

海外钛白粉行业跟踪：从海外龙头三季报看行业库存变化

2019年11月26日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

投资摘要：

海外钛白粉巨头销量整体下滑，全球钛白粉终端库存去化。科慕、特诺（收购科斯特后）、泛能拓及康诺斯钛白粉产能分别为125万吨，110万吨，65.2万吨和56.5万吨，占据海外供应市场主体。根据康诺斯2018年销量、其余三家假设2018年全年开工率均为90%且产销处于均衡状态，估算18年海外前三季度产销量估算约为240万吨。根据四家公司最新披露的19年前三季度销量累计同比增速，测算2019前三季度海外销量约220万吨，同比减少约21万吨（忽略日本石原、英力士等），因此可以粗略估计海外钛白粉的下游客户端今年前三季度去化了21万吨。国内前三季度产量推算同比增加12.5万吨（增速按协会的19H1同比增速5.76%平移），忽略国内库存变动，假设国内销量前三季度同比增长12.5万吨。国内外销量合计同比减少约8.5万吨，可知全球钛白粉市场的下游客户端库存去化；根据三家海外钛白粉龙头三季度的电话会议，公司普遍认为当前库存水平位于或低于正常库存水平。

生产端库存同时去化，静待需求反弹。根据海外四家公司的19Q3末存货净值看，以钛白粉进口平均单价3000美元/吨估算，忽略原材料存货变动影响，推算四家海外钛白粉厂商产成品存货共减少约5.5万吨（如考虑原材料涨价，以及19Q3钛白粉价格高于18Q4，实际上存货下降幅度可能更大），因此无论从生产端还是终端看行业库存均去化明显。目前需求回暖时间无法确定，但连续两年的库存去化，叠加明年国内竣工端的修复，使明年钛白粉需求增速回归2~3%的GDP增速的概率大大增加，长期钛白粉行业的基本面仍然向好。

钛白粉行业前三巨头致力于价格稳定计划，或引领行业新趋势。价格稳定计划旨在产品供应稳定和提高价格的可预测性，从而减弱行业周期带来的负面影响。可以看到对于稳定钛白粉价格策略，执行最为坚定的科慕市场份额缩减最为明显。尽管计划的推广并不顺利，但三大龙头表示仍将继续坚定执行。我们认为，景气下滑的外在表现可能是量价齐跌、也可能仅是价跌（国内）或者量跌（海外），基本上2018-2019连续两年的去库存已经充分反应了景气下滑，从库存水平以及行业边际成本水平看，未来行业将逐步回暖。

投资建议：持续推荐产能国内第一、全球第三、成本全球最低以及凭借氯化法先发优势解决成长问题的钛白粉龙头龙蟒佰利，建议关注中核钛白、鲁北化工。

风险提示：全球宏观持续低迷，产品价格大幅波动。

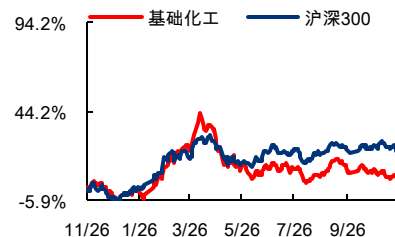
未来3-6个月行业大事：

2019-11-29 攀钢钒钛召开临时股东大会

2019-12-16 科慕现金股利分红

行业基本资料	占比%	
股票家数	295	7.93%
重点公司家数	-	-
行业市值	18728.75 亿元	3.07%
流通市值	13052.38 亿元	2.91%
行业平均市盈率	19.38	/
市场平均市盈率	16.56	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

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

1. 附：科慕（Chemours）三季报电话会议解读

1.1 会议基本信息

时间：2019年11月5日，美国东部时间上午8:30

地点：美国

出席：Jonathan Lock，投资者关系总裁

Mark Vergnano，总裁兼首席执行官

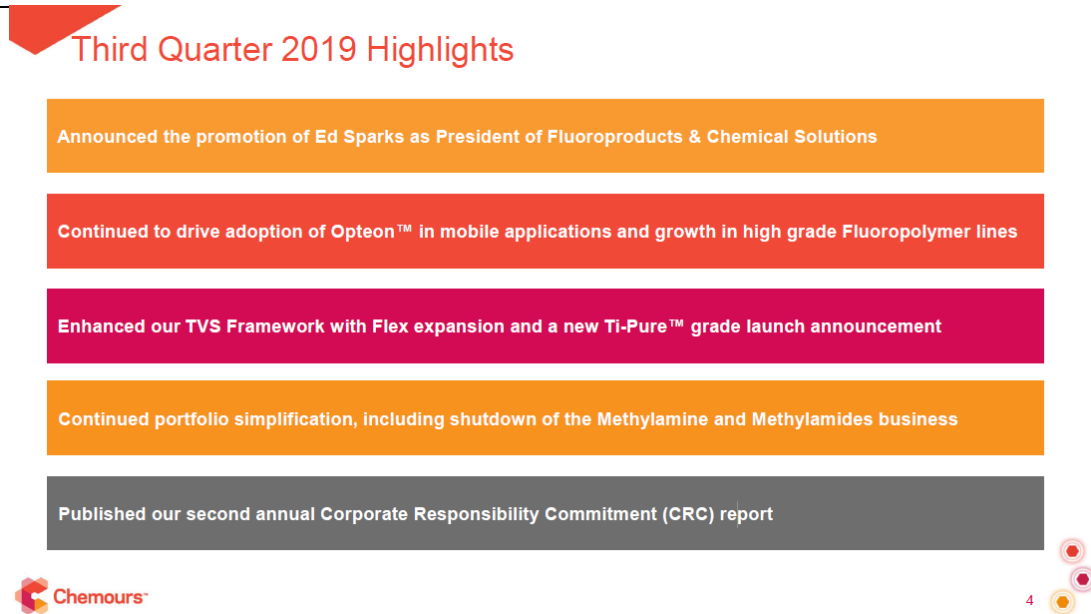
Mark Newman，高级副总裁兼首席运营官

Sameer Ralhan，高级副总裁兼首席财务官

1.2 核心要点

全球第三季度的业绩反映了宏观经济的疲软和我们许多核心市场的持续低迷。在美国经济持续低迷的情况下，亚洲表现得尤为疲弱，美中争端显然影响了整个地区的信心。虽然全球环境已经证明具有挑战性，但我们一直专注于执行和管理我们控制范围内的业务元素。面对这些市场情况，我们的团队在移动应用 Opteon 和高档氟聚合物生产线上实现了增长。在 Titanium 技术中，我们通过我们的 Flex 渠道增加了销量，我们将继续利用这个渠道来帮助重新获得市场份额。我们还宣布了一个新的 Ti-Pure 品牌下的油墨用 TiO₂ 等级，这是一个关键的里程碑，因为我们进入了利润丰厚的专业 TiO₂ 市场。

图 1：科慕三季度亮点




资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

除了寻找新的增长来源之外，我们还致力于简化我们的投资组合，以便将精力集中在最佳的长期价值创造机会上。为此，我们于9月底宣布关闭甲胺和甲酰胺业务，这是化学解决方案业务的非核心部分。我们预计该资产的关闭将于12月完成。

2019Q3 单季度销售额为 14 亿美元，与第二季度相比持平，但比 2018 年第三季度的销售额低 2 亿美元。

由于全球需求疲软持续至今年年中之后, Ti-Pure 销量的减少导致了销售额的下降。GAAP 净利润为 7600 万美元, 调整后净利润为 9800 万美元。GAAP 每股收益为 0.46 美元, 调整后的每股收益为 0.59 美元。我们在第三季度确认了 3400 万美元的重组和资产相关费用, 这些费用主要与我们的甲胺和甲酰胺业务关闭以及成本节省计划有关。调整后的 EBITDA 为 2.48 亿美元, 这是受到两个主要板块利润率下降的影响。钛白粉的利润继续受到低产量和固定成本的负面影响。


图 2：科慕三季度财务数据摘要



Third Quarter 2019 Financial Summary

(\$ in millions unless otherwise noted)

	3Q19	3Q18	Δ Yr/Yr	Year-Over-Year
Net Sales	\$1,390	\$1,628	(\$238)	• Sales down 15 percent from 3Q18, driven primarily by lower volumes of Ti-Pure™ pigment and impact of illegal imports of HFC refrigerants into Europe
Net Income ¹	76	275	(199)	• Adjusted EBITDA decline reflects weaker results in Fluoroproducts and Titanium Technologies segments
Adj. Net Income	98	271	(173)	• GAAP EPS of \$0.46 per share, inclusive of \$34 million restructuring, asset-related, and other charges, Adjusted EPS of \$0.59 per share
EPS ²	\$0.46	\$1.51	(\$1.05)	• Free Cash Flow of \$160 million includes \$128 million of capital expenditures in the quarter
Adj. EPS ²	\$0.59	\$1.49	(\$0.90)	• Pre-tax ROIC of 20 percent
Adj. EBITDA	248	435	(187)	See reconciliation of Non-GAAP measures in the Appendix
Adj. EBITDA Margin (%) ³	17.8	26.7	(8.9)	
Free Cash Flow ⁴	160	226	(66)	
Pre-Tax ROIC (%) ⁵	20	42	(22)	



¹ Net Income attributable to Chemours
² Calculation based on diluted share count
³ Defined as Adjusted EBITDA divided by Net Sales
⁴ Defined as Cash flow provided by operating activities minus cash used for PP&E purchases
⁵ Defined as Adjusted EBITDA less depreciation & amortization on a trailing twelve-month basis divided by average invested capital over the last five quarters

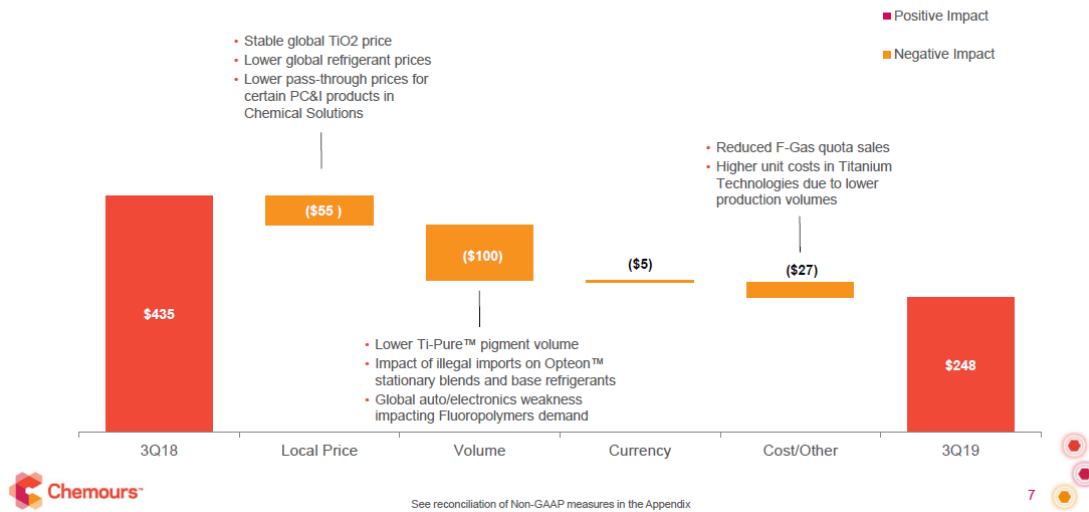
资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

由于非法进口影响了高利润率的 Opteon 混合制冷剂、基础制冷剂和 F-Gas 季度销售额, 总利润率有所下降。在第二季度电话会议上, 我表示 6 月份的自由现金流已转为正数。我们将这一势头带入了第三季度。第三季度自由现金流为 1.6 亿美元, 这得益于营运现金流 2.88 亿美元和资本支出 1.28 亿美元。第三季度调整后的 EBITDA 为 2.48 亿美元, 比去年同期减少 1.87 亿美元。销量下降。我们的钛白粉销量下降, 对业绩造成了同比的负面影响, 量方面合计同比减少了 1 亿美元的 EBITDA 贡献; 价格方面合计同比减少了 5500 万美元的 EBITDA 贡献, 因为全球制冷剂价格下降, 某些化学解决方案产品的定价由于传导而下降, 以及钛白粉部门的渠道调整。

