

海外化工系列研究：泛能拓（VNTR） 经营情况跟踪

2019年10月28日

推荐/首次

泛能拓 公司报告

——致力于推进业务改善计划和钛白粉价值稳定计划

投资摘要：

主营业务产品景气均下滑致 2019Q2 业绩承压。2019H1，公司实现营收 11.4 亿美元，同比-8.65%；毛利 1.43 亿美元，毛利率 13%；净利润 0.2 亿美元，同比-92.8%；调整后 EBITDA 为 1.21 亿美元，同比-61.5%。其中 2019Q2 营收 5.78 亿美元，同比-8%，环比+3%；毛利 0.67 亿美元，毛利率 11.6%；净利润 0.22 亿美元，同比-89%，环比+0.24 亿美元；调整后 EBITDA 为 1.57 亿美元，同比-61.15%。

公司功能性和专用钛白粉产品质量高端，19Q2 钛白粉总销量同比提升 9%难能可贵。（1）钛白粉板块业务获 4.39 亿美元营收，同比下降 4%，主要受市场价格下跌影响，同时钛原料价格上涨导致钛白粉调整后 EBITDA 为 0.55 亿美元，同比减少 0.92 亿美元；由于某些产品的可用性提高和新产品销量增加，公司功能性和特种钛白粉产品销量提高，2019Q2 单季度钛白粉销量同比+9%。（2）功能添加剂板块业务营收 1.39 亿美元，同比下降 19%，调整后 EBITDA 为 0.16 亿美元，同比减少 0.07 亿美元。北美和欧洲的建筑建材需求减少，汽车、电子和塑料的上游原材料需求减少导致销量下降是主要原因。

表：Q2 财务数据与一致预期对比（彭博一致预期）

项目	19Q2 预测	19Q2 实际	19Q3 预测	19Q4 预测	2019 预测	2020 预测
营收	585.2	578.0	512.4	485.3	2137.6	2204.9
Ebitda	62.8	61.0	44.4	44.0	209.4	241.8
净利润	18.5	22	1.4	2.8	24.2	49.3
EPS	0.165	0.2	0.030	0.040	0.240	0.495

资料来源：Bloomberg，Venator 二季报，东兴证券研究所；注：一致预期为彭博“EEO”统计的全市场一致预期，净利润及 EPS 为调整前

公司的业务改善计划（Business Improvement Programm）：2014 年 12 月亨斯迈就对其钛白粉和高功能添加剂板块的业务确认了业务改进项目：钛白粉业务成本和效率改善、功能添加剂成本控制和改良、销售及一般管理费用减量。该计划预期每年为公司带来 4 千万美元的 EBITDA，目前预计 2019 年为泛能拓带来超过 1 千万美元的 EBITDA，2019 年二季度已获得 7 百万美元回报，将在 2020 年结束时达到总目标。

公司钛白粉产品推行价值稳定计划（Value Stability）：公司正开展与客户签订长期稳定合同的工作，减少市场波动周期带来的影响，为客户提供一种更稳定、更确定的业务环境，但目前目标仅限于欧洲市场的客户。公司首席执行官西蒙·特纳表示，大客户倾向于签订能锁定价格和数量的自定义合同，也符合公司未来所希望发展的方向。

风险提示：全球宏观经济超预期下滑；钛白粉价格大幅波动。

公司简介：

泛能拓（Venator Materials Plc.）公司是全球第四大的钛白粉巨头，合计拥有钛白粉产能 65.2 万吨，产能全球占比约 8.7%。公司在 2017 年 4 月 28 日于英国注册成立，总部位于英国 Wynyard。

近期重大事项提示：

2019-11-6 三季度报表披露

首席分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

分析师：张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

目录

1. 公司简介.....	4
2. 财务情况.....	5
3. 公司产品.....	9
4. 公司下游.....	12
5. 其他议题.....	13
6. 风险提示.....	15
7. 相关报告汇总.....	16
8. 附录：关键数据备注.....	16

表格目录

表 1: 公司钛白粉分部各地区产能 (公吨/年, 截至 2018 年)	5
表 2: 公司钛白粉国别产能 (公吨/年, 截至 2018 年)	5
表 3: 公司功能添加剂各大类产品产能地区分布 (公吨/年, 截至 2018 年)	5
表 4: 公司 2019 年 Q2 财务情况 (GAAP)	6
表 5: 公司 2019Q2 同比各产品营收变动归因分析	6
表 6: 公司 2019 年彭博一致预期与业绩指引	6
表 7: 功能添加剂产品概览	11
表 8: 泛能拓两大业务代表客户名单	12
表 9: 全球涂料行业前十大企业市占率	12
表 10: 泛能拓公司全球工厂列表 (截至 2018 年年底)	16

插图目录

图 1: 公司钛白粉业务所处上下游产业链	4
图 2: 1995-2018 年全球钛白粉产能 (万吨)	4
图 3: 2018 年公司各产品销售收入分布	4
图 4: 钛白粉业务季度调整后 EBITDA 及利润率	7
图 5: 钛白粉业务年度调整后 EBITDA 及利润率	7
图 6: 功能添加剂业务季度调整后 EBITDA 及利润率	8
图 7: 功能添加剂业务年度调整后 EBITDA 及利润率	8
图 8: 历史资本支出与折旧摊销 (百万美元)	8
图 9: 2016-2018 年两大业务资本支出占比趋势	8
图 10: 泛能拓公司更专注于具有高价值的特种钛白粉市场	9
图 11: 公司特种钛白粉添加剂利润率比功能性钛白粉添加剂更高且平稳	9
图 12: 2018 年钛白粉分部销售地域占比情况	10
图 13: 2018 年钛白粉分部销售终端市场占比情况	10
图 14: 2018 年功能添加剂分部销售地域占比情况	10
图 15: 2018 年功能添加剂分部销售终端市场占比情况	10
图 16: 2019 年和 2020 年 EBITDA 预期获益量 (百万美元)	13

图 17: 业务改善计划三大板块 (百万美元)	13
图 18: 2011 年全球钛白粉成本曲线.....	13
图 19: 2018 年全球钛白粉成本曲线	13
图 20: 钛白粉 2011 年以来景气变动原因及当前影响因素	14
图 21: 泛能拓与特诺纠纷.....	15

