行业中其他上市公司比较，公司钛白粉毛利率在2016年之后明显高于行业，其中得益于公司2016年收购龙蟒钛业之后，除其本身拥有30万吨钛白粉产能外，还拥有丰富的钒钛磁铁矿资源。让公司成为行业内少有的拥有“钒钛磁铁矿-钛精矿-钛白粉”完整产业链的公司。借助此次收购，龙蟒丰富的钛矿资源将为龙蟒佰利提供原材料的战略保证，完整的产业链亦使龙蟒佰利在抗风险能力、成本控制、产业协同等方面具有特殊的竞争优势。

图6 公司近年来毛利率和净利润变化



数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

图7 龙头企业钛白粉毛利率情况

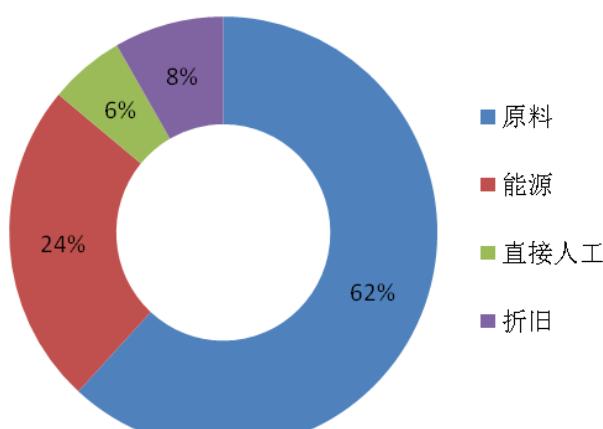


数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

目前龙蟒矿冶经国土资源主管部门备案的钒钛磁铁矿保有储量达到37698万吨，折合为46.5%品位钛精矿超过7000万吨，公司每年有近80万吨钛精矿产量，按每生产一吨钛白粉需要消耗2.3吨钛精矿(>46%)计算，公司自身钛精矿产量可供应约35万吨钛白粉生产需求，结合佰利联高钛渣装置投产，龙蟒佰利原材料端60%已经可以实现自供。尽管我国钛资源丰富，但纯度低，产量不足，进口依赖度高，保守估计在30%以上。从钛白粉

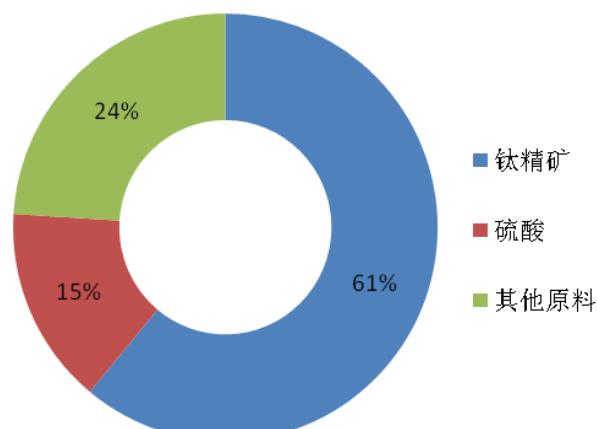
的生产成本来看，原料占其总成本的 62%，在原料成本中钛精矿又占到 61%，钛精矿是影响钛白粉生产成本的主要因素。2017 年钛白粉价格上涨，多属上游钛精矿成本推动所致，相比同行业中其他上市公司，公司行业优势明显。在收购龙蟒钛业之后，公司打通上下游产业链，显然已经成为钛产业中的佼佼者。

图 8 钛白粉生产成本结构



数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 9 钛白粉生产成本中原料的成本结构

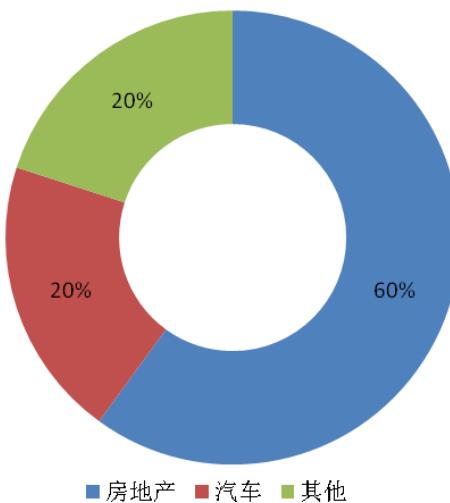


数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

4、公司产品介绍

钛白粉其主要成分是二氧化钛，是一种白色无机染料，主要应用领域：涂料、塑料、油墨、造纸以及其它，其中涂料占比最大。2017 年中国钛白粉下游消费结构中涂料占 65%，塑料和橡胶占 20%，造纸占 9%，其他占 6%。从钛白粉终端需求行业来看，60%的需求来源于房地产行业，另外汽车行业贡献 20%的需求，以及其他占 20%，可以说，钛白粉其下游需求主要取决于房地产行业，其次是汽车行业。