图 3：科慕调整后 EBITDA 同比

Adjusted EBITDA Bridge: 3Q19 versus 3Q18

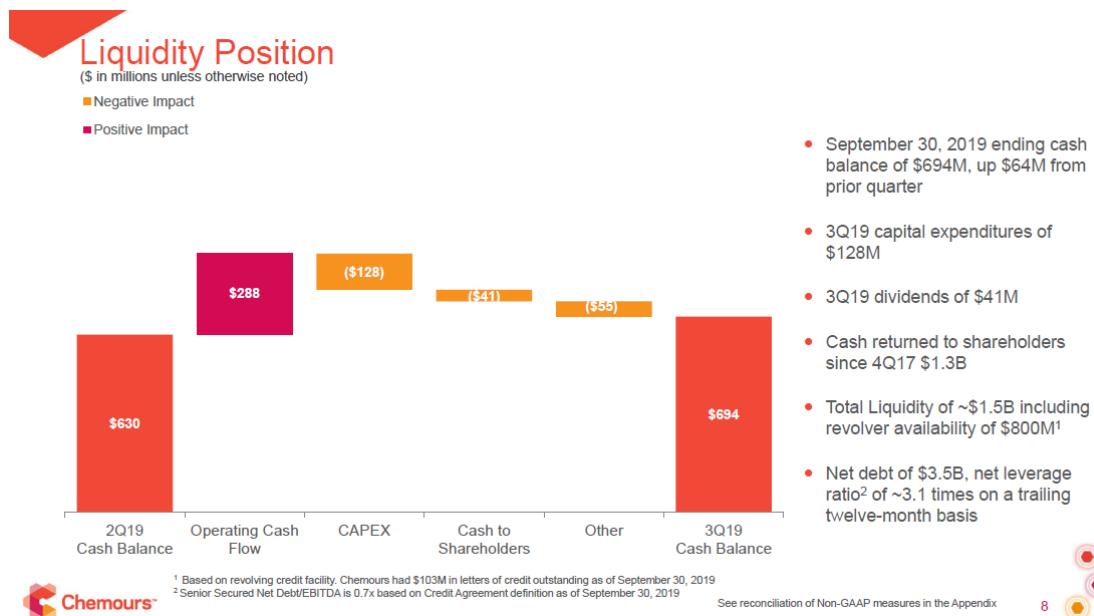
(\$ in millions unless otherwise noted)



资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

本季度的成本/其他费用同比增长 2700 万美元。这主要是由于 F-Gas 季度销售额下降以及钛白粉销量下降导致的单位费用上升。该季度的运营不利因素被我们的 Corpus Christi 站点增加 Opteon 生产的收益所抵消。即使我们经历了一段较低的收益期，我们仍然相信资产负债表的实力。本季度末，我们拥有近 7 亿美元的现金，而第二季度末为 6.3 亿美元。

图 4：科慕流动性资产



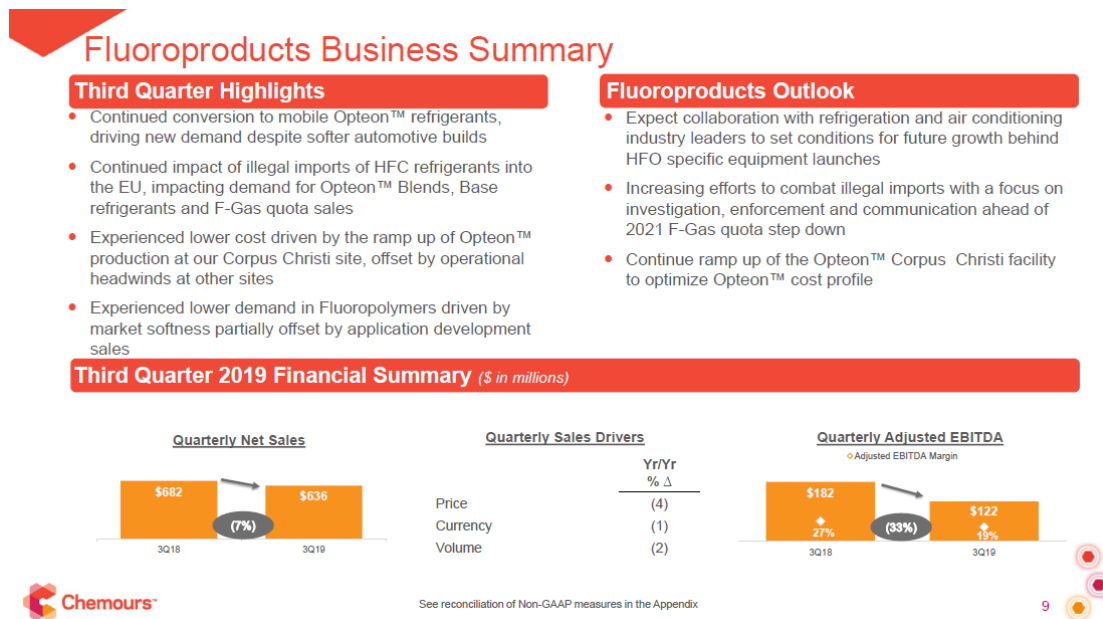
资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

该季度运营现金流为 2.88 亿美元，反映出钛白粉销量环比增长。资本支出为 1.28 亿美元现金，我们在本季度向股东派发了 4100 万美元的股息。截至第三季度末，我们的净债务约为 35 亿美元，过去 12 个月的净杠杆率约为 3.1 倍。

1.2.1 氟化学品板块分析

非法进口的不利因素继续给含氟产品带来压力。我们正从贸易监管环境和公众意识的角度加快纠正措施。尽管 2019 年有大量引人注目的非法制冷剂缉获活动，但我们认为非法活动尚未得到完全控制。我们仍然致力于与我们的行业合作伙伴一起在国家和欧盟层面上采取对策。我们仍然乐观地认为在 2021 年第四季度之前执法力度将上升。氟产品第三季度的净销售额总计 6.36 亿美元，低于 2018 年第三季度的 6.82 亿美元。我们继续观察到销售疲软，特别是在亚洲的中美贸易问题、汽车和电子产品需求下降。

图 5：科慕氟化学板块概览



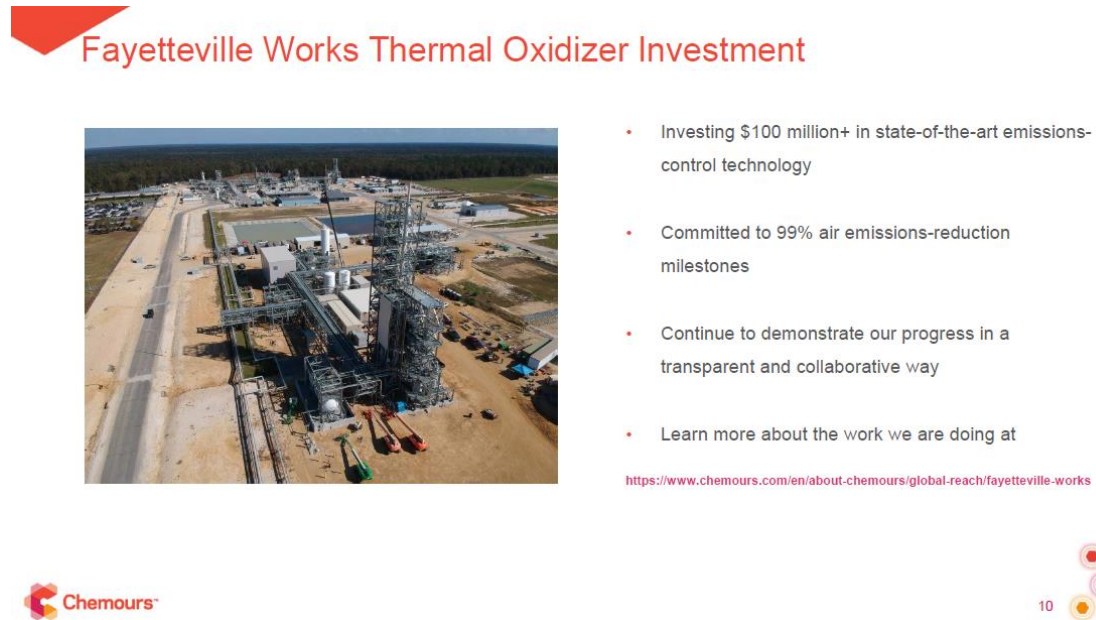
资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

在拜访客户和渠道合作伙伴时，看到需求前景仍然不确定。调整后的 EBITDA 为 1.22 亿美元，反映出与 2018 年第三季度相比，本季度高利润 Opteon 固定混合物的需求减少以及 F-Gas 季度销售下降。在美国和亚洲，Opteon 制冷剂在汽车新平台上的持续应用，以及氟聚合物应用开发活动，部分抵消了这些不利因素。从积极的一面来看，我们在 Corpus Christi 看到了 Opteon 生产的增加。该利好已被我们其他地方的运营不利因素所抵消，这些不利因素现已得到解决。这些经营问题使含氟产品调整后的 EBITDA 利润率在本季度减少了约 3%，我们预计第四季度也会有类似的影响。我们对今年的经营业绩不满意，我们正在采取行动提高执行力。

关于我们在 Fayetteville 工厂进行的投资的更多详细信息，具体来说就是对我们新的热氧化剂（我们称之为 TO）的资本投资。令人印象深刻的是-我不确定图表是否符合我们为控制该站点的排放而进行的投资规模。TO 是最先进的氟化有机物化学排放控制系统。它旨在消除氟化有机化学物，效率超过 99%。这是我们在威尔明顿和费耶特维尔的团队在重要技术和工程方面的成果。TO 已于 10 月 31 日完成机械

组装。

图 6：科慕 Fayetteville 工厂相关信息



资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

这笔 1 亿美元的投资是首创的技术，这是我们致力于成为新型化学公司并实现我们实现 2030 CRC 目标的动力的切实例证。

1.2.2 化学解决方案板块分析

第三季度的销售额为 1.4 亿美元，这反映了功能化学品和中间体内一些产品线的合同定价和销量下降。矿业解决方案的需求是稳定的，但承包商封锁了在墨西哥的一个客户矿，这对本季度的出货量产生了负面影响。调整后的 EBITDA 为 2300 万美元，分部利润率为 17%，创历史新高。这也标志着该部门连续第三个季度调整后的 EBITDA 利润率提高，这是该部门更好的运营和市场纪律的结果，正如刚才提到的我们宣布关闭 Belle West Virginia 的甲胺和甲酰胺业务。

图 7：化学解决方案板块概览

Chemical Solutions Business Summary

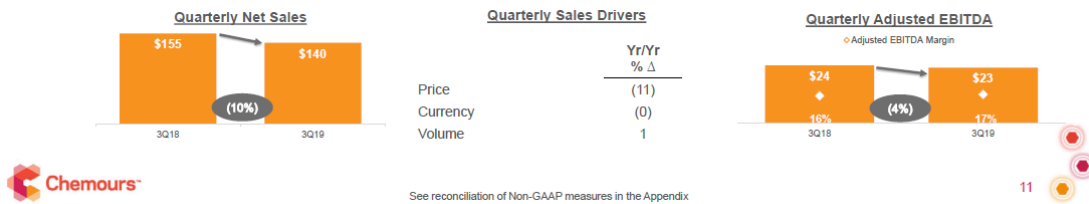
Third Quarter Highlights

- Experienced lower prices primarily in Performance Chemicals & Intermediates as a result of mix and reduced raw material contractual costs pass-throughs
- Mining solutions demand impacted by operational issues at a key customer mine
- Announced Methylamines and Methylamides Business shut down
- Continue to see strong licensing demand