1. 公司简介

全球钛白粉产能持续增长,从1995年380万吨提高到2018年750万吨,年均增长约3%。泛能拓(Venator Materials PLC)是位列全球第四的钛白粉巨头企业(仅次于科慕、合并Cristal后的特诺和龙蟒佰利),2018年在世界各地产能合计达65.2万吨(剔除波兰工厂着火损失13万吨产能),产能全球占比约8.7%。公司业务可分为钛白粉分部和高功能添加剂分部,从事钛白粉(TiO₂)、功能添加剂、彩色颜料、木材处理产品和水处理产品的生产与销售。其生产的钛白粉来自于含钛矿石,是一种白色惰性颜料,可为数千种日常用品提供白色、不透明度及亮度,包括涂料、塑料、纸张、印刷油墨、纤维、食品和个人护理产品。高功能添加剂是基于钡和锌的无机化学品,生产用于住宅和商业用途的木材保护化学品以及水处理产品。公司在10个国家拥有27家制造工厂,总产品产能为每年约120万吨。

图1: 公司钛白粉业务所处上下游产业链

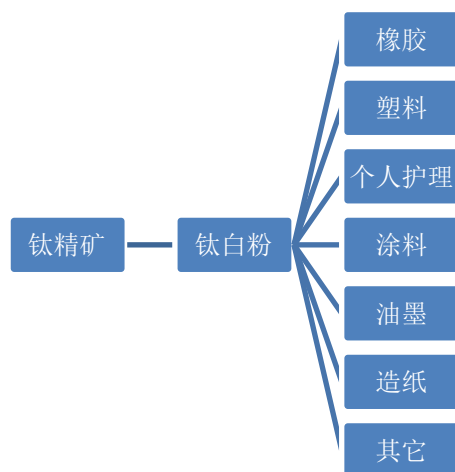
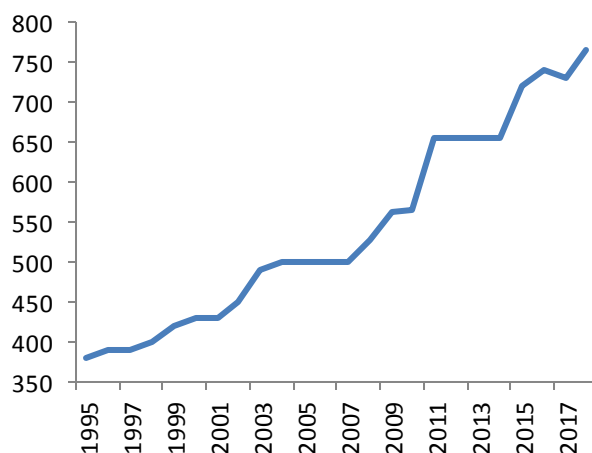


图2: 1995-2018年全球钛白粉产能(万吨)

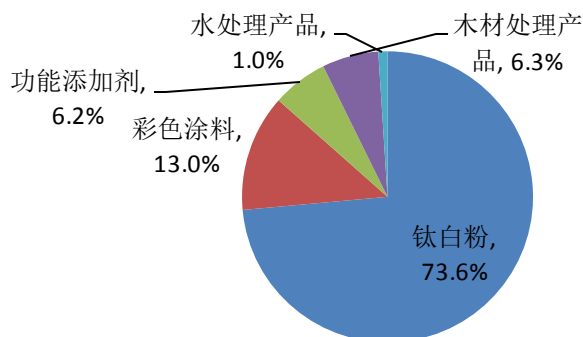


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2018年,泛能拓公司实现营收22.65亿美元,同比增长2.47%;毛利率31.6%;净利润-1.57亿美元(2017年净利润1.44亿美元);调整后EBITDA为4.36亿美元,同比上涨10%;EPS-1.53美元。其营收的主要来源是钛白粉分部,占比高达73.6%。

图3: 2018年公司各产品销售收入分布



资料来源：Venator2018 年报，东兴证券研究所

2017 年 1 月 30 日，位于芬兰波里的钛白粉工厂发生火灾。工厂原具有 13 万吨的钛白粉产能，占全公司产能的 17%（原有钛白粉产能合计约 78 万吨），也大约相当于全球需求的 2%。火灾发生之前，该厂六成产能用于生产特种钛白粉产品，连续三年为公司创造出高于该工厂每年 75% 的 EBITDA 的巨大价值。2018 年 9 月，在经过对波里工厂进行一系列评估后，Venator 于 2018 年 9 月 12 日正式宣布将关闭该厂的决定，并将以前在该厂的钛白粉以外的差异化及特种化产品线搬迁至其他工厂。2019 年上半年内，泛能拓为该项目收尾和关闭花费 0.35 亿美元资本性支持。虽然泛能拓将降低波里工厂的开工率，但还会继续运转波里工厂至少到 2022 年。

表 1：公司钛白粉分部各地区产能（公吨/年，截至 2018 年）

产能地区	EAME (欧洲, 非洲和中东)	北美	APAC (亚太地区含印度)	共计
钛白粉	517,000	75,000	60,000	652,000

资料来源：Venator2018 年报，东兴证券研究所

表 2：公司钛白粉国别产能（公吨/年，截至 2018 年）

国家 (公吨/年)	EAME	北美	APAC	总计	制法
Greatham (英国)	150,000			150,000	氯化法
Uerdingen (德国)	107,000			107,000	硫化法
Duisburg (德国)	100,000			100,000	硫化法
Huelva (西班牙)	80,000			80,000	硫化法
Scarlino (意大利)	80,000			80,000	硫化法
Lake Charles (路易斯安那)		75,000		75,000	氯化法
Teluk Kalung (马来西亚)			60,000	60,000	硫化法
合计	517,000	75,000	60,000	652,000	

资料来源：Venator2018 年报，东兴证券研究所

表 3：公司功能添加剂各大类产品产能地区分布（公吨/年，截至 2018 年）

产能地区	EAME (欧洲, 非洲和中东)	北美	APAC (亚太地区含印度)	共计
功能性添加剂	100,000			100,000
彩色涂料	85,000	40,000	20,000	145,000
木材处理		140,000		140,000
水处理	140,000			140,000
合计	325,000	180,000	20,000	525,000

资料来源：Venator2018 年报，东兴证券研究所

2. 财务情况

2019 年上半年，公司实现营收 11.4 亿美元，同比下降 8.65%；毛利 1.43 亿美元，毛利率 13%；净利润 0.2 亿美元，同比减少 92.8%；调整后 EBITDA 为 1.21 亿美元，同比下跌达 61.5%。其中 2019 年第

