

2020年04月02日

氯化法钛白粉龙头，全产业链布局优势突出 买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,359	13,869	16,977	19,977
同比（%）	8.8%	22.1%	22.4%	17.7%
归母净利润（百万元）	2,594	3,040	3,827	4,625
同比（%）	13.5%	17.2%	25.9%	20.8%
每股收益（元/股）	1.28	1.50	1.88	2.28
P/E（倍）	11.99	10.23	8.12	6.72

事件：

公司发布2019年度报告，报告期内2019年，公司实现营业收入113.59亿元，较上年上升8.79%；实现利润总额30.22亿元，较上年上升11.27%；归属于上市公司股东净利润25.94亿元，较上年上升13.49%。

投资要点

- 公司是国内钛白粉行业龙头：**公司的钛白粉产能居国内第一，通过外延并购和内生增长，公司逐步形成了“钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金”完整钛产业链，行业地位正在不断强化。2019年公司实现了产销量的稳健增长，业绩符合预期，产业链优势和核心技术优势日益凸显；同时公司加快了钛白产能扩张步伐，开始全力拓展产业链上下游的发展空间。
- 地产周期决定需求，行业集中度仍将提升：**钛白粉下游主要应用于涂料和塑料行业，两者合计占钛白粉消费结构的80%以上，同时涂料和塑料又都属于地产后周期行业，钛白粉景气滞后房地产周期约一年。截至2019年末，我国钛白粉行业CR5达到50%，但是中国以外的钛白粉行业CR4就达到了85%，国内集中度仍有提升空间。由于氯化法工艺三废排放少、能耗低，产业政策向氯化法倾斜，因此氯化法工艺将是未来行业的大势所趋。
- 公司上下游一体化优势显著，持续发展未来可期：**公司氯化法一期钛白粉装置是国内运营最稳定的氯化法装置，经过技术的消化吸收，公司充分掌握了氯化法工艺，并用于氯化法二期项目。公司2019年底产能达到90万吨/年，居全球第三，国内第一，规模优势显著。同时，公司推行钛产业一体化战略，增强公司核心竞争力，一方面通过并购、战略合作等方式不断保障上游钛矿的供应；另一方面，公司积极布局海绵钛、钛合金材料等下游，通过下游的开拓延伸产业链、增加产品附加值，进一步提高公司的盈利能力。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020~2022年归母净利分别为30.40/38.27/46.25亿元，EPS分别为1.50/1.88/2.28元，当前股价对应PE分别为10X/8X/7X，考虑到公司稳固的龙头地位、完善的产业链配套及在建项目的陆续达产，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不振；氯化法二期装置进展不及预期。

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.30
一年最低/最高价	11.51/18.72
市净率(倍)	2.24
流通A股市值(百万元)	22034.63

基础数据

每股净资产(元)	6.83
资产负债率(%)	45.76
总股本(百万股)	2032.02
流通A股(百万股)	1440.17

相关研究

1. 国内钛白粉行业龙头，业绩稳健优势突出

龙蟒佰利（002601.SZ）总部位于河南焦作，2011年上市，2016年佰利联通过定增收购龙蟒钛业 100%股权，组建了龙蟒佰利联集团，集团涵盖了河南焦作、四川德阳、攀枝花、湖北襄阳三省四地五大钛白粉生产基地，成为中国最大的钛白粉生产厂商。

表 1：公司主要产品产能一览

产品链	项目规模	项目地点	项目状态	备注
钛铁矿	50 万吨/年	攀枝花	在建	
氯化钛渣	50 万吨/年	攀枝花	在建	
钛白粉	10 万吨/年	河南焦作	建成	由氯化法一期 6 万吨/年技改而来
	20 万吨/年	河南焦作	试生产	氯化法二期
	20 万吨/年	河南焦作	建成	硫酸法
	12 万吨/年	湖北襄阳	建成	硫酸法
	22 万吨/年	四川德阳	建成	硫酸法
海绵钛	6→20 万吨/年	云南楚雄	技改中	新立钛业，同焦作氯化法一期装置
	1→4.5 万吨/年	云南楚雄	在建	新立钛业，拟技改，
	0.5→1.5 万吨/年	甘肃金川	技改中	拟合资共建
钛合金	1 万吨/年	云南楚雄	建成	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