Chemical Solutions Outlook

- Expect Mining Solutions demand to remain robust given gold prices and mine developments
- Anticipate improving manufacturing performance from our Memphis facility
- Continue to optimize Performance Chemicals and Intermediates

Third Quarter 2019 Financial Summary (\$ in millions)



资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

在我们的投资组合中，这是一项没有达到我们长期回报目标的业务，我们计划重新分配资源以帮助推动投资组合中其他地方的增长和盈利。我们正努力以化工解决方案的强劲表现来结束这一年，我们的矿业解决方案业务持续表现良好，其他部门的生产力也在不断提高。

1.2.3 钛白粉板块分析

第三季度销售额为 6.14 亿美元。价格环比和同比均下降约 2%，反映了产品结构的变化、新渠道的开发以及 Flex 销售增长的影响。销量同比下降 20%，但环比增长约 10%。与上个季度类似，调整后的 EBITDA 为 1.37 亿美元，这是由于 Ti-Pure 销量减少导致单位成本提高的结果。矿石和原材料通胀仍在预期之内。

图 8：钛白粉板块概览

Titanium Technologies Business Summary

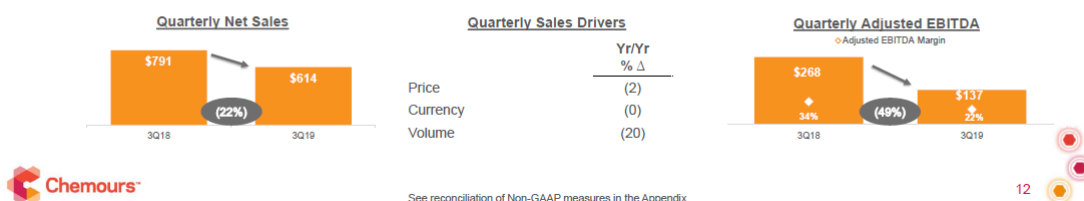
Third Quarter Highlights

- Delivered largely stable year-over-year and sequential average global Ti-Pure™ pigment prices consistent with Ti-Pure™ Value Stabilization Strategy
- Experienced lower volumes across most geographies on a year-over-year basis, though volumes up 10% sequentially reflecting expected share gain
- Improved Flex Portal utilization to engage a broader customer base with emphasis on plastics customers

Titanium Technologies Outlook

- Enhance long-term customer experience through Assured Value Agreement (AVA) contracts
- Drive Flex Portal channel development as a way to reengage with a broader customer base
- Expect continued margin compression due to reduced production rates
- Continue to broaden our Ti-Pure™ portfolio by launching new products targeted at the specialty market

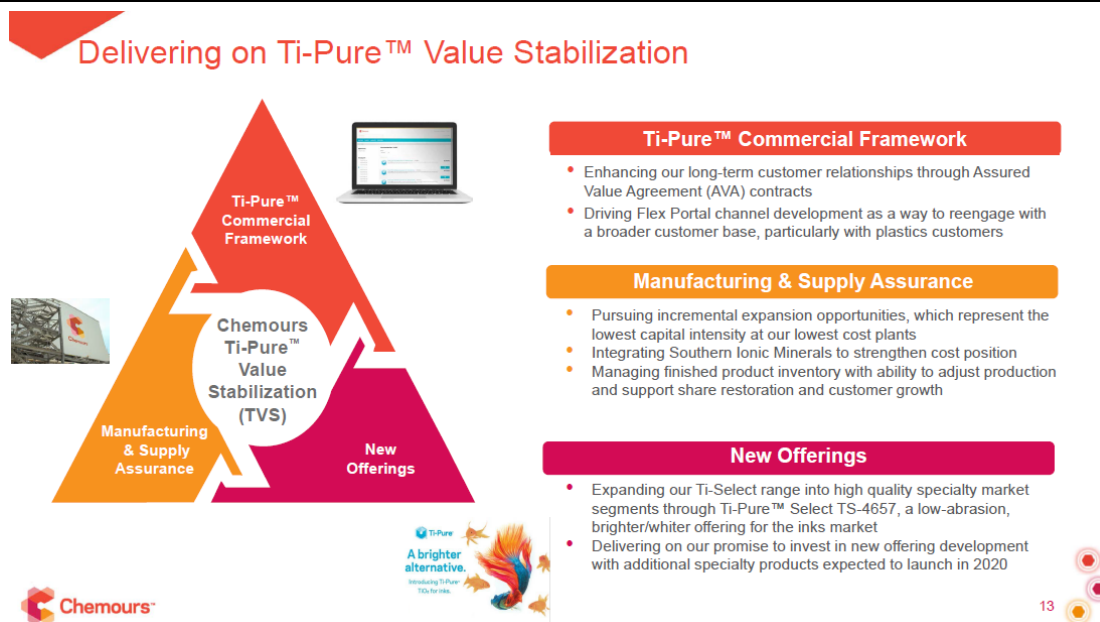
Third Quarter 2019 Financial Summary (\$ in millions)



资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

钛白粉前景展望：尽管我们认为下游库存水平位于或低于正常水平，但需求还不完全明朗。我们认为在接下来的几个季度中，市场增长将逐步恢复到类似 GDP 增速的水平。由于价格维持在我们认为能够反映产品价值和用途的水平，且年初就结束了去库存，我们对 TiO₂ 颜料的长期前景仍有信心，并完全致力于我们的 TVS 战略。在本季度中，TVS 的三个要素都取得了长足进步。从商业的角度来看，我们已经有了 Flex 的第一个完整的季度表现，并开始在全球范围内建立一个新的渠道。

图 9：科慕 TVS 计划



资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

我们认为，Flex 将是未来数字化学领域的关键部分。其次，从制造和供应链的角度来看，我们在整合南部离子矿物方面取得了长足的进步。最后，关于新产品，我很自豪地宣布以 Ti-Pure Select 品牌为油墨市场推出我们的新型低磨损产品。在未来 18 个月内，我们将针对油墨等特殊应用领域推出一系列新产品。

1.3 未来展望

我们希望在年底之前提供有关 2020 年的一些初步的想法。我们将在明年初提供正式指导，但这些都是我们 2020 年规划过程中出现的一些关键主题，目前正在全面展开。首先在不确定的市场中实现收入增长。我们将专注于确保即使面对全球不确定性，我们也能在高端产品线中保持增长势头。这意味着与我们的客户建立联系，创造新的产品和服务和产品，以帮助他们取得更大的成功。在含氟产品中，我们正在帮助设备原始设备制造商（equipment OEMs）开发 HFO 专用的下一代硬件，并将 Opteon 技术引入更广泛的固定应用领域。

图 10：科慕对 2020 年的展望



资料来源：Chemours Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

第一，随着我们技术的不断发展和改进，我们将寻求扩大我们的足迹，使 Ti-Pure 氯化法钛白粉能够打入新的终端市场和地区。第二，操作规程和生产率。鉴于全球经济环境疲弱，我们正努力确保在不牺牲长期增长的情况下，尽可能精简运营。此外，我们正在加倍努力进行维护和工程设计，以确保我们不会再遇到 2019 年影响氟产品网络的运营问题。第三，我们将优先考虑自由现金流的产生。

我们决心最大限度地自由现金流转换作为一项业务，并且我们将寻求更迅速地将营业利润转换为现金。正如我们在 2018 年承诺的那样，随着时间的推移，我们将把大部分自由现金流返还给股东。

1.4 问答环节

问：氟化学品 EBITDA 无论是环比还是同比的降幅都大于销售额，原因？

答：我想说的是我对我们的氟化工业务的看法，即非法进口的影响，这与我们之前的季度指引（每年约影响 1.25 亿美元 EBITDA）相符。我们将继续提高科珀斯克里斯蒂（Corpus Christi）工厂的产量，随着其推进，利润率自然会提升。但是在本季度，我们的其他方面遇到了一些不利因素抵消了您通常会看到的收益。如果没有这一点——如果没有运营的阻力，氟化学品板块的 EBITDA 利润率将在 25% 左右。

问：在 HFO 上，您说它还在增长，在销量、销售额和 EBITDA 水平上，这三个方面是否都将增长？

答：我们的 Opteon YF 瞄准了移动空调-空调正在不断发展，仍然将保持两位数的增长。显然，非法进口方面影响了 Opteon 混合产品的逐年增加，这就是我们面对的阻力。在 MAC 移动空调领域，我们还将继续看到两位数的销量增长。

我们看到的明显的增长是在美国，记住我们一直在谈论美国将会在移动市场上 100% 的使用 HFO。到今年年底，这个数字可能接近 75%。而且日本现在正迅速上升。到明年，它们将达到其整车销售量的 40%。因此，这些才是真正的驱动力。

问：关于 TiO₂ 的数量，它们并没有像我们预期的那样迅速恢复，因为我们似乎已经度过了去库存阶段。您能否为我们提供有关 TiO₂ 市场状况和推动产量回升的能力的最新信息，而今年至少到目前为止，似乎有些同行这这方面走在前面？您如何才能推动这种复苏向前发展？

答：当我们在今年早些时候开始执行 TVS 时，该计划的整个目标实际上是为我们的客户提供供应保证以及价格可预测性。我们可以一开始就不告诉您在哪段时间里我们会失去份额，但是我们有。当您查看从上一季度到本季度的变化时，我们相信我们已经获得了一定份额。如您所见，我们的逐季度提升的确，我们失去份额的领域主要是塑料市场。

我们的合同在涂料方面确实非常好，在塑料方面我们与客户之间存在一些问题。现在，我们已经建立并运行了 Ti-Pure Flex 渠道，并且可以运行和操作该渠道，从而可以重新获得份额。因为现在他们可以通过 Flex 提前六个月下订单。我们可以根据我们想要实现的目标来调整价格。所以我们觉得现在我们的工具箱里已经有了所有的工具，我想说的是，我们正在重新获得我们想要的份额，我们正在以一种深思熟虑的方式从这个立场出发前进。

问：在您对 2020 年的展望中，您谈到了关注现金流的产生，具体有哪些可能的举措，相比 2019 年来说？

答：第一，我们对我们的 EBITDA 表现不满意。因此，很显然，我们相信我们可以从以下两个方面提高 EBITDA 的绩效：正如我之前提到的，我们希望推动营收增长，但也可以围绕成本实现增长。我们有很多举措，以应对市场的不确定性。我们并不相信经济即将衰退，但我们确实认为，市场有点不确定。因此，我们将在成本方面采取一些行动，以使我们在此处有一些平衡。另一个是我们现在的原材料库存非常高，我们必须解决这些问题。您不可能一次性解决所有问题，因此我们真正着眼于 2020 年以解决库存问题。因此，我说营运资金是我们真正想要研究的另一个领域。最后一块是资本支出。今年我们的资本支出有些沉重，明年我们也将更加明智。因此，当您考虑产生自由现金流时，我会说这就是这三个部分。

问：您谈到了钛白粉 10% 的环比增长，并作为重新夺回部分市场份额的证据。从第二季度到第三季度，典型的季节性变化规律是什么？然后，我想去年第四季度是 TiO₂ 首次出现真正有标志性的交易量下降。那么，我们是否应该期望您第四季度的销量会比去年同期稳定或更好？

答：正常情况下，您会看到第三季度比第二季度季节性的有所下降。因此，我们一直积极开拓塑料市场，与我们的塑料客户合作，使我们的产品能够满足他们的需求。这才是真正的工作。当展望第四季度时，我们仍然相信从这一角度来看，它将持平。

问：您在 Chem Sol 中，您谈到了创纪录的利润水平。退出甲基业务是否会在备考的基础上大幅提高利润率？

答：是。它有助于。这是一项低于我们经常性目标的业务，也是我们使 Belle 接近收支平衡的战略的一部分，但是从整体部门利润率的角度来看，这肯定会对我们有所帮助。

我们相信通过我们在化学解决方案中所做的工作我们可以将这个部分做到公司典型的平均 EBITDA 利润率也就是 20~25% 左右，您看到本季度我们的利润率是百分之十几，而随着我们逐步关闭甲胺业务的倒闭，我们认为我们将会非常接近 20% 的范围，我们将继续努力。