图 10 钛白粉终端消费结构

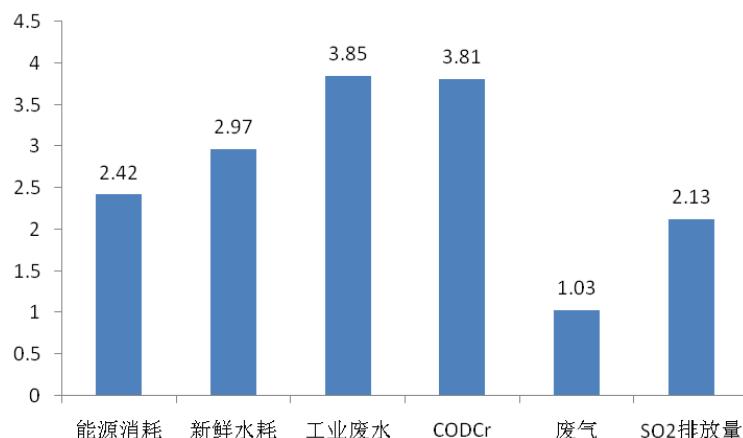


数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

钛白粉行业在我国属高能耗、高污染行业。钛白粉行业每万元工业产值的能源消耗

和新鲜水耗是化工行业平均值的 2.42 和 2.97 倍，每万元产值的工业废水、CODCr、废气、SO2 排放量分别是化工行业的 3.85、3.81、1.03、2.13 倍，是全部工业行业相应指标的 3-8 倍。高能耗、重污染将受到的环保压力更为明显。

图 11 钛白粉行业能耗、污染物与化工行业平均值之比



数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

目前国际上钛白粉主要有两种生产工艺方法，硫酸法和氯化法。从废气量、废水量以及固废量将硫酸法和氯化法进行对比，氯化法相较于硫酸法更具环保优势，在国内环保政策日益趋严的背景下，氯酸法发展空间更广。在产品质量方面，因为氯化法钛白粉产品的着色力、遮盖力和分散性等均好于硫酸。

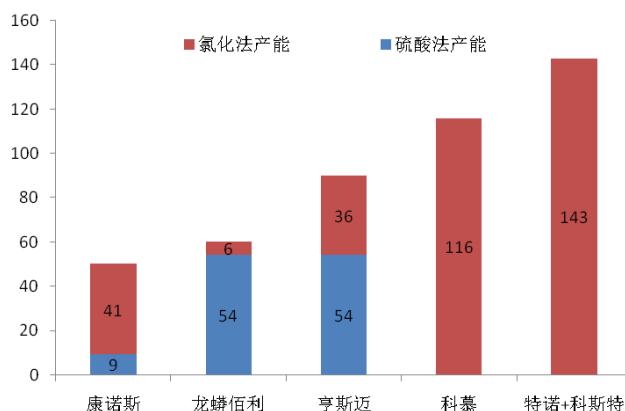
表 1 钛白粉行业能耗、污染物与化工行业平均值之比

	硫酸法	氯化法
原矿	钛精矿 酸溶性钛渣	氯化钛渣
主辅原料	硫酸	氯气
酸回用率	13%	75%
工艺流程	长	短
固废 1	酸性未酸解泥浆处理难度较大	氯化渣、收尘渣处理难度稍好
固废 2	硫酸亚铁市场容量小	无
酸性废水	500-600 吨	35-40 吨
环保	压力特别大，废副产品特别多，硫酸的回收利用困难，副产品硫酸亚铁如不能利用或外销，处理极其困难	环保压力相对较小
产品综合能耗	2.13	1.27
品质	含硫酸根、良	不含硫酸根、优

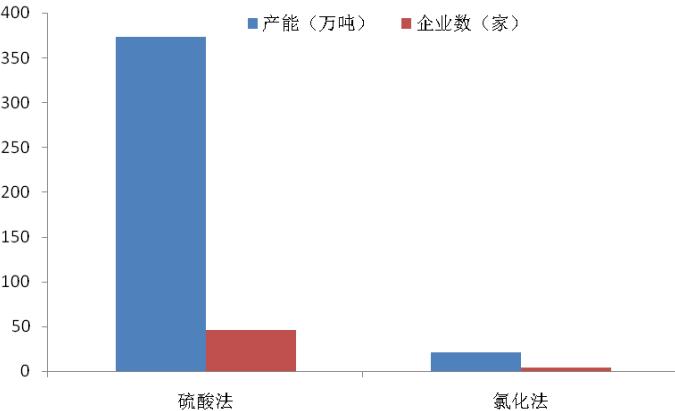
数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 12 世界前五强钛白粉企业产能情况

图 13 钛白粉产能按生产工艺划分



数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理



数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

世界前五强钛白粉企业来看，以氯化法钛白粉为主，其产能占到79%，这些氯化法钛白粉主要集中在欧美发达国家。与国外相比，我国的钛白粉产能居世界首位，目前产能393.8万吨，生产工艺以硫酸法生产为主，氯化法供应生产为辅，其中硫酸法工艺产能为372.8万吨，占总产能的94.67%。我国氯化法钛白粉起步较晚，因关键的氯化和氧化技术迟迟未获突破而发展相对落后，2017年国内5家氯化法企业（龙蟠佰利联、锦州钛业、云南新立、漯河兴茂和攀钢钛业）的氯化法产品产量之和为16.8万吨，同比增加6万余吨，增幅为58.96%。2017年氯化法钛白的产量占全国钛白粉总产量5.83%，占当年金红石型产量7.36%，占比份额同比均有提升，氯化法将是未来国内钛白粉主要发展方向，且发展空间十分巨大。

龙蟠佰利是国内大型氯化法生产工艺的钛白粉龙头厂家，期产能达到6万吨/年，另外公司积极建设氯化法二期工程的项目，计划在近两年将氯化法产能提升到30万吨/年，公司长远规划氯化法产能则要达到60万吨/年。硫酸法相比较于氯化法，对环境的污染程度大，在国内环保日益趋严的大趋势下，硫酸法将受到政策限制，而更多的政策则会向氯化法倾斜，为氯化法的发展提供便利，龙蟠佰利有望借此机会快速扩大氯化法产能，从而进一步打开成长空间。