二季度营收 5.78 亿美元，同比下降 8%，环比增长 3%；毛利 0.67 亿美元，毛利率 11.6%；净利润 0.22 亿美元，同比下降 89%，比一季度上涨 0.24 亿美元；调整后 EBITDA 为 1.57 亿美元，同比降低 61.15%。

表 4:公司 2019 年 Q2 财务情况 (GAAP)

单位: 百万美元 (EPS 除外)	Q1 2019		Q2 2019		同比	环比
营业收入	562		578		-8%	3%
毛利	13.52%	76	11.59%	67	-85%	-12%
SG&A	8.4%	47	7.8%	45	-20%	-4%
EBIT	1.8%	10	4%	23	-91%	130%
净利润	-0.36%	-2	3.81%	22	-89%	+24
调整后 EBITDA	60		61		-61.15%	1.7%
EPS	-0.03		0.2		-89%	+1.97
现金及等价物	165		50		-86%	-70%
存货	538		508		3%	-6%
固定资产	994		965		-27%	-3%
折旧摊销	35		29		-17%	-17%
资本性支出	52		31		-67%	-40%
经营活动现金流	-		-50		-116%	-
投资活动现金流	-		-82		-49%	-
融资活动现金流	-		17		-221%	-

资料来源: Venator2019Q2 季度报表, 东兴证券研究所

表 5: 公司 2019Q2 同比各产品营收变动归因分析

产品	以当地货币计价的产品售价	外汇汇率	销售量	其他	合计
钛白粉	-9%	-4%	9%	—	-4%
功能添加剂	-1%	-3%	-16%	1%	-19%
合计	-6%	-4%	2%	—	8%

资料来源: Venator2019Q2 季度报告, 东兴证券研究所

表 6: 公司 2019 年彭博一致预期与业绩指引

单位: 百万美元	2018 年 实际	2019Q1 实际	2019Q2 预测	2019Q2 实际	2019Q3 预测	2019Q4 预测	2019 年 预测	2020 年 预测	2021 年 预测
营业收入	2265	562	585.2	578.0	512.4	485.3	2137.6	2204.9	2286.8
营业利润	-131		35.7		17.6		89.8	126.5	150.4
EBIT	304	10	32.8	23.0	14.7	39.6	87.3	125.7	145.5
EBITDA	436	60	62.8	61.0	44.4	44.0	209.4	241.8	270.1
税前利润	270		24.8		4.8		53.8	83.5	109.8
调整后净利润	235		18.0		1.7		34.9	62.3	87.2
GAAP 净利	-157	-2	18.5	22.0	1.4	2.8	24.2	49.3	81.7

润										
净债务	583		682.5		690.5		636.2		662.8	665.5
资本支出	-326		-30.0		-25.0		-105.8		-120.3	-124.6
毛利率 %	31.57		16.13		15.28		14.05		17.08	16.46
调整后 EPS+	2.2		0.175		0.040		0.373		0.656	0.819
GAAP 每股										
收益	-1.53	-0.03	0.165	0.2	0.030	0.040	0.240	0.495	0.647	
净利润否符				单季度高于						
合预期				预期						

资料来源: Bloomberg EEO, 东兴证券研究所; 注: 包含非常详细的日内 BEst (彭博预测) 综合意见数据, 但数据采样不拘于彭博的授权设置。

◆ 钛白粉 (TiO₂) 板块业绩分析

公司钛白粉板块业务在第二季度为公司创造了 4.39 亿美元的营收, 同比下降 4% (-0.16 亿美元)。业绩下降的主要原因在于钛白粉售价平均下跌以及汇率波动造成外汇折算损失。而平均售价的下跌则是来源于欧洲市场价格的下降和亚太地区需求疲软。在这些影响下, 外加原材料价格上涨, 公司钛白粉业务调整后 EBITDA 为 0.55 亿美元, 同比下降 0.92 亿美元, 包含波兰钛白粉工厂火灾造成的 0.23 亿美元损失 (2018 年已由保险公司赔付), 钛白粉业务调整后的 EBITDA 利润率明显下降至 13%。由于某些产品的可用性提高和新产品销量增加, 功能性和特种钛白粉产品在全球和终端应用间的销量普遍得以提高。

图 4: 钛白粉业务季度调整后 EBITDA 及利润率

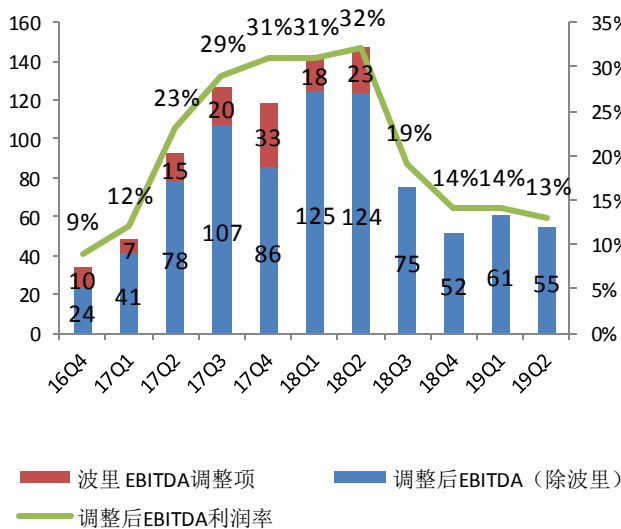
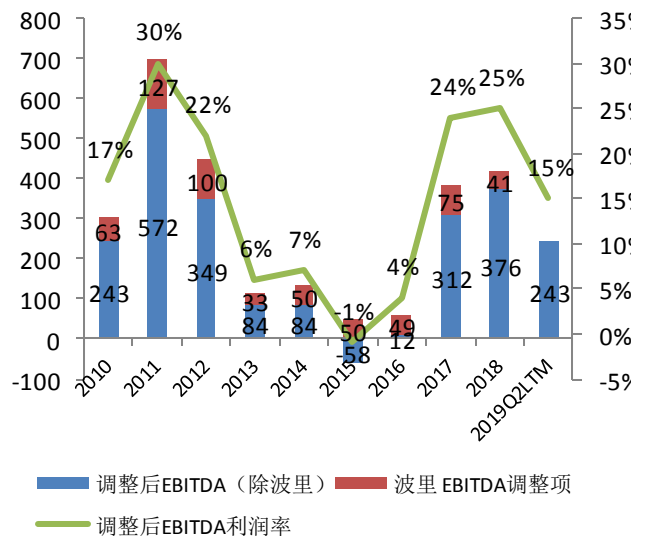