问：看起来您对钛白粉需求前景还是有点谨慎。我想让大家多了解一点您们从客户那里听到的信息比如他们的库存或者您们那边的库存是否已经完全去化了？如果是这样，您为什么不更乐观些呢？是因为是工业生产还是其他您正在关注的东西？

答：我要说的是，去库存化已经基本完成。我们今天确实有足够的经济刺激措施，可以创造出高需求。我们认为，在全球范围内，第四季度不会出现任何会推动第四季度需求反弹的情况。但是我们的确开始相信—当我们展望到 2020 年时，我们将会看到需求的逐步改善。但我们开始相信，随着 2020 年的到来，我们会看到需求的逐步改善。因此，我们预计 2020 年将会变得更加强劲，因为根据我们目前的库存情况，2020 年我们会继续前进。我们预计，随着目前市场上的一些不确定性得到消除，特别是在贸易方面，需求将开始恢复强劲。

我还想说，从我们的角度来看，我们上个季度的产品供应和渠道供应并不全面。这是我们第一次全面使用 Flex。我们不断创新，使这一渠道对我们的客户更有吸引力，特别是在我们失去市场份额的细分领域。因此，加上我们宣布要向市场推出的产品，我们拥有非常强大的产品组合，即使市场需求疲弱，我们也将进入 2020 年时充分利用这些产品。

我们认为钛白粉渠道库存水平非常低。这样一来，您就不需要在市场上花很多时间来吸引更多人。我们有能力做到这一点。我们有能力处理这些问题，并在发生这种情况时真正能够满足客户的需求。

问：这个季度的 TiO₂ 的销售，长期合同占多少，Flex 销售占多少？

答：我们目前约有 50% 以上的长期合同占比。其余的将通过分销商或我们的 Flex 渠道进行，这将是这两个的混合，但大约超过一半是我们的长期合同。

问：能不能提供更多关于动态价格组合的信息？假设 Flex portal 在其中起了一定的作用，那么随着第四季度市场份额的回升，您是否认为价格会下降呢？或者您如何看待这种混合？

答：我们认为价格会相当稳定。我们可能会有一些小幅度的降价。但您不应该认为这很引人注目，因为主要是在我们正在努力突破的塑料领域中，我们拥有非常特定于这些客户的等级。但是您不应该期望价格出现巨大变化。我认为这将是微妙的、小而有针对性的。

Flex 渠道为 Chemours 提供了独特的优势，使其能够按产品线和细分市场在目标市场上进行具有针对性的价格发现。因此，这是一个非常非常精确的工具，可以帮助我们根据需要做出的调整来及时向前发展。

我们已经谈论了大概一年了，TVS 是一个非常不同的进入市场的方式，和我们做过的或者任何人做过的都不同。这些 AVA 合同是与我们的客户签订的非常稳定的合同，就像我之前提到的，提供了供应的保证，以及价格可预测性。但是我们使用的这个工具 Flex portal，确实让我们能够围绕价格进行发现，但同时，这些东西会随着我们所学习的内容或我们从客户那里得到的反馈而迅速改变。因此，它给我们提供了许多工具，使我们能够在市场内部工作，并真正帮助我们的客户。

问：关于 TiO₂ 您能提供一些关于终端市场的细节吗？我想知道需求最弱的地方在哪里？您是否发现了塑料涂料或纸张需求稳定的迹象？

答：从地理上看，亚洲继续疲软。正如我们之前所说，我们在本季度在塑料方面取得了一些进展。但是我们继续在那重新获得份额。然后，我们也看到了层压板需求上的一些疲软，但我们仍在继续评估这种情况。涂料在我们看来是全年稳定的。北美则仍然是最强劲的市场。

问：新的油墨用钛白粉产品？

答：尤其是当您进入专用领域时，无论是油墨还是纤维，这些领域在大多数情况下氯化法钛白粉都没有发挥很大作用。我们已经取得了一些技术突破。例如，在新的等级中，我们谈到了可以用更亮的（氯化法）产品进入油墨市场，它提供了某些其他产品可能没有的功能。因此，我们试图看的是我们在哪里为客户带来了更多功能，从而使他们能够从这个角度来看，拥有独特的产品，不同的产品或更好的产品。

问：随着您的新产品进入特种终端市场，您认为这些终端客户、油墨和纤维会以多快的速度从硫酸法转换到氯化法？期望的边际收益是多少呢？

答：我认为我们无法为您提供良好的预测。该产品刚刚推出。我们只是与客户合作。他们现在正在向他们采样。实际上，这样做将给他们带来比他们目前所拥有的资产更多的价值或更多的机会。因此，我认为这确实取决于我们的客户，因为他们采纳并真正推动了这一过程。但正如我所说，我们的战略是——作为整个 TVS 战略的一部分，它不仅仅是关于合同、它不仅仅是关于 Flex、它不仅仅是关于低成本能力的提高，它也关于新产品的提供。

问：我认为您今年的二氧化钛产销量下降可能约 25 万吨？也许这相当于全球行业需求的 4%，这是巨大的。Tronox 的销量也下降了。您能把这些数量的减少放在传统意义上人们认为二氧化钛产业增速在 2%-3% 的背景下考虑吗。今年似乎在萎缩，我不确定是 -5% 还是 -6%，您怎么看呢？

答：我想说，我们可能已经看到了该行业历史上最大的去库存事件之一。而且我认为人们一开始没有这种感觉，但这是世界上排名第一的重大去库存事件。我们可能不需要太多的激励措施就能在这里创造需求。因此，我认为，在市场状况相当不确定的情况下，同时出现了大规模的去库存化，这抑制了 GDP 的增长。

我们在全球范围内看到的最大弱点是亚洲，并且过去十年来亚洲一直是全球 GDP 增长的驱动力。所以这就是为什么我认为，您不需要看到一个非常大的变化去拉动对 TiO₂ 的需求。现在，我们只是没有一个明确的视线，从宏观的角度来看，市场将会怎样。但这并不需要很大的改变。因为就像之前说的，我认为我们所有的客户和下游的库存水平都处于非常低的水平。

问：对于含氟产品，Opteon 产品的增速放缓是否对您的 Opteon 产品组合的价格或利润产生了负面影响？或者说，过去两个季度的利润率总体上保持稳定吗？

答：这主要是关于非法进口的影响。正如我之前所说的，在移动空调方面，我们将继续看到两位数的销量增长，同时合同价格的下降也会影响到我们未来的收入。我们的计划显然是随着我们提高 Corpus 产销量，使我们的 HFO 技术在 COGS (cost of good sold) 方面变得更好。

(科慕在今年年初宣布，旗下 Opteon™ YF (HFO-1234yf) 低全球变暖潜值 (GWP) 制冷剂新工厂在位于美国德克萨斯州英德赛的科珀斯克里斯蒂 (CorpusChristi) 生产基地正式投产。投产后，科慕公司 HFO-1234yf 制冷剂产品的产能将提高两倍，以满足市场对环境友好型制冷剂和混合物日益增长的需求。)

2. 附：特诺（Tronox）三季报电话会议解读

2.1 会议基本信息

时间：2019年11月8日，美国东部时间上午8:30

地点：美国

出席：Brennen Arndt，投资者关系高级副总裁

Jeff Quinn，董事长兼首席执行官

Jean-François Turgeon，首席运营官

John Romano，首席商务和战略官

Tim Carlson，首席财务官

2.2 核心要点

我们强劲的第三季度业绩清楚地表明，我们的垂直整合业务模式在充满挑战的全球宏观经济环境中具有内在的稳定性和弹性。第三季度的业绩是由我们在许多经营和商业活动上的强有力的执行力所推动的，这些活动都在我们的控制范围内，比如提供协同效应，优化我们的全球运营足迹，充分利用我们的垂直整合，管理开销和明智地分配资本。

截至第三季度末，我们实现了4500万美元EBITDA的收购协同效应。我们的全球团队对我们向股东做出的协同承诺有一种真正的主人翁感。每一天，我们都在新的Tronox中发现更多创造价值的机会。我们已经将2019年协同效应的目标提高到6500万美元EBITDA。

尽管锆石和钛白粉销量下降，我们调整后的EBITDA利润率为24%，与第二季度持平，这反映了我们从纵向整合中获得的利润，以及在卓越的运营下不断降低的单吨成本。我们继续看到与颜料客户的合作比整体市场增长更快。我们在各个地区和我们广泛的产品组合中实现的销售平衡，是我们的双赢利润稳定计划（win-win margin stability initiative）成功的结果；我们的营业收入相对于历史行业模式来说，其稳定性得到了提高。

这种稳定性反映在我们的全球平均TiO₂销售价格上，2019年全年基本保持在同一水平。虽然锆石的需求在短期内（主要是在中国）有些疲软，但这种高价值的副产品继续带来强劲的盈利能力且利润率提高。我们认为，锆石的中长期前景非常好，国内生产总值（gdp）需求将稳步增长，全球供应紧张状况将日益加剧。

我们有一个明确的战略，我们执行得很好，并且正在为创建世界领先的TiO₂公司产生巨大的推动力。就像我们已经说过的那样，我们的使命是成为首选的TiO₂上市公司，与历史上的同行相比，能够在整个周期内显示出更高的稳定性、财务绩效和现金产生能力。

图 11：特诺三季度亮点

Third Quarter 2019 Highlights

- Strong execution on the many operating and commercial initiatives that are within our control
- Delivered total synergies of \$45 million through September 30, 2019
- Raising FY 2019 synergy target to \$65 million
- Adjusted EBITDA margin of 24% equivalent to that of Q2 2019, reflecting margin benefits from vertical integration and cost reductions from operational excellence program
- Margin stabilization program enhancing stability of top line
 - Global average TiO₂ selling price has remained level sequentially across 2019
- Zircon continues to deliver strong profitability and margin enhancement
 - Medium to long term outlook for zircon very good with steady GDP-level demand growth and increasing supply tightness globally

Pro Forma Summary Financials	Q3 2019
Revenue	\$ 768
Net Income from Continuing Operations	\$ 26
EPS	\$ 0.13
Adjusted Diluted EPS	\$ 0.21
Adjusted EBITDA	\$ 184
Adjusted EBITDA Margin %	24%

\$ in millions unless otherwise stated
Note: Reconciliations of Non-GAAP financials available in the Appendix.