尽管 2011 年公司上市之初钛白粉行业经历景气度下行周期的考验，经过一轮落后产能淘汰后，2016 年钛白粉步入景气度上行周期时，公司业绩得以跨越式增长，尤其是 2017 年龙蟒并表后，公司营收和利润中枢均得到大幅提升，即便 2019 年钛白粉价格有所下滑，公司业绩也实现了稳健增长，报告期内实现营业收入 113.59 亿元，较上年上升 8.79%；实现利润总额 30.22 亿元，较上年上升 11.27%；归属于上市公司股东净利润 25.94 亿元，较上年上升 13.49%。

在产销量方面，公司 2019 年共生产硫酸法钛白粉 55.52 万吨，同比减少 1.65%，氯化法钛白粉 7.47 万吨，同比增长 20.40%；共销售硫酸法钛白粉 55.78 万吨，同比增长 6.06%，氯化法钛白粉 6.75 万吨，同比增长 13.31%；采选铁精矿 351.86 万吨，同比增长 6.37%，钛精矿 85.31 万吨，同比增长 6.12%。产销较往年稳中有进，整体实现了产销计划目标，并创历史新高。

在外延并购方面，公司收购了云南冶金新立钛业有限公司，通过收购新立钛业国有股权、少数股东股权及债转股控股比例达到 98.39%，初步形成了氯化钛渣、氯化钛白、

海绵钛为一本的低成本联产体系；另外公司收购了广东东方锆业科技股份有限公司15.66%的股权，进一步完善了锆产业布局，并将钛、锆产业向纵深化、耦合化发展。

在一体化建设方面，公司的20万吨/年氯化钛白项目已竣工投产，同时董事会审议通过了《关于投资建设50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程建设项目的议案》《关于投资建设年产3万吨高端钛合金新材料项目的议案》。两大项目的投建，既有利于充分利用攀西丰富的钛矿资源，实现钛精矿升级转化氯化钛渣的规模化生产，在保障氯化钛白原料的供应稳定的同时，提升矿产资源的综合利用价值；也有利于进一步推动公司全产业链的优化升级，提升公司的盈利能力与核心竞争力，推动企业的可持续发展。

2. 钛白粉行业格局转好，氯化法工艺是未来趋势

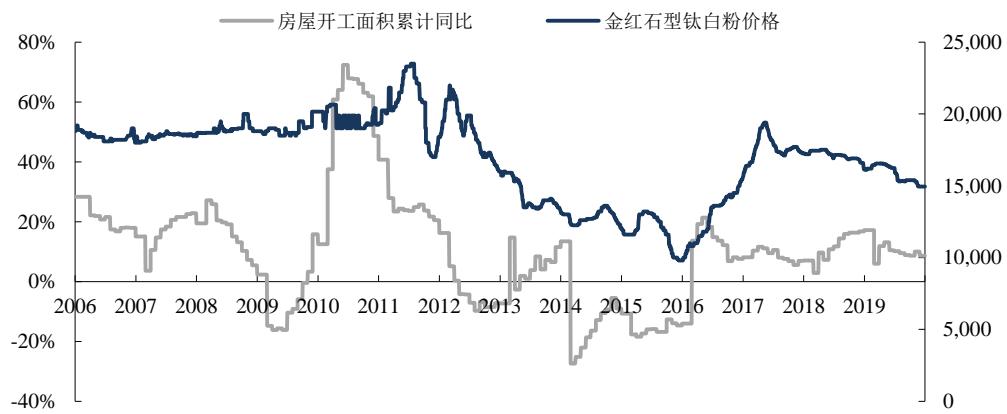
2.1. 地产周期决定需求，钛白粉价格有望触底回升

钛白粉按照用途，主要分为颜料级和非颜料级两大类。颜料级钛白粉的折射率高、消色力也强，另外颜料级钛白粉不管是在遮盖力还是分散性方面都有非常突出的优势。此外颜料级钛白粉化学性能和物理性能也相当稳定，还具有非常突出的光学和电学性能。正是由于颜料级钛白粉具有这么多优良性能，所以颜料级钛白粉不管在涂料、塑料还是在造纸等方面都得到了广泛运用。