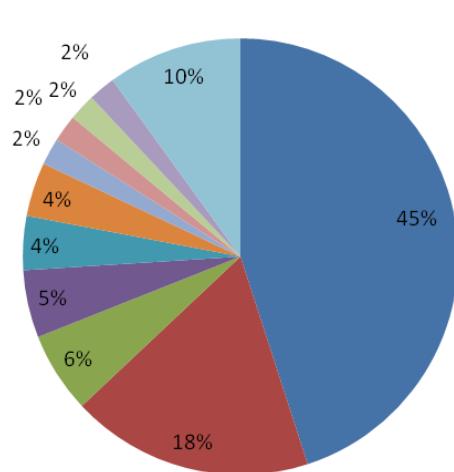
5、钛白粉供应格局

(1) 全球钛白粉产能低速增长

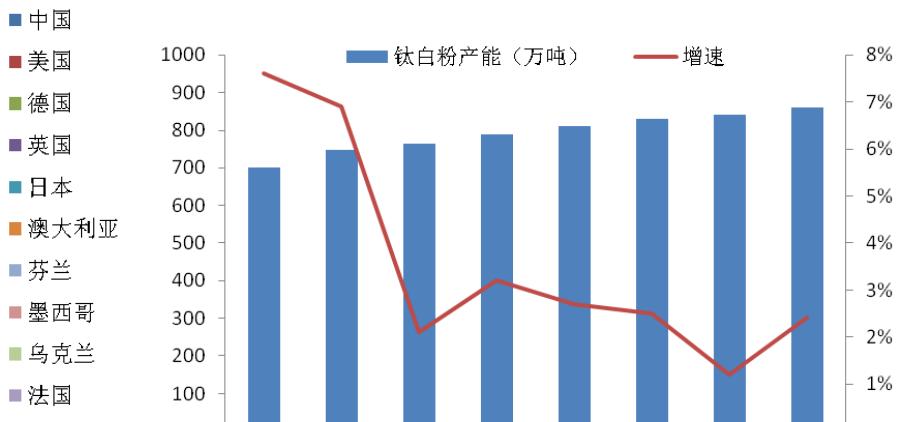
2017年世界主要钛白粉产能约860万吨，其中约45%分布在中国，18%布在美国。近年来钛白粉产能增速缓慢，基本控制在4%以内，一方面是前期钛白粉产能的大幅增长，产能过剩的问题近年逐渐显现，另外一方面是近年世界经济疲软，终端需求增长缓慢，钛白粉企业盈利状况不佳，导致部分企业的钛白粉产能关闭，故近年钛白粉产能增速一直维持在较低水平。

图14 世界钛白粉产能分布

图15 世界主要钛白粉产能变化及增速



数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

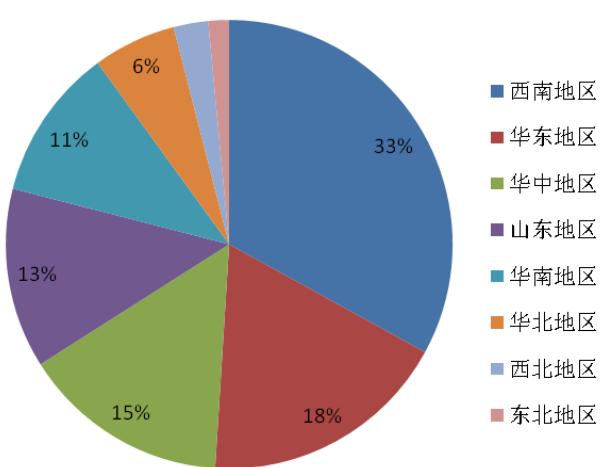


数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

(2) 国内产能向龙头企业集中

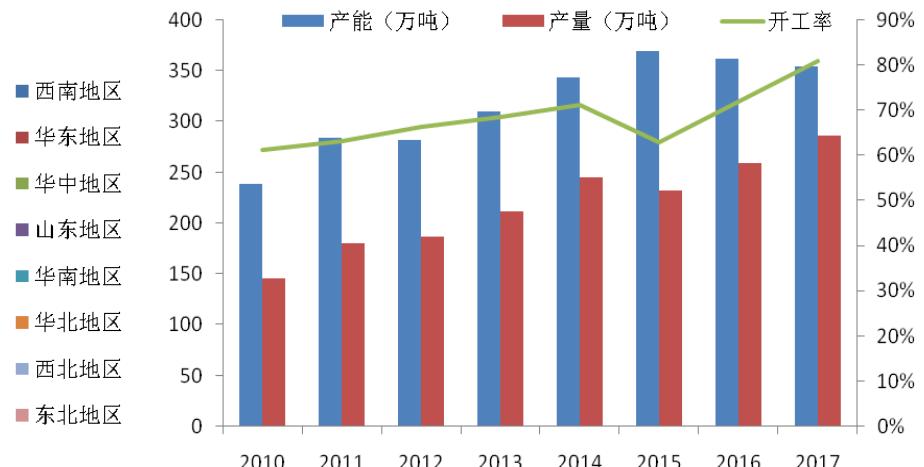
我国钛精矿多集中于四川等地，受矿场影响，钛白粉产能多集中于四川、山东等地。过去几年间，我国钛白粉产能持续稳定增长，根据行业协会统计，2016 年钛白粉名义产能约为 362 万吨，相比 2015 年缩减 8 万吨，短期内产能拐点已经出现。另外，2016 年我国 39 家钛白粉企业共生产钛白粉 259.72 万吨，同比增长 11.8%，创历史新高，开工率相比 2015 年提高近 9 个百分点。2015 年以来国内环保政策趋严，尤其在 2016 年中央展开多轮环保督察之后，退出产能多于新增产能，2017 年产能较 2016 年再次缩减 7 万吨。2017 年 41 家企业共生产钛白粉 286.95 万吨，较 2016 年增加 27 万吨，同比增长 10.49%，行业产能利用率达到 80.8%，较 2016 年再提高 9 个百分点。

