



2019-03-15

公司深度报告

买入/维持

龙蟒佰利 (002601)

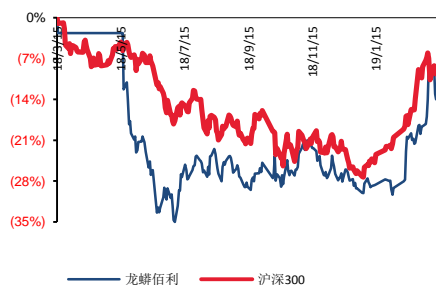
目标价: 18

昨收盘: 15.0

材料 材料 II

钛白粉行业巨头脚步稳健，从中国走向世界

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,032/706
总市值/流通(百万元)	30,480/10,583
12 个月最高/最低(元)	18.92/11.87

相关研究报告:

龙蟒佰利 (002601) 《【太平洋化工】龙蟒佰利动态点评: 时隔 22 天再次涨价, 钛白粉龙头受益高景气周期》—2019/03/08
 龙蟒佰利 (002601) 《【太平洋化工】龙蟒佰利 2018 中报点评: 行业龙头业绩稳健 新产能助推全球竞争力》—2018/08/21

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

分析师助理: 翟绪丽

电话: 010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

报告摘要

1. 供给偏紧叠加出口强劲, 钛白粉有望维持高景气

近年来海外产能不断退出, 除去部分复产之外, 无可见新增产能。国内 2018 年产能零增长, 而由于产业政策限制, 今后将鲜有硫酸法新增产能, 而氯化法对技术和经验的要求很高, 无相关积累的企业其规划产能投产及到达产的进度大概率被减缓。同时出口量快速增长, 从 2013 年的 40.3 万吨到 2018 年的 90.9 万吨, 5 年时间增长 126%, 年均复合增长率为 17.7%, 出口占比也由 20.6% 提升至 37.2%。供给偏紧叠加出口强劲, 高景气度有望维持。

2. 贯穿全产业链的护城河, 行业龙头竞争优势显著

公司 2018 年综合产能 60 万吨/年, 规模居亚洲第一、全球第四。公司上游有资源 (收购龙蟒钛业具备 80 万吨/年钛精矿产能), 中游有氯化法技术 (一期 6 万吨/年运行平稳, 二期 20 万吨/年即将于 2019 年二季度试产), 下游有市场和定价权 (2019 年已经带领行业两次涨价潮), 行业龙头地位配以贯穿全产业链的护城河, 将显著受益高景气周期。

3. 氯化法及其原料保障技术引领中国钛产业发展方向

公司在氯化法一期多年技术和经验积累加持下, 二期 20 万吨/年成功试产确定性强, 预计 2019 年开工率 50%, 2020 年完全达产。同时在建钛精矿升级转化为氯化钛渣项目, 不仅可以提升自身原料自给率和盈利能力, 而且对打破国内氯化法技术的原料瓶颈具有重大意义。

4. 盈利预测

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 22.87/32.43/40.33 亿元, 对应 EPS 1.13/1.6/1.98 元, 当前股价对应 PE 13/9/8 倍。考虑到公司具有全产业链的优势, 新增氯化法二期 20 万吨/年产能即将投产, 行业龙头地位进一步稳固, 给予 2019 年 11.3 倍 PE, 目标价 18 元, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

钛白粉价格大幅下跌, 出口需求大幅下滑, 氯化法钛白粉投产进

度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,353.1	10,533.3	13231.08	16059.99
(+/-%)	147.45%	1.74%	25.61%	21.38%
净利润(百万元)	2,588.87	2287.32	3243.01	4032.74
(+/-%)	466.02%	-8.59%	41.77%	24.35%
摊薄每股收益(元)	1.25	1.13	1.6	1.98
市盈率(PE)	12.0	13.3	9.4	7.6

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

一、 由中国走向世界的钛白粉行业龙头	5
(一) 公司成长史	5
(二) 白色颜料之王——钛白粉	5
(三) 公司业绩稳健增长	6
二、 国内钛白粉行业具备发展条件和空间	8
(一) 钛资源-生产工艺-产品的产业链分析	8
(二) 行业格局：全球寡头垄断，中国集中度低	12
(三) 钛白粉需求：国内增速下滑，出口主要拉动	14
(四) 钛白粉价格价差维持高位	16
(五) 资金、技术、政策共筑行业高壁垒	17
三、 公司核心竞争力分析——贯穿全产业链的护城河	18
(一) 上游有资源	19
(二) 中游有氯化法技术	20
(三) 下游有市场和定价权	20
四、 盈利预测及评级	21
五、 风险提示	21

图表目录

图表 1 公司股权结构.....	5
图表 2 2018 年钛白粉消费结构.....	6
图表 3 钛白粉分类.....	6
图表 4 2011-2018 公司营业收入情况.....	7
图表 5 2011-2018 公司归母净利润情况.....	7
图表 6 2010-2018Q3 资产负债率和净资产收益率.....	7
图表 7 2010-2018Q3 销售毛利率和净利率.....	7
图表 8 2018H1 公司主营业务构成.....	8
图表 9 各业务毛利率.....	8
图表 10 公司业务地区分布.....	8
图表 11 各地区毛利率.....	8
图表 12 钛精矿供需格局.....	9
图表 13 2018 年各国家钛矿进口占比，%.....	9
图表 14 硫酸法生产锐钛型钛白粉流程.....	10
图表 15 硫酸法生产金红石型钛白粉流程.....	10
图表 16 氯化法生产金红石型钛白粉流程.....	11
图表 17 硫酸法和氯化法比较.....	11
图表 18 2015-2018 年国内外钛白粉产能退出大于新增.....	12
图表 19 2018 年国际国内钛白粉产能前五位.....	13
图表 20 国内钛白粉产能趋于稳定.....	14
图表 21 国内钛白粉出口持续增长.....	14
图表 22 2018 年中国钛白粉进口分布.....	14
图表 23 2018 年中国钛白粉出口分布广泛.....	14
图表 24 美国、韩国建筑完工量.....	15
图表 25 国内钛白粉周度社会库存低位，千吨.....	16
图表 26 国内涂料产量重回正增长.....	16
图表 27 国内商品房销售面积增速下滑.....	16
图表 28 国内房屋新开工面积增速稳定.....	16
图表 29 国内钛白粉价格和价差维持高位.....	17
图表 30 公司毛利率高于行业其他公司.....	18
图表 31 国内钛精矿产量分布，万吨.....	18
图表 32 龙蟠佰利处于行业龙头地位.....	21
图表 33 PE-BANDS.....	22
图表 34 PB-BANDS.....	22

一、 由中国走向世界的钛白粉行业龙头

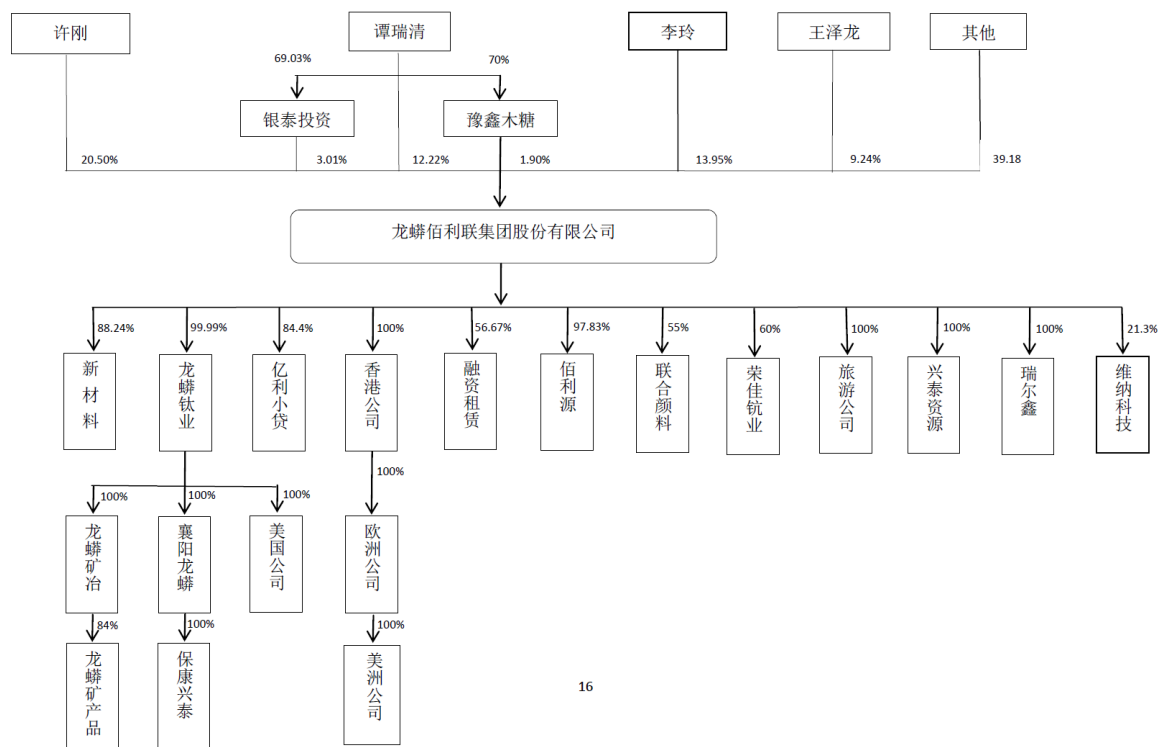
(一) 公司成长史

公司前身为成立于 1975 年的焦作市化工总厂，1998 年改制为股份合作制企业，2001 年改制为有限责任公司，并更名为浩科化工。2002 年浩科化工整体变更为河南佰利联化学股份有限公司，并于 2011 年在深圳证券交易所上市。