工业中应用最广泛的钛白粉是颜料级的金红石型钛白粉，涂料和塑料是最主要的应用领域。颜料级钛白粉在涂料中的应用所占比例是最大的，也是涂料工业中用量最大的一种颜料，各种涂料中钛白粉含量10%~35%；塑料工业是钛白粉的第二大用户，是近几年增长最快的领域，年均增长率6%，全世界500余个钛白粉牌号中，有50多个牌号是属于塑料专用的。

由于涂料和塑料属于房地产后周期产品，所以钛白粉消费周期大约滞后于房地产开工周期一年。2018下半年随着国内外房地产行业景气和房屋二次装修需求增涨，钛白粉在国外的需求量将维持上行趋势，钛白粉价格或将迎来拐点，价格有望触底回升。

图1：钛白粉价格波动滞后房屋新开工面积累计同比的波动约一年（%，元/吨）



数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

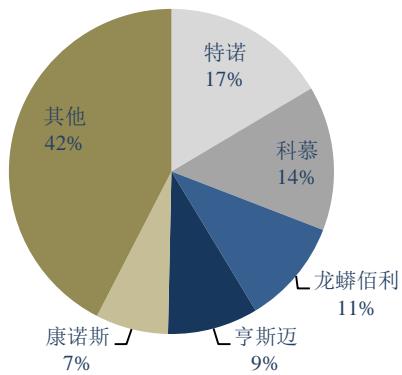
2.2. 环保加压，结构升级，行业集中度持续提升

海外钛白粉行业高度集中。2019年4月特诺收购科斯特之后一跃成为全球钛白粉龙头，全球钛白粉产能前五的厂家分别为特诺、科慕、龙蟒佰利、亨斯迈、康诺斯，CR5达到58%。但是值得关注的是，2019年海外钛白粉产能合计484万吨，其中特诺、科慕、亨斯迈、康诺斯四家厂商合计拥有409万吨钛白粉产能，海外CR4高达85%，海外钛白粉行业呈现高度垄断的局面。

近年来国内钛白粉行业集中度有所提升，仍有提升空间。2012-2015年，钛白粉价格持续走低，中小企业利润空间减小，生存压力日益增大，逐步退出市场。2016年以来，我国环保政策日益严厉，而硫酸法钛白粉生产方式资源消耗大、环境污染高，在环保压力下，落后产能逐步出清，使得我国钛白粉行业集中度有所提高。根据观研天下的统计数据，我国2012年钛白粉企业尚有66家，经历四年的景气下行周期，至2016年底行业退出17家、仅剩49家；经过两年环保整治后，至2018年底仅存41家，行业集中度不断提升。

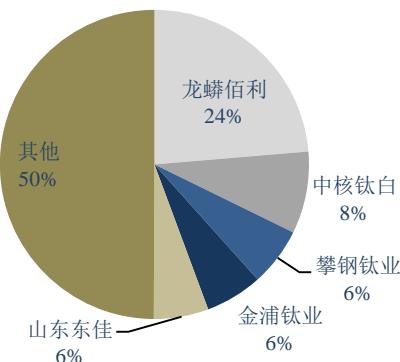
2019年中国钛白粉行业具有正常生产条件、规模以上的全流程型生产商共有40家，综合有效产能为384.5万吨/年，其中钛白粉产能前五位企业分别为龙蟒佰利、中核钛白、攀钢钛业、金浦钛业、山东东佳，合计产能为192.5万吨，CR5达到50%。但是，对比海外行业格局来看，国内钛白粉行业集中度仍有较大的提升空间。