图 16 我国钛白粉产能按地区分布



数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

图 17 近年我国钛白粉产能及开工率情况

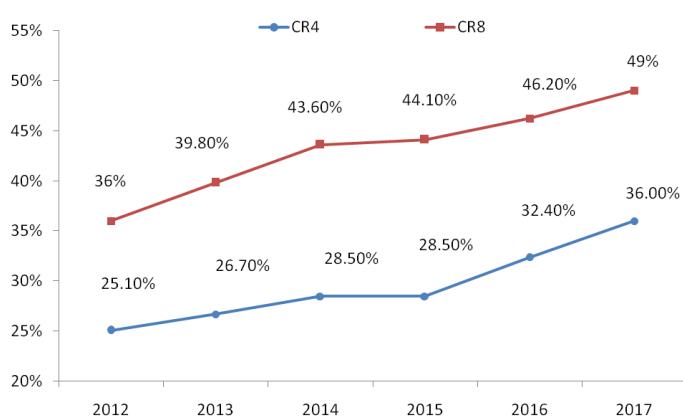


数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

据统计，2017 年我国 41 家企业中，产量同比增加的企业有 30 家，占比 73%；产量同比下降的企业有 9 家，占比 22%，产量下降的原因均是环保因素。2017 年行业有效总产能为 320 万吨，实际产量为 287 万吨，平均产能利用率为 89.69%。考虑到 9 家企业产量下降，

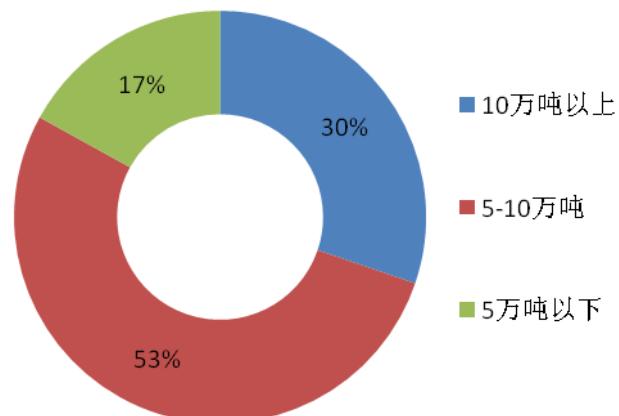
所以产量增加的 30 家企业的产能利用率更高，部分企业接近或达到 100%。值得注意的是，2017 年产量达到 10 万吨及以上的企业共 10 家，产量之和为 186 万吨，占全国总产量的 64.82%，同比上升 2 个百分点。而龙头企业龙蟒佰利联产量即占全国总量 21%。这些表明，行业的产能集中度进一步提高。反观 2012 年以来，钛白粉企业 CR4、CR8 占比逐年增加，行业集中更为明显，龙头企业强者恒强，未来市场份额有望进一步提升，将拥有更大的定价权与话语权。

图 18 我国近年钛白粉产能集中度变化情况



数据源：百川资讯、群益金鼎证券整理

图 19 2017 我国钛白粉产能规模分布



数据源：百川资讯、群益金鼎证券整理

另外根据 2015 年 11 月发布的《钛白粉单位产品能耗限额》新标准，预计将加速淘汰的产能占到总产能的 20%。此外《钛白粉行业规范条件》明确要求采用先进生产工艺，新建单线产能要求在 3 万吨以上。另外 5 万吨以上能力投资建设污水处理和废酸回收设施，环保成本相对较低，相反 5 万吨以下的产能多数是小企业，这些小企业受资金和规模限制，自建污水循环处理的经济性不强，环保成本由此大大升高，使其产品在竞争时失去优势，倒逼其产能加速退出，而这一部分产能保守估计占到总产能的 17%。

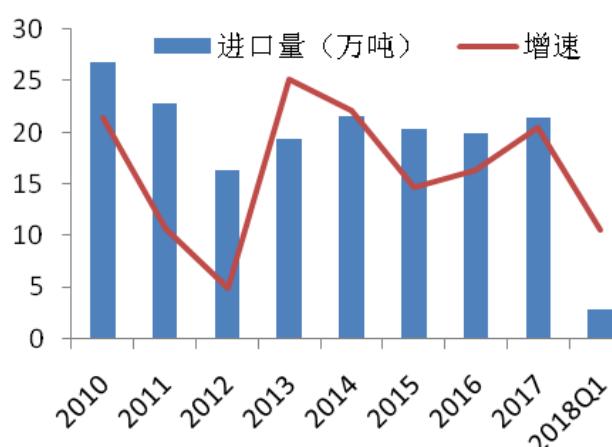
2016 年 3 月关于《中国钛白粉行业十三五规划》中指出，在钛白粉行业推行“三去一降一补”，推动化解行业过剩产能，重点造就年产 30 万吨以上清洁生产硫酸法企业 2-3 家；年产 10 万吨以上氯化法企业 2-3 家，培养成具有世界影响力的品牌。鼓励发展氯化法工艺，创新硫酸法工艺，实现清洁生产，限制新建硫酸法生产装置，淘汰单线产能小于 2 万吨、环保无法达标的硫酸法生产装置。十三五期间使氯化法产品比例达到 20% 以上，行业前 10 名企业产能集中度达到 80% 以上。综上来看，未来钛白粉行业产能将进一步向龙头企业集中，随之而来是其市场占有率扩大提高，同时有技术及资金优势企业，将加大氯化法产能建设，龙蟒佰利是国内少有的同时拥有两种钛白粉生产方法的企业，两者产能均属第一，公司将在行业这一发展中受益。

