

# 崛起中的世界钛业巨头

首次覆盖报告

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

李啸(联系人)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280118070022

## ● 全球低成本硫酸法钛白龙头, 国内氯化法钛白领军企业

公司硫酸法钛白产能(约60万吨)全球第一, 依靠循环经济, 公司硫酸法钛白成本低于行业平均水平2000元/吨以上。公司引进德国钛康的技术, 先后在焦作建设15万吨富钛料, 6万吨氯化法钛白, 20万吨氯化法钛白项目, 成功掌握氯化法钛白全流程生产工艺, 现有产能已达32万吨。

## ● 突破氯化法钛白生产壁垒, 切入长期成长好赛道

全球氯化法钛白每年需求量约300万吨, 我国产量仅15万吨, 氯化法钛白市场长期由海外企业占据, 我国每年仍需进口近20万吨高端氯化法钛白, 其价格高出硫酸法产品3000-6000元/吨。氯化法钛白高端领域应用广泛, 产品附加值高, 公司自上市以来便立志突破氯化法钛白生产壁垒, 近三年研发投入超10亿, 研发人员超1000名, 远高于同行业, 打造了坚实的技术壁垒, 公司氯化法钛白未来远景产能将达60万吨, 同时通过氯化法和硫酸法钛白的耦合生产工艺, 将降低氯化法钛白生产成本, 进入长期成长赛道。

## ● 内生外延打造钛矿-高钛渣-钛白粉-海绵钛-金属钛全产业链

2019年公司完成收购云南新立, 不仅将进一步提高公司氯化法钛白粉产能, 同时随着新立1.1万吨海绵钛复产以及未来扩产, 凭借云南地区能源及税收等诸多优势, 新立利润贡献将远超预期; 携手金川集团, 公司在甘肃打造具有竞争优势的特色钛产业; 公司将通过外延式并购整合海内外优质钛矿资源, 目前已拥有潜在钛矿产能约40万吨, 未来将原材料的全面自给。秉承“做深做精钛产品, 做细做透钛衍生品”的产业思想, 公司将逐步打造钛全产业链。

## ● 崛起中的世界钛业巨头, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级

公司成功切入千亿级氯化法钛白市场, 产能扩张叠加产品附加值提升, 开启长期成长; 公司秉承“做深做精钛产品, 做细做透钛衍生品”的发展目标, 将不断完善钛产业布局, 未来将成为全球钛业巨头, 其现有60万吨硫酸法钛白粉、80万吨钛精矿成本优势显著, 具有极高的安全边际。我们预计公司2019-2021年净利分别为25.89、31.14、39.77亿, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。公司作为国际化工细分行业寡头之一, 我们认为估值水平应参考万华化学(全球MDI寡头)、新和成(全球维生素寡头), 按2020年净利给予15倍PE, 对应目标价为22.99元。

● 风险提示: 氯化法钛白市场开发受阻、安全环保风险、产品价格下降

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,258	10,441	11,420	14,875	18,653
增长率(%)	148.0	1.8	9.4	30.3	25.4
净利润(百万元)	2,502	2,286	2,589	3,114	3,977
增长率(%)	466.0	-8.7	13.3	20.3	27.7
毛利率(%)	45.1	41.2	41.1	36.7	36.3
净利率(%)	24.4	21.9	22.7	20.9	21.3
ROE(%)	19.4	18.4	17.3	19.1	21.8
EPS(摊薄/元)	1.23	1.12	1.27	1.53	1.96
P/E(倍)	12.0	13.1	11.6	9.6	7.5
P/B(倍)	2.3	2.4	2.0	1.9	1.7

数据来源: 新时代证券研究所

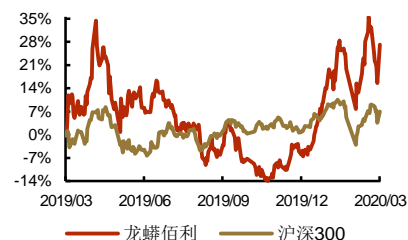
## 强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2020.03.02

收盘价(元):	17.18
一年最低/最高(元):	11.64/19.78
总股本(亿股):	20.32
总市值(亿元):	349.1
流通股本(亿股):	20.27
流通市值(亿元):	348.27
近3月换手率:	59.11%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	0.56	27.6	19.57
绝对	2.2	33.69	28.1

### 相关报告

《三季度业绩预告超预期, 看好钛白粉景气持续提升》2017-10-16

《钛白粉龙头持续受益行业景气》2017-08-28

## 投资要件

### 关键假设

1. 公司已具备规模化氯化法钛白生产能力；2. 公司氯化法钛白将进入高端领域；3. 硫酸法钛白粉市场价下降空间不大

### 我们区别于市场的观点

1. 受宏观经济不景气影响，市场普遍担心钛白粉价格有大幅下降的可能，但我们认为高品位钛矿的紧缺以及国内环保趋严将推高生产成本，目前价格已处于行业平均成本线附近，加之国际钛白粉巨头（如科慕）采用稳定的定价策略，钛白粉价格向下空间小向上概率大

2. 国内试图突破氯化法工艺多年，均未能取得良好效果，大家对公司氯化法钛白粉技术存在分歧。实际上，公司通过富钛料项目保障原材料供应，引进德国钛康技术建设第一条生产线，对技术自主消化吸收后再扩产，发展路径清晰，近几年研发投入远高于同行，已经完全掌握了氯化法生产技术

3. 钛白粉在全球范围内具有 500 多种型号，专用产品价格高出通用产品 3000-6000 元/吨，由于此前国内硫酸法产品竞争主要集中在低端的通用型号产品上，市场习惯用周期的观点看待钛白粉行业。随着公司在生产工艺上实现突破，将逐步开拓高端市场，客户认证壁垒及产品附加值均会大幅提高

4. 公司将不断进入钛衍生品行业，如海绵钛、钛合金等，并通过整合海内外矿产资源，逐步成长为世界钛业巨头

### 股价上涨的催化因素

1. 氯化法钛白市场产销超预期：全球氯化法钛白每年需求约 300 万吨，市场空间超 700 亿，长期由海外巨头占据，公司打通氯化法钛白生产流程，氯化法钛白粉产销有望超预期

2. 外延并购海内外优质矿产资源：公司已完成收购东方锆业 15.66% 股权，其海外钛矿规划产能约 40 万吨，同时东方锆业可作为未来海外收购的渠道，为公司全产业链布局提供稳定的原材料供给

3. 钛、锆材料布局加速：公司下游加速布局钛材、锆材，战略上希望做到钛锆两翼齐飞，将成为公司新的利润增长点

4. 钛白粉价格上涨：公司硫酸法产能全球第一，未来若需求好转，钛白粉行业景气向上，公司业绩向上弹性大

### 估值和评级

公司成功切入千亿级氯化法钛白市场，产能扩张叠加产品附加值提升，开启长期成长；公司秉承“做深做精钛产品，做细做透钛衍生品”的发展目标，将不断完善钛产业布局，未来将成为全球钛业巨头，其现有 60 万吨硫酸钛白粉、80 万吨钛精矿成本优势显著，具有极高的安全边际。我们预计公司 2019-2021 年净利分别为 25.89、31.14、39.77 亿，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。公司作为国际化工细分行业寡头之一，我们认为估值水平应参考万华化学（全球 MDI 寡头）、新和成（全球维生素寡头），按 2020 年净利给予 15 倍 PE，对应目标价为 22.99 元。

### 投资风险

氯化法钛白市场开发受阻、安全环保风险、产品价格下降

### 公司收入历史、预测的详细拆分

经我们测算，公司硫酸法钛白粉成本约为 8300 元/吨，目前氯化法成本较硫酸法高约 1200 元/吨

**表1： 公司硫酸法钛白粉成本估算**

项目	数值
钛精矿单耗	2.3
钛精矿市场价（元/吨）	1400
运费（元/吨）	250
硫酸单耗	4
硫酸市场价（元/吨）	200
其他原材料（元）	500
原材料（不含税）	4509
环保及其他费用（元）	1200
能源（元）	1600
人工及折旧（元）	1000
不含税合计（元）	8309

资料来源：新时代证券研究所

公司硫酸法钛白产能将逐步技改扩产至 60 万吨，我们预计 2019-2021 年公司硫酸法钛白粉产量分别为 55、55、60 万吨，由于钛白粉行业供需平衡，硫酸法钛白市场均价分别为 15500、15000、15000 元/吨

公司氯化法钛白产能释放，预计 2019-2021 年公司氯化法钛白产量分别为 8、25、40 万吨，氯化法产品价格目前较硫酸法高 1500 元/吨，我们认为随着产品附加值的提升，2021 年公司氯化法钛白与硫酸法钛白价差将扩大至 2000 元/吨

2019 年铁精矿由于销售了此前库存，销量增长至 400 万吨，未来产量将回到正常的 330 万吨，价格保持平稳

公司将拓展海绵钛及四氯化钛业务，我们预计其海绵钛 2020-2021 年产量分别为 1.1、2 万吨，价格保持 80000 元/吨，盈利能力类似同行上市公司；四氯化钛为氯化法钛白粉中间产品，我们预计其价格保持 8000 元/吨，2019-2021 年产量分别为 2、12、12 万吨，成本约 3600 元/吨

公司已将锆制品业务托管给东方锆业，我们预计其未来三年保持约 10% 的增速

**表2： 龙蟠佰利盈利预测**

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>钛白粉</b>					
硫酸法钛白粉产能（万吨）	54.00	54.00	57.00	60.00	60.00
硫酸法钛白粉产量（万吨）	52.76	52.60	55.00	55.00	60.00
硫酸法钛白粉市场均价（元/吨）	17300	17000	15500	15000	15000
硫酸法钛白粉收入（亿）	78.01	76.43	75.44	73.01	79.65
硫酸法钛白粉成本（亿）	43.84	43.70	45.70	45.70	49.85
氯化法钛白粉产能（万吨）	6.00	6.00	26.00	30.00	40.00
氯化法钛白粉产量（万吨）	5.69	6.21	8.00	25.00	40.00
氯化法钛白粉市场均价（元/吨）	18800	18500	17000	16500	17000
氯化法钛白粉收入（亿）	9.14	9.82	12.04	36.50	60.18
氯化法钛白粉成本（亿）	5.58	6.09	7.85	24.52	39.24
钛白粉总收入（亿）	85.89	87.65	87.48	109.51	139.82

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
钛白粉总成本（亿）	47.07	49.40	53.55	70.22	89.09
<b>矿</b>					
铁精矿销量（万吨）	318.47	330.79	400.00	330.00	330.00
铁精矿不含税价（元/吨）	348.86	218.27	380.00	380.00	380.00
矿收入（亿）	11.11	7.22	15.20	12.54	12.54
矿成本（亿）	4.96	4.45	4.45	4.45	4.45
<b>四氯化钛及海绵钛</b>					
海绵钛产量（吨）	-	-	-	1.10	2.00
海绵钛市场价（元/吨）	-	-	-	80000	80000
海绵钛营收（亿）	-	-	-	7.79	14.16
海绵钛成本（亿）	-	-	-	6.05	11.00
四氯化钛产量（吨）	-	-	3.00	12.00	12.00
四氯化钛市场价（元/吨）	-	-	8000	8000	8000
四氯化钛营收（亿）	-	-	2.12	8.50	8.50
四氯化钛成本（亿）	-	-	1.08	4.32	4.32
<b>锆制品</b>					
收入（亿）	0.60	0.77	0.94	1.11	1.28
成本（亿）	0.46	0.57	0.68	0.79	0.90
<b>其他主营</b>					
收入（亿）	3.58	6.79	8.46	9.31	10.24
成本（亿）	2.74	5.81	7.55	8.31	9.14
<b>合计</b>					
总营收（亿）	101.18	102.43	114.20	148.75	186.53
总成本（亿）	55.23	60.23	67.31	94.14	118.90
总净利（亿）	25.02	22.68	25.89	31.14	39.77

