

投资评级 **增持** 维持

## 钛白粉行业景气度提升，龙头企业优势明显

### 股票数据

6 个月内目标价 ( 元 )	20.00
06 月 28 日收盘价 ( 元 )	15.81
52 周股价波动 ( 元 )	11.43-17.84
总股本/流通 A 股 ( 亿 )	20.32/6.69
总市值/流通市值 ( 亿 )	324/107

### 投资要点：

- **公司概况：**龙蟒佰利集团股份有限公司是一家专注于钛、锆等精细粉体材料研发制造的大型化工企业，2016 年收购国内最大钛白粉生产企业四川龙蟒钛业，并以此建立了以钛白粉系列为支柱，涵盖锆系、铁系、钛渣、硫酸等五大类的产业体系，并建立了国内最大的氯化法钛白粉生产基地。目前公司拥有钛白粉产能 56 万吨，其中硫酸法 50 万吨，氯化法 6 万吨，国内市场占有率 15.88%，全年出口量约占全国出口量比例 39.01%，成为综合产能国内行业第一，全球第四的龙头企业。此外，公司收购龙蟒钛业后获得了超过 3.77 亿吨的钒钛磁铁矿保有储量，目前公司钛矿年产能 100 万吨，产量超过 70 万吨，极大的满足公司硫酸法钛白粉的需求，具有很强的成本优势。
- **从行业角度来看：**1.从供给角度来说，一方面钛白粉行业全球去库存、去产能，一方面国内供给侧改革，小产能退出，产能向龙头集中。全球钛白粉行业自 2012 年以来，经历了近 4 年的长期历史底部，由于钛白粉价格的持续下行，多数企业处于微利或者亏损的状态，部分企业选择关停部分产能，多数小企业选择永远退出。供给侧改革背景下，钛白粉行业相关企业数量不断减少，从 2012 年的 66 家缩减至 2016 年的 49 家，不排除未来落后小企业继续退出的可能。同时，政策、环保环境进一步趋紧，产能有望进一步收缩。2.需求方面，钛白粉行业内需向好，出口有望继续增加。钛白粉的下游应用领域主要是涂料，而涂料的下游主要应用于建筑，属于房地产行业。自 2015 年底以来，国内房地产开始复苏，房地产新开工面积和商品房销售面积同比均大增，房地产的复苏带动了涂料需求的增加，继而推动了钛白粉的需求的好转。另外，自 2009 年以来我国钛白粉出口量持续攀升，2016 年我国钛白粉出口 72.05 万吨，同比增长 33.82%，占国外产能的 20%。
- **从公司角度来看，**2016 年公司钛白粉共计销售达 60.68 万吨，全年国内销售钛白粉 33.21 万吨，实现营业收入 41.84 亿元，同比增长 56.98%；归母净利润达到 4.42 亿元，同比增长 296.74%；销售毛利率达到 29.56%。2017 年一季度营业收入 23.5 亿元，同比增长 273.9%；实现营业利润 6.87 亿元，同比增长 2712.39%；实现归母净利润 5.85 亿元，同比增长 3440.8%，每股收益 0.29 元。
- **盈利预测：**2017 年一季度 EPS 为 0.29 元，预计 2017 年 EPS 能超过 1.00 元，PE 为 15，维持对公司的增持评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，房地产销售不及预期，自身环保压力。

分析师:花洁

Tel:18620828809

Email:huajie@gzhc-invest.com

## 一、公司概况

龙蟒佰利联集团股份有限公司是一家专注于钛、锆等精细粉体材料研发制造的大型化工企业，2016 年收购国内最大钛白粉生产企业四川龙蟒钛业，并以此建立了以钛白粉系列为支柱，涵盖锆系、铁系、钛渣、硫酸等五大类的产业体系，并建立了国内最大的氯化法钛白粉生产基地。目前公司拥有钛白粉产能 56 万吨，其中硫酸法 50 万吨，氯化法 6 万吨，国内市场占有率 15.88%，全年出口量约占全国出口量比例 39.01%，成为综合产能国内行业第一，全球第四的龙头企业。此外，公司收购龙蟒钛业后获得了超过 3.77 亿吨的钒钛磁铁矿保有储量，目前公司钛矿年产能 100 万吨，产量超过 70 万吨，极大的满足公司硫酸法钛白粉的需求，具有很强的**成本优势**。