2016 年，公司完成了与龙蟒钛业的战略合并。佰利联和龙蟒钛业是国内最优秀的两家钛白粉公司，各自具有优势。佰利联拥有氯化法工艺技术优势和资本市场良好的融资平台，龙蟒钛业的钛产业链完整，盈利能力较强。在国内钛白粉产能集中度较低以及供给侧改革大背景下，两家携手顺应历史潮流，有利于提高公司的行业地位和竞争力，进而参与国际竞争。

公司建立了以钛白粉产业链为支柱，涵盖锆系、铁系、钛渣、硫酸等五大类 20 多个品种的产业体系，拥有河南焦作、四川德阳、湖北襄阳三大硫酸法钛白粉生产基地和配套四川攀枝花钒钛磁铁矿综合开发利用基地，并建立了国内最大的氯化法钛白粉生产基地，2017 年综合产能达到 60 万吨，规模居亚洲第一、全球第四。

图表 1 公司股权结构



资料来源：《2017 年企业社会责任报告》，太平洋证券整理

(二) 白色颜料之王——钛白粉

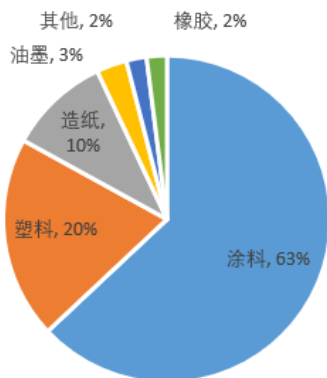
钛白粉，化学名称二氧化钛 (TiO_2)，具有高折射率、良好的遮盖力和着色力，产品呈粉末状。钛白粉来自于钛矿，经过硫酸法或氯化法工艺处理后成为性能优异的白色颜料，号称白色之王，广泛应用于涂料、塑料、造纸、橡胶、油墨和化纤工业等领域，其中，2018 年涂料的消费占比达到 63%，其次为塑料，占比 20%，第三为造纸，占比 10%。

钛白粉按照用途，主要分为颜料级和非颜料级两大类。

颜料级钛白粉以白色颜料为主要使用目的，通常用在涂料、塑料、造纸、橡胶、油墨、化纤、美术颜料和日用化妆品等行业。颜料级钛白粉按照结晶形态，可进一步分为锐钛型钛白粉（简称 A 型）和金红石型钛白粉（简称 R 型）两类。其中锐钛型钛白粉主要用于室内涂料、油墨、橡胶、玻璃、化妆品、肥皂、塑料和造纸等工业。金红石型钛白粉比锐钛型钛白粉具有更好的耐候性和遮盖力，主要用于高级室外涂料、有光乳胶涂料、有较高消色力和耐候要求的橡胶材料、高级纸张涂层等。

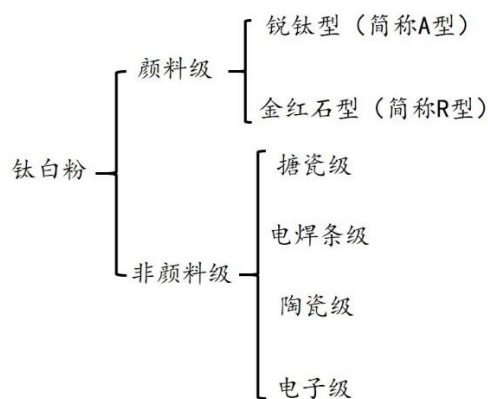
非颜料级钛白粉以纯度为主要使用目的，按主要使用用途又可分为搪瓷级钛白粉、电焊条级钛白粉、陶瓷级钛白粉、电子级钛白粉等多种类型，广泛应用于搪瓷、电焊条、陶瓷、电子、冶金等行业中。

图表 2 2018 年钛白粉消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 3 钛白粉分类



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

(三) 公司业绩稳健增长

公司 2017 年因合并龙蟒钛业报表，各项财务指标变化较大。实现营业收入 103.5 亿元，同比增长 147.4%，归母净利润 25.0 亿元，同比增长 466.0%，EPS 1.23 元。销售费用率和财务费用率分别降低 1.13PCT 和 0.76PCT，管理费用率提高 0.88PCT。

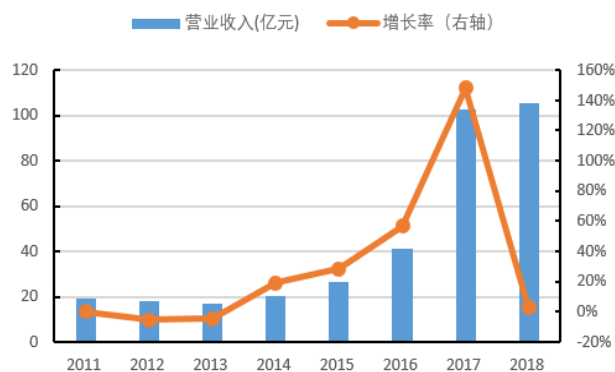
公司 2017 年共销售钛白粉 58.45 万吨，同比增长 68.78%，其中出口钛白粉 30.73 万吨。公司全年钛白粉业务实现营收 85.89 亿元，同比增 145%，毛利率提升至 45.2%。

2018 年上半年，公司钛白粉价格和产销量稳中有升，带动收入和利润增长。2018H1 公司钛白

粉产量 31.07 万吨，同比增长 1.7%，销量 30.06 万吨，同比增长 2.1%。其中钛白粉出口 17 万吨，占比增至 57%。上半年钛白粉均价 14,995 元/吨，同比增长 5.46%。2018H1 公司实现营收 52.6 亿元（同比+6.04%），归母净利润 13.4 亿元（同比+2.33%），EPS 0.67 元。其中二季度实现归母净利润 7.43 亿元，环比+24.2%，为单季度最高。

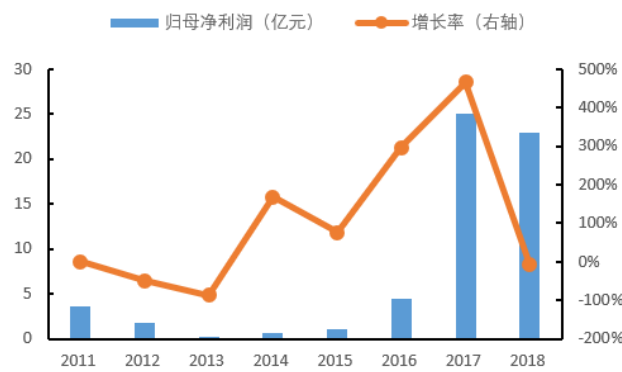
2019 年 2 月 28 日，公司发布 2018 年度业绩快报，报告期内，公司实现营业总收入 105.33 亿元，同比增长 1.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 22.87 亿元，同比降低 8.59 %。归母净利润较上年降低的主要原因包括钛白粉原材料价格上涨导致毛利率略有降低，铁精矿售价降幅较大，导致矿产品利润降低，以及类金融子公司出现逾期项目，按照会计政策计提坏账准备。

图表 4 2011-2018 公司营业收入情况



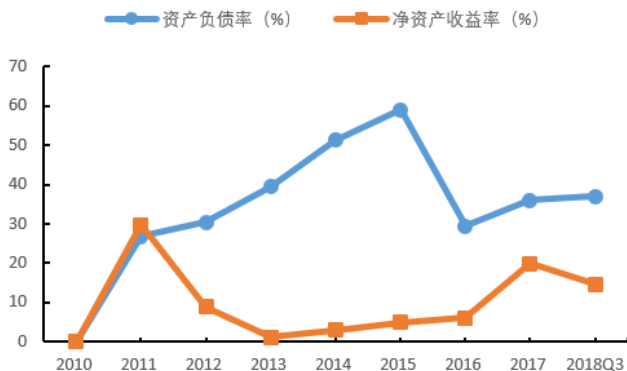
资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 5 2011-2018 公司归母净利润情况



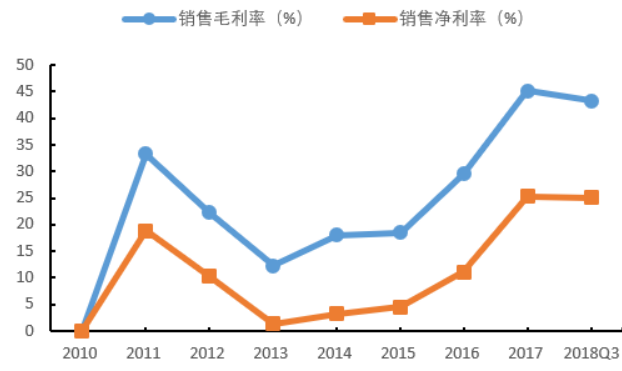
资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 6 2010-2018Q3 资产负债率和净资产收益率