资料来源：新时代证券研究所

钛白粉价格是影响公司利润的主要因素，考虑钛白粉价格弹性，市场价每上涨1000元/吨，公司净利增厚约6亿。

**表3： 公司钛白粉价格弹性测算**

钛白粉市场价（元/吨）	15000	16000	17000	18000	19000	20000
公司总净利（亿）	31.14	37.16	43.18	49.19	55.21	61.23

资料来源：新时代证券研究所

## 目 录

1、 全球硫酸法钛白龙头，我国氯化法钛白先驱.....	7
2、 钛白粉行业已处于景气底部，价格向下空间小向上概率大.....	9
2.1、 钛白粉：白色颜料之王 .....	9
2.2、 钛矿价格将给予钛白粉成本支撑 .....	12
2.3、 全球范围内钛白粉呈寡头格局，国内供需平衡.....	13
2.4、 环保高压推高硫酸法钛白行业成本，公司成本优势凸显.....	15
3、 氯化法钛白工艺壁垒极高，公司已获得重大突破.....	18
4、 氯化法业务把公司带入成长的好赛道.....	21
5、 借力云南新立，进军钛合金新材料领域.....	22
6、 财务指标分析.....	24
6.1、 公司拥有远高于同行的毛利率及 ROE 水平.....	24
6.2、 公司现金流优秀，账期稳定 .....	24
7、 估值 .....	25
7.1、 相对估值 .....	25
7.2、 绝对估值 .....	26
8、 风险提示 .....	27
附：财务预测摘要.....	28

## 图表目录

图 1： 公司发展历程：专注钛白粉行业.....	7
图 2： 公司股权结构及主要子公司 .....	7
图 3： 公司营业收入持续增长.....	8
图 4： 公司净利润增长明显.....	8
图 5： 钛白粉占公司主营收入超 80%（2018 年） .....	8
图 6： 钛白粉占公司毛利近 90%（2018 年） .....	8
图 7： 行业整合后公司硫酸法钛白粉产销稳定.....	9
图 8： 公司氯化法钛白粉产量提升.....	9
图 9： 行业整合大幅提升公司 ROE 水平.....	9
图 10： 公司近三年保持高分红.....	9
图 11： 2018 年钛白粉涂料是钛白粉主要下游.....	10
图 12： 硫酸法、氯化法钛白粉工艺流程.....	11
图 13： 钛白粉行业波特五力模型分析.....	11
图 14： 我国钛精矿产量基本稳定.....	12
图 15： 2018 年我国钛精矿产量主要分布在西南地区 .....	12
图 16： 进口钛精矿价格稳中有升.....	12
图 17： 国内钛精矿价格与进口钛矿价格走势相似.....	13
图 18： 我国每年大量进口钛精矿.....	13
图 19： 2018 年我国钛精矿进口国别分布.....	13
图 20： 2018 年公司产能位列全球第四.....	14
图 21： 特诺盈利能力较弱.....	14
图 22： 科慕营业收入及净利润变化.....	14
图 23： 我国钛白粉产量持续增长.....	15
图 24： 海外出口是我国钛白粉需求主要增量（单位：吨） .....	15

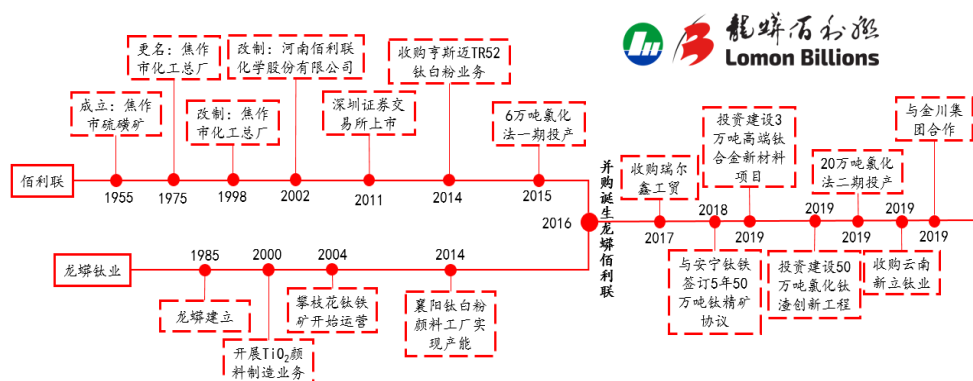


图 25: 安纳达钛白粉单位成本不断上升 (不含税, 单位: 元/吨)	16
图 26: 钛白粉价格已处于行业平均成本附近	16
图 27: 公司硫磷钛工艺流程环保高效	17
图 28: 公司硫酸法钛白粉成本较行业水平低 2000 元/吨以上 (单位: 元/吨)	17
图 29: 氯化法钛白工艺流程	19
图 30: 公司研发投入远高于同行业	19
图 31: 公司技术人员远多于同行业	19
图 32: 焦作基地硫氯耦合产业链示意图	20
图 33: 我国钛白粉由净进口国向净出口国转变	21
图 34: 进口钛白粉价格远高于国内价格	21
图 35: 公司开拓新型号用于满足不同需求	22
图 36: 我国海绵钛产量及开工率变化	23
图 37: 我国海绵钛价格有所上涨	23
图 38: 我国钛材产量不断上升	23
图 39: 钛合金行业典型公司毛利率稳定	23
图 40: 公司钛白粉产品毛利率高于同行	24
图 41: 公司 ROE 水平高于同行	24
图 42: 公司自由现金流与利润同步增长	24
图 43: 公司账期较短且保持稳定	24
图 44: 估值处于历史较低水平	25
表 1: 公司硫酸法钛白粉成本估算	3
表 2: 龙蟠佰利盈利预测	3
表 3: 公司钛白粉价格弹性测算	4
表 4: 公司四省五地六大生产基地	8
表 5: 金红石、锐钛型钛白粉对比	10
表 6: 硫酸法、氯化法所用原材料对比	10
表 7: 公司是全球钛白粉扩产主力军	14
表 8: 公司为我国钛白粉行业龙头	15
表 9: 海外钛白粉企业以氯化法为主	22
表 10: 钛白粉行业上市公司估值	25
表 11: 主要化工龙头企业估值水平对比	25
表 12: FCFE 估值关键假设	26
表 13: FCFE 估值结果	26

## 1、全球硫酸法钛白龙头，我国氯化法钛白先驱

公司前身是成立于1955年的焦作市硫磺矿，2001年改制，2002年更名为河南佰利联化学股份有限公司，2011年深交所上市，公司始终专注于钛白粉行业，2016年通过非公开发行股票以90亿收购龙蟒钛业，进行行业整合，完成钛白粉全产业链布局，产能跃居全国第一。

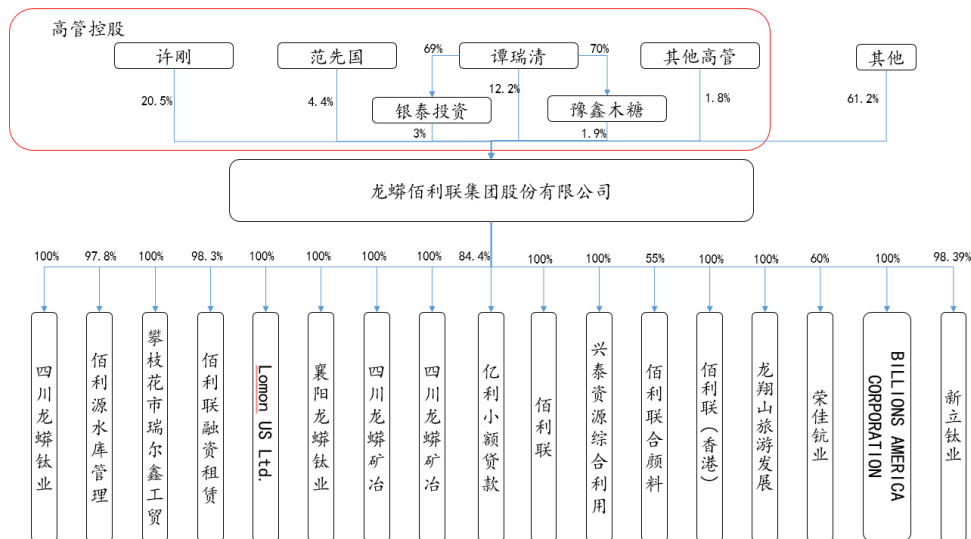
图1：公司发展历程：专注钛白粉行业



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司第一大股东许刚先生为公司董事长，谭瑞清先生为公司副董事长，范先国先生为公司总裁，管理层持股占总股本38.83%。龙蟒钛业是2016年并购的主要全资子公司，其他子公司主要包括全球范围内的销售公司以及部分联营企业。

图2：公司股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

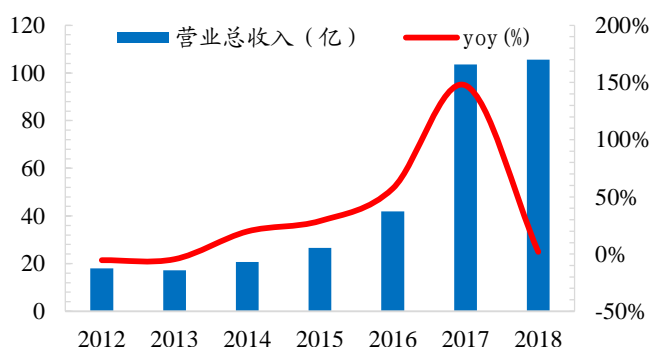
2019年，公司收购云南新立，在全国范围内形成了四省五地六大生产基地的产业布局，合计硫酸钛白粉产能约60万吨，氯化法钛白粉产能32万吨，海绵钛产能1.1万吨以及上游80万吨钛矿、330万吨铁矿。

**表4: 公司四省五地六大生产基地**

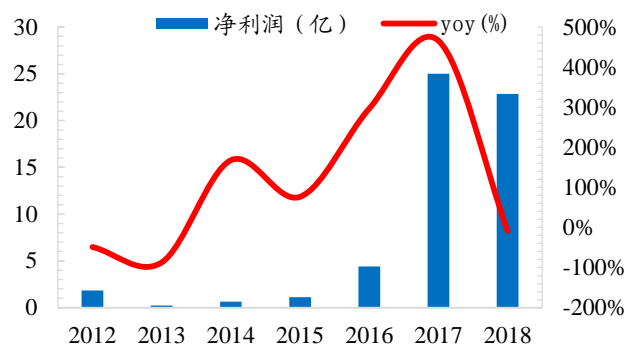
名称	生产基地	名义产能
佰利联	焦作	22 万吨硫酸法钛白粉
新材料	焦作	26 万吨氯化法钛白粉
襄阳龙蟒	襄阳	15 万吨硫酸法钛白粉
四川龙蟒	德阳	22 万吨硫酸法钛白粉
龙蟒矿冶、瑞尔鑫	攀枝花	330 万吨铁精矿、80 万吨钛精矿
新立钛业	云南	6 万吨氯化法钛白粉、1.1 万吨海绵钛