图 5: 钛白粉业务年度调整后 EBITDA 及利润率



资料来源: ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所

资料来源: ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所; 注: 2019Q2LTM 指 2018 年二季度末至 2019 年二季度末

◆ 功能添加剂板块业绩分析

第二季度功能添加剂板块营收 1.39 亿美元, 同比下降 19% (-0.32 亿美元), 调整后 EBITDA 为 0.16 亿美元, 同比减少 0.07 亿美元。年度调整后 EBITDA 利润率从 2010 年以来呈现下滑趋势, 2019 年年中前十二个月的调整后 EBITDA 利润率仅 9%。业绩下跌的主要原因在于销售量下降, 同时外汇折算发生的亏损和平均销售价格下降也产生一定不利影响。销售量下降的原因是北美和欧洲的建筑活动减少, 汽

车、电子和塑料应用中使用的某些产品需求减少，以及停止向木材处理产品端客户的销售业务。由于公司功能添加剂和彩色颜料业务的销售构成，平均销售价格下降。

图 6：功能添加剂业务季度调整后 EBITDA 及利润率

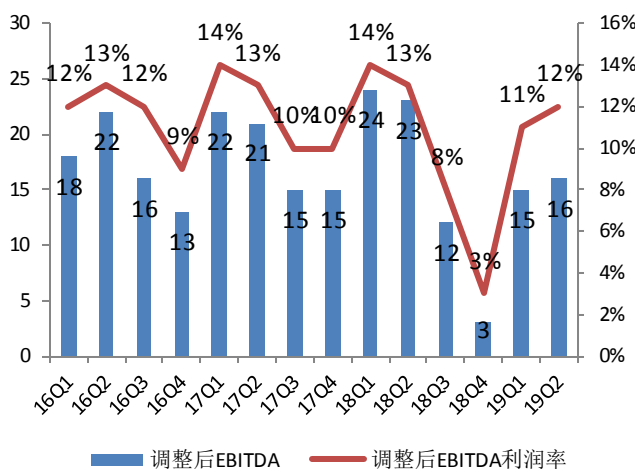
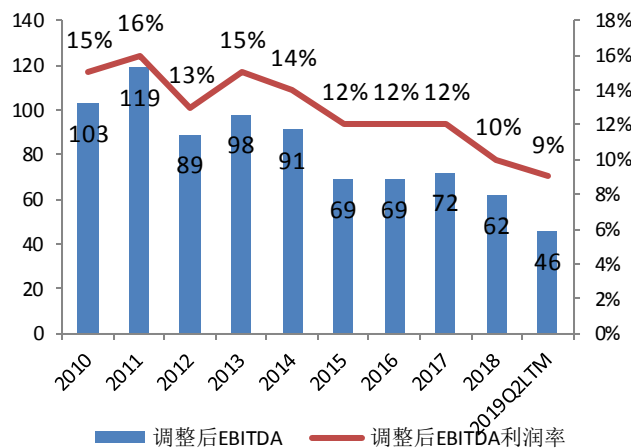


图 7：功能添加剂业务年度调整后 EBITDA 及利润率



资料来源：ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所

资料来源：ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所

泛能拓 2018 年资本支出显著增加，判断其主要来源于其芬兰波里的 13 万吨/年钛白粉工厂火灾后的差异化产品装置的搬迁（钛白粉装置公司评估后宣布关闭，其余差异化产品搬迁）。公司 2019 年全年的资本支出预算为 1.3 亿美元，上半年已支出 0.83 亿美元，较去年同期 1.76 亿美元已下降达 50%。二季度内，公司共产生 0.31 亿美元资本支出，其中 0.11 亿美元是用于芬兰波里钛白粉工厂的生产技术转移与工厂关闭工作。

图 8：历史资本支出与折旧摊销（百万美元）

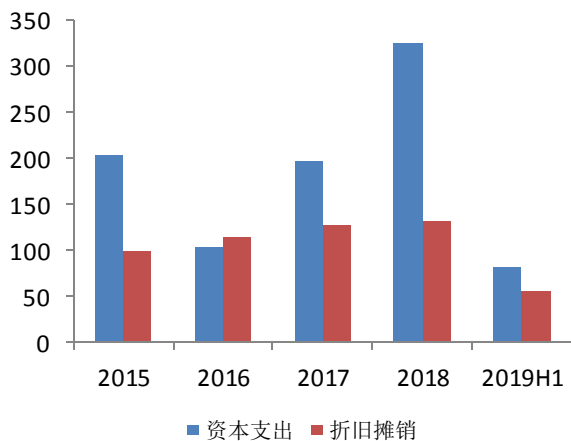
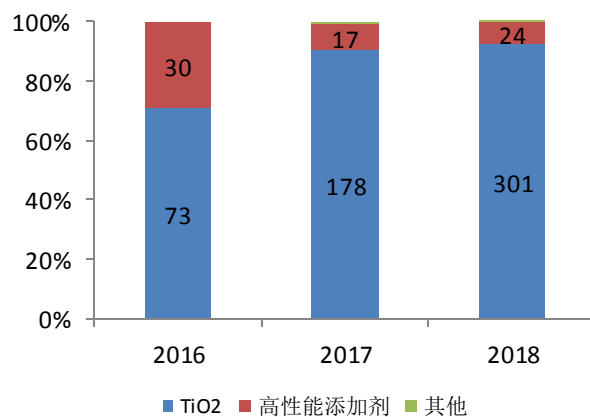