图 1：2017 年初全球五大钛白粉企业产能（万吨）

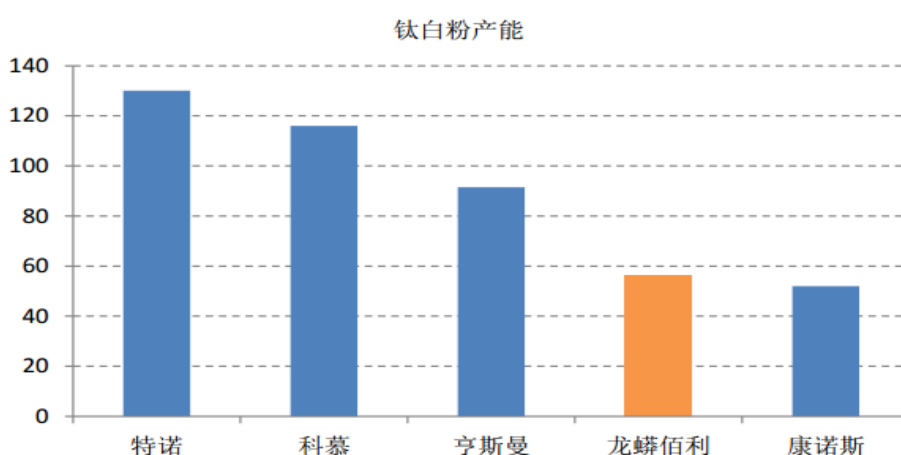
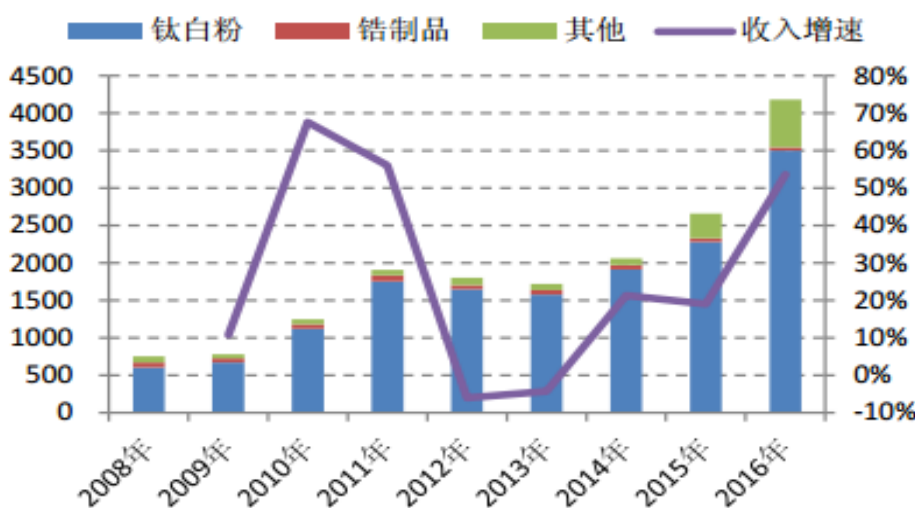


图 2：公司收入及增速情况（百万）



其次，该公司具有很强的技术优势、完善的产业链，大大降低了环保压力。公司依托省级企业技术中心和省级工程技术中心，在钛白粉生产工艺管理与控制、设计制作等方面**技术优势**明显，公司控股子公司龙蟒钛业拥有钛白粉生产及钒钛磁铁矿综合高效利用的 58 项专利权及多项核心技术。且公司富钛料项目产品为氯化法钛白粉的原料，富钛料中间产品还原钛可以替代硫酸法生产中所使用的铁粉，同时副产煤气和余热可以作为硫酸法钛白粉生产所需要的燃料和蒸汽，从而有效降低硫酸法钛白粉的生产成本。另外，钛石膏资源综合利用项目可消耗大量硫酸法钛白粉固废钛石膏，经济与环保效益明显。公司的控股子公司龙蟒钛业拥有国内较大规模的钒钛磁铁矿资源，借助其**资源优势**，有利于改善公司产业链结构，