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

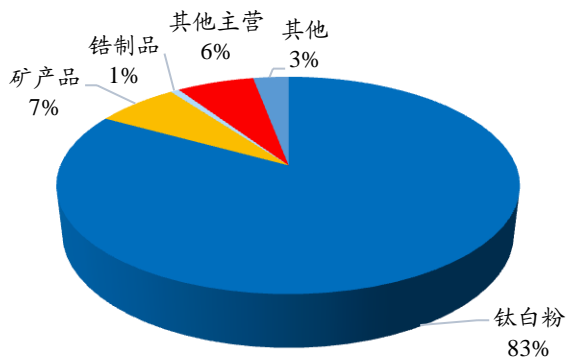
上市以来, 公司钛白粉销量逐年增长推动营收持续增加, 2016 年完成与龙蟒钛业合并后, 公司生产规模大幅扩大, 营收和净利润均实现大幅增加。2018 年受铁矿石价格下滑及子公司计提部分坏账影响, 净利润略有下滑。从收入、利润结构来看, 钛白粉是公司主要产品, 其营收、利润贡献占比均超 80%。

**图3: 公司营业收入持续增长**

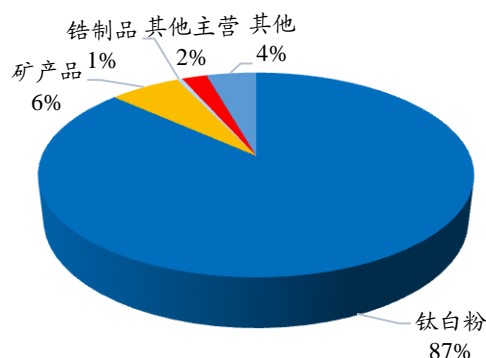
资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图4: 公司净利润增长明显**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图5: 钛白粉占公司主营收入超 80% (2018 年)**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

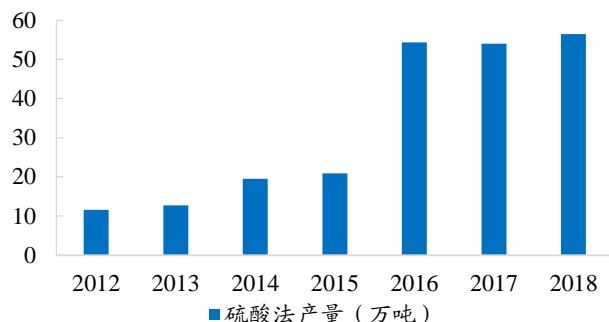
**图6: 钛白粉占公司毛利近 90% (2018 年)**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

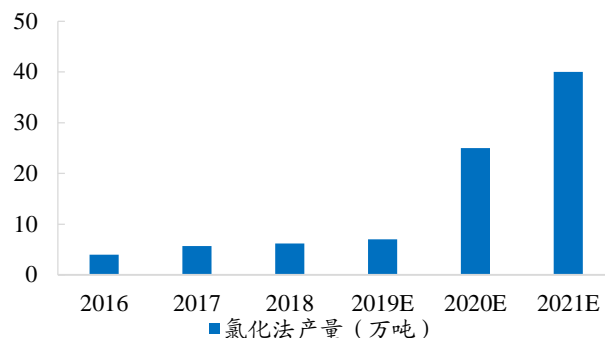
2014 年佰利联焦作本部硫酸法钛白完成技改, 产能扩大至 20 万吨, 公司硫酸法钛白产量增长, 2016 年完成和四川龙蟒合并后, 公司规模大幅提升, 硫酸法产量跃居全球第一, 此后经过小规模技改产能略有提升, 整体较为平稳。

公司自上市以来便积极针对氯化法钛白生产工艺进行技术攻关, 2014 年和德国钛康合作建设 6 万吨氯化法钛白产线, 2015 年底投产, 目前公司氯化钛白产量占我国氯化法钛白总产量近 50%。通过对海外技术的消化吸收以及自主研发, 公司新建 20 万吨氯化法钛白产线, 其中第一条于 2019 年年中进行试生产, 第二条线也与 2019 年底开车, 未来公司氯化法产销将持续增长, 引领我国氯化法钛白行业发展。



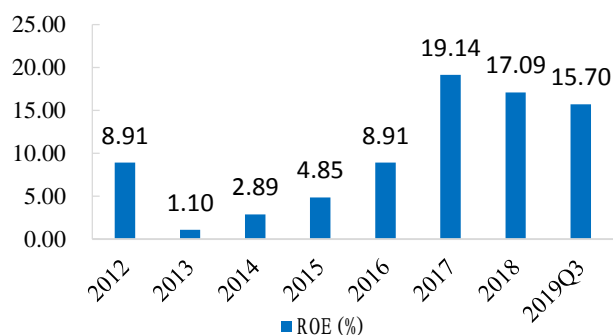
**图7： 行业整合后公司硫酸法钛白粉产销稳定**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

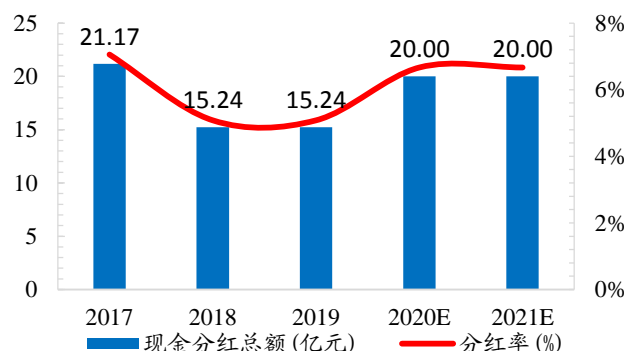
**图8： 公司氯化法钛白粉产量提升**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从盈利能力上看，2017 年公司完成与四川龙蟠合并后，拥有自配上游钛矿，生产技术水平提高，盈利能力大幅增强，尽管钛白粉行业仍有周期波动，但公司 ROE 始终保持在 15% 以上。同时公司 2017 年以来始终保持高分红，我们预计公司未来两年内将保持每年超 20 亿元的现金分红。

**图9： 行业整合大幅提升公司 ROE 水平**

资料来源：wind，新时代证券研究所

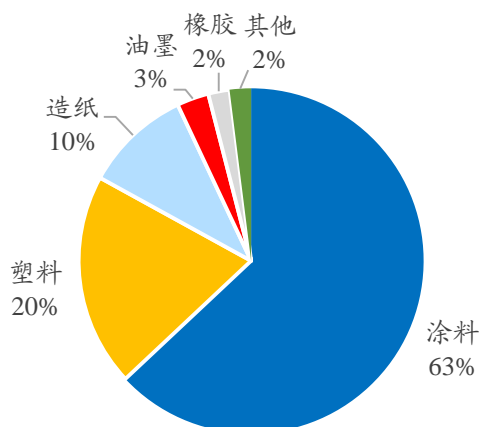
**图10： 公司近三年保持高分红**

资料来源：wind，新时代证券研究所

## 2、钛白粉行业已处于景气底部，价格向下空间小向上概率大

### 2.1、钛白粉：白色颜料之王

钛白粉主要成分为二氧化钛( $\text{TiO}_2$ )，是一种重要的无机化工颜料，具有高度的化学稳定性、耐热性、耐候性、无毒、最佳的不透明性、最佳白度和光亮度，具有良好的着色力和遮盖力，被认为是目前世界上性能最好的一种白色颜料，是应用最广、用量最大的一种无机颜料，被称为白色颜料之王。从市场价值而言，是仅次于合成氨和磷化工的第三大无机化学品。

**图11: 2018年钛白粉涂料是钛白粉主要下游**

资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

按晶体结构分, 钛白粉可分为金红石型、锐钛型和板钛型, 其中板钛型属斜方晶系, 是不稳定的晶型, 不具备应用价值。金红石型钛白是二氧化钛最稳定的结晶形态, 结构致密, 与锐钛型相比有较高的硬度、密度、介电常数与折光率, 是目前应用最多的钛白粉类型。

**表5: 金红石、锐钛型钛白粉对比**

项目	金红石型钛白粉	锐钛型钛白粉
晶系	四方晶系	四方晶系
相对密度	4.2	3.9
折射率	2.71	2.52
莫氏硬度	6~7	5.5~6
电容率	114	31
熔点	1858	高温时转变为金红石型
晶格常数 a/nm	0.458	0.378
晶格常数 c/nm	0.795	0.949

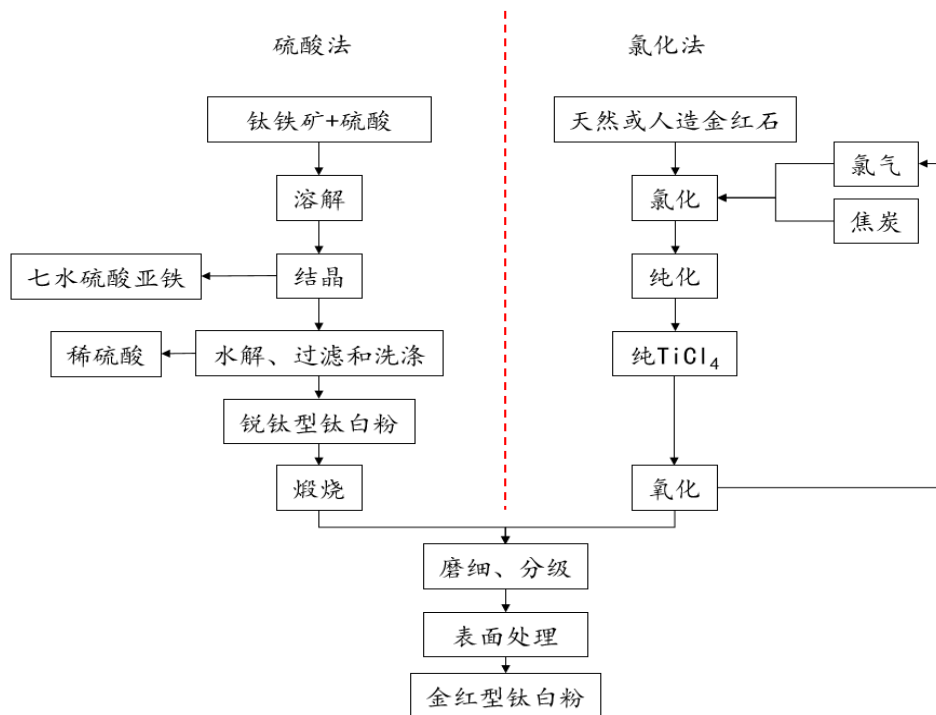
资料来源: CNKI, 新时代证券研究所

钛白粉生产工艺主要分为硫酸法和氯化法, 硫酸法是将钛精矿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, 硫酸法可得到锐钛型钛白粉, 再经后加工后得金红石型钛白。氯化法是用含钛的原料, 以氯化高钛渣、或人造金红石、或天然金红石等与氯气反应生成四氯化钛, 经精馏提纯, 然后再进行气相氧化; 在速冷后, 经过气固分离直接得到金红石型钛白粉。

**表6: 硫酸法、氯化法所用原材料对比**

工艺路线	名称	TiO <sub>2</sub> 品位 (平均值) %
氯化法	氯化法用钛铁矿	58~65
	氯化法用钛渣	85~87
	人造金红石	90~93
	金红石	92~96
	高钛渣	93~96
硫酸法	硫酸法用钛铁矿	45~55
	酸熔渣	75~85