图 9：2016-2018 年两大业务资本支出占比趋势



资料来源：Venator 历年年度和季度报表，东兴证券研究所

资料来源：Venator 历年年报，东兴证券研究所

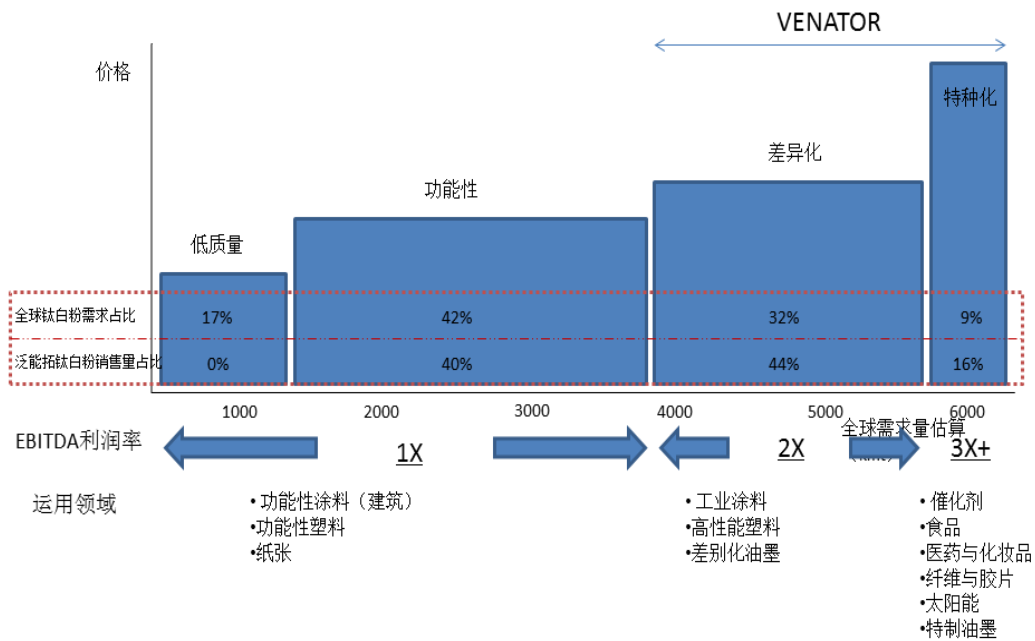
公司在不同司法管辖区经营获得的收益或亏损，叠加部分地区的备抵计价，对其税务支出产生了重大影响。因此，在 2019 年，泛能拓预计调整后的有效税率将更高，约为 35%，现金税率为 10%-15%。公司预期其调整后的有效税率在长期水平约为 15%至 20%，而现金税率为 10%至 15%。

3. 公司产品

公司产品可分为两大类——钛白粉和功能添加剂。

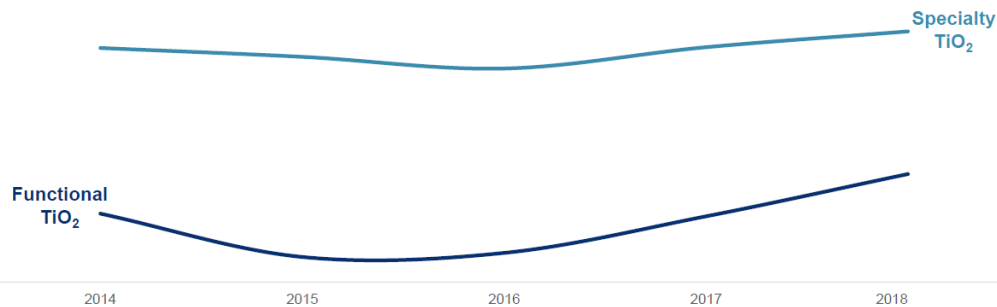
公司钛白粉的产品质量分布具备具有。目前泛能拓是高价值的特种钛白粉市场的领军企业，且完全不涉及低质量钛白粉领域的市场。公司 60%的销售量来源于其所专注的具有高价值的差异化和特种化钛白粉市场，而差异化产品的 EBITDA 利润率是在低质和功能性钛白粉所能获得的 EBITDA 利润率两倍以上的空间，有力助推公司业绩增长。针对于特种化钛白粉产品而言，市场需求更具抗周期性，其利润率也比功能性钛白粉产品更高，较高的市场门槛以及目前有限的生产商。所以特种化钛白粉产品多年表现出连续平稳的利润率，从而为战略投资提供支撑。公司未来也将继续深耕于高端市场。

图 10：泛能拓公司更专注于具有高价值的特种钛白粉市场



资料来源：ubs-chemicals-september-2019，东兴证券研究所（注：各分类规模按其全球钛白粉市场需求总量占比测算；EBITDA 利润率倍数指以低质和功能性钛白粉利润率为基准，差异化和特种化市场利润率的倍数）

图 11：公司特种钛白粉添加剂利润率比功能性钛白粉添加剂更高且平稳

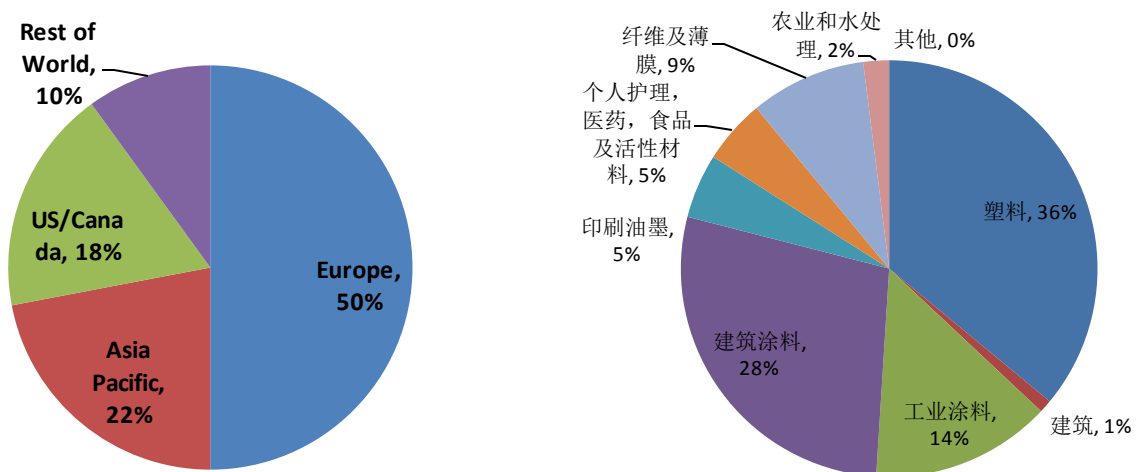


资料来源: ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所

从公司钛白粉产品销售地域分布看, 欧洲市场占比高达 50%, 是公司该类产品的最主要去向, 其次亚太地区及美国和加拿大。从公司产品的终端运用领域看, 钛白粉产品的前三大终端市场为塑料, 建筑涂料和工业涂料, 分别占比 36%, 28%, 14%。