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 7 2010-2018Q3 销售毛利率和净利率

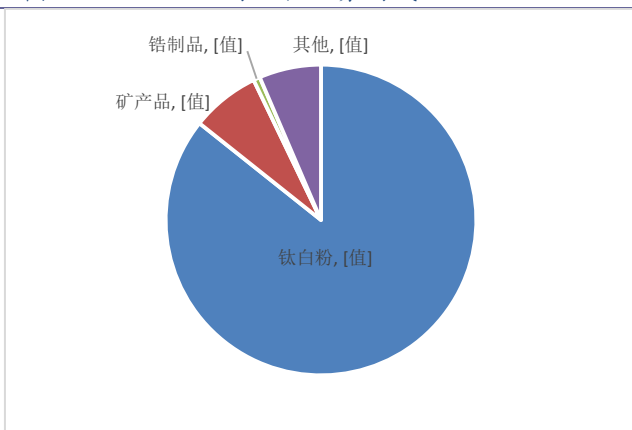


资料来源: wind, 太平洋证券整理

2018 年上半年，公司钛白粉业务实现营收 45.08 亿元，占营收比例达到 85.7%。自 2017 年龙蟒钛业并表之后，增加矿产品业务一项，实现营收 11.1 亿元，占比 10.7%。由于钛白粉业务体量大，其毛利率与公司整体毛利率趋同，近几年均呈现逐步提升的趋势，2017 年和 2018H1 分别达到 45.2%和 45.6%。预计 2018 年整体毛利率因钛白粉原材料价格上涨会稍有降低。

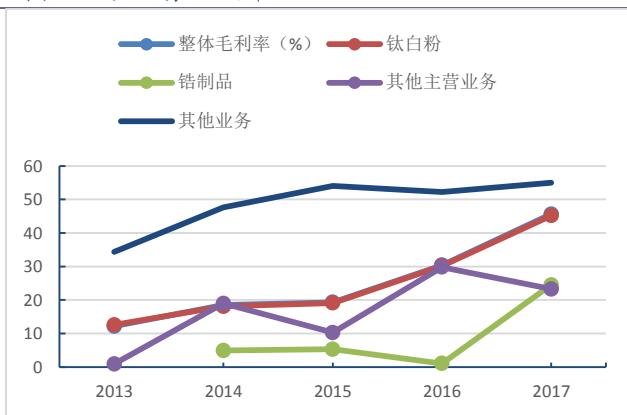
随着公司营业收入的快速增长，海外业务同步增长。2018 年上半年，海外营收达到 26.63 亿元，占比达到 50.62%。预计随着国内需求增速放缓而国外市场维持高景气，海外业务占比会逐渐增大。国内毛利率与国外毛利率相当，最近 5 年均同步提升。

图表 8 2018H1 公司主营业务构成



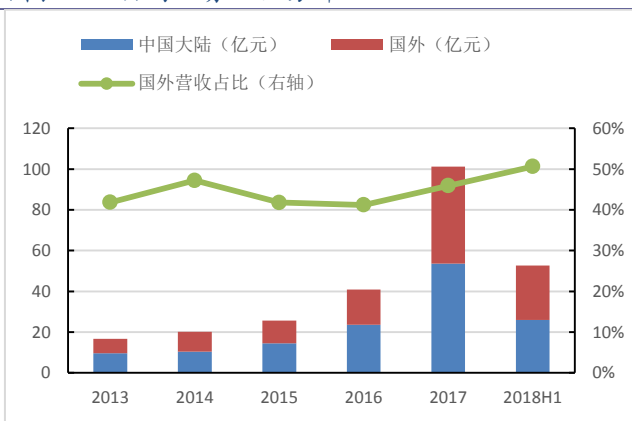
资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 9 各业务毛利率



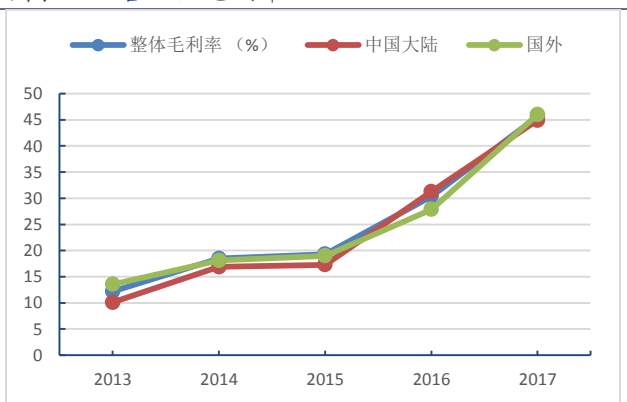
资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 10 公司业务地区分布



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 11 各地区毛利率



资料来源: wind, 太平洋证券整理

二、国内钛白粉行业具备发展条件和空间

世界钛白粉工业始于 1916 年的美国和挪威，当时采用的是硫酸法生产工艺。1959 年出现了氯化法生产工艺，此后两种工艺长期共存。

中国钛白粉工业起步较晚，始于 1955 年，经过六十多年的发展，经历了从无到有、从小到大的发展历程。2000 年以来，中国采取各项政策积极拉动内需，建筑、涂料、塑料、造纸等下游行业发展迅猛，极大的带动了钛白粉行业的发展。自 2016 年开始，在供给侧改革和环保高压的态势下，钛白粉供应偏紧，价格上涨，集中度逐渐提升，行业正朝着健康有序的方向发展。

(一) 钛资源-生产工艺-产品的产业链分析

钛白粉来自于钛矿，经过硫酸法或氯化法工艺处理后成为性能优异的白色颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、橡胶等领域。

1、上游钛资源

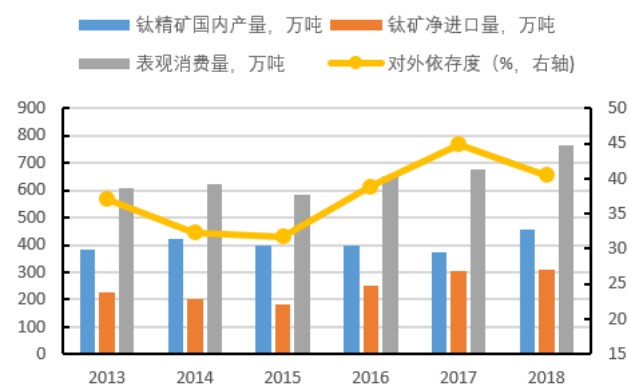
钛是典型的亲石元素，多以氧化物矿物的形式存在。2018 年全球钛矿储量约为 8.8 亿吨。我国钛资源丰富，储量约为 2.3 亿吨，占全球储量 26%，仅次于澳大利亚。澳大利亚是全球钛矿储量第一大国，约为 2.5 亿吨，占比 28%。

我国钛铁矿以原生钛钒磁铁矿为主，也是我国最主要的钛矿资源，主要分布在四川攀西地区，其中钛铁矿占比 98%，金红石仅占 2%。但是这种矿目前单独作为钛原料开采的技术尚不完善，而是用于生产铁矿，再从尾矿中回收钛精矿，所以产量受铁矿开采规模的限制，而且品味较低， TiO_2 的含量只有 46-47%。尽管如此，自上世纪 80 年代攀枝花的钛精矿用于硫酸法钛白粉的生产以来，逐渐得到钛白粉行业的认可，成为目前国内主要的钛白粉原料。预计在未来相当长时期内，中国钛白粉企业的生产原料仍将以国内钛钒磁铁矿为主。

金红石矿经选矿、开采、提炼之后的精矿 TiO_2 品味达到 95% 以上，而且杂质较少，是氯化法钛白粉和金属钛的优质原料。但是因其不能被硫酸分解，不能被用作硫酸法钛白粉的生产原料。澳大利亚是金红石矿资源最丰富的国家，占全球储量的 60%。相比之下，我国金红石矿资源较少，主要分布在湖北、山西、河南、河北、陕西一带，储量大约 200 万吨。国内金红石矿的陆续开采可以缓解对进口的严重依赖，对钛白粉工业的意义重大。

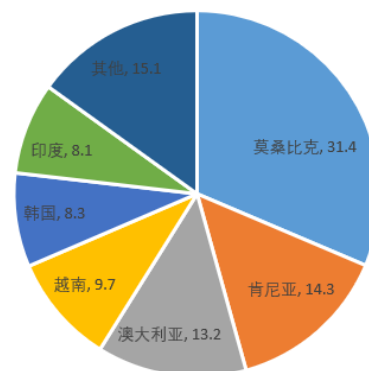
钛矿经过加工提炼以后，按二氧化钛的含量不同分为钛精矿（ TiO_2 含量 47-60%）、酸溶性钛渣（ TiO_2 含量 70-85%）和氯化钛渣（ TiO_2 含量 85%-94%）。酸溶性钛渣主要用于硫酸法生产工艺，氯化钛渣主要用于氯化法生产工艺，酸溶性钛渣和氯化钛渣统称为高钛渣。

图表 12 钛精矿供需格局



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 13 2018 年各国家钛矿进口占比, %



资料来源: wind, 太平洋证券整理

随着钛白粉行业的快速发展，对钛矿的需求也不断增长。2018 年，我国钛矿表观消费量达到 763.35 万吨，同比增长 12.6%。其中，钛矿进口量为 311.8 万吨，主要来自莫桑比克、肯尼亚和

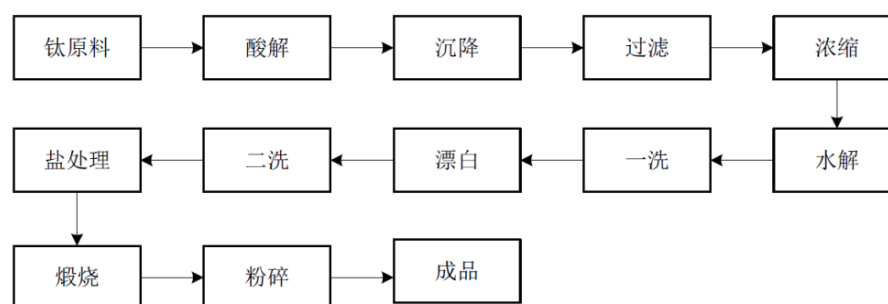
澳大利亚，出口量很少，净进口量为 308.9 万吨，对外依存度为 40.5%。钛精矿国内产量 454.5 万吨，主要来自四川，占比达到 80%。随着中国钛白粉行业国际影响力的提升，国际主要钛资源提供商也不断加大对我国的供应力度。但是，原材料对外依存度高企将阻碍国内钛白粉行业的持续健康发展。