(3) 钛白粉出口量明显大进口，且出口需求强劲

进口方面来看，2010 年以来钛白粉进口量基本保持在 20 万吨/年左右，变动不大，2018 年一季度钛白粉进口量 2.88 万吨，同比下滑 15.4%。主要的进口区域是台湾、澳大

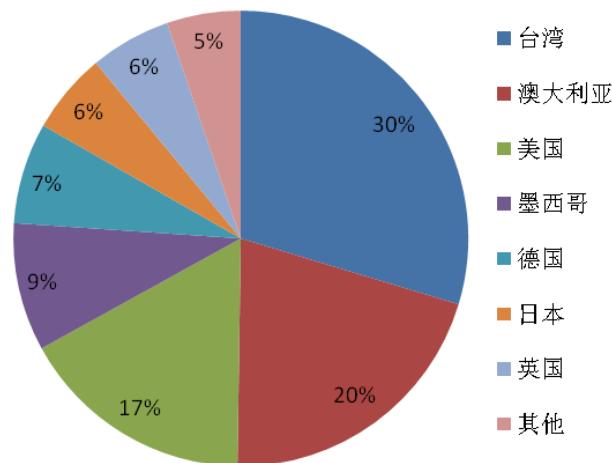
利亚以及美国，占比分别为30%、20%、17%。一方面进口钛白粉多以高端钛白粉为主，另外一方面进口体量相对较小，总体来说进口钛白粉对未来钛白粉的供给关系影响不大。

图20 近年我国钛白粉进口量变化情况



数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

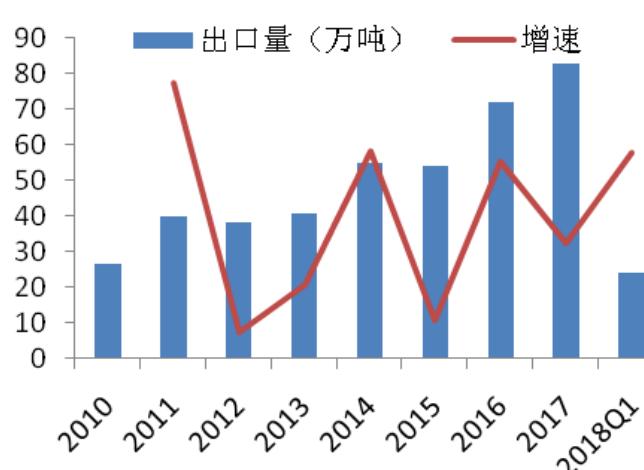
图21 钛白粉进口来源地区与国家分布情况



数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

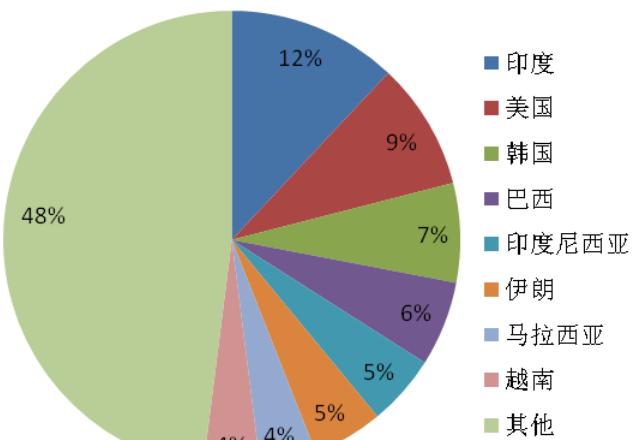
出口方面，在2010年之后，钛白粉的出口量呈逐渐增加的趋势；主要原因一方面受国内钛白粉产质量量不断提升，符合国外下游企业的质量需求；另一方面受近年来国外发展中国家经济不断提速，而本国钛白粉产能有限，对中国钛白粉需求增量所致，2017年出口量已达83.09万吨，相比去年上涨11.04万吨，增速达15.32%。2018年一季度出口量达到24.29万吨，同比增速高达34.8%，海外市场成为新的需求点。出口对象主要集中在新兴经济体，如印度、巴西、越南、印度尼西亚、泰国等，新兴经济体正处于快速增长阶段，且未来增长空间巨大，这将是驱动国内钛白粉出口持续增长的核心动力。

图22 近年我国钛白粉出口量变化情况



数据源：卓创资讯、海关总署、群益金鼎证券整理

图23 钛白粉出口国家分布情况



数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

(4) 短期内国内新增产能或将不及退出产能

从新增产能来看，到 2021 年之前国内新增装置中，以氯化法装置为主，其中硫酸法新增产能 37 万吨，氯化法新增产能 98 万吨。在这些产能中多数为拟建项目，实际建设中的产能不足 30 吨，且计划投产时间在 2019 年。在 2015、2016 年间共计退出钛白粉达 36 万吨，2017 年以来环保压力更为严峻，这或将引发更多的产能退出。考虑到未来部分产能迫于环保压力退出以及环保对新建项目的影响，我国钛白粉近期内新增产能将十分有限。