资料来源: CNKI, 新时代证券研究所

**图12: 硫酸法、氯化法钛白粉工艺流程**

资料来源: CNKI, 新时代证券研究所

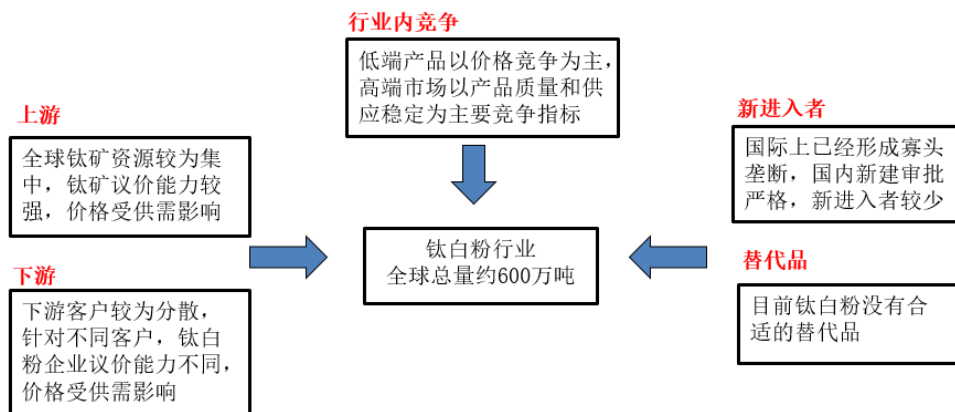
**上游:** 钛白粉行业上游为钛矿, 价格由供需影响, 钛白粉企业议价能力较弱, 大型钛白粉企业均有配套自有钛矿;

**下游:** 下游客户较为分散, 钛白粉企业具有一定议价能力, 从账期来看, 钛白粉企业应收账款期通常为 20-40 天, 低于化工行业平均水平;

**行业内竞争:** 低端产品以价格竞争为主, 高端市场以产品质量和供应稳定为主要竞争指标, 高端市场具有较高的客户粘性

**新进入者:** 国际上已经形成寡头垄断, 海外企业新增产能较少, 以并购整合为主。国内新建硫酸法产能已限制审批, 部分厂商新建氯化法产能, 但氯化法的小产能技术水平较低, 整体行业新进入者较少

**替代品:** 目前钛白粉没有合适的替代品

**图13: 钛白粉行业波特五力模型分析**

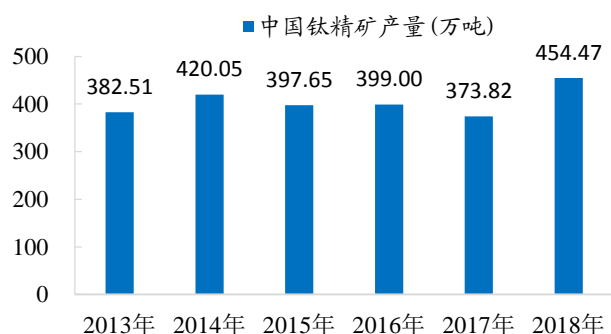
资料来源: 新时代证券研究所

## 2.2、钛矿价格将给予钛白粉成本支撑

我国钛白粉原料钛精矿分布集中在四川等省份，由于我国钛矿主要以伴生矿为主，钛精矿品质不高，经分选后，我国典型钛矿以 46% 品位为主，部分低品位矿二氧化钛含量仅 38-40%，而进口矿品位均大于 50%，由于钛矿杂质会影响钛白粉生产，国产矿难以满足氯化法及部分高端钛白粉生产要求，同时钛矿产量增速远低于我国钛白粉行业发展速度，我国需要大量进口钛精矿。以 2018 年为例，我国钛精矿进口量约 312 万吨，对外依存度约 40%。

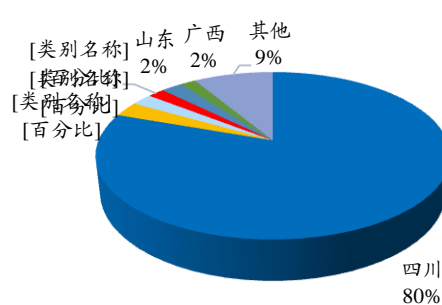
钛白粉是钛精矿主要下游，占比超 90%，其余主要用作金属钛或其他钛制品。受制于钛矿的地理分布以及伴生铁矿，我国钛精矿产量基本稳定，短时间内难以大幅提高，钛白粉企业以外购钛精矿为主，自有配套钛矿企业极度稀缺。

图14： 我国钛精矿产量基本稳定



资料来源：wind，新时代证券研究所

图15： 2018 年我国钛精矿产量主要分布在西南地区



资料来源：wind，新时代证券研究所

钛精矿成本占钛白粉总成本近 80%，同时远距离运输极不经济，近几年钛白粉价格也基本与钛精矿同步变动。由于我国长期进口钛精矿，海外钛精矿供应变化将对我国钛白粉行业造成重大影响。2019 年澳大利亚沙比克矿山停产，肯尼亚钛矿因原产地矿源减少，更换开采地，产量大幅下滑，全球范围内看，目前钛精矿供需已处于紧平衡状态，预计未来价格稳中有升。

图16： 进口钛精矿价格稳中有升

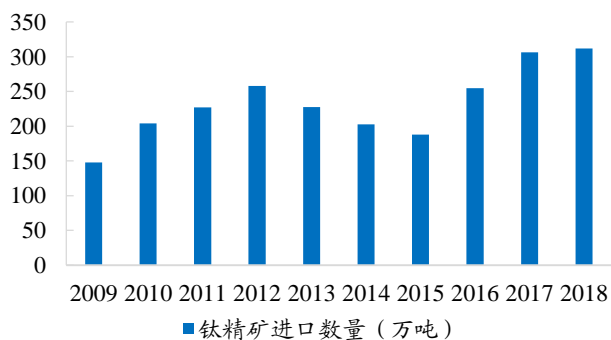


资料来源：海关总署，新时代证券研究所

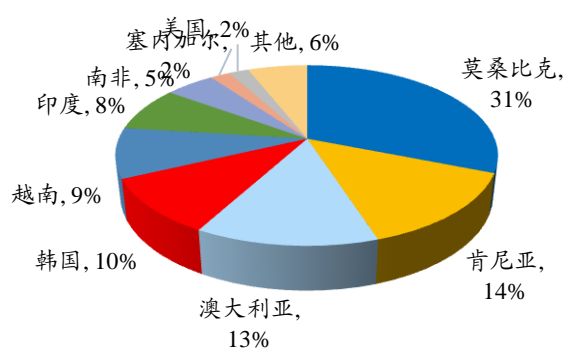
**图17： 国内钛精矿价格与进口钛矿价格走势相似**

资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

公司拥有四川红格铁矿北区开采权，其为攀西四大铁矿之一，矿物储量丰富，同时具有铁、钛、钒、镉等多种金属，公司钛精矿年产量约 80 万吨，我们预计年净利约 8 亿（安宁钛铁钛矿产能 50 万吨，2017、2018 年净利分别为 5.5、4.9 亿）。

**图18： 我国每年大量进口钛精矿**

资料来源：海关总署，新时代证券研究所

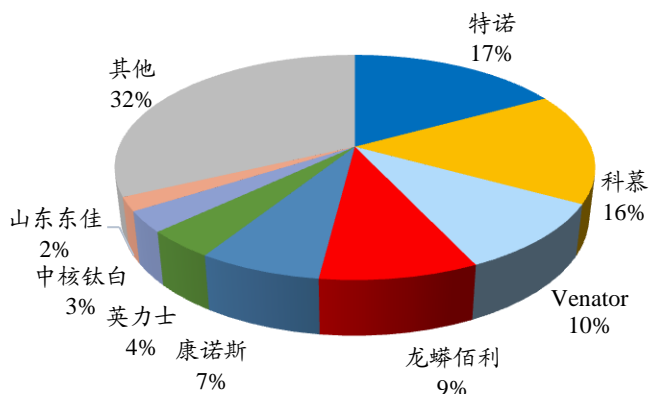
**图19： 2018 年我国钛精矿进口国别分布**

资料来源：海关总署，新时代证券研究所

### 2.3、全球范围内钛白粉呈寡头格局，国内供需平衡

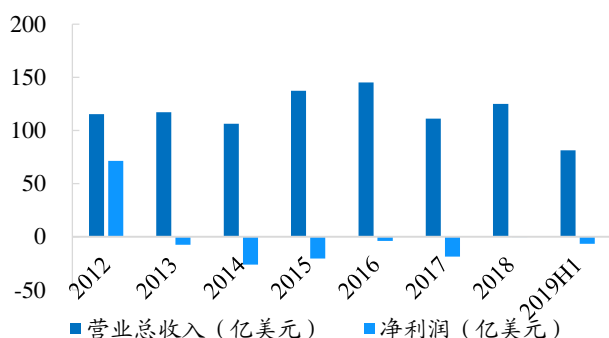
目前全球钛白粉产能约 750 万吨，海外四大巨头特诺（Tronox）、科慕（Chemours）、Venator（原亨斯迈）、康诺斯（Kronos）合计产能约占全球总产能的 50%。2018 年龙蟠佰利产能已达 65 万吨，位居全球钛白粉行业第四，随着公司氯化法钛白产能投产，公司钛白粉总产能将跃居全球第三。



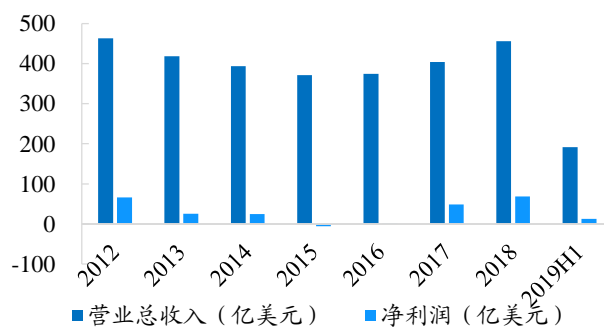
**图20: 2018年公司产能位列全球第四**

资料来源：中国涂料工业协会钛白粉分会，新时代证券研究所

特诺 2018 年完成收购科斯特后，钛白粉产能跃居全球第一，但其硫酸法钛白受我国企业竞争，盈利能力较弱；科慕为全球钛白粉龙头，由杜邦分拆而来，其产能均为氯化法，2016-2018 年其营收及利润均实现增长，2019 年由于需求减弱，科慕采取稳定钛产品的价格策略，使其销量下滑约 30%，营收及利润出现了不同程度下降。

**图21: 特诺盈利能力较弱**

资料来源：特诺年报，新时代证券研究所

**图22: 科慕营业收入及净利润变化**

资料来源：科慕年报，新时代证券研究所

近年来，国外企业由于生产装置老化等原因，相继关闭部分工厂，自 2015 年起，累计退出产能 44 万吨，整体产能有所收缩。2019 年全球范围内新增钛白粉产能主要集中在我国，海外巨头产能变化主要来自于收购兼并，其资本开支均开始放缓，未来海外基本没有大的新增产能，全球钛白粉市场呈现较稳定的寡头格局。

**表7: 公司是全球钛白粉扩产主力军**

企业名称	2019 年底产能 (万吨)	新增产能 (万吨)
特诺	143	并购科斯特
科慕	125	0
龙蟠佰利联	91	26 (包含云南新立 6 万吨)
Venator (亨斯迈)	81	0
康诺斯	56	0
中核钛白	33	8
天原集团	5	5

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

从国内市场来看，公司为绝对行业龙头，行业定价能力较强，2018 年全国合计产能约 350 万吨，而我国已明确禁止新建 3 万吨以下硫酸法钛白粉，而氯化法技术壁垒较高，绝大多数企业不具备扩产条件，2019 年行业新增产能主要来源于公司新增约 26 万吨氯化法钛白，全行业总产能达 384.5 万吨，整体供给格局稳定。