2、中游生产工艺

目前，全球钛白粉行业主要有硫酸法和氯化法两种工艺方法。

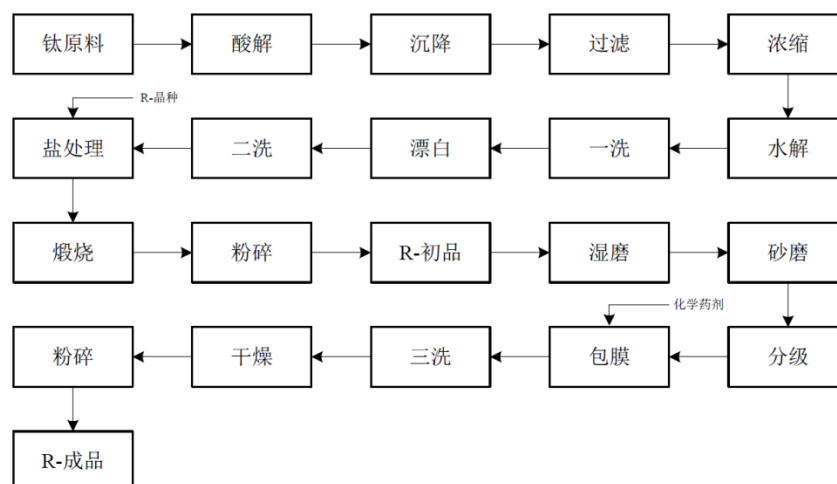
硫酸法起始于 1916 年，主要原料为钛原料和硫酸。钛原料既可采用钛精矿也可采用酸溶性钛渣，产品可以是锐钛型，也可以是金红石型。具体过程为：将钛精矿或酸溶性钛渣与浓硫酸进行酸解反应生成硫酸氧钛，经水解生成偏钛酸，再经煅烧、粉碎等工序得到钛白粉产品。硫酸法是目前国内应用最为广泛的钛白粉生产方法。

图表 14 硫酸法生产锐钛型钛白粉流程



资料来源：《公司招股说明书》，太平洋证券整理

图表 15 硫酸法生产金红石型钛白粉流程

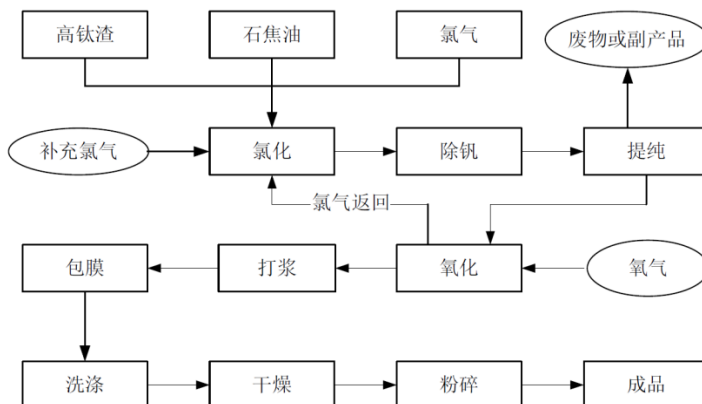


资料来源：《公司招股说明书》，太平洋证券整理

氯化法由杜邦公司于 1956 年在美国开始实现工业化，主要以金红石或氯化钛渣作为原料，只

能生产金红石型产品。具体过程为：金红石或氯化钛渣首先经高温氯化生产四氯化钛，再经提纯、氧化，其中氧化工序是氯化法的核心，最后经洗涤、干燥、粉碎等后处理工序得到钛白粉产品。除后处理工序为间断生产外，氯化法和氧化工序均为连续生产。

图表 16 氯化法生产金红石型钛白粉流程



资料来源：CNKI，太平洋证券整理

政策方面，国家发改委于 2011 年 3 月颁布了《产业结构调整指导目录（2011 年）》，其中制定了鼓励“单线产能 3 万吨/年及以上、并以二氧化钛含量不小于 90% 的富钛料（人造金红石、天然金红石、高钛渣）为原料的氯化法钛白粉生产”，限制“新建硫酸法钛白粉”的产业政策。相比硫酸法生产钛白粉，氯化法生产的钛白粉纯度更高，性能更好。同时具有流程短、连续化操作、“三废”排放少等优势，更适应国家环保政策趋严的态势，代表未来钛白粉行业的发展趋势。

图表 17 硫酸法和氯化法比较

项目	硫酸法		氯化法	
原料	优势	低价易得	高价难得	劣势
产品种类		两种	一种	
技术发展		技术成熟	技术仍需摸索完善	
工艺流程	劣势	非连续过程，过程复杂	连续过程，自动化程度高	优势
产品质量		稍逊于氯化法	纯度高，性能好	
环保		大量废酸需处理	三废排放少	

资料来源：CNKI，太平洋证券整理

但是，从国情出发，氯化法对原料的要求高，而我国的高钛渣产量小，不适合大规模发展氯化法，而发展硫酸法的原料供应充足。近年来，通过采用酸溶性钛渣代替钛铁矿、废酸浓缩循环利用等措施，硫酸法的环境污染问题得到有效解决。而且氯化法具有很高的技术壁垒，国际巨头的封锁屏蔽使得核心技术的掌握仍需要时间积累。同时，氯化法产品都是金红石型钛白粉，不能生产锐钛型钛白粉，而有些行业只能使用锐钛型钛白粉，所以氯化法钛白粉在应用领域上目前还不能完全取代硫酸法。总之，硫酸法和氯化法各有千秋，在国内仍将长期并存。

3、下游产品

作为基础化工原料行业，钛白粉的下游应用行业主要为涂料、塑料、造纸、油墨、化纤、化妆品等行业。

涂料是钛白粉的第一大应用行业，2018 年消费占比达到 63%。各种涂料中钛白粉含量为 10%-35%，可以达到色彩鲜艳，色调纯正的效果。

塑料是钛白粉的第二大应用行业，2018 年消费占比为 20%。做为不透明的着色剂，钛白粉在各种塑料中的用量通常为 3%-5%。

造纸是钛白粉的第三大应用行业，2018 年消费占比为 10%。钛白粉是纸张的高级填料，可以使纸张薄而不透，白度高，光泽好，强度大。所以低档纸品因考虑生产成本问题一般不使用钛白粉，而装饰纸、纸币等用纸一定要添加钛白粉，其中装饰纸中钛白粉用量为 20%-40%，其他纸中钛白粉用量为 1%-5%。

(二) 行业格局：全球寡头垄断，中国集中度低

自 2015 年开始，国内钛白粉行业的崛起倒逼国际巨头产能不断退出，重组加快。同时，国内在供给侧改革和环保高压大环境下，落后产能逐渐退出，行业集中度逐步提高。2015-2018 年间，venator、特诺等国际巨头总计退出产能约 53 万吨/年，国内退出产能约 37 万吨/年，共计 90 万吨/年。新建产能较少，国际上仅有 chemours 在墨西哥的 5 万吨/年投产，国内龙蟒佰利 6 万吨/年氯化法投产，攀钢钛业 10 万吨/年硫酸法投产，中核钛白 10 万吨/年硫酸法投产，共计 31 万吨/年。整体退出产能大于投产产能，行业供给处于收缩趋势。

图表 18 2015-2018 年国内外钛白粉产能退出大于新增

	国际	产能, 万吨	国内	产能, 万吨
退出产能	Venator	16	广西嘉华	10
	特诺	16	西昌瑞康	6
	chemours	15	武汉方圆	6
	石原	6	云南泽昌	5
			中核钛白	10
	合计	90		
新增产能	chemours	5	龙蟒佰利	6
			攀钢钛业	10
			中核钛白	10
	合计	31		

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

除中国之外，全球钛白粉市场呈现寡头垄断格局。2018 年，海外钛白粉无新增产能，仅有 Venator 位于芬兰波里工厂 2.5 万吨/年产能复产。同时，Venator 表示由于 2017 年大火后重建的成本上升，目前所恢复的 2.5 万吨/年产能仅占原产能的 20%，今后产量将会逐步减少，直到 2021 年关停。全球钛白粉总产能逼近 800 万吨，除龙蟒佰利，前五位杜邦 chemours、亨斯迈 Venator、科斯特、康诺斯、特诺总产能约 392 万吨/年，占比达到 49%。2017 年，特诺宣布将收购科斯特公

司钛白粉业务，目前已经通过中国、韩国、沙特、新西兰、土耳其、澳大利亚、哥伦比亚和欧盟的审查，而美国则一直反对，美国联邦贸易委员会的调查成为此次收购的最后变数。如果最终顺利完成此次收购，合并后公司的总产能将达到 131 万吨/年，一举超过杜邦 chemours 成为行业第一，全球钛白粉行业集中度再次提升，格局又将重塑。

国内方面，尽管近几年在行业竞争和环保督察双重压力下，小产能逐步退出，产业集中度逐步提升，但是相比较于国际行业格局，集中度依然较低。2017 年钛白粉总产能达到 394 万吨/年，2018 年只有中核钛白旗下东方钛业 10 万吨/年硫酸法投产，但是同时其无锡豪普关停了 10 万吨/年产能，总产能维持 394 万吨/年不变。龙蟒佰利达到 60 万吨/年，位居国内第一、世界第四，然而前五家合计仅有 143 万吨/年，国内占比也仅有 36%。