表 2 未来 3 年内钛白粉新增产能情况

企业名称	新增产能	类别	地点	计划投产日期	状态
金海钛业	10	硫酸法	山东无棣	2019 年	拟建
广东惠云钛业	1.5		广东云浮	2019 年	拟建
甘肃玉门静洋	2.5		甘肃酒泉	2018 年年底	建设中
潜江方圆	3		武汉潜江	2017 年 9 月	在建
中核钛白	20(一期 10 万吨)		甘肃白银	2018 年	建设中
云南新立	16	氯化法	江苏连云港	2019 年	建设中
金海钛业	6		山东无棣	2019 年	拟建
河南佰利联	20		河南焦作	2021 年	拟建
宜宾天原集团	30 万吨		四川	2020 年	拟建
东佳集团	6 万吨		山东淄博	2019 年	环评阶段
攀钢钛业	20 万吨		重庆	2018 年	复建

数据源：公司公告、群益金鼎证券整理

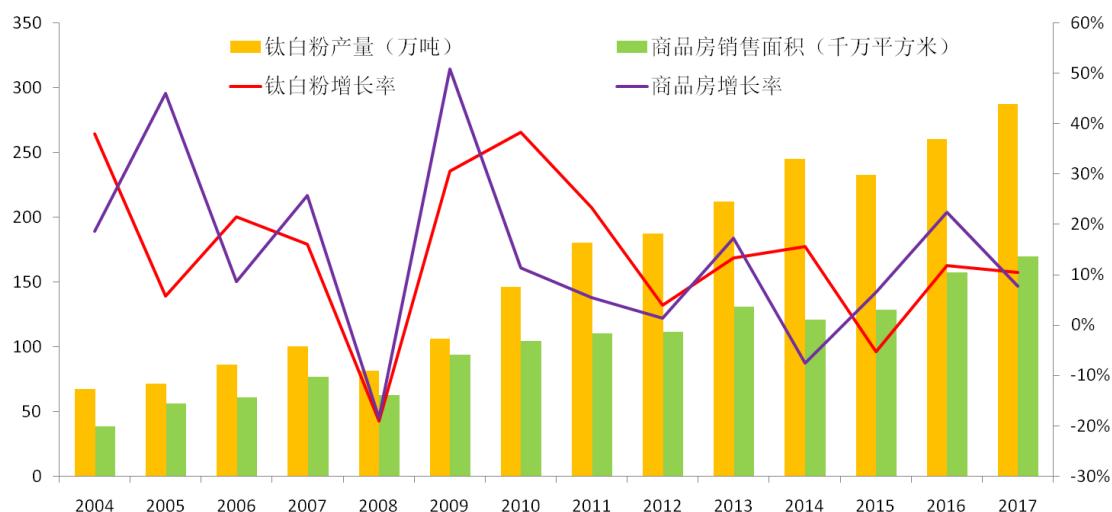
6、钛白粉需求稳定

(1) 房地产方面

从钛白粉终端行业来看，钛白粉需求动力主要来自于房地产、汽车，其中房地产占主要部分。钛白粉广泛应用于建筑涂料、家具漆、塑料建材等产品，全球约有 60% 的钛白粉产品消费于房地产业。短期来看，房屋销售面积的增加将会带动装修、家具、家电等刚性需求，从而提振钛白粉市场；从中长期来看，房屋新开工面积的增加将会在后期对钛白粉需求造成明显影响，因此可作为预测中长期钛白粉需求量的重要指标。

从历史数据来看，钛白粉为房地产的后周期行业，其消费量增速与房屋销售数据有一年左右的滞后间隔。2016 年商品房销售面积达 15.73 亿平方米，同比增长 22.5%，其增长速度创 2010 年以来新高，按照历史经验，2017 年钛白粉产量较上一年有明显增长，但是实际上 2017 年钛白粉产量增速较上年增速下降了 1.3 个百分点。其原因可能由两方面因素引起，一方面是 2017 年环保政策史无前例的严苛，导致部分产能关停或减产，导致钛白粉产量增速较上年放缓，另一方面是，2017 年钛白粉产量创历史新高，一些大厂产能已经满负荷运行，钛白粉产量遇到瓶颈期。2017 年钛白粉产量增速未达到预期，但房地产带来的下游需求仍在，这一部分需求有望在后期得到释放，为钛白粉后市需求带来动力。

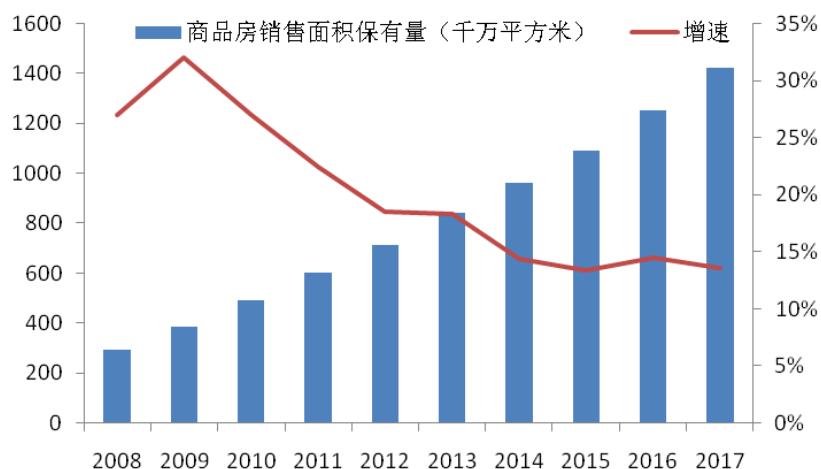
图 24 近年来商品房销售面积与钛白粉产量的关系



数据源：Choice、群益金鼎证券整理

另外一方面，我国房屋保有量基数极大，二次装修带动重涂市场有望长期支撑钛白粉景气度。以 2004 年商品房销售面积为基础，近十年来商品房销售面积保有量一直保持两位的增长速度，叠加二手房交易火热，重涂市场潜在需求巨大。海外重涂市场比较成熟，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。