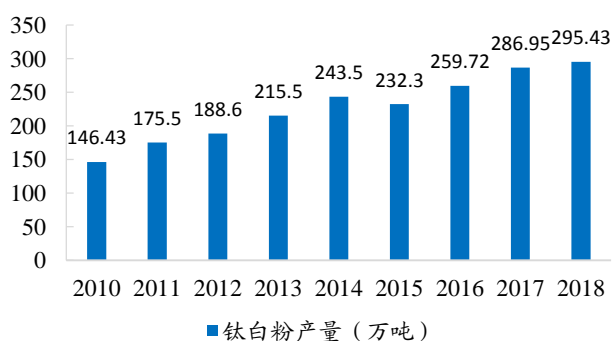
**表8： 公司为我国钛白粉行业龙头**

企业名称	企业数	产能（万吨）
龙蟠佰利联	5	91
中核钛白	3	33
攀钢钛业	3	23.5
金浦钛业	3	23
山东东佳	2	22
中国化工集团	2	20
云南大互通集团	2	13
广西金茂	2	12
宁波新福	1	12
山东道恩	1	11
山东金海钛业	1	10
攀枝花钛海集团	2	10
安徽安纳达	1	10
其他中小企业		94
合计		384.5

资料来源：买塑网，新时代证券研究所，注图为 2019 年数据

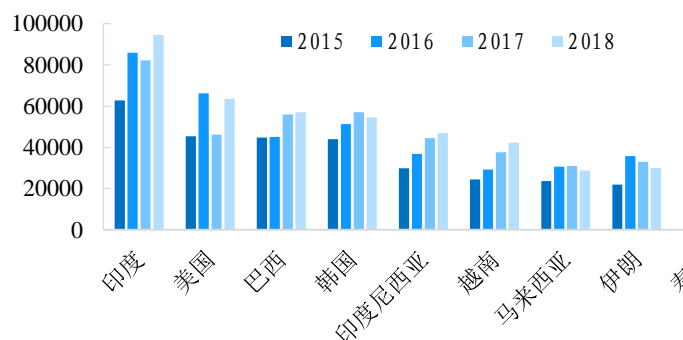
涂料是钛白粉主要下游，国内市场与房地产建设息息相关，近年来国内市场相对稳定，出口是我国钛白粉需求主要增量，印度、韩国、越南等亚洲国家增速较快。2018 年，我国钛白粉产量约 295 万吨，整体行业开工率约 84.3%，供需基本处于平衡状态。

**图23： 我国钛白粉产量持续增长**



资料来源：中国涂料工业协会钛白粉分会，新时代证券研究所

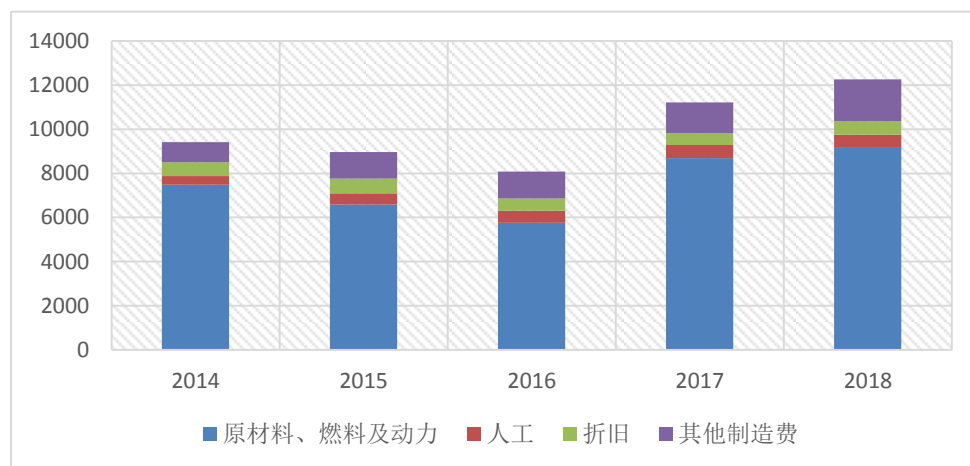
**图24： 海外出口是我国钛白粉需求主要增量(单位:吨)**



资料来源：海关总署，新时代证券研究所

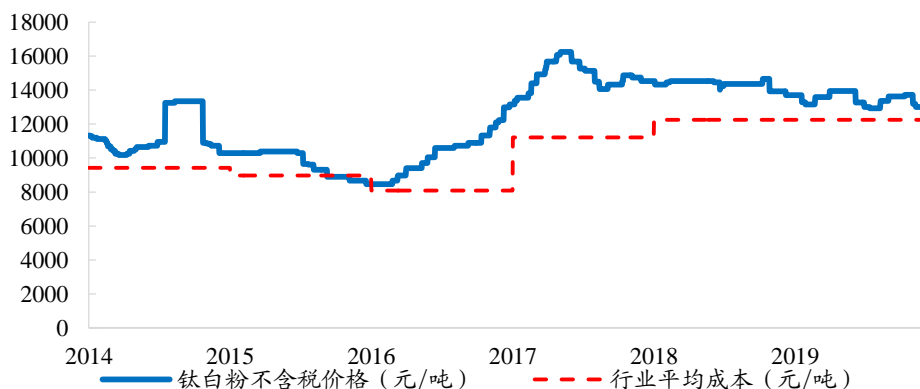
## 2.4、环保高压推高硫酸法钛白行业成本，公司成本优势凸显

国内硫酸法工艺相对成熟，但环保污染问题较为严重，近年来国内环保高压使得相关企业生产成本快速上升。我们以安纳达为例，认为其可以代表行业内平均水平，其年报中将成本分为原材料、燃料及动力，人工，折旧，及其他制造费用四项。

**图25： 安纳达钛白粉单位成本不断上升（不含税，单位：元/吨）**

资料来源：安纳达公告，新时代证券研究所

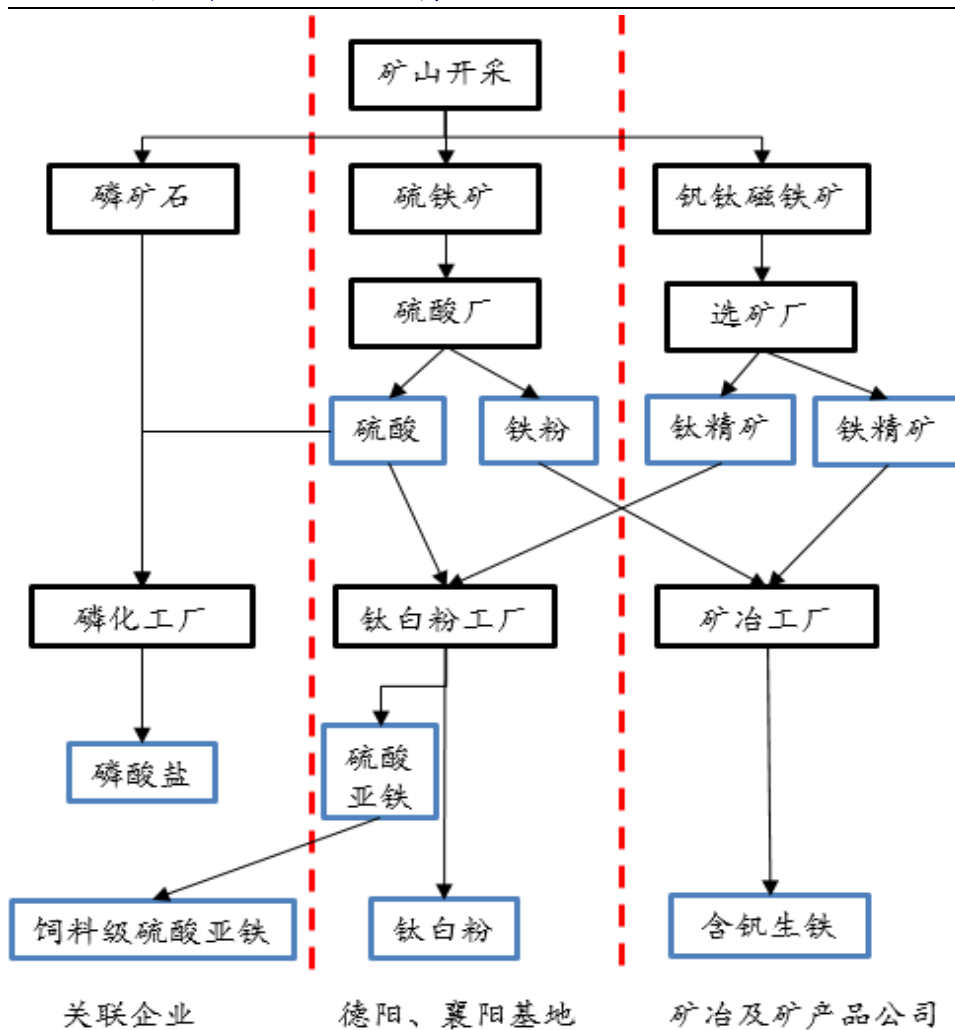
根据其销量折算至单位成本，原材料、燃料及动力一项变化基本与钛白粉、硫酸等原料价格变化一致；单位人工 5 年间增长约 50%，与人工成本上涨有关；安纳达 5 年间没有重大资本开支项目，单位折旧仅随销量变化小幅波动；但其他制造费用呈逐年上升趋势，2018 年增加最多，由 2014 年约 911 元/吨，增加至 2018 年 1891 元/吨，上升近 1000 元/吨。

**图26： 钛白粉价格已处于行业平均成本附近**

资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

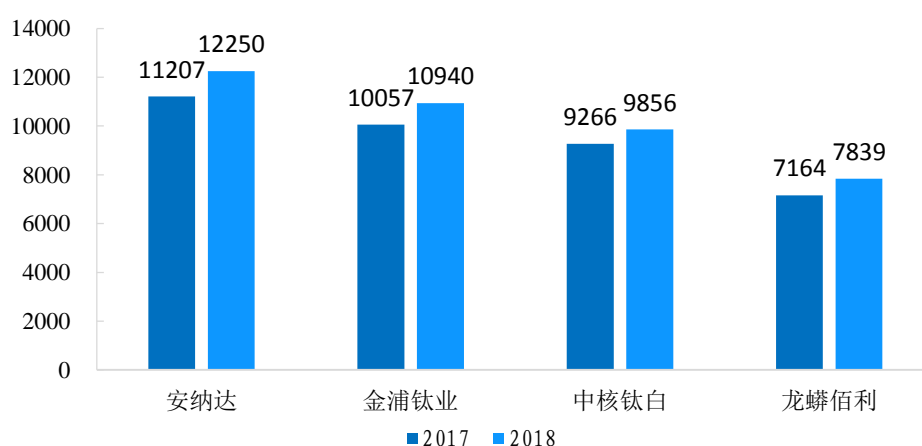
与传统硫酸法相比，基于“硫-磷-钛”的改良硫酸工艺实现了硫酸、钛白粉、磷酸三大生产系统的物质流、能量流耦合集成和循环利用：硫的循环与再利用率达到 70%以上，硫酸消耗降低 35%；废副处理成本降低 30%；磷酸盐装置磷回收率达到 94%以上，由于产能扩大以及废酸处理简化，单吨投资额降低 30%以上，同时整个生产流程更加绿色环保，生产成本较行业平均水平低至少 2000 元/吨。

图27: 公司硫磷钛工艺流程环保高效



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图28: 公司硫酸法钛白粉成本较行业水平低 2000 元/吨以上 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 按销量平均计算, 新时代证券研究所

### 3、氯化法钛白工艺壁垒极高，公司已获得重大突破

数年来，我国钛白粉行业试图攻克氯化法钛白生产工艺，先后有漯河兴茂、锦州钛业（现中信钛业）、攀钢钒钛等企业投产氯化法钛白，工艺均未完全成熟。从氯化法钛白粉生产工艺来看，我们认为主要有三大技术壁垒：原材料高钛渣、氯化工艺、氧化工艺