钛白粉生产工艺方面，除中国外五大国际巨头的 392 万吨/年的产能中，氯化法工艺占比约为 85%，其中杜邦 chemours、特诺全部采用氯化法工艺。而国内情况与之形成鲜明对比，这一比例只有 6%，前五家企业中，仅有龙蟒佰利拥有 6 万吨/年的氯化法产能。

总之，全球范围内，钛白粉行业已经高度集中，未来仍将不断提升。氯化法生产工艺占比很高，硫酸法生产工艺将逐步淘汰。国内情况目前与之形成鲜明对比，行业集中度低，硫酸法生产工艺占据主流。

图表 19 2018 年国际国内钛白粉产能前五位

国际产能	产能, 万吨/年	国内产能	产能, 万吨/年
科慕 Chemours (原杜邦)	124	龙蟒佰利	60
Venator (原亨斯迈)	81	中核钛白	25
科斯特 Cristal,	85	攀钢钛业	24
康诺斯 Kronos,	56	金浦钛业	18
特诺 Tronox,	46	山东东佳	16
合计	392	合计	143
CR5	50%	CR5	36%

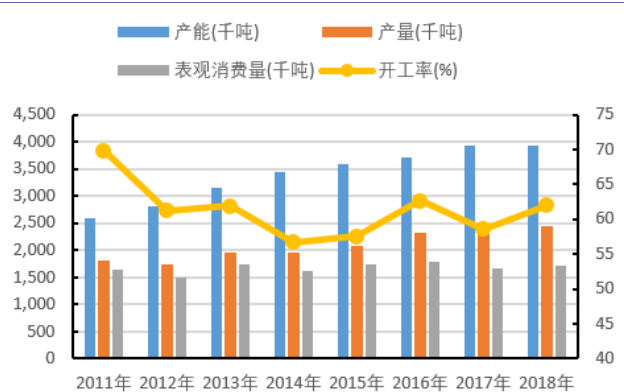
资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

2018 年，中国钛白粉产能合计 394 万吨/年，其中氯化法工艺产能仅有龙蟒佰利、锦州钛业、云南新立、漯河兴茂分别为 6 万吨/年，共计 24 万吨/年，占比 6%。全年钛白粉产量 244 万吨，开工率 62%。其中龙蟒佰利的四川德阳、湖北襄阳、河南焦作 3 个基地的钛白粉综合产量达 60 万吨，占全国总产量的将近 25%，处于绝对龙头地位。

随着国内钛白粉企业的竞争力不断增强，出口量逐年增加，2018 年达到 90.9 万吨，出口占比达到 37%，出口国家分布比较分散，排名前一位的印度占比也仅为 10.4%。

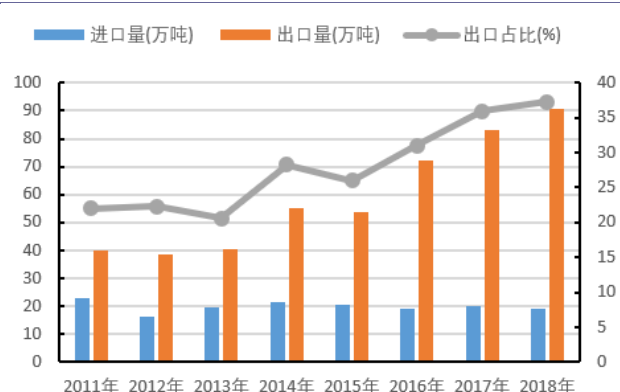
如前所述，相比较于全球钛白粉行业格局，国内钛白粉行业集中度低、氯化法产能占比低，随着供给侧改革和环保高压的持续，以及氯化法技术的不断发展完善，今后将朝着集中度提升，氯化法占比提升的方向发展。

图表 20 国内钛白粉产能趋于稳定



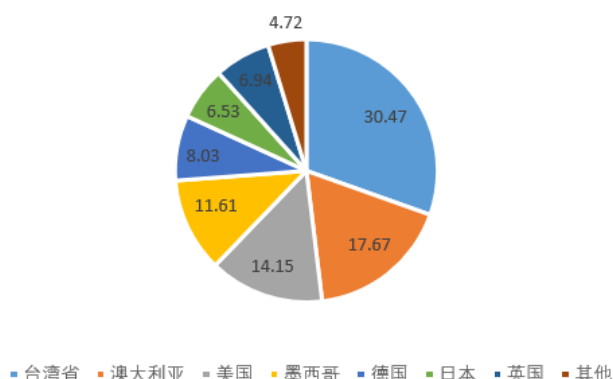
资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 21 国内钛白粉出口持续增长



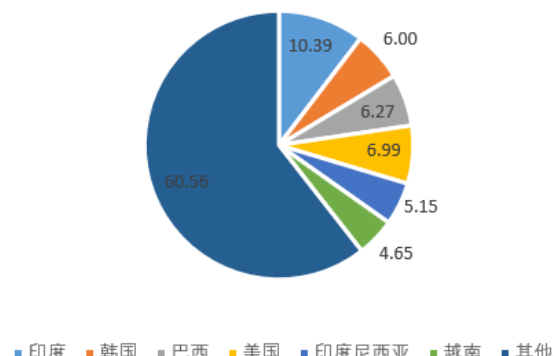
资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 22 2018 年中国钛白粉进口分布



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 23 2018 年中国钛白粉出口分布广泛



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

钛白粉行业未来产能有限。2019 年海外并没有可见的新增产能，国内主要新增产能为龙蟒佰利 20 万吨/年氯化法产能，以及宜宾天原 5 万吨/年氯化法产能，考虑到氯化法的技术难度，从试产到达产仍然需要比较长的时间，供需仍将处于紧平衡状态，钛白粉行业高景气行情有望继续。在此背景下，话语权将加速向龙头企业集中，且具有环保优势和循环经济的企业将从中获益。

(三) 钛白粉需求：国内增速下滑，出口主要拉动

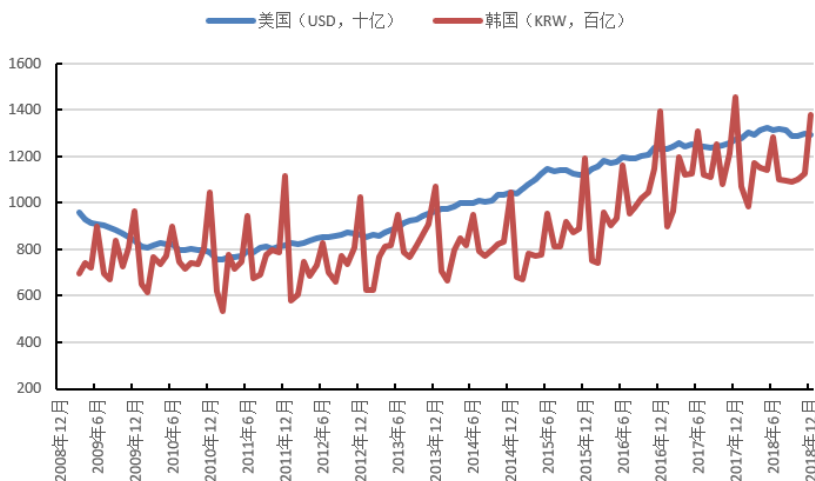
1、国外需求强劲

由于国内所需要的高端钛白粉主要依靠进口，所以每年的进口量约为 20 万吨，多年来维持稳定。同时，出口量快速增长。2013 年，国内钛白粉出口量为 40.3 万吨，到 2018 年已经达到 90.9 万吨，5 年时间增长 126%，年均复合增长率为 17.7%，出口占比也随之由 2013 年的 20.6%提升至 2018 年的 37.2%。2018 年出口量 90.9 万吨，同比增长 9.4%，海外需求依然旺盛。出口国家比较分散，2018 年占比最大的为印度，其次为美国。印度由 2017 年的 8.21 万吨增长至 2018 年的 9.44

万吨，增长率 15%，美国由 2017 年的 4.62 万吨增长至 2018 年的 6.35 万吨，增长率达 37%。

与钛白粉需求关系紧密的一个因素是一个国家或地区中产阶层的人口数量和消费能力。中产阶层人口数量的增加和消费能力的提升会拉动住房、汽车、家电、家具等各项消费品的日常需求，从而带动钛白粉的需求。从全球来看，中产阶层人数增加多的地区，其钛白粉需求亦增长快。国内钛白粉出口并不依赖单一市场，2017 年出口排名第一的为印度，占比也仅为 9.9%，其他占比 5% 以上的国家依次为韩国、巴西、美国和印尼。出口国家中，欧美发达国家及地区有着稳定的市场存量，与此同时，印度、巴西、东南亚等发展中国家钛白粉需求量持续增长，是钛白粉出口增速保持在较高水平的重要动力。