图 25 以 2004 为基础商品房销售面积保有量变化情况



数据源：Choice、群益金鼎证券整理

(2) 汽车方面

汽车用涂料和车用塑料是汽车生产不可或缺的原料，也是钛白粉应用的另外一个重要

领域。汽车产量的增速与钛白粉消费增速有很强的正相关性，从历史趋势来看，二者的增长基本同步，汽车产量的稳定增长为钛白粉行业体量的扩张奠定基础，2010年以来，汽车销售量均保持着正增长，为钛白粉行业带来持续需求。据统计，2017年中国汽车销量为2890万台，同比增长3.42%。2018年前5个月，中国汽车销量为1179万台，同比增长5.46%。从中国经济的发展和消费结构升级的角度看，汽车有巨大的市场空间，下游市场的持续发展壮大，为钛白粉的需求提供了强有力的支撑。另外，我国汽车保有量巨大，2006年以来一直保持两位数增速，2017年我国汽车保有量为2.17亿辆，同比增长11.85%，在如此庞大基数下，车辆补漆、再涂市场需求量巨大。

图 26 2010 年以来我国汽车销售数据变化情况



数据源：Choice、群益金鼎证券整理

图 27 我国汽车保有量变化情况

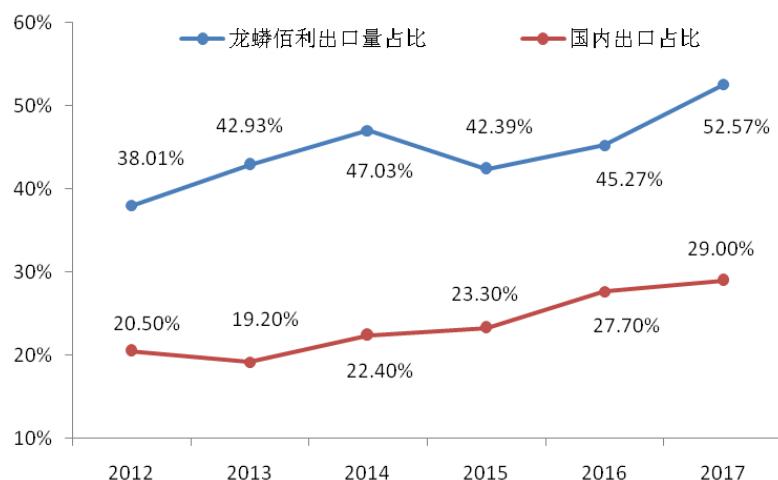


数据源：Choice、群益金鼎证券整理

(3) 出口方面

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2017年的83.1万吨，年复合增长率高达17.8%，18年一季度钛白粉出口增速更是高达34.8%，海外市场成为新的需求点。从出口量占国内钛白粉产量比重来看，出口占比2013年以来稳定提高，2017年提高至29%。龙蟒佰利钛白粉出口量占比明显高于行业总比值，2017年出口比重更是超过50%，创出口占比新高。近年来国外新兴经济体快速发展，带动国内钛白粉出口量逐年增加。当前新兴经济体越南、印度尼西亚、泰国、印度的人均GDP均居于1300-8000美元之间，按照地产行业的发展规律，这些国家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。若按照每年6%的人均GDP增幅，地产的高速增长期至少还有10年时间，这将为我国未来钛白粉出口增量打开成长空间。