**原材料：**由于国内钛矿杂质较多，而氯化法工艺对原材料要求较高，需要二氧化钛含量超 90%，国内厂商生产必须使用进口矿再加工为高钛渣，进而生产钛白粉。龙蟠佰利 2015 年便上马了富钛料（同“高钛渣”）项目，实现了原材料自给，而目前国内其他企业，如天原集团、中信钛业等均需外购高钛渣

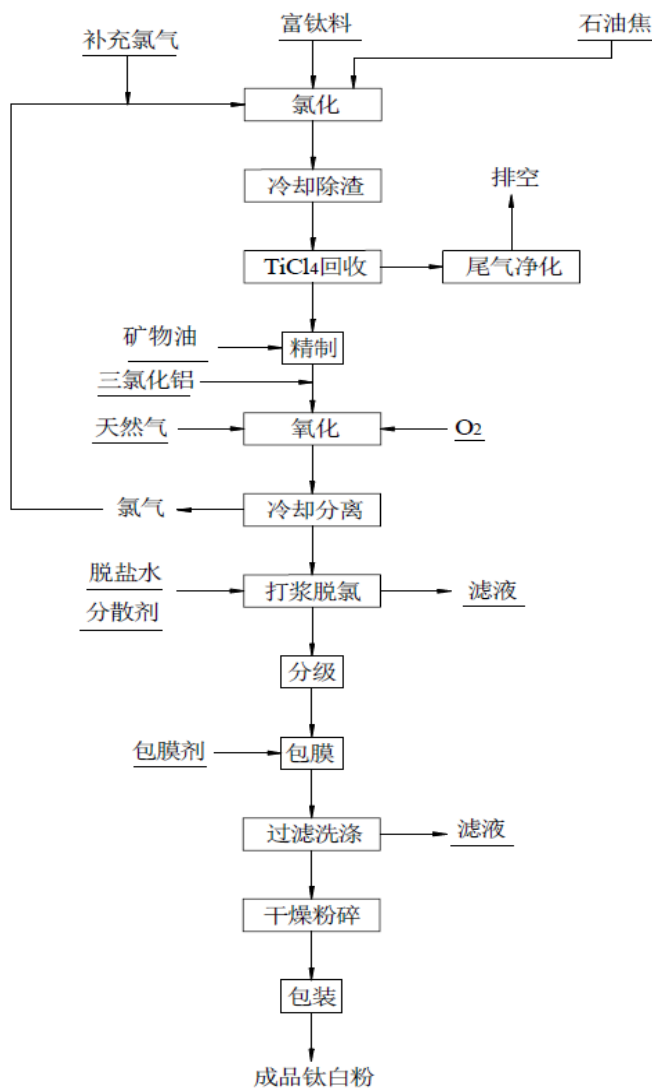
**氯化工艺：**指由高钛渣生产高纯四氯化钛工段，主要有沸腾氯化法和熔盐氯化两种工艺，国内原锦州钛业（现中信钛业）建有一条熔盐氯化生产线，但开工情况不理想，目前新建产线也转用沸腾氯化。龙蟠佰利引进德国钛康技术，并自主消化吸收，氯化技术已完全掌握，生产的中间产品四氯化钛已实现销售（预计 2019 年 2 万吨），在云南新立还实现了四氯化钛到海绵钛的生产

**氧化工艺：**四氯化钛氧化生成钛白粉，此步反应为高温连续反应，同时还需防止反应器内壁结块，对反应控制等相关技术要求较高

从产能来看，目前仅公司单线设计产能做为 10 万吨，总体规划做到 30 万吨，而同行通常为 1.5-6 万吨，在工程放大及规模化生产等方面技术壁垒同样很高。



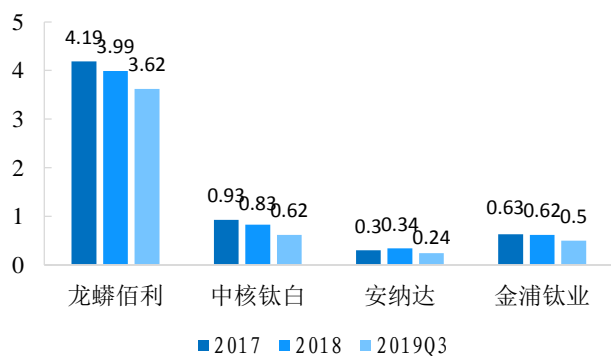
图29: 氯化法钛白工艺流程



资料来源: CNKI, 新时代证券研究所

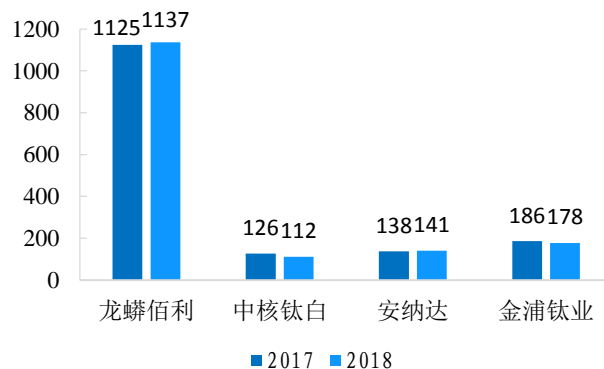
自 2011 年上市以来, 公司就立志攻克氯化法钛白生产难题, 不断投入人力物力, 2018 年公司研发人员数量达 1137, 超出同行近 10 倍, 近三年累计研发投入超 10 亿, 远超同行, 将在国内率先实现氯化法钛白粉的大规模生产。

图30: 公司研发投入远高于同行业



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图31: 公司技术人员远多于同行业



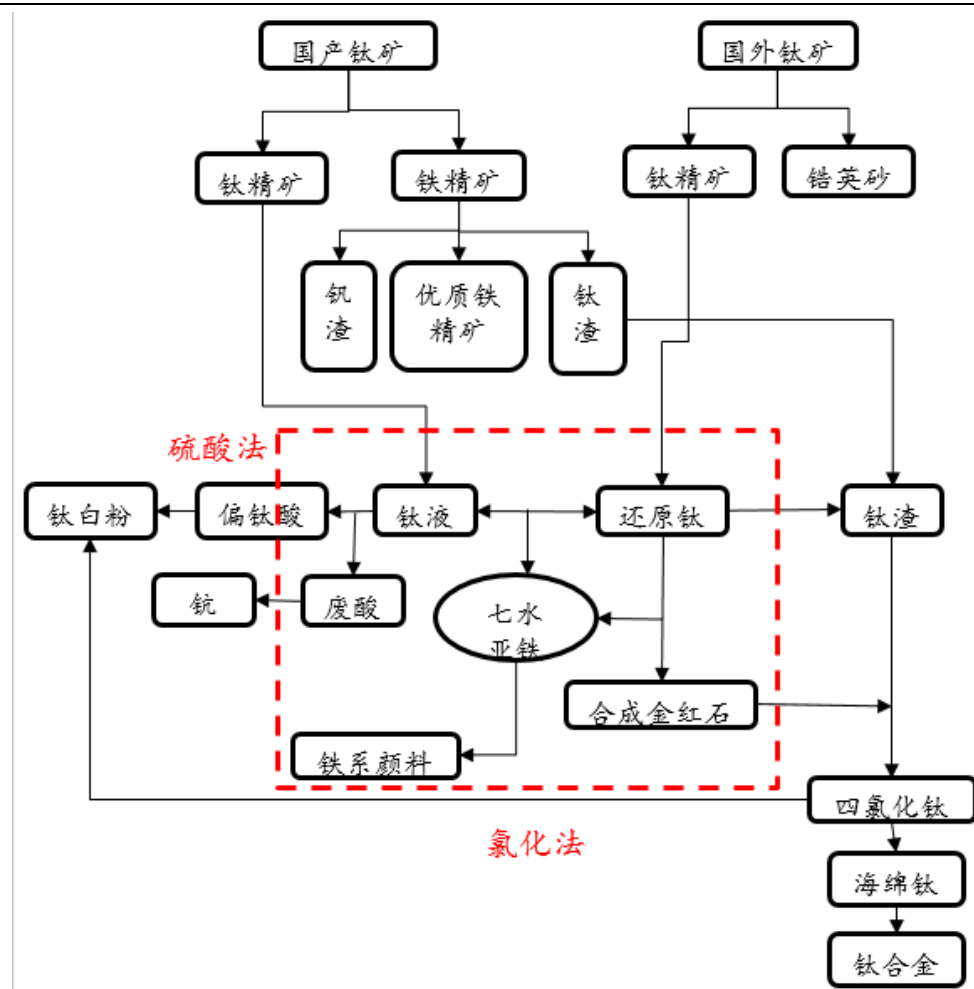
资料来源: wind, 新时代证券研究所

自计划建设氯化法钛白粉产能以来, 公司先后建成了 2\*15 万吨富钛料(一期),

6万吨氯化法生产线，在焦作建成了硫氯耦合产业链，氯化法产能达30万吨，并可以混合使用国产和进口原材料，我们估计在全面投产后，其成本有望下降至9000元/吨。

2019年4月，公司在攀枝花新建50万吨钛矿综合利用项目（30万吨氯化钛渣+20万吨生铁），将实现氯化法钛白粉原材料国产化，未来还有望继续利用钒钛磁铁矿中的钒等元素，进一步提升公司产品附加值。

图32: 焦作基地硫氯耦合产业链示意图

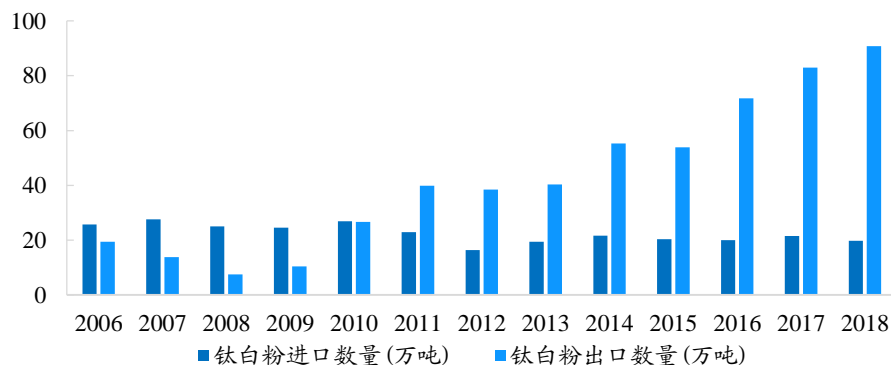


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 4、氯化法业务把公司带入成长的好赛道

硫酸法钛白可以使用我国自产钛矿，同时投资较小，在不考虑环保的情况下成本优势明显，20 世纪以来，我国硫酸法钛白粉产能迅速增长，2010 年我国首次实现钛白粉净出口，随后钛白粉出口量由 2010 年的 26.64 万吨攀升至 2018 年 90.80 万吨，增长幅度达 240%，我国已完成钛白粉由净进口国向净出口国转变。