图表 24 美国、韩国建筑完工量



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

海外需求强劲，随着国内钛白粉企业竞争力不断增强，叠加人民币贬值的影响，中国钛白粉出口将延续量价齐升态势，行业龙头将显著受益。

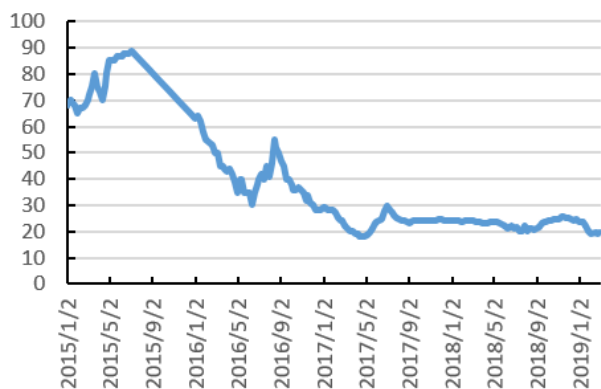
2、国内需求：短期增速下滑，长期增长空间大

钛白粉主要应用在涂料领域，而涂料依托于房地产，因此在 2003-2013 年的房产黄金周期里，我国钛白粉行业跟随房地产高速发展，产能由 2003 年的 50 万吨，一跃至 2015 年的 360 万吨。钛白粉产能迅速扩张，而随着下游需求走弱，涂料产量增速大幅下滑，钛白粉价格由 2012 年的 20000 元/吨以上，跌落至 2015 年底不足 10000 元/吨，中国钛白粉行业因产能过剩、同质化严重、竞争残酷而跌入谷底，多数企业面临亏损。自 2016 年起，在国内不断淘汰落后产能，供应面收缩的背景下，钛白粉价格逐步回升。2018 年房地产调控形势严峻，国内商品房销售面积同比增长 1.3%，涂料行业同时受环保督察影响，1-11 月涂料产量为 1601.7 万吨，同比增长 5.4%，仍对钛白粉需求起到积极拉动作用。短期来看，尽管国内钛白粉需求难言乐观，但受益于已经形成的商品房销

售面积规模，涂料及钛白粉需求存在支撑，整体仍将维持高位。

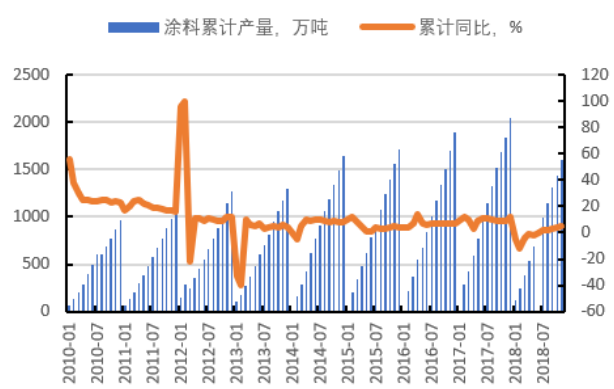
钛白粉是市场价值仅次于合成氨和磷化工的第三大无机化工产品，与国民经济发展密切相关，其消耗量的多少则可用来衡量一国经济发展水平和生活水平的高低。目前欧美发达国家钛白粉人均消费量约 4 千克/年，其中金红石型占 90%以上，而我国人均消费量仅为 1 千克/年，为欧美发达国家的四分之一。长期来看，随着我国经济的稳步发展，人民生活水平的不断提高，钛白粉，尤其是金红石型钛白粉的消费会快速增长，将为我国中高端钛白粉企业带来发展机遇。

图表 25 国内钛白粉周度社会库存低位，千吨



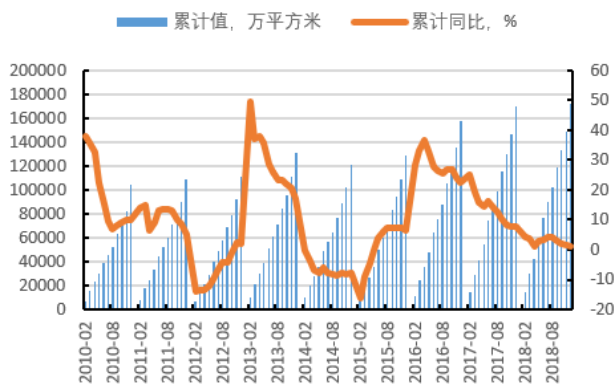
资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 26 国内涂料产量重回正增长



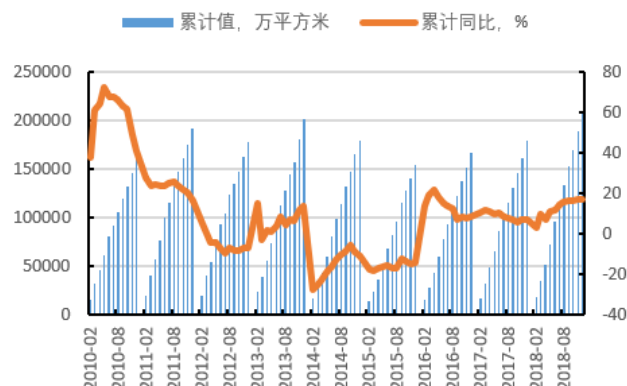
资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 27 国内商品房销售面积增速下滑



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 28 国内房屋新开工面积增速稳定



资料来源：wind，太平洋证券整理

尽管国内商品房销售面积增速下滑，但是 2018 年国内房屋新开工面积同比增长 17.2%，后期会逐渐传导拉动钛白粉需求增长，同时国外需求旺盛，出口形势乐观，钛白粉景气行情有望持续。

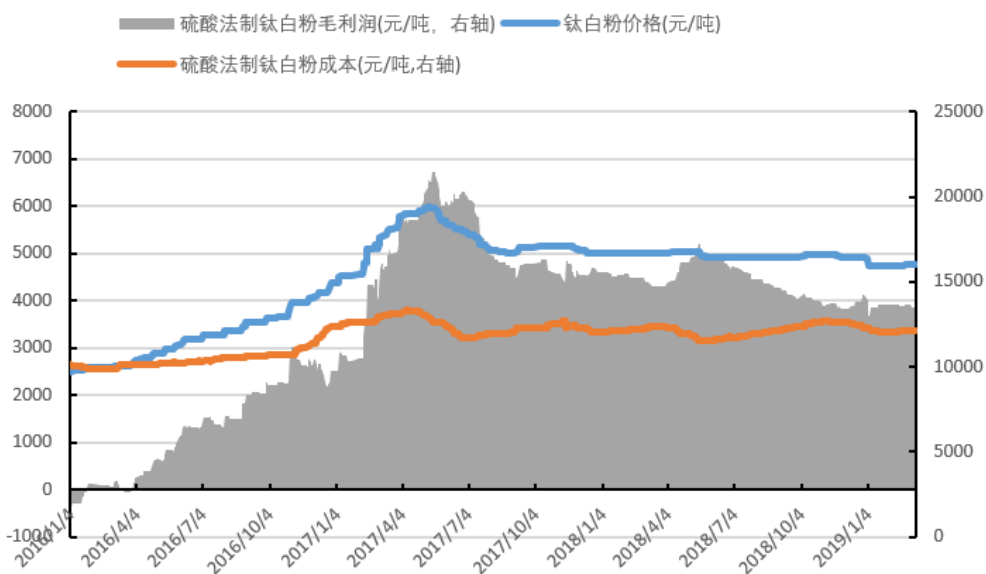
(四) 钛白粉价格价差维持高位

2012-2015 年钛白粉价格持续走低，中小企业长期微利或亏损，自 2016 年中期开始，钛白粉行业开启新一轮景气周期，价格底部反弹，同时原料端硫酸和钛精矿价格相对稳定，硫酸法价差

逐步增大，至 2017 年中期，钛白粉价格上涨至 18000 元/吨以上，硫酸法钛白粉平均价差达到 6300 元/吨。此后至今，国内钛白粉行业平稳运行，价格维持在 16000 元/吨以上，硫酸法钛白粉平均价差维持在 4500 元/吨左右。氯化法钛白粉单吨生产成本比硫酸法高 1500 元左右，售价也高出相应金额，所以单吨毛利润与硫酸法钛白粉相当。

2018 年上半年，公司单吨钛白粉毛利润达 6780 元/吨，高于行业平均水平 50% 左右，企业整体利润维持较高水平，体现出行业龙头的竞争优势。随着公司 20 万吨氯化法钛白粉的投产，原料钛矿的配套，氯化钛白粉规模效应和全产业链效应所带来的低成本优势将逐步显现，单吨成本可与硫酸法钛白粉相当，毛利率仍有上升空间。

图表 29 国内钛白粉价格和价差维持高位



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

(五) 资金、技术、政策共筑行业高壁垒

国内钛白粉行业的产业政策及环保要求对新进入者的建设规模、技术水平、环保投入、循环经济运行模式等方面都提出了较高的要求。陆续淘汰的落后产能以及有限的新增产能，即是行业高壁垒的直接表现。

1、资金壁垒

钛白粉行业是资金密集型产业，新建一座钛白粉产能为 3 万吨/年的工厂、若采用硫酸法工艺，建设资金大约需要 2 亿元，若采用氯化法工艺，投入将会更大。此外，在生产过程中的技术积累和操作经验是非常重要的，建成投产后仍有一段比较长的达产达标过程，对运营资金的要求也比较高。

2、技术壁垒

钛白粉是无机化工产品中生产工艺最为复杂的产品之一，存在较高的技术壁垒。硫酸法工艺尽管已经相对成熟，但因其是非连续生产工艺，流程复杂，需要5大工段、24道左右的工艺步骤，基本涵盖了无机化工生产所需要的大多数单元操作过程，每一步均需严格的质量控制，且过程控制检测手段要求标准较高，新进入企业短时间内很难掌握全部工艺技术。氯化法工艺技术难度较大，新进企业无行业技术积累，更难以掌握。因此，钛白粉生产的技术特点对准备进入本行业的企业在技术积累和技术创新等方面提出了很高的要求。