图 12: 2018 年钛白粉分部销售地域占比情况

图 13: 2018 年钛白粉分部销售终端市场占比情况



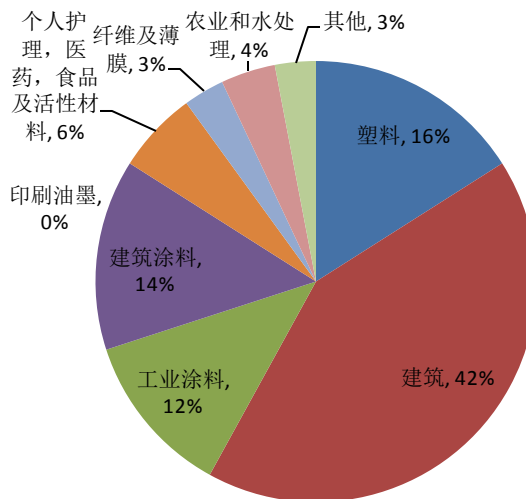
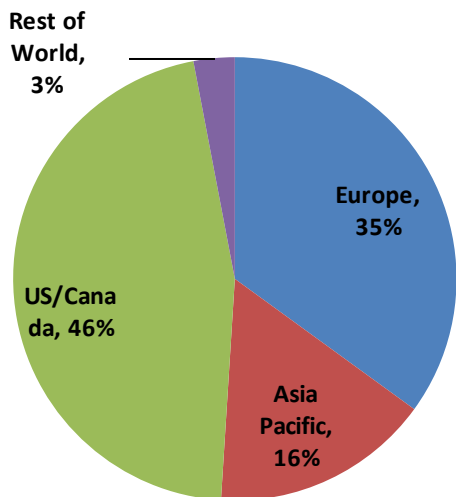
资料来源: 20190220-VNTR.N-10-K, 东兴证券研究所

资料来源: 20190220-VNTR.N-10-K, 东兴证券研究所

公司第二大类产品功能添加剂, 公司主要通过钡基和锌基无机化学产品, 赋予终端产品颜色更加靓丽、涂层更有光泽、塑料更稳定、保护产品免于褪色, 这些功能性添加剂的需求动力与功能性钛白粉的需求动力密切相关, 因为其所应用领域基本相同, 如涂料、塑料、药物、纤维和薄膜等。公司目前共有 1 座功能性添加剂产品生产设施, 位于欧洲。销量构成上, 按地区划分, 公司在美国和加拿大地区的销售占比最高、约 46%, 欧洲和亚太地区分布占 35%和 16%; 按终端市场划分, 公司添加剂产品约 42%去往建筑领域, 建筑涂料和工业涂料共占 26%, 塑料则占 16%。

图 14: 2018 年功能添加剂分部销售地域占比情况

图 15: 2018 年功能添加剂分部销售终端市场占比情况



资料来源: 2019Q220-VNTR.N-10-K, 东兴证券研究所

资料来源: 2019Q220-VNTR.N-10-K, 东兴证券研究所

泛能拓还是全球氧化铁彩色颜料的三大生产商之一和全球第二大工业级群青蓝色颜料的制造商, 为建筑、涂料、塑料和特种市场提供彩色无机颜料产品。产品除了有液体、粉末和颗粒形式的各类氧化铁颜料, 还包括其他一些天然与合成无机颜料, 以及有机金属干燥剂。公司在欧洲、北美、亚洲和澳大利亚共有 13 座彩色颜料生产和加工工厂。

泛能拓亦是领先的铝盐生产商, 可用作净水应用中的凝固剂, 废水处理产品, 并作为絮凝剂增强沉淀。木材和水处理产品占公司功能添加剂板块 EBITDA 的 36%。该类别产品需求端稳定, 且目前竞争者有限, 具有相对较高的现金转换能力。

表 7: 功能添加剂产品概览

产品	特征及运用	竞争公司	优势
功能性添加剂 (35%)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 作为提高颜料光泽和流动性以及塑料机械性能的增加料 ✓ 特种软白色颜料 		<ul style="list-style-type: none"> ➢ EBITDA 利润率指标表现优异 ➢ 互补和通用工艺技术 ➢ 与钛白粉基本吻合的客户群
彩色涂料 (29%)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高度耐用的红、黄、黑和褐色颜料 ✓ 油漆、塑料和混凝土着色剂 ✓ 特种蓝底色颜料 ✓ 各种紫色和粉色 ✓ 特种无机化学颜料 ✓ 防水, 化学性稳定颜料 ✓ 使色泽更独特 		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 高现金流动性比率指标 ➢ 良好地域性平衡 ➢ 与钛白粉基本吻合的客户对象 ➢ 通用工艺技术

干燥剂 ✓ 控制油墨的干燥深度



住宅用建筑 (ACQ, ECOLIFETM和Copper Azole) ✓ 保护木材免受腐烂和真菌或昆虫破坏

木材和水处理 (36%) 商业用建筑(加铬种酸铜) ✓ 延长木材寿命

聚合氯化铝絮凝剂 ✓ 通过促进颗粒的沉淀来澄清水



- 大型竞争者有限
- 需求稳定
- 高现金转换能力

资料来源: ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所

4. 公司下游

泛能拓产品在全球拥有约 4800 位客户群体, 涉及非常广阔的终端市场, 包括工业和建筑涂料, 建筑材料, 塑料, 纸张, 打印油墨, 医药, 食品, 化妆品, 纤维和薄膜以及个人护理产品。公司为钛白粉客户提供丰富的差异化和特种化产品以提升其关键性能, 并使其在终端市场得以高价出售。公司的彩色涂料, 功能性添加剂和木材处理产品通过提高建筑材料颜色和外观为客户的产品提供必要的性能, 并在其他应用中 (例如耐腐性和耐褪色, 防水和阻燃等) 提供性能优势。

表 8: 泛能拓两大业务代表客户名单

钛白粉 (TiO ₂)	功能添加剂
A.Schulam, AkzoNobel (阿克苏诺贝尔), Ampacet, BASF (巴斯夫), Clariant, Flint, DSM (帝斯曼), PPG, PolyOne, Sherwin-Williams (宣伟) and Water Purification	AkzoNobel (阿克苏诺贝尔), BASF (巴斯夫), CRH, Koppers, Lonza Group, PPG, Sakai Chemical Industry Co., Sherwin Williams and Solvay

资料来源: Venator2018 年报, 东兴证券研究所

表 9: 全球涂料行业前十大企业市占率

排名	企业名称	国家	2017 年销售额/亿美元	市占率
1	PPG Industries (PPG)	美国	147.5	8%
2	Sherwin-Williams (宣伟)	美国	119.2	6%
3	AkzoNobel (阿克苏诺贝尔)	荷兰	114.8	6%