图2：2019年全球钛白粉行业集中度



数据来源：美国地质调查局，东吴证券研究所

图3：2019年中国钛白粉行业集中度



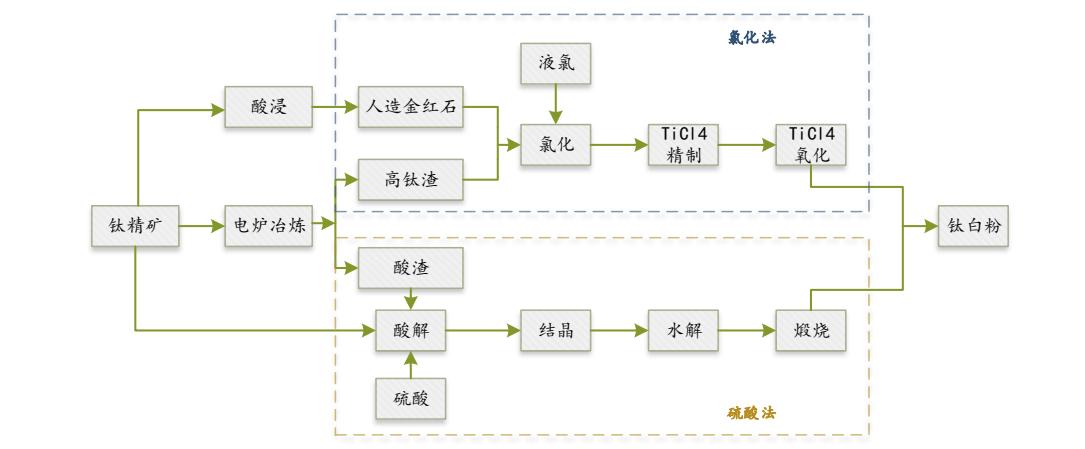
数据来源：国家化工行业生产力促进中心钛白分中心，东吴证券研究所

2.3. 硫酸法工艺污染大，氯化法工艺是未来趋势

钛白粉生产工艺主要是硫酸法和氯化法。其中硫酸法工艺成熟，以钛精矿为原料生产锐钛型钛白粉和金红石型钛白粉，但三废排放量大，能耗高；氯化法工艺可进行全流程连续化操作，产品为高品质金红石型钛白粉，三废排放和能耗较低，但原料需要二氧化钛含量90%以上的富钛料。

氯化法工艺技术壁垒高，国内厂商现有产能仍以硫酸法为主。氯化法钛白粉工艺的核心技术和关键设备长期掌握在海外巨头手中，国内厂商近年来不断尝试引进、吸收，但大多数公司仍然只能进行小规模装置的运行，难以掌握大规模生产装置核心技术。海外巨头特诺、科斯特、科慕等均采用氯化法工艺，康诺斯氯化法钛白粉产能占 82%，而国内厂商仍然主要采用硫酸法工艺。

图 4：钛白粉生产工艺路线



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

中国钛产业结构变革的关键在于氯化法工艺，率先掌握氯化法工艺的国内厂商具备发展先机。明确的产业引导和高强度常态化的环保督察注定中国钛白粉产业的未来在于氯化法工艺，而率先消化吸收大规模氯化法工艺的国内厂商有望赢得先机，在下一轮钛白粉行业变革中占据有利地位。

表 2：国内氯化法钛白粉装置统计

公司	产能	装置主体	项目	项目状态
龙蟒佰利	10	河南焦作	氯化法一期	已建成，6wt/a 技改至 10wt/a
	20	河南焦作	氯化法二期	2019 年中投产
	6	云南楚雄	原云南新立	停产，复产中
锦州钛业	6	辽宁锦州	运行良好	熔盐法 3 万 t/a，沸腾法 3 万 t/a
	6	辽宁锦州	扩产	在建
鲁北化工	6	山东		在建
宜宾天原	5	四川		已建成
	5	四川	扩产	在建
攀钢钒钛	20	重庆		在建
漯河兴茂	6	河南漯河		停产，无效产能
金海钛业	6	山东无棣		在建

数据来源：百川盈孚，卓创资讯，东吴证券研究所

3. 公司具备全球竞争力，上下游一体化优势显著

3.1. 公司率先掌握氯化法工艺，产能跃居全球第三

作为国内率先掌握氯化法工艺的钛白粉企业，公司于 2016 年 1 月建成并连续稳定运行 6 万吨/年氯化法钛白粉装置，是国内目前运行最为稳定、续建规模最大的氯化法项目，对引领产业转型升级具有重大意义。另外，公司氯化法钛白粉二期项目经过两年多的建设，于 2019 年 5 月正式建成完工，进入生产调试阶段，两条产线合计产能 20 万吨/年。公司凭借消化吸收掌握氯化法钛白粉工艺，并通过自主设计优化二期项目工艺步骤、改进关键设备、降低投资强度。由于二期项目经过技术消化、设备国产化，生产负荷仍在缓慢提升，值得注意的是，一旦其中一条产线实现达产，另一条产线可实现快速复制，也标志着公司完全吸收掌握氯化法技术，为下一步氯化法产能的扩张奠定基础。