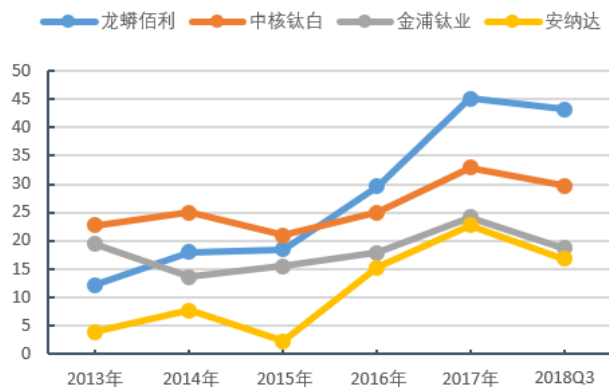
3、政策壁垒

为促进产业结构升级，国家发改委在2011年3月颁布了《产业结构调整指导目录（2011年本）》，其中制定了鼓励“单线产能3万吨/年及以上、并以二氧化钛含量不小于90%的富钛料（人造金红石、天然金红石、高钛渣）为原料的氯化法钛白粉生产”，限制“新建硫酸法钛白粉”的产业政策。现行产业政策对产品质量不达标、废酸和硫酸亚铁处理不达标的硫酸法生产企业，强制采取限产、减产和停产措施。对于达不到要求的新建项目，投资管理部门不予审批、核准或备案，各金融机构不得发放贷款，土地管理、城市规划和建设、环境保护、质检、消防、海关、工商等部门均不得办理有关手续。随着整个社会环保意识的增强，国家对钛白粉行业的环保要求会越来越严格，对行业新进入者的要求也就更高。

三、公司核心竞争力分析——贯穿全产业链的护城河

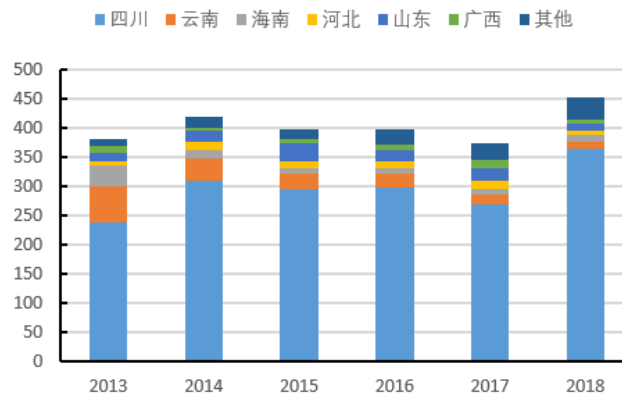
龙蟠佰利作为国内钛白粉龙头企业，目前产能60万吨/年，规模居国内第一、世界第四，不仅在国内拥有强大的话语权，同时具有全球影响力。上游有资源，中游有氯化法技术，下游有市场和定价权，贯穿全产业链的护城河给公司带来巨大的竞争优势。与钛白粉行业其他上市公司相比，自2016年开始，公司毛利率一直领先，且优势逐步扩大。

图表 30 公司毛利率高于行业其他公司



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 31 国内钛精矿产量分布，万吨



资料来源：wind，太平洋证券整理

（一）上游有资源

2018 年，我国钛精矿产量 454.5 万吨，同比增长 21.6%，其中四川钛矿产量为 365.2 万吨，占国内总量的 80%。进口总量 311.8 万吨，同比增长 1.7%，进口依存度达 40%。由于环保限制和运输成本增加，使得钛矿价格维持高位，也为钛白粉价格提供了支撑。钛矿进口依存度高，拥有钛矿资源的钛白粉产业链一体化企业具有显著优势，并将从中受益。

公司为了完善产业链布局，进行钛矿资源整合的脚步从未停止。公司曾试图通过发行股份及支付现金相结合的方式，收购安宁铁钛 100%股权，其主营业务为钒钛铁精矿、钛精矿等生产和销售。尽管最终因交易各方未能对交易价格等核心条款达成一致意见而终止，仍然达成了未来五年共 50 万吨钛精矿的供货协议。2016 年，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，钛精矿产能 80 万吨/年。2017 年公司采选铁精矿达 318.47 万吨，钛精矿产量达 79.03 万吨。

2017 年，公司收购瑞尔鑫 100%的股权，预计未来三年采购其钛精矿总量约 48 万吨（其中 2017-2019 年度分别为 15/16/17 万吨）。瑞尔鑫公司是攀西地区钛中矿加工综合实力较强的一家企业，具有 10 多年钛矿采购、加工及贸易经验，在钛精矿供应短缺的情况下，公司收购瑞尔鑫公司，可以缓解钛矿供应紧张的矛盾，保障公司原材料的供应稳定。同时由于龙蟒钛业选矿能力不足，每年有部分原矿外卖，公司收购瑞尔鑫公司，可以增强公司的选矿能力，从而提高钛矿自给能力，巩固全产业链优势。

公司目前具备 60 万吨/年钛白粉产能，已拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源，拥有 80 万吨/年钛精矿产能，可满足 35 万吨/年硫酸法钛白粉生产需求，当前原材料自给率约 60%，但每年仍有约 50 万吨钛精矿需要外购。公司 20 万吨/年氯化法项目在 2019 年二季度即将投产，也将继续在全球范围内寻找良好的钛矿标的并选择合适的时机实施收购，保障新增氯化法项目的原料供给，打造氯化法钛白粉和海绵钛全产业链。

2018 年，公司与攀枝花市人民政府签署了《攀枝花钒钛磁铁矿资源综合开发深加工战略合作框架协议》。公司计划在 5 年内投资 50 亿元，参与攀西地区钒钛磁铁矿资源综合开发与利用，重点围绕“高质量利用攀西钛资源大规模生产氯化法钛白粉产业链”，生产符合氯化法工艺要求的钛精矿。

2019 年 2 月 26 日，公司与攀枝花市盐边县政府签署了《50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程项目投资协议》，本项目可以达到年产氯化钛渣 30 万吨的产能规模。2019 年 2 月 28 日，公司与德国钛康公司签订了《关于技术转移及生产优化领域合作的意向书》，双方在氯化钛白技术合作及生产优化方面建立了良好的合作意向。公司近期针对解决和优化氯化法原料和技术问题的一系列举措，对于公司获得满足氯化法生产的优质氯化钛渣产品，强化氯化法技术和管理优势，

做优做强钛产业链，提高核心竞争力将发挥重要作用，同时也会打破我国长期高品质氯化钛渣依赖进口的不利局面，增强我国钛工业在全球的竞争力。

(二) 中游有氯化法技术

国家发改委于 2011 年 3 月颁布了《产业结构调整指导目录（2011 年）》，其中制定了鼓励“单线产能 3 万吨/年及以上、并以二氧化钛含量不小于 90% 的富钛料（人造金红石、天然金红石、高钛渣）为原料的氯化法钛白粉生产”，限制“新建硫酸法钛白粉”的产业政策。相比硫酸法生产钛白粉，氯化法生产的钛白粉纯度更高，性能更好。同时具有流程短、连续化操作、“三废”排放少等优势，更适应国家环保政策趋严的态势，代表未来钛白粉行业的发展趋势。

2018 年，中国钛白粉产能合计 394 万吨/年，其中氯化法工艺产能为 24 万吨/年，占比仅为 6%。龙蟠佰利现有氯化法产能 6 万吨/年，是唯一具有氯化法产能的上市公司，同时也是国内唯一一家同时具有硫酸法和氯化法产能的钛白粉生产企业。在环保督察和行业政策的双重推动下，氯化法钛白粉将成为未来新增产能的主流技术路线。公司氯化法二期 20 万吨/年产能即将于 2019 年二季度投产，届时产能将达到 80 万吨/年，行业份额将持续提升，同时占据先发优势。

(三) 下游有市场和定价权

2018 年以来，受房地产需求增速下滑以及环保政策限制下游涂料企业开工率等影响，国内钛白粉需求较弱。但是海外钛白粉需求依然旺盛，国内钛白粉出口数量同比大幅增长。2018 年出口量合计 90.9 万吨，同比增长 9.4%。公司 2018 年上半年钛白粉销量 30.06 万吨，其中钛白粉出口 17 万吨，占比达到公司销量的 57%，占国内出口总量的 35%，公司产品和品牌凭借其良好的质量和口碑广受国际客户青睐，在国际市场的影响力逐步增强，市场优势愈加明显。

中国钛白粉出口国家分布比较分散，2017 年出口排名前三位的印度、韩国、巴西，占比也仅为 9.9%、6.9%、6.7%，单一国家的贸易限制并不会对出口业务形成重大影响。预计中美贸易摩擦对国内钛白粉出口业务影响并不大，而且人民币对美元持续贬值，更有利于钛白粉出口业务。

2019 年 2 月 13 日，公司发布上调钛白粉售价，各型号钛白粉（包括硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉）销售价格原价基础上对国内各类客户上调 500 元人民币/吨，对国际各类客户上调 100 美元/吨。在这之后仅仅 22 天，2019 年 3 月 7 日，公司再次发布公告，继续调高各型号钛白粉价格。每次调价之后，中核钛白、金浦钛业、山东道恩等多家企业跟随着相继调价，充分体现出龙头企业的定价权优势。

公司二期氯化法 20 万吨/年项目进展顺利，即将于 2019 年二季度试产，届时产能达到 80 万吨。同时，公司十三五发展规划指出，2020 年龙蟠佰利有望实现不低于 130 万吨的生产能力，其中焦作基地后续计划通过技改增加 10 万吨产能，沿海港口拟新建 30 万吨氯化法钛白粉生产基地，适时选择收购产能规模在 10 万吨以上的优质钛白粉标的企业，实现硫酸法总产能 70 万吨，