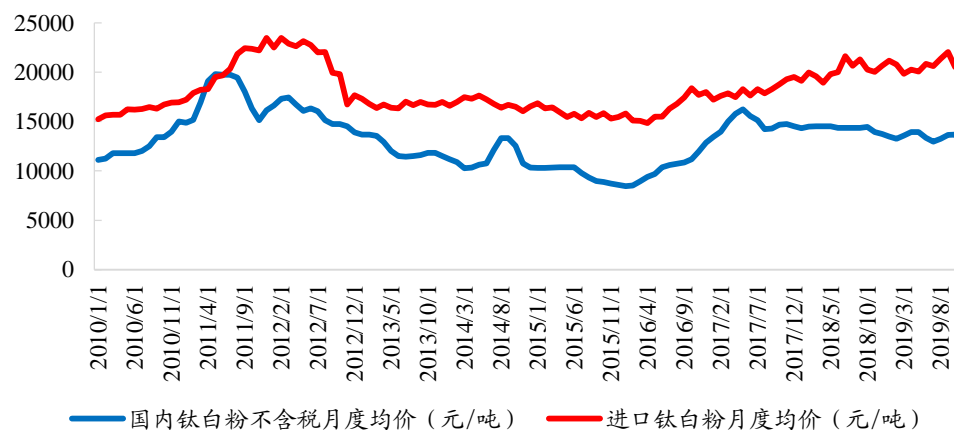
图33： 我国钛白粉由净进口国向净出口国转变



资料来源：海关总署，新时代证券研究所

氯化法钛白粉在粒径、均匀性等方面均优于硫酸法，部分高端产品必须使用氯化法，以涂料用钛白粉中汽车漆为例，其对耐候性、光泽和遮盖力要求较高，目前主要使用进口专用型氯化法金红石钛白粉，如 R2310、R706 等，国产钛白粉仅能占据中低档市场。

图34： 进口钛白粉价格远高于国内价格



资料来源：海关总署，新时代证券研究所

我国每年进口近 20 万吨钛白粉产品，主要为专用型氯化法产品，就其产品价格来看，近几年产品进口均价约 3000 美元/吨，大幅高于国内 15000 元/吨的单价。从全球市场来看，每年氯化法钛白的需求量约 300 万吨，而我国 2018 年氯化钛白粉产量仅 15 万吨，全球氯化法钛白市场长期由海外企业占据。

**表9：海外钛白粉企业以氯化法为主**

企业	钛白粉产能（万吨）	氯化法占比
特诺	143	100%
科慕	125	100%
Venator（亨斯迈）	81	44%
康诺斯	56	82%
合计	405	78%

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

我国氯化法钛白粉市场率较低的主要原因为工艺技术不成熟，随着相关工艺难题被攻破，我们认为我国氯化法钛白制造企业将复制在硫酸法上的成功经验，我国将成为全球氯化法钛白的主要生产国，而公司将成为国内钛白粉行业转型升级中的领军企业。

从具体产品来看，公司第一条6万吨氯化法生产线主要生产型号895、896的钛白粉，下游主要用于高端涂料领域，新建产线推出了886型号，已进入PPG供应链，并重点推进在塑料中用于制作白色母粒，未来公司氯化法钛白型号将不断扩展，进军高端造纸、油墨等应用领域，产品附加值将持续提升。

**图35：公司开拓新型号用于满足不同需求**

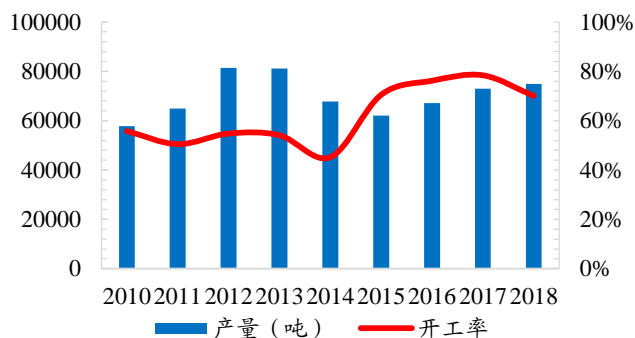
	涂料			塑料		油墨		造纸			其他	
	室内建筑涂料	室外建筑涂料	工业涂料	色母粒	PVC异型材	高光油墨	复合油墨	表面涂层	墙料	压层纸	无包膜的纸状	没有无机包膜
BILLIONS® BLR-501												●
BILLIONS® BLR-601	●	○				○	○					
BILLIONS® BLR-688				○	●							
BILLIONS® BLR-698	●	●	●			○	○	●				
BILLIONS® BLR-699	●	●	○			○	○		○			
BILLIONS® TR52	●		●			●	●					
LOMON® LR-108				●	○							
LOMON® LR-952						○	○	●		●		
LOMON® LR-961			●									
LOMON® LR-972	○	●	●		●							
LOMON® LR-982	●					●						
LOMON® R-996	●	●	○			○	○					
BILLIONS® BLR-886				●	○							
BILLIONS® BLR-895	●	●	●									
BILLIONS® BLR-896	○	●	●									

资料来源：公司官网，新时代证券，注：红色代表硫酸法，蓝色代表氯化法，实心圈表示强烈推荐用途，空心圈表示推荐用途

## 5、借力云南新立，进军钛合金新材料领域

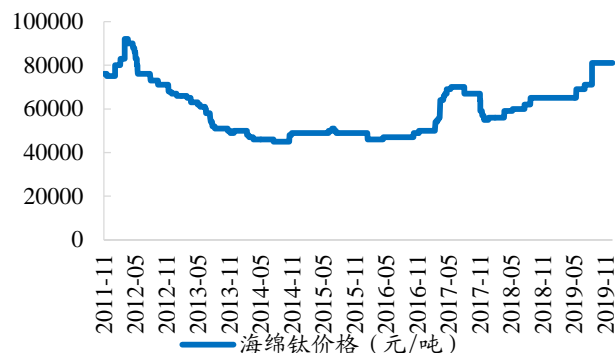
2019年公司完成收购云南新立，新立现有氯化法钛白粉产能6万吨，海绵钛产能1.1万吨，并配套8万吨高钛渣。氯化法钛白采用和焦作相同的工艺，将于2020年初实现复产，进一步扩大公司氯化法钛白产能。目前公司高钛渣、海绵钛产线已复产，借力新立公司拓展了海绵钛产品线，完善了整体钛产业布局。

图36: 我国海绵钛产量及开工率变化



资料来源: 中国有色金属协会钛锆分会, 新时代证券研究所

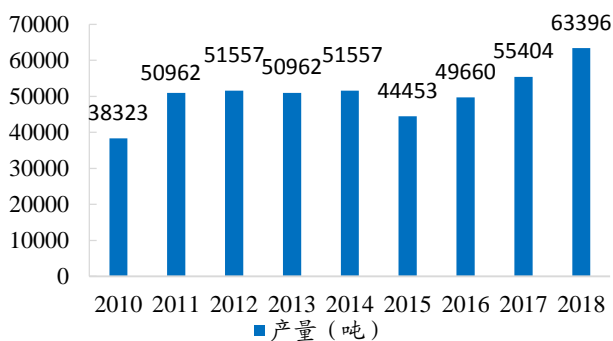
图37: 我国海绵钛价格有所上涨



资料来源: wind, 新时代证券研究所

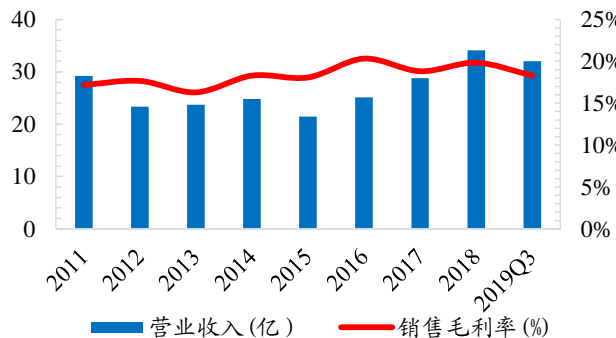
海绵钛主要用于下游制取钛材, 我国现有海绵钛产能约 10.4 万吨, 年产量约 7.5 万吨, 整体市场空间近 50 亿元, 钛产业作为战略新兴产业, 具有广阔的应用前景, 特别是在航空航天、海洋工程、医药等高端领域增长明显, 我国金属钛及海绵钛需求有望不断增长。

图38: 我国钛材产量不断上升



资料来源: 中国有色金属协会钛锆分会, 新时代证券研究所

图39: 钛合金行业典型公司毛利率稳定



资料来源: wind, 新时代证券研究所, 注: 为宝钛股份

云南地区具有能源及税收等诸多优势, 未来公司计划投资 50 亿元, 在新立建成 30 万吨氯化钛钛渣、5 万吨海绵钛以及 30 万吨氯化法钛白产线, 未来新立产值将超 100 亿元, 利润贡献将远超预期。

2019 年 12 月 30 日公司与金川集团达成合作框架协议, 计划在甘肃打造具有竞争优势的特色钛产业; 公司正通过外延式并购整合海内外优质钛矿资源, 目前已拥有潜在钛矿产能约 40 万吨, 未来将原材料的全面自给。秉承“做深做精钛产品, 做细做透钛衍生品”的产业思想, 公司将逐步打造打造钛精矿~氯化钛渣~氯化法钛白粉~海绵钛~钛合金全产业链。

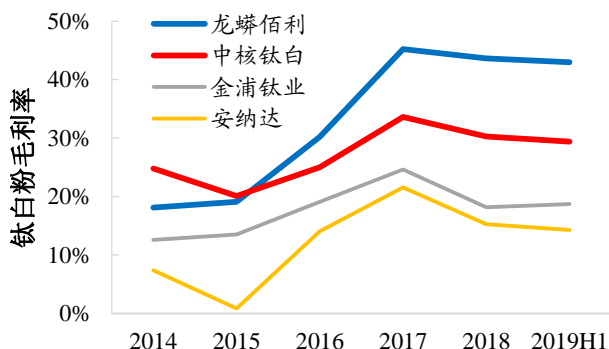


## 6、财务指标分析

### 6.1、公司拥有远高于同行的毛利率及 ROE 水平

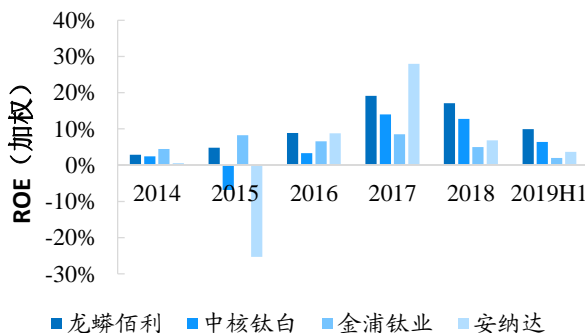
2014-2015 钛白粉行业处于低谷，行业内价格竞争激烈，四川龙蟒与佰利联完成合并后，行业集中度大幅提升。龙蟒佰利凭借成本及配套钛矿优势，毛利率及 ROE 水平始终高于同行。(2015 年金浦钛业 ROE 较高主要原因为收到政府补助，2017 年安纳达由于新增产能投产，ROE 偏离正常水平)

图40： 公司钛白粉产品毛利率高于同行



资料来源：wind，新时代证券研究所，注金浦钛业为金红石型钛白粉毛利率

图41： 公司 ROE 水平高于同行

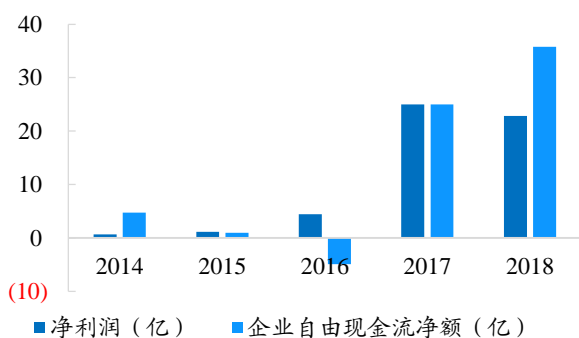


资料来源：wind，新时代证券研究所

### 6.2、公司现金流优秀，账期稳定

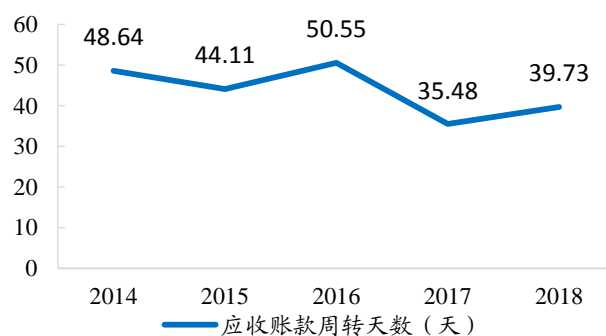
钛白粉行业对下游具有一定的议价能力，通常账期较短，以现款现货为主，公司由于出口占比较高，账期稳定在 40-50 天。自公司完成合并之后，由于传统硫酸法资本开支较少，公司自由现金流与净利润保持同步增长。