截至 2019 年底，特诺收购科斯特后合计拥有钛白粉产能 146 万吨/年，居全球第一；从杜邦中剥离出的科慕拥有氯化法钛白粉产能 125 万吨/年；公司通过“外延+内生”战略合计拥有钛白粉产能 90 万吨/年，跃居全球第三。并且值得一提的是，公司合计拥有氯化法钛白粉产能 36 万吨/年，占国内氯化法产能的 74%，氯化法是未来趋势并且产能增量主要在中国的行业背景下，公司完全掌握氯化法工艺将在国内未来的增量市场中占据绝对优势的地位，行业龙头地位进一步巩固。

3.2. 坚持钛产业集群战略，上下游一体化优势显著

公司通过“并购整合+自主建设”的方式，不断保障上游钛矿的稳定供应，并向下游开拓海绵钛、钛合金材料，逐步实现“钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金”完整产业链，巩固钛白粉低成本优势，并将拓宽下游产品应用、对冲钛白粉景气周期，形成自身护城河。

3.2.1. 公司向上一体化实现保障钛矿自给

在钛白粉生产过程中，原材料钛矿成本占比较大，尤其是在氯化法钛白粉工艺中，钛矿成本占钛白粉生产成本的 50% 以上。我国钛矿资源丰富，但与国际钛矿相比品味较低，市场需求对外依赖度较大，使得国际钛矿价格对国内钛白粉企业影响较大，因此公司积极发展向上一体化，实现钛矿自给的保障。

公司在 2016 年收购龙蟒钛业之时，就取得了龙蟒钛业 50 万吨/年钛铁矿产能，保障了襄阳和德阳的硫酸法装置的原材料供应。

2017 年公司于瑞尔鑫工贸签署战略合作协议，保障了公司 17~19 年合计 48 万吨钛精矿的稳定供应。

2019 年 9 月公司收购新立钛业，上游矿产资源进一步丰富。新立钛业拥有采矿权 5 个、探矿权 4 个，国内钛矿资源储量约 500 万吨，海外莫桑比克钛锆矿资源储量超 1 亿吨，探明可供开采的钛铁矿金属量约 7200 万吨、锆石 260 万吨、金红石 40 万吨、磁铁矿 5000 万吨。

2019年4月公司公告拟建设50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程建设项目建设，项目建成后将形成年产氯化钛渣基料30万吨、复产高品质铁20万吨的产能，为公司氯化法装置提供原材料保障。

2019年11月公司完成收购东方锆业，东方锆业在澳洲通过控股或参股的锆钛砂重砂矿资源量22亿吨，原位重矿砂资源合计含有钛铁矿2925.5万吨，白钛石451.07万吨，金红石771.3万吨和锆英砂1441.5万吨。由于当前全球的优质钛矿(金红石)、锆矿资源集中在澳大利亚和非洲，中国储量均较少，收购东方锆业能够保障海外金红石等优质钛矿的供应。

3.2.2. 公司向下一一体化开拓海绵钛、钛合金产品

2019年4月公司公告了拟建设年产3万吨高端钛合金新材料项目，项目的建设投产，有利于进一步推动公司钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金全产业链的优化升级，实现“做深做精钛产品，做细做透钛衍生品”的发展目标，提升公司盈利能力与核心竞争力。

2019年9月公司为抓住钛材工业的发展机遇，投资设立控股子公司西南钛材科技。

2019年9月公司收购新立钛业，接手海绵钛产能1万吨/年，并使其成功复产。

2019年12月公司与金川集团签署合作协议，金川集团以其海绵钛等资产作价与公司成立合资公司。其中，金川集团拥有海绵钛产能0.5万吨/年，金川集团盘活自有资产的同时，公司借助金川现有海绵钛工厂实现向产业链下游拓展。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