氯化法总产能 60 万吨，成为全球第一大钛白粉生产企业。钛白粉行业巨头正逐步由中国走向世界。

四、盈利预测及评级

关键假设：

- (1) 2018-2020 年公司硫酸法钛白粉产销量均为 54 万吨/年；
- (2) 2018-2020 年公司氯化法钛白粉产销量分别为 6、16、26 万吨/年；
- (3) 2018-2020 年公司硫酸法钛白粉价格分别为 14800、15900、16900 元/吨（不含税），氯化法钛白粉价格分别增加 2000 元/吨；
- (4) 2018-2020 年公司铁精矿产量均为 320 万吨/年，价格分别为 255、310、360 元/吨。

图表 32 龙蟠佰利处于行业龙头地位

公司	钛白粉产能, 万吨	钛精矿产能, 万吨	生产工艺	市值, 亿元	股息率 (TTM, %)	EPS (MRQ, 元)	ROE (MRQ, %)	毛利率 (MRQ, %)	净利率 (MRQ, %)	PE(TTM)	PB(MRQ)
龙蟠佰利	60	80	硫酸法+氯化法	304.80	8.00	1.13	14.65	42.44	25.13	13.33	2.18
中核钛白	25	0	硫酸法	72.40	0.44	0.25	12.98	28.79	13.22	17.96	2.25
金浦钛业	18	0	硫酸法	38.09	1.30	0.12	4.02	18.05	5.67	32.96	1.87
安纳达	10	0	硫酸法	19.63	1.10	0.21	9.67	16.14	7.91	42.59	2.75

资料来源：wind，太平洋证券整理（收盘日：2019-3-14）

公司目前具备 54 万吨硫酸法产能，6 万吨氯化法产能，全年销售量约 60 万吨，已发展成为上游有资源，中游有技术，下游有产品定价权的钛白粉龙头企业，具有全产业链优势。公司氯化法二期 20 万吨/年产能即将于 2019 年二季度试产，行业龙头地位进一步稳固。

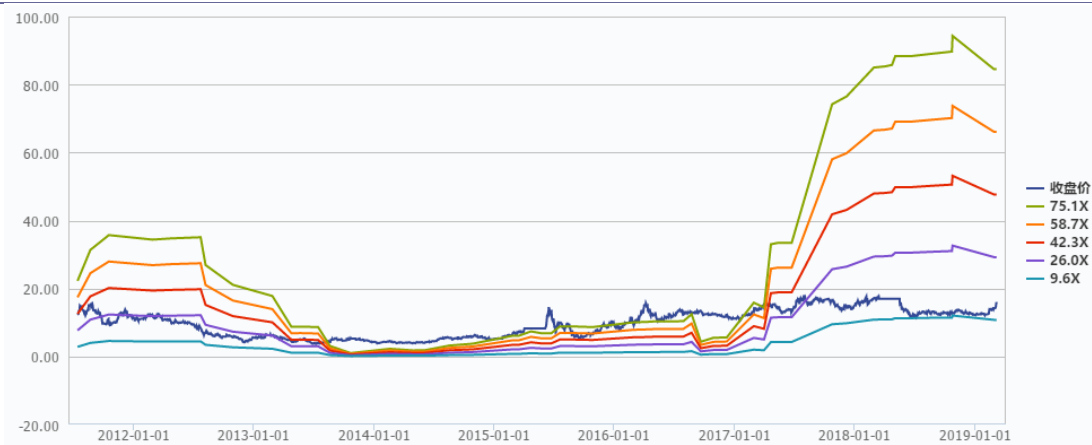
公司自 2011 年上市以来，已实施现金分红 10 次，平均分红率高达 82.3%。过去 12 个月股息率高达 7.9%，并将继续高分红回报股东。

我们预计公司 18-20 年公司归母净利润分别为 22.87/32.43/40.33 亿元，对应 EPS 1.13/1.6/1.98 元，当前股价对应 PE 13/9/8 倍。考虑到公司具有全产业链的优势，新增氯化法二期 20 万吨/年产能即将投产，行业龙头地位进一步稳固，给予 2019 年 11.3 倍 PE，目标价 18 元，维持“买入”评级。

五、风险提示

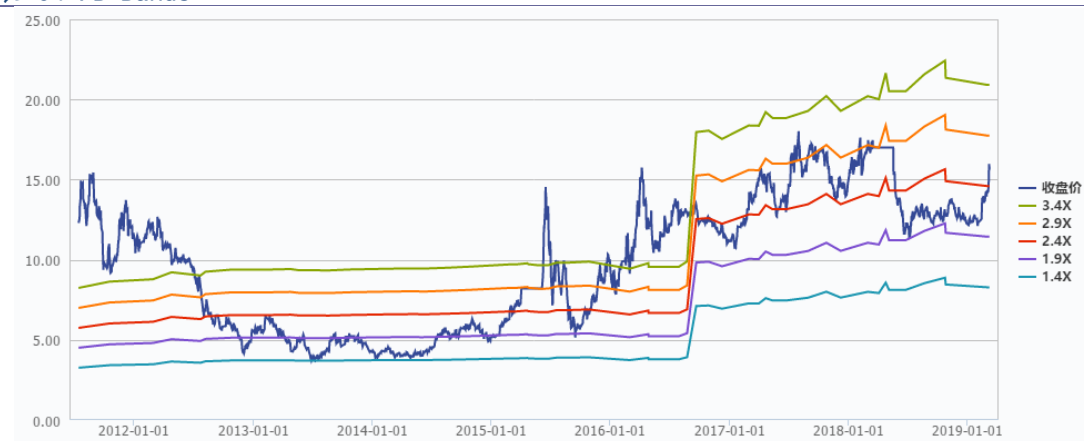
钛白粉价格大幅下跌，出口需求大幅下滑，氯化法钛白粉投产进度不及预期。

图表 33 PE-Bands



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 34 PB-Bands



资料来源: wind, 太平洋证券整理

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元	
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	7082	7867	9546	11379	营业收入	10353	10533	13231	16060
货币资金	2354	3160	3969	4818	营业成本	5629	6006	7220	8761
应收账款	1205	1212	1522	1848	营业税金及附加	150	147	185	225
其他应收款	17	17	21	26	营业费用	327	421	529	642
预付款项	202	202	202	202	管理费用	1000	948	1191	1445
存货	1563	1646	1978	2400	财务费用	159	100	107	58
其他流动资产	63	63	63	63	资产减值损失	93.39	100.00	50.00	50.00
非流动资产合计	13765	12968	12398	11730	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	17	30	30	30	投资净收益	15.40	10.00	10.00	10.00
固定资产	6028.94	5864.17	5526.07	5080.73	营业利润	3054	2820	3958	4888
无形资产	1313	1182	1050	919	营业外收入	12.19	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	74	100	100	100	营业外支出	10.70	10.00	10.00	0.00
资产总计	20846	20835	21943	23110	利润总额	3055	2825	3963	4903
流动负债合计	6244	5560	5285	4752	所得税	467	452	634	785
短期借款	3441	2707	2133	1220	净利润	2589	2373	3329	4119
应付账款	986	987	1187	1440	少数股东损益	86	86	86	86
预收款项	128	128	128	128	归属母公司净利润	2502	2287	3243	4033
一年内到期的非流动 负债	379	400	400	400	EBITDA	4089	3619	4786	5673
非流动负债合计	1268	1066	1066	1066	EPS (元)	1.25	1.13	1.60	1.98
长期借款	665	665	665	665	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	7512	6626	6351	5818	成长能力				
少数股东权益	448	534	620	706	营业收入增长	147.5%	1.7%	25.6%	21.4%
实收资本 (或股本)	2032	2032	2032	2032	营业利润增长	455.6%	-7.6%	40.3%	23.5%
资本公积	9641	9641	9641	9641	归属于母公司净利润 增长	466.0%	-8.6%	41.8%	24.4%
未分配利润	1410	2096	3069	4279	获利能力				
归属母公司股东权益 合计	12887	13786	15113	16737	毛利率(%)	46%	43%	45%	45%
负债和所有者权益	20846	20946	22083	23260	净利率(%)	25%	23%	25%	26%
现金流量表	单位:百万元				总资产净利润 (%)	12%	11%	15%	17%
	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	19%	17%	21%	24%
经营活动现金流	2368	3427	3627	4339	偿债能力				
净利润	2589	2373	3329	4119	资产负债率(%)	36%	32%	29%	25%
折旧摊销	876.66	698.42	720.58	727.22	流动比率	1.13	1.41	1.81	2.39
财务费用	159	100	107	58	速动比率	0.88	1.12	1.43	1.89
应付帐款的变化	0	2	200	253	营运能力				
预收帐款的变化	0	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.50	0.61	0.71
投资活动现金流	-956	-466	-190	-100	应收账款周转率	10	9	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	10.89	10.68	12.17	12.23
长期投资	17	30	30	30	每股指标 (元)				
投资收益	15	10	10	10	每股收益 (最新摊薄)	1.25	1.13	1.60	1.98
筹资活动现金流	-265	-2155	-2628	-3390	每股净现金流 (最新摊 薄)	0.56	0.40	0.40	0.42
短期借款	3441	2707	2133	1220	每股净资产 (最新摊 薄)	6.34	6.78	7.44	8.24
长期借款	665	665	665	665	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	12.00	13.33	9.40	7.56
资本公积增加	61	0	0	0	P/B	2.37	2.21	2.02	1.82
现金净增加额	1147	807	809	849	EV/EBITDA	7.98	8.59	6.21	4.93

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。