东兴证券 DONGXING SECURITIES

当前仍处景气底部，未来复苏弹性大，持续推荐龙蟒佰利

——钛白粉行业研究跟踪框架之一

2020 年 09 月 17 日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

基于跟踪边际产能成本来研判行业景气位置是行之有效的方法之一。当钛白粉价格跌破边际产能现金成本后，基本持续不超过一个季度后，价格反弹概率极大。其背后的逻辑遵循普遍的均值回归规律和周期运行轨迹，当价格跌至边际产能现金流亏损（由于我们参照对象选择的保守性，实际边际产能亏损幅度更大）时，行业基本到达深度价格战基本已到极致，行业部分较低成本产能基本也面临净利润难以盈利的情况，基本此时会出现普遍的小产能停工降负等现象。**价格跌穿边际现金成本后，短期反弹概率极大，中期能否维持涨势取决于供需基本面、包括原材料的供需基本面。**以 2013~2015 年持续三年的深度价格战为例，中途钛白粉价格三次跌穿边际现金成本后短期反弹，但由于彼时国内硫酸法新产能大量投放、供给增速过快，而需求端增速绝对值虽然仍然不错、但边际上增速持续下滑，且整体上处于去库周期，因此每当价格跌破现金流短暂反弹后，后续均无法持续，产业链整体博弈的结果是继续杀原材料钛矿的价格，从而在钛白粉价格续跌的情况下、现金利润仍然腾挪出部分空间。

2020 年至今钛白粉行业复盘：2019 年 12 月~2020 年 1 月期间，钛白粉价格再次跌至边际现金成本，根据我们观测结果，自 2018Q2 持续至 2019Q4 长达一年半多的去库周期也基本结束，行业开始出现补库存迹象、甚至是淡季补库存，钛白粉整体景气彼时我们判断已至底部，2020 年 1 月份开始国内大中小企业也均提价；后续由于疫情的出现，Q1 和 Q2 内需和外需轮番受到影响，行业被动累库存，据涂多多产品价格自 4 月份开始大幅下滑，再次跌穿边际现金成本，并持续一个季度至 Q2 期末，期间小厂陆续降负，7 月份开始国内厂家陆续提价，至目前全行业已提价 3 轮，报价端共上涨 1500 元的幅度，**结果符合我们的研究框架，同时验证了另外两个问题：**（1）钛矿基本面非常强，供需面强于钛白粉，因此在今年上半年疫情这么极端的压力测试下依然没有跌，因此在价格跌破现金流后的方向选择上，由于成本端的刚性，导致价格上涨成为大概率，且未来钛矿预计继续强势，利好高配套公司；（2）本应在 2020Q1 进入新一轮库存周期的钛白粉节奏被疫情打乱，而基本到 Q3 时，行业因为疫情被动累积的库存基本消化殆尽，我们认为周期规律下补库可能迟到、但不会缺席，即使接下来一轮补库周期可能并不像 2016Q3 至 2018Q2 这么强，但叠加竣工段对钛白粉的拉动、对需求依然是双重利好，可以不必悲观、基本确认景气最差阶段已过去。

投资策略：强烈推荐**龙蟒佰利**，建议关注中核钛白。

风险提示：疫情二次冲击下的需求风险等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
龙蟒佰利	1.29	1.44	1.84	20.3	17.9	14.0	3.93	强烈推荐
中核钛白	0.27	0.30	0.37	16.1	18.9	15.4	3.10	未评级

资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所；注：中核钛白来自 Wind 一致预期

未来 3-6 个月行业大事：

无

行业基本资料		占比%
股票家数	319	8.0%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	28109.88	3.53%
流通市值(亿元)	20393.13	3.47%
行业平均市盈率	79.59	/
市场平均市盈率	22.82	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张明烨