稳定原材料供应，提升产品毛利率。

## 二、行业分析

钛白粉是一种主要成分为( $\text{TiO}_2$ )的白色颜料,具有良好的物理化学性能和光学性能,广泛应用于涂料、造纸、塑料、化纤和橡胶等工业领域,目前主要采取硫酸法和氯化法两种生产方法。**钛白粉原材料钛精矿价格上涨,助推钛白粉行业持续提价。**受2016年攀枝花环保事件和主要进出口政策影响,钛精矿矿石价格持续走高,从年初的1400元/吨上涨至三月末1850元/吨,涨幅32.1%,而钛白粉价格一季度上调五次报价,从年初16400元/吨上涨至当前超过19500元/吨,涨幅18.9%。

从供给角度来说,一方面钛白粉行业全球去库存、去产能,一方面国内供给侧改革,小产能退出,产能向龙头集中。全球钛白粉行业自2012年以来,经历了近4年的长期历史底部,由于钛白粉价格的持续下行,多数企业处于微利或者亏损的状态,部分企业选择关停部分产能,多数小企业选择永远退出,其中亨斯曼宣布关停其10万吨产能装路,特诺减少6万吨的产能,而科慕则采取了将美国老旧产能(关停15万吨)转移至墨西哥(新增20万吨)的方式来降低结构成本。2015-2016年全球累计退出或关停产能63.5万吨,而新增产能仅为36万吨,而我国产能增速也逐年下滑至2.9%,且中国的钛白粉库存数据紧跟全球去库存去产能的大背景,显示出2015-2017年库存大幅下降,从超过80千吨迅速降至目前20千吨左右。

另外,供给侧改革背景下,钛白粉行业相关企业数量不断减少,从2012年的66家缩减至2016年的49家,不排除未来落后小企业继续退出的可能。同时,政策、环保环境进一步趋紧,产能有望进一步收缩。由于我国目前产能基本为硫酸法,硫酸法工艺多,流程长,硫酸、蒸汽和水的消耗量大,废产物多,环境污染严重,而国外多采用先进的氯化法工艺,环境污染程度较小,我国近几年来环保政策不断加码,积极鼓励钛白粉行业健康发展。2016年我国产能处于5万吨以下的企业有21家,合计产能约51.3万吨,占钛白粉总产能的14.4%,意味着约38%的企业和14%的产能将被淘汰,行业供给面或将显著缩窄。