© 2019 Tronox Holdings plc. | All rights reserved. | tronox.com

3

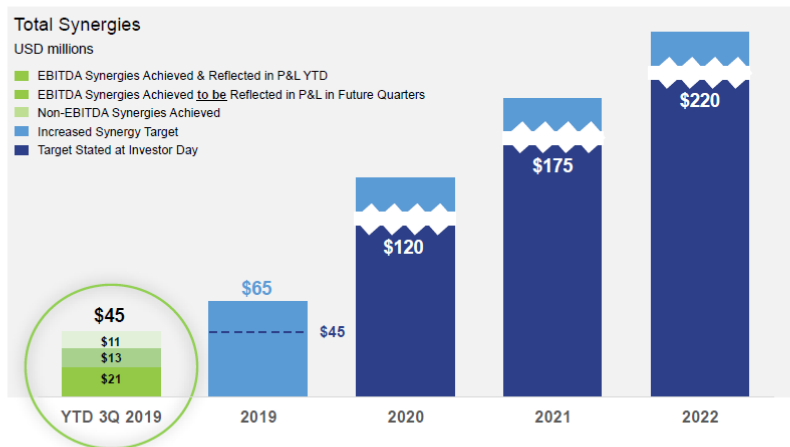
资料来源：Tronox Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

截止第三季度末，我们已经实现了 4500 万美元的协同效应，其中 2100 万美元的协同效应已经反映在前三季度的 EBITDA 中，该数字大部分与 SG&A（销售及管理费用）相关，另外还有一些已实现的原料协同作用和与钛白粉相关的供应链收益。

1300 万美元的协同增效与已经采取的行动有关，这些行动将在未来几个季度流入 EBITDA，这个数字反映了已实现的原料和其他与采矿相关的供应链协同效应，它们位于我们的资产负债表上，并且正如我说，将在未来几个季度影响损益表；1100 万美元的现金协同效应没有反应在 EBITDA 上，包括利息和税金的节省。在投资者日（2019 年 5 月 30 日）设定的最初协同目标为 4500 万美元，我们已经在第三季度实现了这一目标。鉴于强劲的业绩表现，我们将 2019 年协同效应目标提高至 6500 万美元。在展望未来的几年时，我们有信心在未来几年中，我们将能够大大超过我们目前的目标。明年年初我们将提供 2020 年至 2022 年的目标更新。

图 12：特诺的协同效应情况

Actions Taken Have Delivered \$45 million of Synergies YTD




© 2019 Tronox Holdings plc. | All rights reserved. | tronox.com

4

资料来源：Tronox Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

Tronox 的商业表现以及全球市场趋势：首先，同比看第三季度，营收 7.68 亿美元，比去年同期下降 8%，或者备考口径不包括我们去年 9 月出售的电解业务去年同期的收入 1000 万美元的情况下，比去年同期下降 7%。钛白粉销售额为 6.03 亿美元，下降了 4%，销量增长了 3%，而售价则下降了 5%（当地货币计价），以美元计价、价格下跌了 7%（外汇折算损失了约一千万美元的收入）。销售量的增加反映出欧洲和亚洲的库存去化已经完成，北美市场持续稳定。整个价值链的库存在各地区看来基本正常。同比 TiO₂ 平均售价较低的主要原因是 Cristal 在 2018 年的商业策略（指的是 Cristal 2018 年价格基数较高），我们在最近的电话中谈到了这一点。因此，按当地货币计价的同比下降 5% 本质上是上一年的问题。实际上通过季度环比比较可见，我们的全球平均售价基本保持稳定。收购后不久，我们就完全采用了统一的统一商业方法来为我们合并的全球客户群提供服务，我们很高兴在整个区域内找到最小的客户重叠。此外，我们在各地区的平均价格非常相似，因此，合并后的客户群的价格协调计划进展顺利，并于第三季度初完成。

图 13：特诺三季度财务情况同比（备考）

Pro Forma 3Q19 vs 3Q18 Commercial Performance

USD millions	3Q19	3Q18	Change	Volume and Price Changes	Volume	Price
Revenue	\$ 768	\$ 832	(8%)	TiO ₂	3%	(7%)
Revenue ex-Electrolytic	\$ 768	\$ 822	(7%)	Local Currency	N/A	(5%)
Pigment	603	629	(4%)	Zircon	(32)%	(4%)
Zircon	68	104	(35%)			
Feedstock & Other Products	97	89	9%			

- TiO₂ sales volumes up 3%; reflects completion of destocking in Europe and Asia and continued stability in the North America market
- TiO₂ selling prices 5% lower on local currency basis (7% on USD basis) due primarily to legacy Cristal commercial approach in 2018
- Zircon selling prices 4% lower due primarily to product mix; premium grade vs standard grade
- Zircon sales volumes down 32% due to market conditions, primarily in China
- Feedstock and other products sales up 9% on higher CP slag sales volumes



5

资料来源：Tronox Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

锆石，第三季度销售额为 6800 万美元，比去年同期下降 35%。销量下降了 32%，这是由于市场条件疲软，主要是在中国，受到贸易战、环境法规和总体上放缓的影响。售价下降了 4%，这主要原因是产品结构。我们已经看到标准品锆石产品的销售量相对于高档品有所增加，这在很大程度上解释了该季度全球平均售价的下降。在原料和其他产品中，由于 CP 渣的销售量增加，销售额为 9700 万美元，增长了 9%。

环比比较，由于 TiO₂ 和锆石销售量减少，收入为 7.68 亿美元，下降了 7%，部分被 CP 渣销量的上升所抵消。第三季度 TiO₂ 的销售额为 6.03 亿美元，环比下降了 8%。销量下降了 7%，处于季节性典型范围内，而以当地货币和美元计算的售价则下降了不到 1%。

图 14：特诺三季度财务情况环比（备考）

Pro Forma 3Q19 vs 2Q19 Commercial Performance

USD millions	3Q19	2Q19	Change	Volume and Price Changes	Volume	Price
Revenue	\$ 768	\$ 827	(7%)	TiO ₂	(7%)	(1%)
Pigment	603	657	(8%)	Local Currency	N/A	↓ Less than 1%
Zircon	68	89	(24%)	Zircon	(20%)	(4%)
Feedstock & Other Products	97	81	20%			

- TiO₂ sales volumes 7% lower, within seasonally typical range
- TiO₂ selling prices down less than 1% on local currency and USD bases, reflecting success of our win-win margin stabilization program
- Zircon sales volumes down 20% as customers were managing down inventories during the quarter
- Zircon selling prices down 4% due primarily to product mix; premium grade vs. standard grade
- Feedstock and other products sales up 20% on higher CP slag and pig iron sales volumes



TRONOX

© 2019 Tronox Holdings plc. | All rights reserved. | tronox.com

6

资料来源：Tronox Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

我们对自 2018 年第一季度以来经历的市场状况的看法：

在我从事 TiO₂ 行业 30 多年的经验中，这是我记忆中最长的需求收缩期。在此之前，2011 年至 2013 年期间最长为 16 个月。尽管这是需求萎缩时间最长的时期，但从这段时期的价格走势来看，它也是最浅的周期之一。考虑到当前的供应需求基本面，我们认为全球经济下滑已接近尾声。而且，即使全球宏观经济状况反弹幅度不大，也应导致 TiO₂ 需求回升。

关于锆石，销售额为 6800 万美元，环比下降了 24%。由于客户在本季度减少库存，销量下降了 20%。但是，根据发货时间的不同，我们预计第四季度的销量将比第三季度有所增加。正如刚才提到，锆石继续提供强劲的盈利能力和利润增长。锆石的中长期前景非常好，GDP 增长稳定，供应紧张加剧，行业内没有重大项目。中国占全球锆石市场需求的 50% 以上，而中国经济的任何好转都可能导致锆石市场快速复苏。

最后，在 CP 渣（氯化钛渣）和生铁的销量增加的推动下，原料和其他产品的销售额为 9700 万美元，环比增长了 20%。

运营绩效和盈利能力：

首先，看一下按年调整后的 EBITDA 比较。调整后的 EBITDA 为 1.84 亿美元，较上年同期下降 14%。

2018 年与 Cristal 商业方式相关的 TiO₂ 售价降低以及锆石数量减少是主要的商业推动力。部分抵消了这一因素的是有利的外汇汇率，主要是澳元和南非兰特。与去年同期的全部产量相比，由于第三季度的生产停工，我们在澳大利亚的 Cristal Gingko 矿山的运营成本提高。我们在投资者日和第二季度电话会议中确定了停工时间。

当时，我们承诺在八月份恢复全面运营，目前 Ginkgo 矿山已于 8 月如期全面恢复了燃料供应，一切按计划进行。此外，协同效应为 EBITDA 贡献了 2100 万美元的改善，而我们转向完全集成运营所带来的利润又贡献了 1800 万美元。

转到环比比较。第三季度调整后的 EBITDA 为 1.84 亿美元，环比下降 8%，这主要是由于 TiO₂ 和锆石的销量下降以及生产成本提高所致。协同效应为 EBITDA 贡献了 1000 万美元，有利的外汇汇率产生了成本收益，主要是澳大利亚元和南非兰特，也部分抵消了销售量下降的影响。我们在执行方面表现非常出色，并且超额完成了协同工作，但是实现协同作用只是我们卓越运营计划的一部分。

财务状况：

从资产负债表开始。2019 年 9 月 30 日，债务为 31 亿美元，扣除现金和现金等价物后的债务为 28 亿美元。我们的流动资金为 6.61 亿美元，包括现金和现金等价物 3.05 亿美元，和 3.56 亿美元的循环信贷协议。

此外，我们还有 1100 万美元的受限制现金。在过去 12 个月的备考基础上，我们的净杠杆率为 3.8 倍，弱算上 1 亿美元的协同增效，是 3.4 倍。我们继续将净杠杆比率目标设定为 2 到 3 倍。我们的资本配置政策没有改变，优先考虑去杠杆化和在高回报的项目上有纪律的资本支出。

第三季资本支出为 5,900 万美元，低于我们 7,400 万美元的折旧摊销。对于 2019 年全年，我们预测资本支出为 2 亿至 2.15 亿美元，折旧摊销为 2.8 亿至 2.9 亿美元。关于股东回报，我们通过回购大约 2150 万股和定期股息，在 2019 年中已经返还了大约 3 亿 900 万美元。

图 15：特诺财务情况摘要

Financial Position 3Q19 & Outlook

- September 30, 2019 debt of \$3.1 billion
 - \$2.8 billion net of cash and cash equivalents
- Liquidity of \$661 million
 - Cash/cash equivalents of \$305 million
 - \$356 million under revolvers
- Net leverage of 3.8x on TTM basis
 - Assuming \$100 million of incremental synergies, net leverage would be 3.4x
- Capital allocation priorities
 - Deleveraging
 - Disciplined capex on high-return organic projects
 - Returning capital to shareholders
- Returned ~\$309 million to shareholders YTD 2019
 - Repurchased ~21.5 million shares
 - Regular dividend payment
- 2019 Outlook:
 - FY 2019 on a Reported Basis:
 - Revenue of \$2,650 – 2,700 million
 - Adjusted EBITDA of \$615 – 635 million
 - Adjusted diluted EPS of \$0.33 – 0.44
 - Free Cash Flow of \$120 – 135 million
 - FY 2019 on a Pro Forma Basis:
 - Revenue of \$3,015 – 3,065 million
 - Adjusted EBITDA of \$680 – 700 million
 - Adjusted diluted EPS of \$0.25 – 0.36



© 2019 Tronox Holdings plc. | All rights reserved. | tronox.com

8

资料来源：Tronox Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

关于我们对 2019 年全年的展望，全球宏观经济形势仍然不确定，并考虑到锆石需求的近期疲软，但我们对实现协同效应的能力的信心所抵消，我们将展望调整如下：根据报告，2019 年全年，我们的收

入预期在 26.5 亿美元至 27 亿美元之间，调整后 EBITDA 为 6.15 亿美元至 6.35 亿美元，调整后摊薄每股收益为 0.33 至 0.44 美元，自由现金流为 1.2 亿美元至 1.35 亿美元。在备考的基础上，包括 Cristal 的第一季度和第二季度的部分业绩，我们对 2019 年的全年收入预期为 30.15 亿美元至 30.65 亿美元，调整后的 EBITDA 为 6.8 亿美元至 7 亿美元，以及稀释后的每股收益为 0.25 美元至 0.36 美元。

2.3 未来展望

众所周知，过去几个季度的宏观经济环境充满挑战。然而，Tronox 在这个充满挑战的环境中表现良好。然而，我们相信，转机指日可待。正如刚才讨论当前 TiO₂ 和锆石的供需基本面时所说，宏观经济中的任何小幅上升都可能导致这两种产品的需求迅速复苏。当我们进入 2020 年，我们将做好充分准备，参与到经济复苏中来。

尽管供需基本面因素让我们对 TiO₂ 的未来充满信心，但我们对自已能够控制的杠杆感到更加兴奋。我们继续实现我们承诺的协同效应，预计在未来几个季度，随着它们在资产负债表中的工作，将产生巨大的协同效应，贯穿损益表。我们仍然专注于优化我们的全球运营足迹，利用我们的垂直整合。我们继续管理日常开支，并有一个稳健的资本管理流程。