0755-82832017 zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517120002

分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

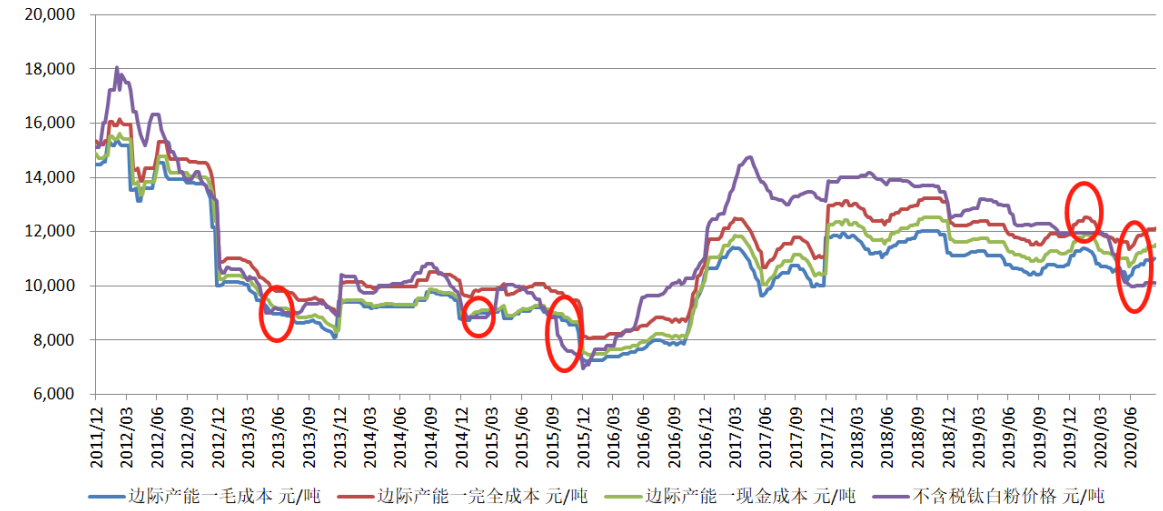
执业证书编号: S1480519080002

边际成本角度当前行业景气仍处于底部，预计未来复苏持续性较好

当前钛白粉景气度处于什么位置一直是市场比较关心的问题，可以参考我们前期深度报告《龙蟒佰利(002601):成本全球领先、大型氯化法国内破局》，我们明确维持此前的判断，当前钛白粉行业仍处于景气底部，复苏空间较大。

- 选取板块中盈利能力最差的两个上市公司作为行业边际产能的标准，这种处理并不会过于乐观，甚至较为保守，原因是上市公司产能规模在 8~18 万吨/不等，而行业中仍有较多维持正常生产状态的非上市公司，其产能规模低于 8 万吨/年、甚至低于 5 万吨/年，由于规模效应在钛白粉行业中比较明显，因此我们认为国内钛白粉的边际产能成本不低于我们所选出的对象；
- 从结果上，容易总结出的经验是：当钛白粉价格跌破边际产能现金成本后，基本持续不超过一个季度后，价格反弹概率极大。其背后的逻辑遵循普遍的均值回归规律和周期运行轨迹，当价格跌至边际产能现金流亏损（由于我们参照对象选择的保守性，实际边际产能亏损幅度更大）时，行业基本到达深度价格战基本已到极致，行业部分较低成本产能基本也面临净利润难以盈利的情况，基本此时会出现普遍的小产能停工降负等现象；
- 价格跌穿边际现金成本后，短期反弹概率极大，中期能否维持涨势取决于供需基本面、包括原材料的供需基本面：以 2013~2015 年持续三年的深度价格战为例，中途钛白粉价格三次跌穿边际现金成本后短期反弹，但由于彼时国内硫酸法新产能大量投放、供给增速过快，而需求端增速绝对值虽然仍然不错、但边际上增速持续下滑，且整体上处于去库周期，因此每当价格跌破现金流短暂反弹后，后续均无法持续，产业链整体博弈的结果是继续杀原材料钛矿的价格，从而在钛白粉价格续跌的情况下、现金利润仍然腾挪出部分空间；
- 2019 年 12 月~2020 年 1 月期间，钛白粉价格再次跌至边际现金成本，根据我们观测结果，自 2018Q2 持续至 2019Q4 长达一年半多的去库周期也基本结束，行业开始出现补库存迹象、甚至是淡季补库存，钛白粉整体景气彼时我们判断已至底部，2020 年 1 月份开始国内大中小企业也均提价；
- 但后续由于疫情的出现，Q1 和 Q2 内需和外需轮番受到影响，行业被动累库存，产品价格自 4 月份开始大幅下滑，再次跌穿边际现金成本，并持续一个季度至 Q2 期末，期间小厂陆续降负，7 月份开始国内厂家陆续提价，至目前全行业已提价 3 轮，报价端共上涨 1500 元/吨的幅度，结果符合我们的研究框架，同时验证了另外两个问题：（1）钛矿基本面非常强，供需面强于钛白粉，因此在今年上半年疫情这么极端的压力测试下依然没有跌，因此在价格跌破现金流后的方向选择上，由于成本端的刚性，导致价格上涨成为大概率；（2）本应在 2020Q1 进入新一轮库存周期的钛白粉节奏被疫情打乱，而基本到 Q3 时，行业因为疫情被动累积的库存基本消化殆尽，我们认为周期规律下补库可能迟到、但不会缺席，即使接下来一轮补库周期可能并不像 2016Q3 至 2018Q2 这么强，但叠加竣工段对钛白粉的拉动、对需求依然是双重利好，可以不必悲观、基本确认景气最差阶段已过去。

图1：边际成本角度当前价格处于底部



资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

投资建议

强烈推荐产能规模亚洲第一、全球第三以及配套最全、成本最低的全球性龙头龙蟒佰利，公司不仅具备强价格弹性、受益于行业景气复苏，同时凭借氯化法技术优势持续扩张，长期看好公司（1）成长为全球第一钛白粉龙头，（2）向钛原料、钛金属行业延伸成长为全球性钛产业链龙头；建议关注国内钛白粉第二龙头中核钛白。

风险提示

疫情二次冲击下的需求风险。

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司财报点评	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）2019 年报点评：业绩符合预期，氯化法稳步放量	2020-03-25
公司深度报告	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）深度报告：成本全球领先、大型氯化法国内破局	2019-07-15
公司财报点评	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）年报及一季报点评：一季度产销创历史新高，二期氯化法年中投产值得期	2019-04-24
公司深度报告	基础化工公司深度报告之龙蟒佰利：具有全球影响力的钛白粉巨头	2018-08-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526