图3：中国产能增长率

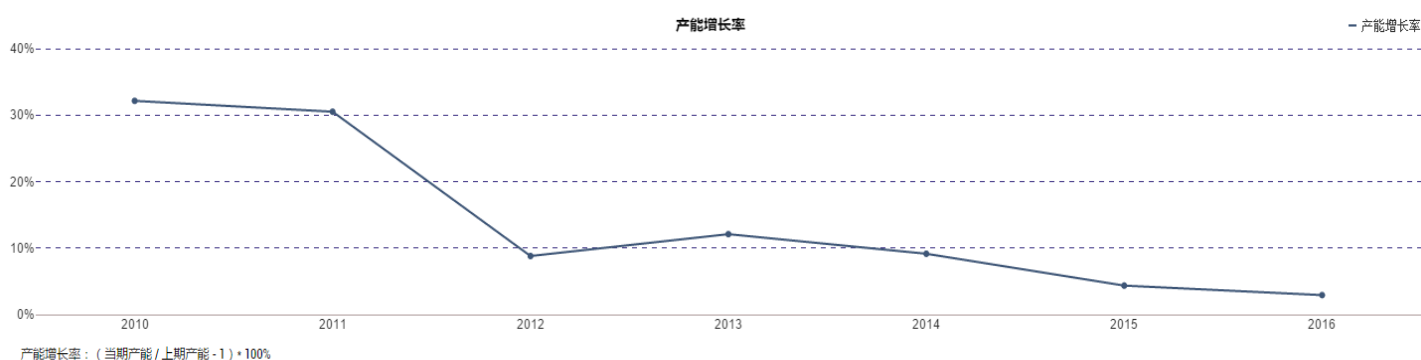


图4：钛白粉产能产量及开工率

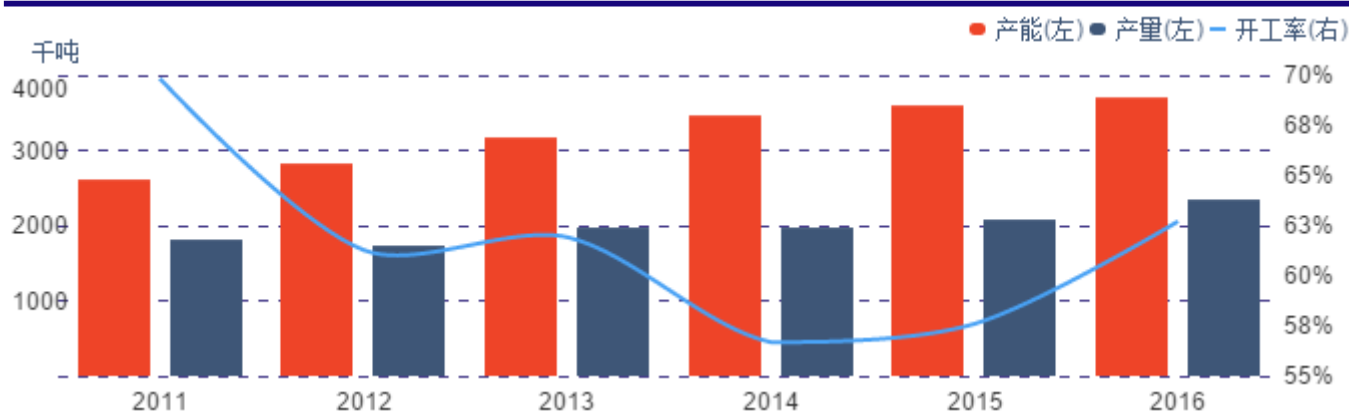


图 5：二氧化钛社会库存（千吨）



**需求方面，钛白粉行业内需向好，出口有望继续增加。**目前国内钛白粉应用领域中，涂料占 60%，塑料占 20%、造纸占 7%。钛白粉的下游应用领域主要是涂料，而涂料的下游主要应用于建筑，属于房地产行业。自 2015 年底以来，国内房地产开始复苏，房地产新开工面积和商品房销售面积同比均大增，房地产的复苏带动了涂料需求的增加，继而推动了钛白粉的需求的好转。随着 2016 年 10 月份开始的房地产调控，呈现出量缩价稳的态势，2017 年一季度我国房屋竣工面积同比增长 15.1%，三四线地产销售回暖也有利于带动钛白粉行业需求。

另外，我国钛白粉主要出口到印度、美国、韩国、巴西等地，自 2009 年以来我国钛白粉出口量持续攀升，2016 年我国钛白粉出口 72.05 万吨，同比增长 33.82%，约占我国钛白粉总产量的 27.74%，占国外产能的 20%。主要原因是由于随着全球去库存，供应不足的情况下，海外经济弱复苏，海外需求回暖，钛白粉需求向好。我国主要出口国，如印度、伊朗、巴西等，由于技术、资金等因素，钛白粉生产能力严重不足，并且这些国家经济发展速度快，对于钛白粉的需求量将持续增加，供需矛盾将进一步加大，从而使我国的钛白粉出口量有望维持高增长。其中，印度每年 20 万吨的消费量，而产能只有 2 万吨，供需严重失衡导致印度钛白粉进口需求量猛增。加之，人民币贬值促进出口持续向好，16 年以来，人民币已经持续贬值约 7%，人民币的贬值加剧了国内外钛白粉的价格差，使我国钛白粉出口更具有竞争力。