图42： 公司自由现金流与利润同步增长



资料来源：wind，新时代证券研究所

图43： 公司账期较短且保持稳定



资料来源：wind，新时代证券研究所

## 7、估值

### 7.1、相对估值

由于同行业上市公司盈利缺少市场一致预测，我们根据公司公告的业绩预告和年报，按 2019 年业绩计算 PE，整体估值水平约为 15 倍。

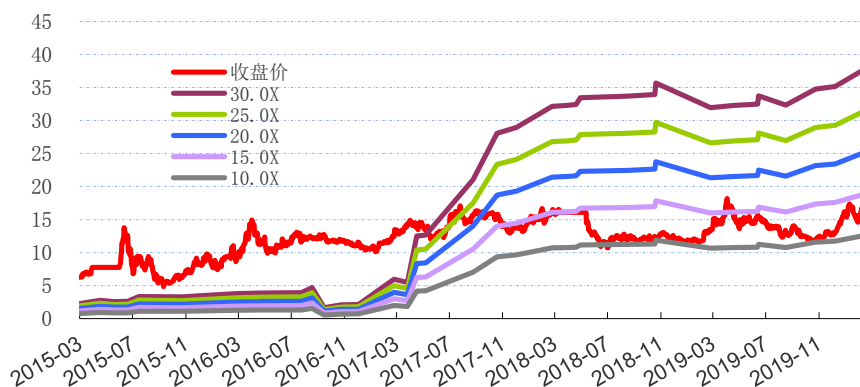
**表10： 钛白粉行业上市公司估值**

证券简称	总市值	2019 年净利润（亿）	PE
龙蟒佰利	358	25.89	14
安纳达	17	0.32	53
中核钛白	73	4.3	17
攀钢钒钛	216	14-14.6	~15

资料来源：新时代证券研究所，市值按 2020 年 3 月 4 日收盘价计算

从公司历史估值水平来看，目前估值处于相对低位。

**图44： 估值处于历史较低水平**



资料来源：wind，新时代证券

从市场角度来看，公司可看作化工细分子行业国际巨头之一，也可作为行业内低成本的优势企业，估值水平可与万华化学、新和成、华鲁恒升相比较。

**表11： 主要化工龙头企业估值水平对比**

股票名称	PB	ROE	总市值	EPS（元/股）			PE（倍）		
		2018A	（亿元）	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
龙蟒佰利	2.58	17.09%	358	1.15	1.27	1.53	15	14	12
新和成	3.43	20.54%	580	1.43	1.03	1.51	19	26	18
华鲁恒升	2.17	28.33%	296	1.86	1.54	1.69	10	12	11
万华化学	3.88	36.82%	1,567	3.88	3.37	3.96	13	15	13

资料来源：新时代证券研究所，市值按 2020 年 3 月 4 日收盘价计算，除龙蟒佰利外其余为 wind 一致预测

## 7.2、绝对估值

表12: 2019-2023 年预测自由现金流 (单位: 亿)

指标	2019	2020	2021	2022	2023
NOPLAT	27.66	32.89	41.68	42.69	46.39
加: 折旧摊销	5.88	6.84	7.62	8.62	9.85
减: 经营性营运资本的增加	2.00	4.00	4.00	4.00	3.35
减: 资本支出	8.68	10.00	15.00	15.00	15.00
公司自由现金流 FCFF	22.86	25.72	30.30	32.32	37.89

资料来源: 新时代证券研究所

表13: FCFF 估值关键假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	5
第二阶段增长率	3.0%
永续增长率	0%
无风险利率 Rf	2.8%
$\beta(\beta_{levered})$	0.71
Rm-Rf	10.00%
Ke(levered)	6.5%
税率	15.0%
债务资本成本 Kd	7.0%
股权资本成本	6.49%
债务资本比重	30%
WACC	6.64%

资料来源: 新时代证券研究所

表14: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (亿元)	价值百分比
第一阶段 (预测期)	127.05	24.09%
第二阶段	123.90	23.49%
第三阶段 (终值)	296.47	56.21%
企业价值 AEV	547.42	103.79%
加: 非核心净资产价值	32.31	6.13%
减: 少数股东权益 (市值)	2.22	0.42%
减: 债务价值	50.11	9.50%
总股本价值	527.41	100.00%
股本 (百万股)	2032.02	-
每股价值 (元)	25.95	-
PE (2019E)	20	-

资料来源: 新时代证券研究所

结合相对估值及绝对估值, 我们认为公司相对于同行业内其他企业, 已具有明显优势, 而且未来主要发展方向也更面向全球, 未来估值水平应更靠近于现有的化工国际巨头企业, 对于绝对估值模型而言, 公司未来不排除通过兼并收购进一步整合行业或收购海外钛矿的可能, 我们可能低估了公司的资本开支额度, 保守起见, 我们采用相对估值, 按 2020 年净利给予 15 倍 PE, 对应目标价为 22.99 元。

## 8、风险提示

氯化法钛白市场开发受阻：氯化法钛白粉应用需要下游客户验证，壁垒高，若高端客户开发受阻，公司氯化法钛白粉在低端市场上较硫酸法难有成本优势，业绩将承压

安全环保风险：生产过程中涉及多步高温高压反应，若公司工程控制能力不及预期可能影响公司产品销量及质量，不利于客户开发，严重情况下有安全环保事故风险

产品价格大幅下降：若国内环保及安全压力减少，相关中小企业价格战激烈，将导致硫酸法钛白价格下行；需求减弱会使公司钛矿、钛白粉、海绵钛等产品价格下行

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>7082</b>	<b>6468</b>	<b>7367</b>	<b>8650</b>	<b>10107</b>
现金	2354	1684	2025	2260	3071
应收票据及应收账款合计	2182	1812	2088	2752	3053
其他应收款	18	35	22	53	41
预付账款	202	218	206	369	338
存货	1563	1948	2259	2448	2836
其他流动资产	763	770	766	768	767
<b>非流动资产</b>	<b>13765</b>	<b>14456</b>	<b>15257</b>	<b>15736</b>	<b>16003</b>
长期投资	17	12	12	12	12
固定资产	6029	5844	6688	6986	7230
无形资产	1313	1247	1200	1154	1107
其他非流动资产	6406	7354	7357	7585	7654
<b>资产总计</b>	<b>20846</b>	<b>20924</b>	<b>22624</b>	<b>24386</b>	<b>26110</b>
<b>流动负债</b>	<b>6244</b>	<b>7347</b>	<b>8303</b>	<b>9065</b>	<b>9918</b>
短期借款	3441	3633	4180	4690	4987
应付票据及应付账款合计	1407	2438	2947	3329	3465
其他流动负债	1397	1276	1176	1045	1466
<b>非流动负债</b>	<b>1268</b>	<b>943</b>	<b>916</b>	<b>822</b>	<b>748</b>
长期借款	665	408	348	271	188
其他非流动负债	603	535	569	552	560
<b>负债合计</b>	<b>7512</b>	<b>8290</b>	<b>9219</b>	<b>9887</b>	<b>10666</b>
少数股东权益	448	211	222	234	250
股本	2032	2032	2032	2032	2032
资本公积	9641	9582	9582	9582	9582
留存收益	1714	1442	2482	3420	5017
归属母公司股东权益	12887	12423	13183	14265	15194
<b>负债和股东权益</b>	<b>20846</b>	<b>20924</b>	<b>22624</b>	<b>24386</b>	<b>26110</b>

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2368</b>	<b>2031</b>	<b>3776</b>	<b>3166</b>	<b>4881</b>
净利润	2589	2320	2599	3126	3993
折旧摊销	883	904	588	684	762
财务费用	159	232	205	191	206
投资损失	-15	-42	-4	-4	-4
营运资金变动	-1321	-1514	362	-809	-86
其他经营现金流	74	131	26	-23	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>-956</b>	<b>-592</b>	<b>-1409</b>	<b>-1137</b>	<b>-1036</b>
资本支出	164	455	868	445	284
长期投资	-629	-181	0	0	0
其他投资现金流	-1421	-318	-541	-691	-752
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-265</b>	<b>-2157</b>	<b>-2669</b>	<b>-2256</b>	<b>-3356</b>
短期借款	1513	192	-96	48	-24
长期借款	-67	-258	-60	-77	-82
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	61	-59	0	0	0
其他筹资现金流	-1771	-2032	-2513	-2227	-3249
<b>现金净增加额</b>	<b>1132</b>	<b>-723</b>	<b>-302</b>	<b>-227</b>	<b>490</b>

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>10258</b>	<b>10441</b>	<b>11420</b>	<b>14875</b>	<b>18653</b>
营业成本	5629	6139	6731	9414	11889
营业税金及附加	150	146	160	193	242
营业费用	327	402	440	573	718
管理费用	1000	456	450	470	544
研发费用	0	399	460	460	460
财务费用	159	232	205	191	206
资产减值损失	93	226	80	0	0
公允价值变动收益	0	9	20	0	0
其他收益	67	88	100	100	100
投资净收益	15	42	4	4	4
<b>营业利润</b>	<b>3054</b>	<b>2688</b>	<b>3051</b>	<b>3678</b>	<b>4697</b>
营业外收入	12	57	2	0	0
营业外支出	11	29	30	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3055</b>	<b>2716</b>	<b>3023</b>	<b>3678</b>	<b>4697</b>
所得税	467	396	423	552	705
<b>净利润</b>	<b>2589</b>	<b>2320</b>	<b>2599</b>	<b>3126</b>	<b>3993</b>
少数股东损益	86	35	10	13	16
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2502</b>	<b>2286</b>	<b>2589</b>	<b>3114</b>	<b>3977</b>
EBITDA	4117	3803	3805	4553	5665
EPS(元)	1.23	1.12	1.27	1.53	1.96

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	148.0	1.8	9.4	30.3	25.4
营业利润(%)	455.6	-12.0	13.5	20.6	27.7
归属于母公司净利润(%)	466.0	-8.7	13.3	20.3	27.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	45.1	41.2	41.1	36.7	36.3
净利率(%)	24.4	21.9	22.7	20.9	21.3
ROE(%)	19.4	18.4	17.3	19.1	21.8
ROIC(%)	19.3	17.0	16.7	18.2	21.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.0	39.6	40.7	40.5	40.9
净负债比率(%)	19.1	26.3	19.9	19.5	14.2
流动比率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	5.4	5.2	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	4.4	3.2	2.5	3.0	3.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.12	1.27	1.53	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	1.93	1.86	1.56	2.40
每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.11	7.29	7.92	8.88
<b>估值比率</b>					
P/E	12.0	13.1	11.6	9.6	7.5
P/B	2.3	2.4	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	7.8	8.6	8.5	7.2	5.7



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**程磊**，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>