图 16：特诺未来展望摘要

Going Forward

- Current supply/demand fundamentals in TiO₂ and zircon support a recovery should global macro-economic conditions even modestly improve
- Many levers to increasing profitability and cash flow in our control
- We continue to deliver the synergies we promised, with significant synergies anticipated to roll through the P&L in the coming quarters as they work through the balance sheet
- Remain focused on optimizing our global operating footprint, capitalizing on our vertical integration, managing our overhead, and prudently allocating our capital
- Commitment to Sustainability:
 - Corporate citizenship and sustainability an integral part of our global business
 - Improving our safety performance on our Journey to Zero, promoting sustainable corporate growth, investing in green technologies, being transparent in all our business operations, and making positive contributions in the communities where we live and work
- Appointed Melissa Zona as Senior Vice President, External Affairs and Chief Sustainability Officer to drive product stewardship, environmental initiatives, and lead our global external affairs activities 2020
- Announcing Jennifer Guenther as Vice President, Investor Relations effective second quarter 2020

Positioned to be the TiO₂ Equity Offering of Choice



© 2019 Tronox Holdings plc. | All rights reserved. | tronox.com

9

资料来源：Tronox Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

2.4 问答环节

问：如何看待未来钛白粉需求的驱动力？以及库存水平？

答：我将按照区域来划分哪些是最强的，哪些可能不那么强。所以北美仍然非常稳定。我提到了 18 个月的需求萎缩，但北美的需求一直很稳定。

所以我想说，这里并没有太多的变化。在欧洲，在第三季度，我们确实看到了一点需求疲软，8月和9月比我们通常看到的情况更严重。但仍然在我们预期的销量环比下滑5%到7%的季节性范围内。进入第四季度的亚太地区，与第三季度相比可能仍有些稳定。

关于中国，我们已经看到了一些竞争活动，我认为需求仍然缓慢。虽然没有太大的起色，但我认为，当我们考虑到经济衰退在那里持续了多长时间时，我们有信心进入2020年，不仅在二氧化钛方面，而且在锆石方面，我们应该在明年某个时候开始看到起色。

关于第二个问题，很多公司都已经发布了三季报结果，所以除了我们自己的报表之外，我将不参考其他任何人。在第三季度，我们通常会增加一些库存，而在第四季度，我们也计划在这些季度中定期进行维修。所以我想说，尽管我们的库存可能有所增加，但仍在正常范围内。

问：关于协同效应的一个问题，您在2019年预期的6500万美元，这是年底的增长率？如果这不是年终增长率，您认为年终增长率会是多少呢？

答：是的，这个数字是这一年将要实现的数字，并不是所有这些数字都会在2019年通过损益表流过。其中一些将被计入资产负债表并在未来几个季度转入损益表，但这将在本年度实际采取的行动中实现。

问：继续关于协同效应问题，在投资者日（5月30日）上，您提出在2019年实现或将实现4,500万美元的目标，现在将其提高至6,500万美元。对于2020年，回到在投资者日，预期协同效应2020年为1.2亿美元，而今天的幻灯片显示的数字相同。我很好奇也许您也可以在2020年超过1.2亿美元？我们应该如何考虑？

答：首先，我们现在每天都在寻找新的方式来利用这种新的业务模式来创造价值。因此，这是新的机会。除了我们期望的东西之外，还有发现的东西。就像我也说过的那样，我们相信，我们将能够大大超过目前为2020年制定的目标。我们在2020年2月时将提供更新的目标。所以很明显，当我们进入新的一年，我们将增加这些目标。所以，关键在于找到协同效应，更快地实现协同效应，找到没有预见到的新机会。

问：我知道您不想评论一些竞争对手的库存水平，但是我很好奇您认为客户库存水平如何？作为其一部分，您能否提供有关保证金稳定计划（bespoke margin stabilization）情况的最新信息，合同谈判的讨论正在进行中？

答：从客户的角度来看，我认为无论您身在何处-就像我提到的那样，我们一直处于收缩期。因此，客户通常不会建立大量库存。

因此，我认为客户库存根本没有增加。它们实际上可能已经下降了一些，尤其是在今年年底进入平衡状态。每个人通常都会有营运资金项目。因此，我认为客户库存根本没有增加。

因此，我想说这可能是正常的库存水平，或者略低于正常水平。至于保证金稳定计划，我们非常致力于此。我们现在继续在北美以外的地区取得成功。我们此前在美国的涂料市场已经取得了许多成功。现在已经迁移到其他领域，例如塑料。因此，我们将在该领域继续取得良好进展。我认为这反映在我之前的评论中，尽管需求萎缩的时间更长，但我认为，在此期间，整个行业的利润率稳定计划支撑了价格的轻微波动。

问：第一个问题是关于锆石的。您的销量下滑了 32%。您认为这就是行业整体下滑的原因吗？还是放弃了市场份额？一般情况下，您的优质级和标准级之间的比例是多少？

答：第一个问题是-我们的竞争对手发布了结果，并且与我们的结果非常相似。所以我不认为这是市场份额的损失。因此，严格地说，这是需求模式的某种改变。

我没有确切的数字。但是，高端市场上的锆石可能大概是我们正常销量的 60%，而低端的标准登记的锆石约为 40%。但是，上个季度的销售比例有些倒转，这就是我们在本季度价格环比下滑 4% 的部分原因。

问：关于幻灯片 7 中的三季度 1800 万美元的协同效应收益。这 1800 万美元到底是什么，这是您生产一吨矿石的成本还是您在公开市场上购买矿石的成本？那么在 2020 年和 2019 年相比，我们在协同融合程度将提高多少呢？

答：我不知道我是否记得第一季度的电话会议，但是由于垂直整合，我们已经建立了一些库存。结果，我们最终在资产负债表上放了一堆递延保证金。这只是本季度通过损益表的成本较低的矿石。大部分递延保证金已在第二季度和第三季度实现。因此，已经实现了垂直整合收益，并且我们将继续实现垂直整合收益，这是我们协同效应的一部分。今年以来，我们已经大约有 70% 的内部采购。明年，这个数字将增长到 78%。

问：关于钛白粉和锆石的问题。钛白粉销量环比下降了 7%。我只是想了解一下，您们谈到了季节性的下降，也许这和季节性的需求趋势是一致的。所以问题是，这种收缩是否与您们在更广泛的市场中看到的一致？我想，您们保住市场份额了吗？

答：已经有三家公司（科慕、泛能拓、康诺斯）公开数据了。因此，其中一家的市场份额增加了。

另外两个 Q2 到 Q3 的减少幅度与我们的相似。所以我相信，当我们考虑到大部分的销量，以及 7% 的下跌，实际上很多都发生在欧洲。如果您想一下我们的份额，此前大约 50% 的交易量是在北美。这个数字现在比以前少了。

随着大公司的合并，我们在欧洲有了份额。我之前提到的假期，8 月，9 月，对第二季度到第三季度需求的季节性变化影响比之前更大。简而言之，我不认为我们失去了任何重要的份额，我相信这是季节性的。

问：您能告诉我们您对钛矿方面的趋势有什么看法吗？供需状况如何？从定价的角度来看，未来几个季度如何预期？

答：所以从矿石的角度来看，我们继续看到矿石的供应需求处于紧张状态。没有太多的新项目。因此，我怀疑，随着我们进入年底，这显然是我们开始谈判的时候，钛矿价格的上行压力仍将存在。

我们看到天然金红石价格处于很高的水平，我们没有理由认为价格会下降。实际上，市场对所有类型的原料仍然很紧张。这就是我们垂直整合的优势所在。

我们确实买了很多原料，今年这一比例为 30%。明年，我们将减少所用外部矿石的比例。因此，我们认为这是垂直整合的一个优势，因为在这个市场上，原料的价值正在上升。

钛铁矿显然对中国未来的发展有影响。中国钛精矿价格下滑大约是每吨 80 美元/吨，它仍在每吨 160 美元至 170 美元之间浮动（2017 年年中 1850，现在 1350）。在我们看来，这将继续给成本和最终价格带来压力。

问：能谈谈在 Yanbu 取得的进步吗？三个月前工厂的状况如何？您今天怎么看？它是如何变化的，这些问题是否棘手？他们正在解决吗？

答：我们对所取得的进展感到非常满意。刚才所描述的市场现实表明我们没有必要在 Yanbu 提高更多产量。所以我们把所有的努力都放在了提高质量上。

Yanbu 是我们汉密尔顿工厂的复制。Yanbu 工厂生产的产品质量远低于我们近年来在汉密尔顿所能达到的水平。目前，我们正在逐步改变 Yanbu 生产的等级，我们看到了质量上的进一步改善。当然，我们在这方面还有工作要做。

但这正是我们目前正在努力的地方。从本周一起，我们在密西西比州汉密尔顿工厂有一个沙特运营商小组，和他们的美国同事一起轮班，在 Yanbu 相反、正好也有一个美国运营商小组。我认为这就是垂直的优势——是同一技术公司的结合。

问：北美洲的 TiO₂ 公司的产量已经下降，但来自中国的二氧化钛仍在不断增加。他们一个月要出口至美国 8.5 万吨或 9 万吨，看起来他们要比去年多运 7 万吨，而且中国的氯化法钛白粉的进口量确实在急剧下降。您怎么看待这种现象？为什么从中国进口的量一直在增加？您们有没有因为中国氯化法进口量减少而受到任何影响？

答：我们关于中国出口的数据表明，中国每年仍在浮动约 100 万吨。因此没有重大变化。在过去的四个月中，它非常稳定。

显然，美国已经实施的贸易关税对美国进口的 TiO₂ 产生了影响。今年以来，美国进口的 TiO₂ 实际上从每年约 7 万吨下降了约 72%。所以 TiO₂ 会转移到其他地方。

我认为中国二氧化钛出口增长的地区可能更像是印度和巴西。所以产量在不断变化，但我看不到这个水平——至少在过去的四个月里，我们没有看到明显的变化，接下来的 12 个月中国出口预计仍然是每年 100 万吨左右。至于中国的钛白粉进口量（氯化法），在过去 10 年里地区没有太大变化，10 年来每年在 22 万到 25 万吨浮动，没有增长我认为这与在中国经营的中国公司倾向于从中国公司购买有很大关系。

我们在中国有一个竞争对手正在增加氯化法的生产能力，我们将继续与他们长期竞争。但我想，总体来说是让更多的产品进入出口市场，我只是没有看到这种趋势，至少最近没有。

问：Jazan 冶炼厂是否有更新？是否还在按计划于 2020 年初启动一个炉子？

答：是的，第一个熔炉启动和调试将在 2020 第三季度进行。

问：您明年谈论 78% 的钛原料配套时，是否包括 Jazan 增量产品？或者算上 Jazan 还有进一步的上升空间？

答：不，该年度不包括 Jazan 提供的任何产品。随着第三季度的启动，Jazan 可能会有一些增量。但这 78% 就是我们从现有的现有资源中获得的收益。正如刚才所说，这只是在整个投资组合中优化原料的价值和使用。

问：在双赢的 TiO₂ 定价模型上，您的涂料和塑料客户之间是否存在分歧，谁更倾向于参与该模型？

答：总的来说，并不是每个客户都会接受我们关于保证金稳定性的想法。它与购买行为以及相信稳定是积极的有关。有人同意这一点。我们正在这方面取得良好进展。我认为，随着我们取得更大的进步，该行业将朝着这个方向发展。

问：似乎资本支出预期已经下降。我想您之前说过 2 亿到 2.15 亿美元，我们之前的数字是 2 亿 3 千万到 2 亿 5 千万美元。只是想知道我们是否应该预期在预测年度会有类似的下调，以帮助支持现金生成？再加上新的 EBITDA 和自由现金流指引，这是否改变了您考虑去杠杆化的节奏？