图 6：钛白粉进出口量及占比

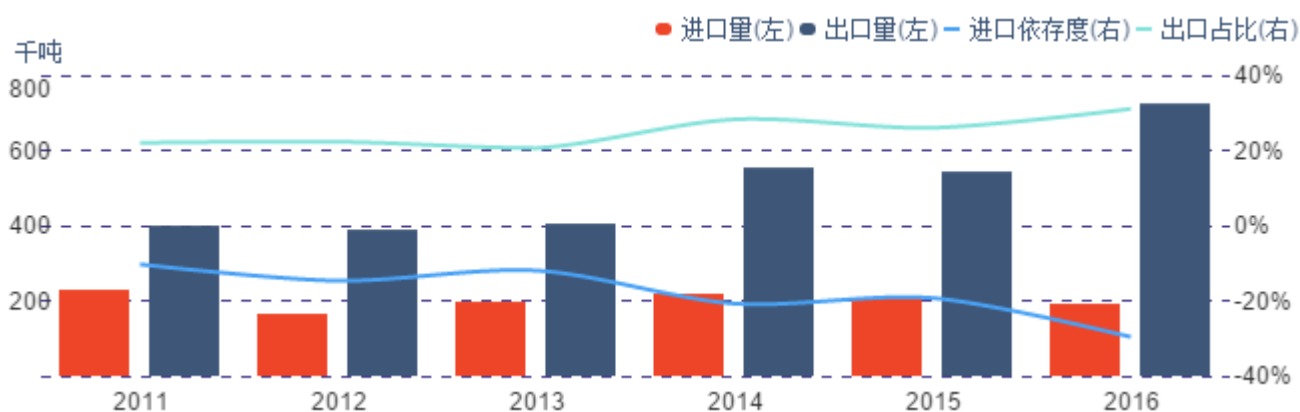


图 7：钛白粉供需情况

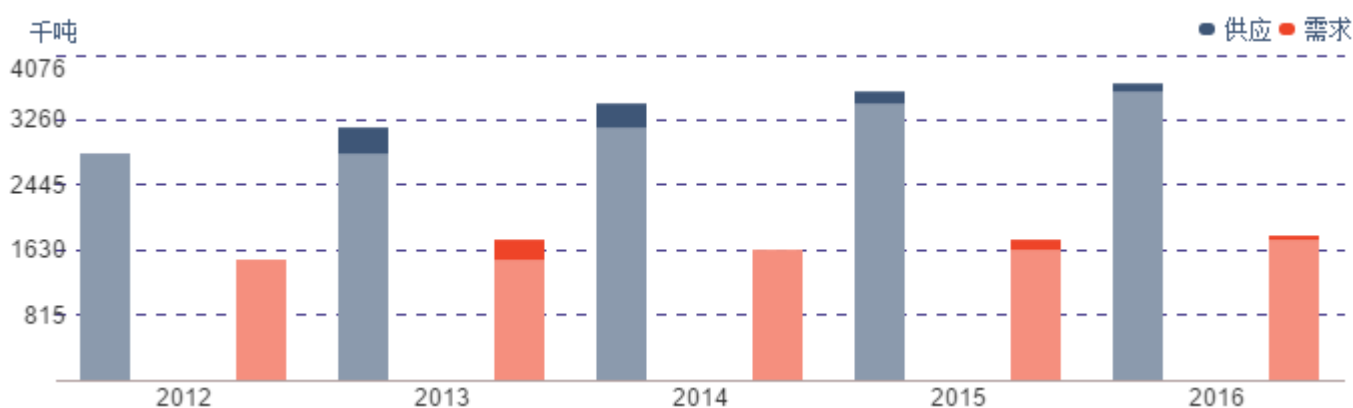
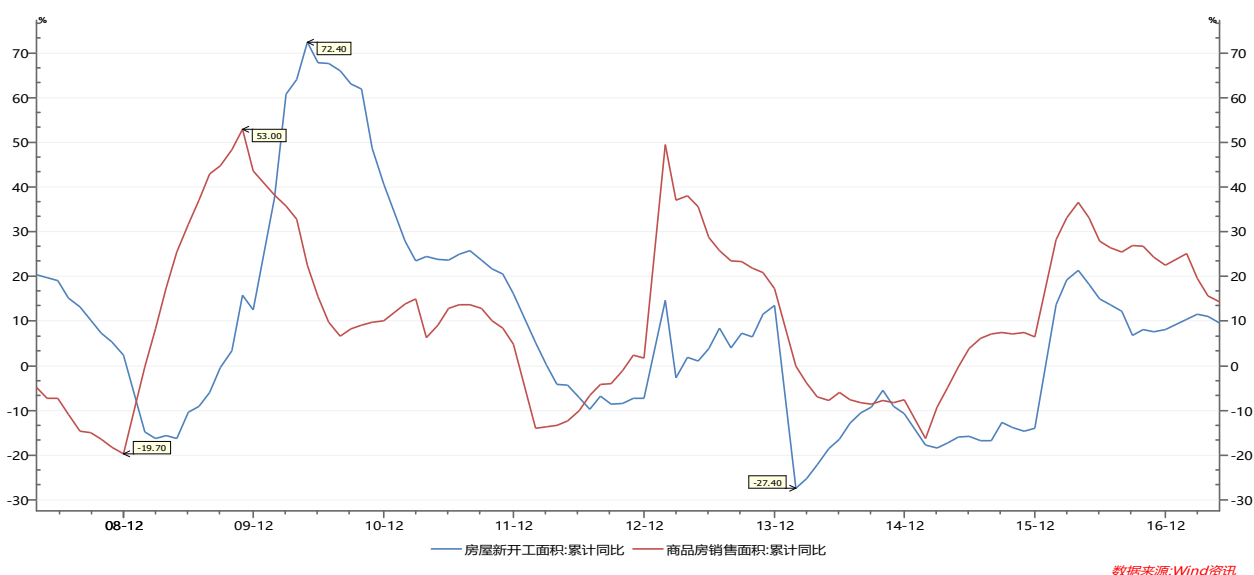