硫酸法产能：2020年技改扩产至60万吨，未来三年满产满销；

氯化法产能：氯化法一期年产销6万吨；氯化法二期产销量从2020年10万吨，提升到2022年18万吨；新立氯化法从2020年2万吨，提升到2022年6万吨。

钛白粉价格和成本保持稳定；

4.2. 盈利预测

我们预计公司2020~2022年归母净利分别为30.40/38.27/46.25亿元，EPS分别为1.50/1.88/2.28元，当前股价对应PE分别为10X/8X/7X，考虑到公司稳固的龙头地位、完善的产业链配套及在建项目的陆续达产，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
硫酸法钛白粉	营业收入	7,896	8,520	8,520	8,520
	毛利	3,395	3,664	3,664	3,664
氯化法钛白粉	营业收入	891	2,430	3,450	4,200
	毛利	356	1,008	1,432	1,743
海绵钛	营业收入	53	225	525	975
	毛利	20	88	210	390
钛合金	营业收入	0	0	1,600	3,200
	毛利	0	0	720	1,440
锆制品	营业收入	66	73	80	88
	毛利	14	17	19	20
矿产品	营业收入	1,391	1,475	1,563	1,657
	毛利	692	619	688	696
其他业务	营业收入	1,062	1,147	1,238	1,338
	毛利	372	401	433	468

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

5. 风险提示

下游需求不振：钛白粉属于房地产业后周期产业，如果房地产业开工面积增长率低于预期，钛白粉价格将承受压力。

氯化法二期装置进展不及预期：公司氯化法装置引进吸收国外技术，装置开工率需要不断爬升，装置负荷。

龙蟠佰利三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,843	9,493	10,844	12,926	营业收入	11,359	13,869	16,977	19,977
现金	2,641	2,774	3,395	3,995	减:营业成本	6,546	8,071	9,811	11,557
应收账款	1,605	1,697	2,345	2,412	营业税金及附加	133	163	200	235
存货	2,223	2,920	3,332	4,032	营业费用	463	555	684	803
其他流动资产	1,374	2,102	1,772	2,486	管理费用	967	1,166	1,433	1,684
非流动资产	18,100	20,812	23,868	25,896	财务费用	123	183	211	149
长期股权投资	941	1,869	2,797	3,725	资产减值损失	-191	-186	-194	-191
固定资产	6,811	8,384	10,207	11,242	加:投资净收益	-51	-9	-15	-19
在建工程	1,654	1,676	1,752	1,787	其他收益	113	136	163	171
无形资产	1,552	1,742	1,970	2,003	营业利润	3,050	3,673	4,595	5,515
其他非流动资产	7,142	7,142	7,142	7,138	加:营业外净收支	-28	-28	-28	-28
资产总计	25,943	30,305	34,712	38,821	利润总额	3,022	3,645	4,566	5,486
流动负债	8,390	10,086	11,109	11,107	减:所得税费用	418	535	666	791
短期借款	2,867	4,505	3,240	3,592	少数股东损益	11	70	73	71
应付账款	2,012	2,022	2,882	2,894	归属母公司净利润	2,594	3,040	3,827	4,625
其他流动负债	3,510	3,558	4,987	4,621	EBIT	3,298	3,871	4,777	5,635
非流动负债	3,481	3,037	2,588	2,048	EBITDA	4,266	4,827	6,039	7,195
长期借款	2,752	2,308	1,859	1,319					
其他非流动负债	729	729	729	729	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	11,871	13,123	13,697	13,155	每股收益(元)	1.28	1.50	1.88	2.28
少数股东权益	201	271	344	414	每股净资产(元)	6.83	8.32	10.17	12.43
归属母公司股东权益	13,871	16,911	20,671	25,251	发行在外股份(百万股)	2032	2032	2032	2032
负债和股东权益	25,943	30,305	34,712	38,821	ROIC(%)	14.2%	13.3%	15.2%	15.4%
					ROE(%)	18.5%	18.1%	18.6%	18.3%
					毛利率(%)	42.4%	41.8%	42.2%	42.2%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	22.8%	21.9%	22.5%	23.2%
经营活动现金流	2,004	2,363	6,913	4,567	资产负债率(%)	45.8%	43.3%	39.5%	33.9%
投资活动现金流	-2,003	-3,676	-4,330	-3,603	收入增长率(%)	8.8%	22.1%	22.4%	17.7%
筹资活动现金流	-449	1,446	-1,961	-364	净利润增长率(%)	13.5%	17.2%	25.9%	20.8%
现金净增加额	-440	133	621	600	P/E	11.99	10.23	8.12	6.72
折旧和摊销	968	956	1,262	1,560	P/B	2.24	1.84	1.50	1.23
资本开支	1,002	1,784	2,127	1,100	EV/EBITDA	8.17	7.55	5.66	4.66
营运资本变动	-2,072	-1,894	1,527	-1,852					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>