答：就资本而言，我们目前正在考虑 2020 年的一些项目，这些项目将显著提高我们的单吨 EBITDA。所以很明显，我们将平衡这些与去杠杆化相关的决定。由于它与去杠杆化有关，我们对它的看法根本没有改变。我们的目标仍然是在未来两三年内将债务总额降至 25 亿美元。我们相信，随着市场复苏，以及我们对协同效应的持续推动，我们将能够实现这一目标。

问：关于 Jazanslagger 项目，如果项目成功，2021 年预期会贡献多少 EBITDA？

答：从我的角度来看，有一个炉子即将启动。那是两个炉子，一个炉子先于另一个炉子。EBITDA 的金额可能在 5,000 万至 7,500 万美元之间，或者在 5,000 万至 8,000 万美元之间。实际上，这取决于这些炉子的开工率提升进度。

问：关于 2020 年的 TiO₂ 需求，如果我们考虑一下需求的基本水平，您已经谈到了潜在的需求——如果 2020 年有需求拉动，那么需求的基本水平有什么好处？

答：在这个阶段我们不会提供 2020 年的指引。但我想说的是，正常的 GDP 增长需求是我们通常看到的追踪 TiO₂ 的需求。而且，从历史上看，当我们考虑从收缩到扩张的周期时，您会发现有时仅仅是补充库存就会出现显著的上升。所以在这个特殊的阶段，我还没有准备好提供任何真正的指引。我只想说，当我们考虑到 2020 年的预算过程时，我们已经看到了一系列的结果。明年我们可能会有更多关于这个周期的信息，我们会提供一些。

问：关于锆石，您提到高等级：标准登记的百分比从 60%降：40%，再到 40%：60%。您认为这是一次性的吗？还是那里有更长的趋势？您认为锆石下游客户的库存水平是多少？

答：具体来说，我们通常会溢价出售 60%的量，标准价格出售 40%的量，但现在情况已经发生了变化。不是 40%：60%，但很明显，在第三季度，我们销售了更多的标准等级，因为那是大部分在市场上销售的。

我们倾向于和那些在市场上销售的产品竞争。所以我不认为这是一个长期的事件。关于库存，我认为我们的客户库存，我们已经开始看到一些迹象，特别是在印度的重新订购。所以我不认为在这个特殊的阶段，客户的库存远远超出了他们应该在的位置。在某些情况下，它们比应该的要低。

3. 附：泛能拓（Venator）三季报电话会议解读

3.1 会议基本信息

时间：2019年11月7日，美国东部时间上午9:30

地点：美国

出席：Simon Turner，总裁兼首席执行官
 Kurt Ogden，执行副总裁兼首席财务官
 Jeffery Schnell，投资者关系总监

3.2 核心要点

2019年上半年经历的宏观经济挑战和不确定性在第三季度持续存在。尽管存在这些不利因素，Venator还是实现了5000万美元的调整后EBITDA和0.08美元的调整后摊薄EPS。

图 17：泛能拓财务数据摘要

\$ in millions, except per share amounts	3Q19	3Q18	2Q19
Revenues	526	533	578
Net (loss) income attributable to Venator ^(a)	(19)	(368)	21
Adjusted net income attributable to Venator ^{(2)(a)}	8	34	14
Adjusted EBITDA ^{(2)(a)}	50	77	61
Diluted (loss) earnings per share ^(a)	(0.18)	(3.46)	0.20
Adjusted diluted earnings per share ^{(2)(a)}	0.08	0.32	0.13
Net cash provided (used in) by operating activities	14	1	(21)
Free cash flow ^{(4)(b)}	(5)	(103)	(50)

(a) Includes an \$8 million nonrecurring benefit in 3Q19, due to a change in plant utilization rates, which increased our overhead absorption and corresponding inventory valuation at certain facilities
 (b) Does not include a \$15 million benefit from monetizing cross-currency interest rate swaps in the three months ended September 30, 2019

资料来源：Venator Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

3.2.1 钛白粉板块分析

第三季度，公司的钛白粉部门业务获得实现了5100万美元的调整后EBITDA，而2018年第三季度去年同期为7500万美元。以当地货币计算的钛白粉的平均售价与去年同期相比同比下降了7%，但在环比下连续第二个季度保持稳定。

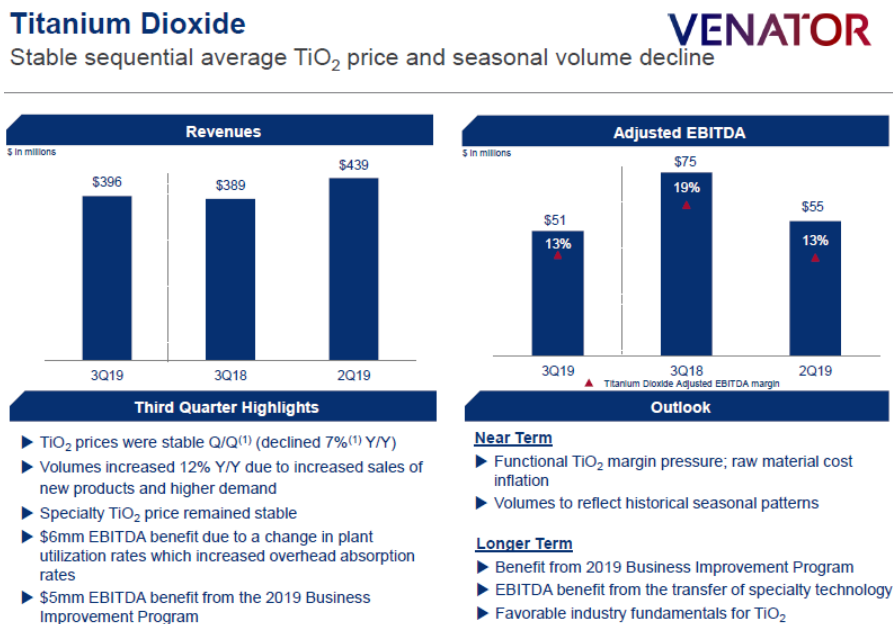
由于我们对供应网络的有效管理以及客户定制机制，价格波动得以减小。欧洲是的功能性钛白粉（通用型产品）产品的价格去年同期是价格最高的地区，19Q3同比降幅最大。欧洲的价格已经下降到了更稳定的北美地区的水平；第三季度末时，欧洲的平均价格（以美元计价）已低于北美地区的平均价格。亚洲的价格也主要由于中国需求疲软而同比下滑。北美价格依然是最稳定的。在全球范围内，钛白粉的平均价格环比保持稳定。特种钛白粉的价格较功能性钛白粉来说仍然更具弹性。

在第三季度，由于贸易不确定性摩擦导致某些相关产品的适度去库存，价格与去年同期相比是稳定的。尽管需求和价格相对稳定，如此，相对的需求稳定性和价格动态明确了但我们依然将致力于将完成生产从 Pori 转移到我们工厂产能转移的承诺，最终巩固我们在这些高价值应用程序产品中的领导地位。与上年同期相比，单三季度钛白粉板块的销量同比增长了 12%，并广泛应用于且在不同地区应用和不用应用地区中都有广泛的应用。增长的主要原因是新的差异化产品的销售增加，某些产品的可用性提高以及与上年同期相比的客户库存减少去库存。

需求在 2019 年第三季度恢复正常，并且新的差异化产品的销售也有所增加。第三季度北美地区的钛白粉平均销售价格环比保持稳定，这符合我们在查尔斯湖的生产基地的销售情况，以及我们旨在减少价格波动的客户定制产品策略。亚洲仍然是钛白粉的重要消费国并且高度分散。第三季度中国需求仍然疲软，尽管除中国以外的亚洲需求相对稳定。我们在亚洲的产品价格环比保持稳定，反映出我们在该地区的差异化市场地位。我们在亚洲的业务规模仅限于我们在马来西亚的产能，与我们在北美的业务规模相当，并向该地区出口了特种和差异化钛白粉加以补充。欧洲是我们最大的钛白粉市场，约占钛白粉总收入的一半。欧洲的销量同比小幅增长，这得益于新的差异化产品的销量增加以及去年同期客户去库存造成低基数；欧洲地区的季度均价环比保持稳定，同比有所下滑

第三季度，我们的可变成本通胀率较高，其中包括较高的原材料成本（主要来自高品位矿石）以及由于调整生产网络而导致的较高的固定成本摊销。这些不利因素被工厂利用率变化带来的 600 万美元的非经常性收益所抵销，这增加了我们的间接费用摊销和相应的库存估值。而业务改进计划带来了 500 万美元的收益。尽管存在近期压力和预期的季节性不利因素，但较钛白粉行业长期基本面仍然向好。

图 18：钛白粉业务情况



资料来源：Venator Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

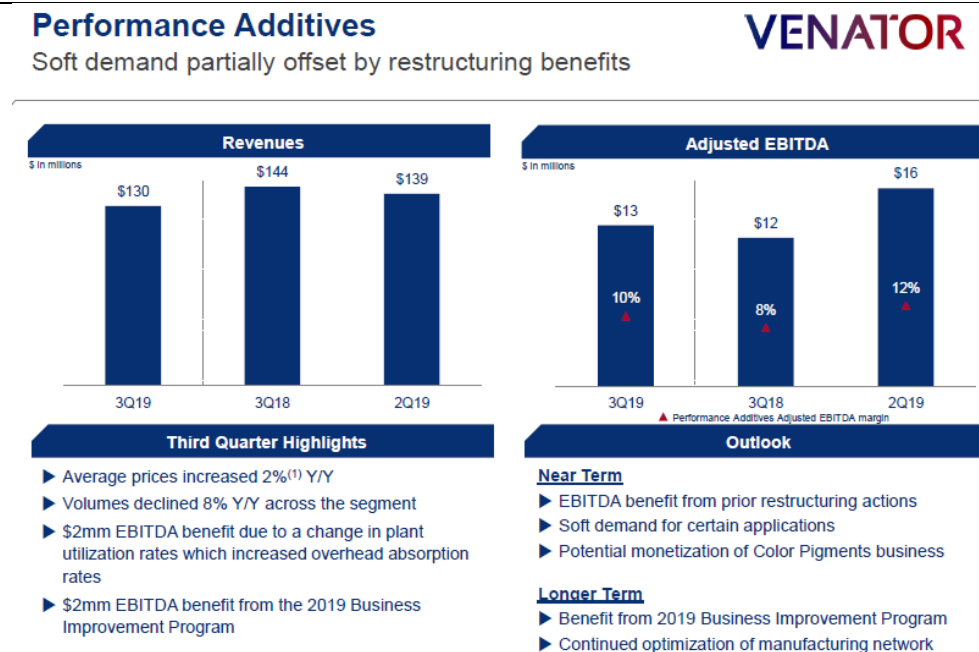
3.2.2 性能添加剂板块分析

在功能添加剂板块，由于销量同比下降 8%，外币汇率造成 2% 的不利影响以及其他因素带来 2% 的不利影响，均价同比上升 2%，收入比去年同期下降了 10%。彩色颜料的销量主要受到北美建筑相关应用产品需求下降和塑料需求下降的影响。价格上涨的部分原因为当前美国和中国贸易政策有关的关税的传导。木材处理产品销量与去年同期相比有所下降，这主要是由于 2018 年第三季度招标失败导致对我们一位大客户的销售量下降。由于产品销售组合变动，第三季度的平均售价略有上升。

由于客户持续去库存，汽车和电子产品应用的需求弱于预期，对功能性添加剂的销量产生了负面影响。我们预计需求疲软的状况将持续下去。高性能添加剂部门在本季度实现了 1300 万美元的调整后 EBITDA，比去年同期增长了 100 万美元，环比下降了 300 万美元。EBITDA 同比弱增长，主要是价格上涨和成本下降、业务改善计划以及销量下滑综合作用的结果。

第三季度，我们从工厂利用率的变化中获得了 200 万美元的非经常性 EBITDA 收益，同时也增加了我们的间接费用支出。在过去的两年里，我们已经采取了有意义的措施来简化我们每项业务的成本结构。鉴于更严峻的市场行情，特别是在汽车和电子产品的终端需求，我们正在调整对该业务盈利能力的预测。我们现在预计，2019 年的性能添加剂 EBITDA 将低于 2018 年的 6200 万美元。