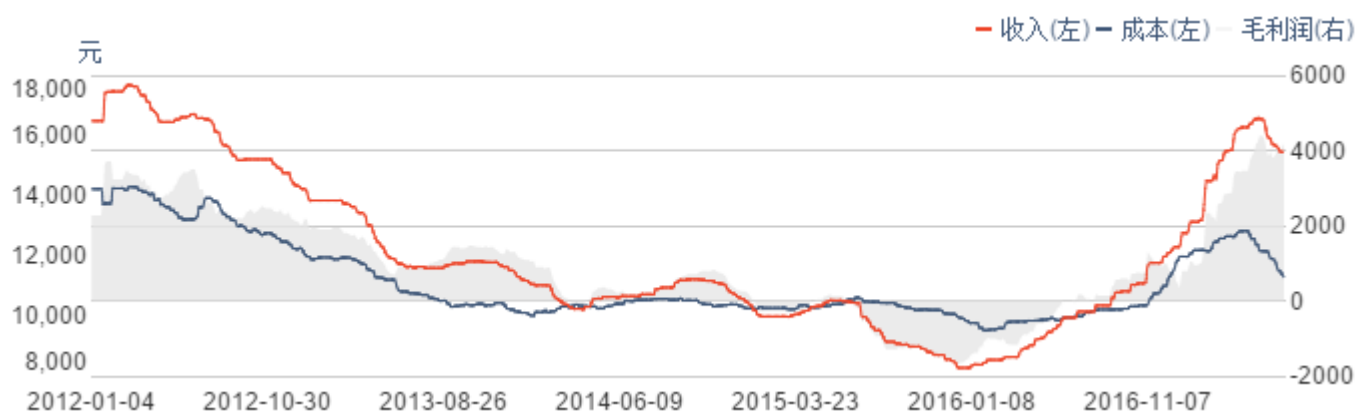
图 8：房屋新开工面积累计同比及房屋销售面积累计同比



### 三、公司盈利能力分析

2016 年公司钛白粉共计销售达 60.68 万吨，全年国内销售钛白粉 33.21 万吨，国外出口钛白粉 27.47 万吨，实现营业收入 41.84 亿元，同比增长 56.98%，归母净利润达到 4.42 亿元，同比增长 296.74%，销售毛利率达到 29.56%，其中龙蟒钛业四季度开始并表，共计贡献收入 12.5 亿元，净利润 3.59 亿元。**业绩大幅增长的主要原因是龙蟒钛业并表和原材料涨价支撑钛白粉产品价格的不断提升**。2016 年下半年国内钛白粉产品价格不断上涨，经历多次提价后累计涨幅达 50%。此外，公司在维持主业发展过程中还相继收购了荣佳钛业、攀枝花瑞尔鑫等部分或全部股权，有利于进一步完善产业链上下游及细分材料领域布局。四川龙蟒原拥有 70 万吨钛精矿产能，在收购瑞尔鑫钛业后公司钛精矿产能上升至 85 万吨左右，硫酸法的原料自给率接近 70%，2016 年以来钛精矿价格高位，公司成本优势突出，对业绩有积极影响。