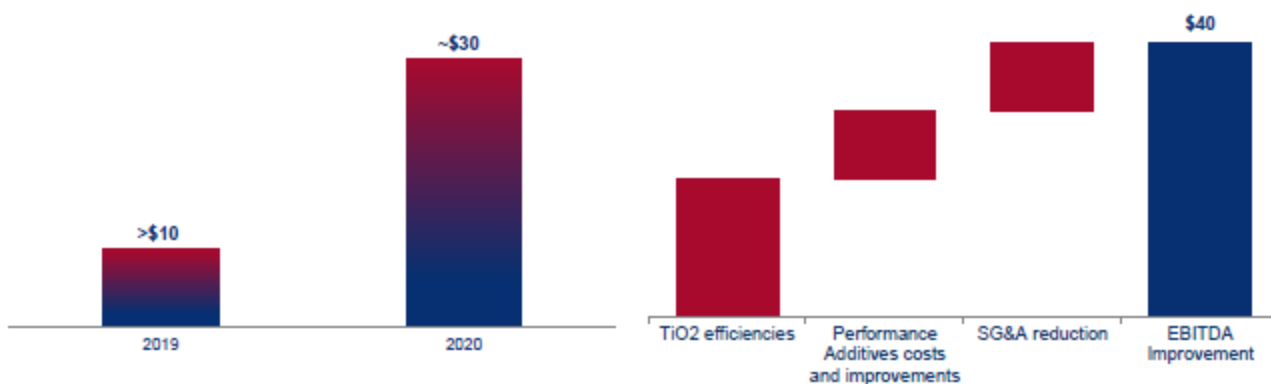
4	Nippon Paint (立邦)	日本	52.0	3%
5	RPM (立帕麦)	美国	49.6	3%
6	BASF (巴斯夫)	德国	47.4	2%
7	Axalta (艾仕得)	美国	43.5	2%
8	Kansai Paint (关西)	日本	37.8	2%
9	Asian Paints (亚洲涂料)	印度	25.4	1%
10	Behr Paint (百色熊)	美国	22.1	1%
	全球前十合计		659	34%
	全球合计		1932	100%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 其他议题

业务改善计划 (Business Improvement Programm) : 泛能拓公司是 2017 年由亨斯迈 (Huntsman) 剥离独立经营的子公司, 而当时泛能拓所拥有的产能主要是来自于亨斯迈在 2014 年收购的 Rockwood。在 Rockwood 被收购之后的当年 12 月亨斯迈就对其钛白粉和高功能添加剂板块的业务确认了业务改进项目。这些项目为公司的业务节省了大量成本, 提高其全球竞争力。改善计划从三方面入手: (1) 钛白粉业务成本和效率改善; (2) 功能添加剂成本控制 and 改良以及 (3) 销售及一般管理费用减量。这些计划所带来的回报是单独衡量的, 而整个企业的成本绩效则根据基准周期 (2014 财年) 进行衡量。该计划预期每年为泛能拓带来 4 千万美元的 EBITDA, 目前预计 2019 年为泛能拓带来超过 1 千万美元的 EBITDA, 2019 年二季度已获得 7 百万美元回报, 将在 2020 年结束时达到总目标。

图 16: 2019 年和 2020 年 EBITDA 预期获益量 (百万美元) 图 17: 业务改善计划三大板块 (百万美元)



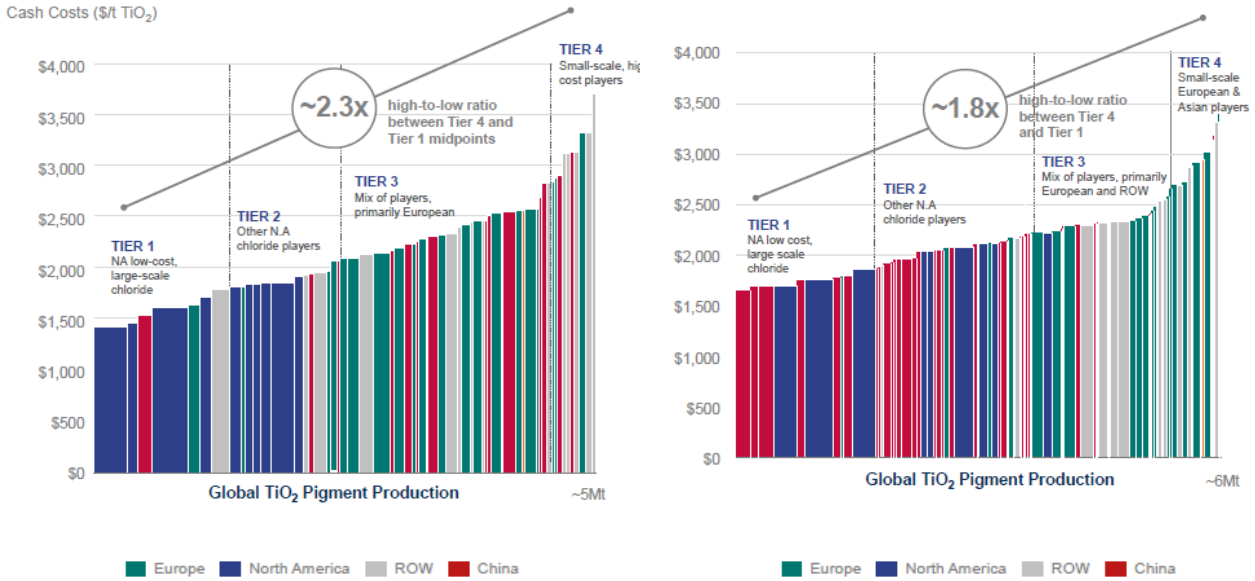
资料来源: Venator-ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所

资料来源: Venator-ubs-chemicals-september-2019, 东兴证券研究所

行业供应和成本格局变化: 成本曲线从陡峭趋向平坦, 其主要来自于中国庞大的新增硫酸法产能的投产和稳定运行, 欧洲装置成本趋于劣势地位, 北美大型氯化法生产装置仍然具有很好的竞争力。

图 18: 2011 年全球钛白粉成本曲线

图 19: 2018 年全球钛白粉成本曲线



资料来源: Tronox 公司公告与官网公开资料, 东兴证券研究所

资料来源: Tronox 公司公告与官网公开资料, 东兴证券研究所

价值稳定计划 (Value Stability): 泛能拓公司正在与客户签订长期稳定合同的工作, 减少市场波动周期规律带来的影响, 为客户提供一种更稳定、更确定的业务环境, 但目前目标仅限于欧洲市场的客户。公司首席执行官西蒙·特纳表示, 大客户倾向于签订能锁定价格和数量的自定义合同, 这也是公司未来所希望发展的方向。