图 28 近年来我国及龙蟒佰利钛白粉出口量占总产量变化情况



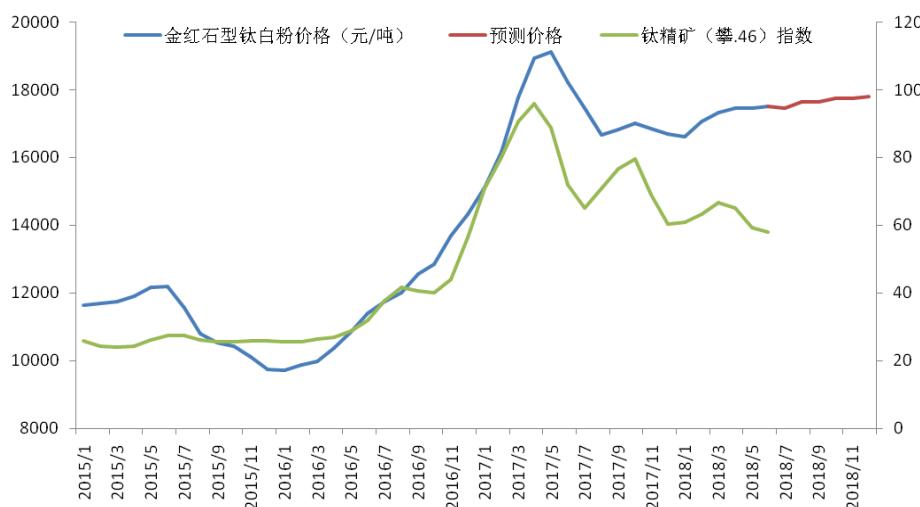
数据源：卓创资讯、群益金鼎证券整理

7、钛白粉价格预测

钛精矿是钛白粉最重要的生产原料，在钛白粉生产成本结构中，钛精矿占钛白粉近四成的生产成本，受钛精矿价格上涨影响，国内钛白粉价格不断上调。据公司公告，龙蟒佰利 2016、2017 年两年间硫酸法金红石型钛白粉上调价格 19 次之多，累计涨幅一倍有余。2018 年至今，公司硫酸法金红石型钛白粉因订单充足，库存较低，供应紧张两次上调价格，累计涨幅超 5%。由钛白粉及 46%钛精矿价格走势图可以看出，2017 年 9 月之后，钛白粉与钛精矿两者价差逐步扩大，钛白粉盈利能力向好。2018 钛白粉市场从供需面来讲，供给新增产能仅 10 万吨，且是计划在 2018 年年底投产，新增产能有限，另外国内环保压力日益加强，中央环保督察组回头看、省级环保督查全面行动等环保行动及政策陆续实施，钛白粉作为重污染行业，小产能企业迫于环保压力或将进一步退出，供给呈现偏紧状态。需求端来看，下游需求受房地产、汽车以及出口方面影响，钛白粉下游需求仍将保持稳定增长。综合来看，2018 年钛白粉供给关系较 2017 年偏紧，2018 年钛白粉整体价格有望维持高位运行。

2018 年 3 月 17 日因公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买四川安宁铁钛股份有限公司 100%股权而停牌，后因交易各方未能对本次交易的价格等核心条款达成一致意见终止交易，公司股票于 5 月 18 日复牌，截止当前，与停牌前相比公司股票已下跌三成之多。反观 2018 年以来，公司主要产品钛白粉价格并未因原料钛精矿价格下行而继续下跌，两者价差却是进一步扩大，价差扩大将有利于增厚公司业绩。后市来看钛白粉供需关系向好，钛白粉价格易涨难跌，当前估值较低，未来业绩可期，适宜布局。

图 29 金红石型钛白粉市场均价走势及预测



数据源 : Choice、隆纵资讯、群益金鼎证券整理

9、盈利预测，维持“买入”评级

公司目前已拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源，是少数拥有“钒钛磁铁矿-钛精矿-钛白粉”完整产业链的公司，钛白粉原来实现大部分自给自足，具有全产业链优势。公司预计划于2019年初实现新增20万吨/年氯化法钛白粉产能，行业龙头地位进一步稳固。我们预计公司2018/2019年实现净利润30.4/34.4亿元， $YoY+21.5\%/+13.3\%$ ，折合EPS为1.50/1.69元，目前A股股价对应的PE为8X、7X。鉴于未来钛白粉市场有望维持高景气度，公司作为行业龙头，且具有全产业链优势，未来业绩有望保持稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

10、风险提示

环保风险：由于环保因素，公司钛白粉产量下降。

钛白粉价格大幅下跌风险。

氯化法钛白粉扩产进度不及预期。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,135.56	10,257.51	11,836.41	13,395.74	15,199.13
经营成本	296.38	265.27	340.74	367.26	449.87
营业税金及附加	45.46	150.36	177.98	201.34	228.34
销售费用	179.60	326.91	381.00	431.72	490.50
管理费用	367.25	1,000.32	1,194.93	1,341.42	1,508.54
财务费用	95.83	158.61	208.01	236.65	270.05
资产减值损失	32.36	93.39	133.06	150.99	171.81
投资收益	2.14	15.40	11.62	16.54	14.55
营业利润	549.69	3,053.98	3,726.68	4,206.53	4,760.10
营业外收入	17.46	12.19	8.63	9.00	27.15
营业外支出	26.61	10.70	12.74	4.54	11.34
利润总额	540.54	3,055.46	3,722.57	4,210.99	4,775.91
所得税	81.23	466.59	577.55	646.73	726.02
少数股东损益	17.21	86.46	105.45	119.94	136.01
归属于母公司股东权益	442.11	2,502.41	3,039.57	3,444.33	3,913.88

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,303.39	3,422.67	2,353.50	3,602.12	5,787.85
应收账款	817.56	1,226.34	1,204.54	1,324.99	1,430.99
存货	1,280.67	1,536.80	1,563.20	1,688.26	1,823.32
流动资产合计	4,582.04	7,425.26	7,081.56	8,702.26	11,243.32
长期股权投资	40.51	42.54	17.35	17.70	18.23
固定资产	6,265.50	6,783.64	6,028.94	5,931.55	5,625.66
在建工程	418.64	439.57	604.73	616.82	635.33
非流动资产合计	13,466.52	14,149.44	13,764.79	13,950.75	13,885.44
资产总计	18,048.56	21,574.70	20,846.35	22,653.01	25,128.76
流动负债合计	3,916.75	5,365.52	6,243.93	6,062.79	6,175.17
非流动负债合计	1,390.02	1,459.51	1,268.22	1,289.62	1,328.31
负债合计	5,306.77	6,825.03	7,512.15	7,352.41	7,503.47
少数股东权益	401.92	501.64	447.54	552.99	672.93
股东权益合计	12,741.80	14,735.45	13,334.21	15,300.60	17,625.28
负债及股东权益合计	18,048.56	21,560.48	20,846.35	22,653.01	25,128.76

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	432.22	2,367.77	2,557.19	2,761.77	2,982.71
投资活动产生的现金流量净额	-8,786.74	-956.22	-1,032.72	-877.81	-746.14
筹资活动产生的现金流量净额	8,939.97	-264.81	-285.99	308.87	333.58
现金及现金等价物净增加额	597.34	1,132.25	1,248.62	2,185.73	2,575.12

¹

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实或审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。