图 9：钛白粉收入、成本和毛利润



一季度国内钛白粉需求总体平稳，出口市场需求向好，钛白粉 1-2 月累计出口量达 11.15 万吨，同比增长 16.1%，出口量有明显提升。2017 年一季度营业收入 23.5 亿元，同比增长 273.9%；实现营业利润 6.87 亿元，同比增长 2712.39%；实现归母净利润 5.85 亿元，同比增长 3440.8%，每股收益 0.29 元。2017 年一季度毛利率同比上升 22.12 个百分点至 39.8%，期间费用率同比下降 5.29 个百分点至 9.5%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率同比分别下降 0.96、2.81、1.51 个百分点至 3.2%、5.1%、1.2%，不断完善的产业链和规模优势有效的降低费用，提高公司效率。

图 10：按照主营业务分类报表

报告期	2016 年报	2016 中报	2015 年报	2015 中报	2014 年报	2014 中报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>钛白粉</b>						
收入	35.03	11.02	22.81	11.55	19.16	9.84
成本	24.46	8.09	18.45	9.25	15.68	8.44
毛利	10.58	2.94	4.36	2.30	3.47	1.40
毛利率 (%)	30.19	26.63	19.09	19.89	18.13	14.25
<b>锆制品</b>						
收入	0.44	0.21	0.50	0.22	0.55	0.28
成本	0.44	0.21	0.47	0.21	0.53	0.26
毛利	0.00	0.00	0.03	0.01	0.03	0.02
毛利率 (%)	1.08		5.33	3.95	4.94	7.04
<b>其他主营业务</b>						
收入	5.34	1.52	2.36	1.18	0.44	0.21
成本	3.75	1.32	2.11	1.05	0.36	0.19
毛利	1.59	0.20	0.24	0.13	0.08	0.02
毛利率 (%)	29.80	13.03	10.29	10.84	18.96	10.70

图 11：利润表 (季度)

	2017-03-31	2016-12-31	2016-09-30	2016-06-30	2016-03-31
报告期	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>营业总收入</b>	23.65	21.20	7.47	6.80	6.37
营业收入	23.50	21.03	7.33	6.70	6.29

营业总成本	16.80	17.20	6.93	6.10	6.13
营业成本	14.15	13.39	5.68	4.89	5.18
营业税金及附加	0.31	0.42	0.02	0.01	0.01
销售费用	0.76	0.87	0.31	0.35	0.27
管理费用	1.20	1.98	0.64	0.54	0.50
财务费用	0.29	0.33	0.21	0.24	0.17
资产减值损失	0.08	0.20	0.06	0.06	0.00
净利润	6.06	3.33	0.50	0.57	0.20
减：少数股东损益	0.21	0.11	0.01	0.02	0.03
归属于母公司所有者的净利润	5.85	3.23	0.48	0.55	0.17
加：其他综合收益	-0.01	0.07	0.00	0.00	-0.01

## 四、分析与预测

1.目前金红石型钛白粉国内市场均价约 19695 元/吨，今年以来价格累计上涨 23%。该公司金红石型钛白粉价格也已超过 19000 元/吨，一季度均价约 16000 元/吨，同比上涨达到 18.7%，二季度毛利率有望大幅提升。

2.全球产能占比较高的科慕、亨斯迈、科斯特继续上调钛白粉价格，进一步拉大了国内外产品的价差，国内钛白粉的价格优势更加明显，预计 6、7 月份产品的出口状况较 5 月更有利。该公司利用产品比价优势，加大出口比例，减轻国内市场压力，截至目前公司销售订单比较充足，在手订单已签至 8 月，销售情况较好。

综上，钛白粉涨价趋势延续，相关公司盈利有望进一步提升。2017 年一季度 EPS 为 0.29 元，预计 2017 年 EPS 能超过 1.00 元，PE 为 15，维持对公司的增持评级。

4. 该公司现有一套 6 万吨/年氯化法装置，氯化法日产约 100 吨，其 20 万吨/年氯化法钛白粉项目已经开始建设，预计 2018 年可建成，后期投产或将为该公司带来又一盈利增长点。