图 20: 钛白粉 2011 年以来景气变动原因及当前影响因素



资料来源: Tronox 公司公告与官网公开资料, 东兴证券研究所

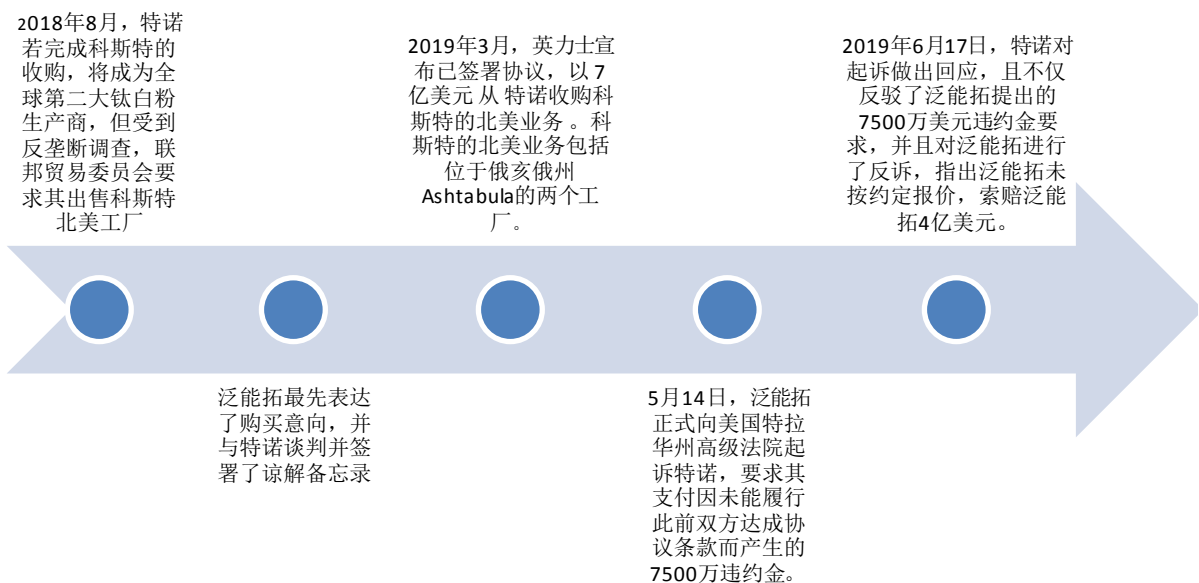
其他钛白粉巨头, 如科慕、特诺, 也均推行类似计划, 力图打破市场波动周期律:

科慕：通过旗下淳泰品牌钛白粉产品的价值稳定 (Value Stability) 计划，旨在为客户提供稳定的价格和安全的供。两大措施：第一个措施是与客户签署保证价值协议 (Assured Value Agreement/AVA) 合同。合同价格根据全球生产商价格指数 (PPI) 每 6 个月进行调整。科慕公司首席执行官 Mark Vergnano 表示，基于 PPI 的价格调整机制使得任何价格变动都变得更加透明。同时，在 AVA 合同下，客户可以根据实际的需求量灵活地获取钛白粉产品，而不用严格地执行合同规定的数量。该公司的目标是将签署 AVA 合同的钛白粉销售量占其销售总量的一半以上。第二个措施是灵活的供应：客户可以在没有签署合同的情况下以固定价格购买钛白粉，但前提是公司在满足合同供应的情况下有多余的产品。灵活供应计划于 2019 年 2 月在英国和巴西启动，预计于 3 月 1 日开始推广至全球范围。

特诺：致力于推进利润稳定计划 (Margin Stability Program)，其目的是通过建立价格和盈利稳定机制尝试打破这种周期律，从结构上改变整个行业，以减轻价格暴跌和暴涨给行业带来的影响。2018 年 11 月，特诺公司首席执行官杰夫·奎恩表示，特诺正与客户共同致力于盈利稳定，以抑制行业繁荣周期和萧条周期盈利大幅波动情况。不过，由于特诺对科斯特的收购交易受到监管部门的抵制，盈利稳定举措的进展被推迟。特诺公司首席商务官约翰·罗马诺表示，公司的目标是今年签署盈利稳定合约的钛白粉销售量占其总销售的一半左右。

特诺违约事件：2019Q2 泛能拓起诉钛白粉第二巨头特诺，要求其支付 7500 万美元的违约金，后特诺进行反诉，要求泛能拓赔偿约四亿美元。该案件仍在审理中，可能对公司未来产生较大不确定性影响。目前公司未对该事件进行任何计提处理。

图 21: 泛能拓与特诺纠纷



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

6. 风险提示

全球宏观经济超预期下滑；钛白粉价格大幅波动。

7. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	龙蟒佰利 (002601) 深度报告: 成本全球领先、大型氯化法国内破局	2019-7-15
公司	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待	2019-4-23
公司	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	2018-8-14
行业	周期品系列研究之钛白粉: 有涂有料有真相	2017-9-18

资料来源: 东兴证券研究所

8. 附录: 关键数据备注

表 10: 泛能拓公司全球工厂列表 (截至 2018 年年底)

地址	业务分部	产品
Duisburg, Germany	钛白粉+功能添加剂	钛白粉, 功能性添加剂, 水处理产品
Greatham, U.K.	钛白粉	钛白粉
Huelva, Spain	钛白粉	钛白粉
Lake Charles, Louisiana	钛白粉	钛白粉
Pori, Finland	钛白粉	钛白粉
Scarlino, Italy	钛白粉	钛白粉
Teluk Kalung, Malaysia	钛白粉	钛白粉
Uerdingen, Germany	钛白粉	钛白粉
Augusta, Georgia	功能添加剂	彩色涂料
Birtley, U.K.	功能添加剂	彩色涂料
Comines, France	功能添加剂	彩色涂料
Dandenong, Australia	功能添加剂	彩色涂料
Freeport, Texas	功能添加剂	木材处理产品
Harrisburg, North Carolina	功能添加剂	木材处理产品
Ibbenbueren, Germany	功能添加剂	水处理产品
Kidsgrove, U.K.	功能添加剂	彩色涂料
Los Angeles, California	功能添加剂	彩色涂料
Schwarzheide, Germany	功能添加剂	水处理产品
Sudbury, U.K.	功能添加剂	彩色涂料
Taicang, China	功能添加剂	彩色涂料
Turin, Italy	功能添加剂	彩色涂料
Walluf, Germany	功能添加剂	彩色涂料

资料来源: Venator2019 年报, 东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，周期组组长。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。

张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，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。

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法律责任。

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。