我们在第三季度对彩色颜料业务进行了全面的审查。因此，我们已经确定有意义的自助措施，旨在提高业务的盈利能力在未来三年为类似数量的投资约 1000 万美元。我们已经确定的改进是成本节约和效率的结合，2019 年的预期结果也将受益。我们相信这些行动将增强颜料业务的竞争力和现金收入。

图 19：性能添加剂业务情况


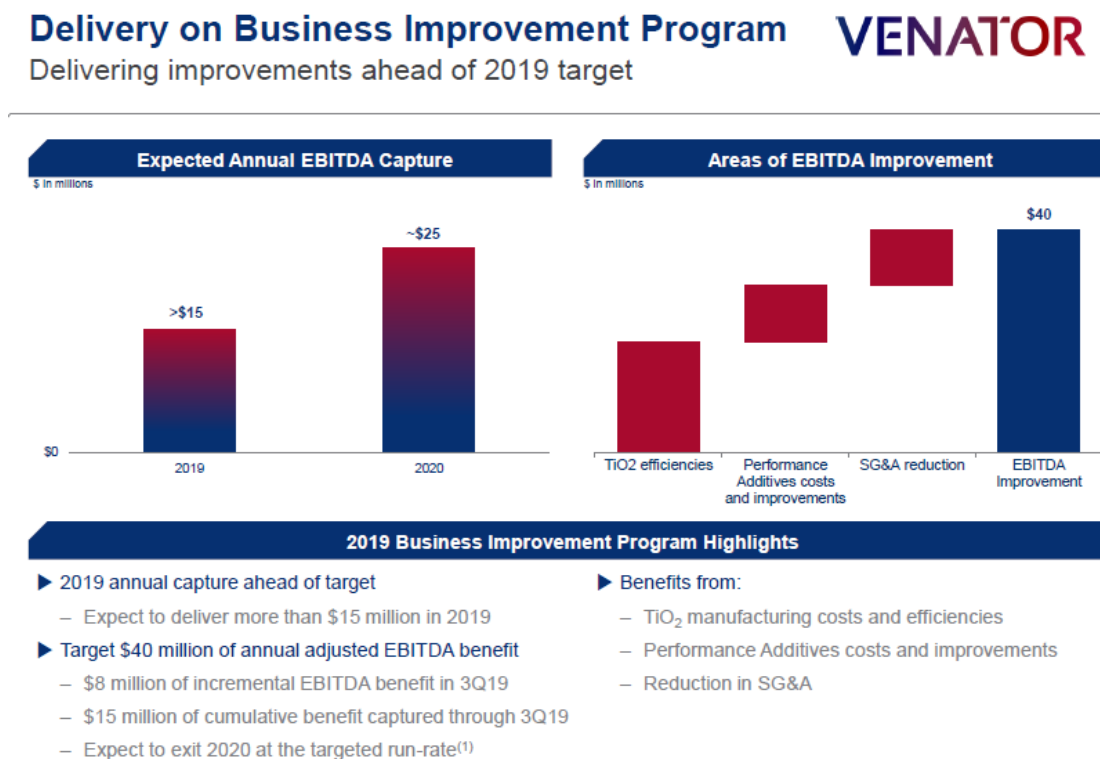
资料来源：Venator Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

3.2.3 业务改善计划

我们继续集中精力加强业务和改善现金流。在顺利完成了前期计划之后，我们于 2018 年第四季度开始了 2019 年业务改进计划。

成本和业务改进计划旨在通过提高钛白粉生产效率、减少 SG&A 以及性能添加剂部门的其他生产和运营改进，每年产生 4000 万美元的 EBITDA 效益。我们打算在 2020 年年底前完成所有必要的行动，以实现我们的目标，使本年度达到满负荷运转的水平。单三季度，我们从 2019 年业务改善计划中获得了额外的 800 万美元 EBITDA 收益。到目前为止，我们已经实现了 1500 万美元累计效益。预计在第四季度将获得超过最初预测回报，且 2019 年全年将远超 1000 多万美元回报的预期回报。

图 20：业务改善计划



资料来源：Venator Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

3.2.4 调整后 EBITDA

在第三季度，调整后的 EBITDA 总额同比下降了 2700 万美元。

下降的主要原因是我们的钛白粉板块的平均售价降低，原材料成本上升和产量的固定成本摊销减少，即使工厂利用率变化实现了 800 万美元的非经常性 EBITDA 收益。这增加了我们在 2019 年第三季度的间接费用摊销和相应的库存估值。尽管性能添加剂的销量有所下降，但由于新型钛白粉产品的销量增加，某些设施的产量提高以及同比需求有所增加，推动总销量得以增长。

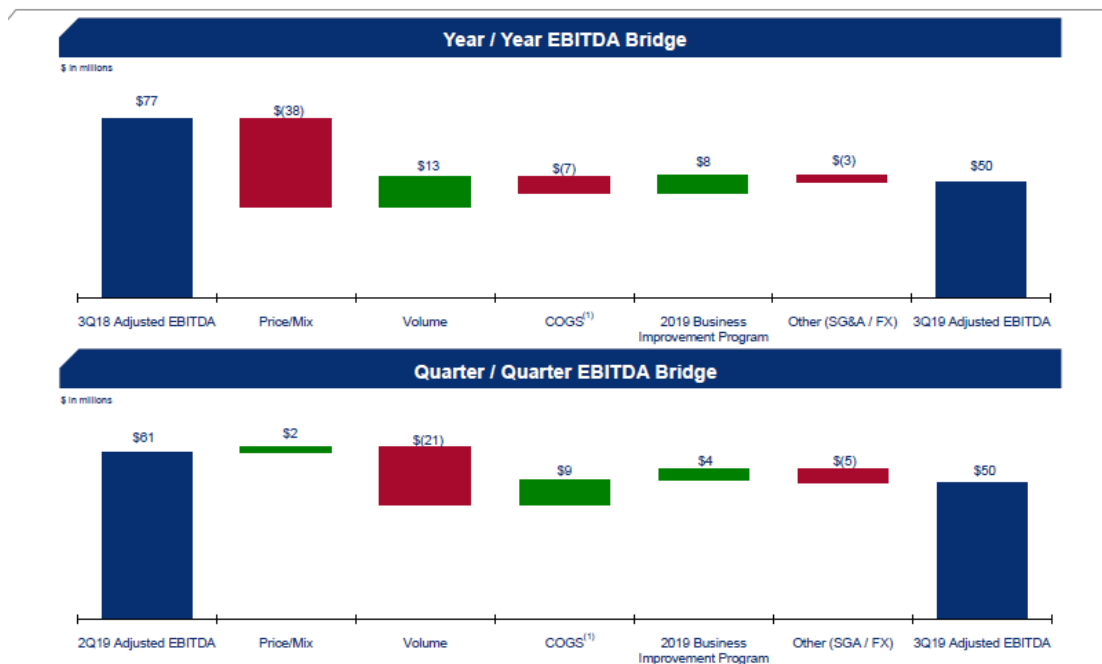
钛白粉和性能添加剂的季节性销量下降是造成环比销量下降的最大原因，而价格则较稳定，原材料价格上涨稍为不利。我们继续受益于我们正在进行的业务改进计划，该计划抵消了外汇及其他方面的不利影响。

图 21：调整后 EBITDA 同比

Adjusted EBITDA Bridges

Third Quarter 2019

VENATOR



资料来源：Venator Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

3.2.5 Capital Resources

图 22：资本资源及预期

Capital Resources

VENATOR

\$ in millions	Actual		Estimate	Financial profile
	3Q19	YTD	2019E	
Cash Uses				
Adjusted EBITDA ^(a)	50	171		► Liquidity of \$325mm as of September 30, 2019
Capital expenditures ⁽¹⁾	(25)	(73)	~(115)	– \$40mm of cash and \$285mm available under the ABL
Cash interest	(18)	(41)	~(45)	– \$15mm of cash proceeds from the monetization of cross-currency interest rate swaps
Primary working capital change	18	(73)	15-30	► Net debt leverage ⁽³⁾ of 3.3x
Restructuring	(5)	(22)	(25)-(30)	– No significant debt maturities until 2024 ⁽⁴⁾
Other (includes pension)	(22)	(40)	(60)-(70)	► Taxes
Cash income taxes	(1)	(4)	<(10)	– 2019 expected adj. effective tax rate of ~35%
Pori cash expenses, net ⁽²⁾	(2)	(55)	(65)-(70)	– Long-term adj. effective tax rate of 15-20% with a cash tax rate of 10-15%
Total free cash flow^(a)	\$(5)	\$(137)		– ~\$1.1bn of Net Operating Losses

^(a) Includes an \$8 million nonrecurring benefit in 3Q19, due to a change in plant utilization rates, which increased our overhead absorption and corresponding inventory valuation at certain facilities
^(b) Does not include a \$15 million benefit from monetizing cross-currency interest rate swaps
 See Appendix for reconciliations and important explanatory notes

8

⁽¹⁾ Includes specialty technology transfer capital expenditures
⁽²⁾ Includes Pori wind-down costs, closure costs and prior capital expenditures at Pori unrelated to the transfer program
⁽³⁾ Defined as net debt divided by trailing 12 month adjusted EBITDA as of September 30, 2019
⁽⁴⁾ Scheduled maturities of our debt, excluding debt to affiliates and excluding borrowings under the ABL

资料来源：Venator Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

截至第三季度末，负债净额为 7.13 亿美元，净杠杆比率（Net debt leverage）约为过去 12 个月调整后 EBITDA 的 3.3 倍，总流动资金（Total Liquidity）约为 3.25 亿美元，其中包括 4000 万美元现金和 2.85 亿美元未动用的资产循环贷款（Asset-based Revolving Lending Facility）。直到 2024 年，公司没有任何重大债务到期。

我们继续享受相对较低的税率。这主要是因为一些经营所在国家的税率较低叠加 11 亿美元的营业亏损净额用以抵消费税。我们的税务开支主要受到我们经营所在的税收司法管辖区的收入和亏损的相抵以及某些司法管辖区的备抵计价的影响。从 2019 年第二季度开始，我们采用了标准化调整后的有效税率，该税率更好地反映了我们运营所在的不同司法管辖区适用的当前加权平均税率。因此，我们预计 2019 年调整后的有效税率约为 35%，高于我们 15% 至 20% 的长期调整后的有效税率的预期。我们的 2019 年现金税费将少于 1000 万美元，而我们对 10% 至 15% 的长期现金税率指引仍然有效。

第三季度的自由现金流总额为 500 万美元，其中不包括三笔跨货币利率掉期的货币化投机活动所得的 1500 万美元。我们同时签订了三份新的跨货币利率合同，将 2 亿美元的美元债务转换成欧元。这些新合约的作用是降低我们的加权平均债务成本，更有效地利用我们以欧元计算的利润。此外，与未对冲头寸相比，到 2024 年 7 月到期时共节省约 2000 万美元，每年可节省约 400 万美元。我们对 2019 年资本支出的预测已降至约 1.15 亿美元，不包括约 4000 万美元的与 pori 相关的资本支出。

我们将在保证资产的完整性或可操作性前提下保持对资本支出预算的警惕。不计与波里相关的资本支出，我们对 2020 年资本支出的初步展望不到 1 亿美元，如果市场条件允许，我们可以进一步减少这一流出。

现金利息的前景保持不变，约为 4500 万美元。2019 年的现金税预计将低于 1000 万美元。对于 2020 年，我们预计现金利息将在 4,000 万美元至 4,500 万美元之间。

我们已将 2019 年重建的现金支出估算额从 2500 万美元增加至 3000 万美元。到 2020 年，我们预计这将约为 2000 万美元。我们已经确定了我们在彩色颜料业务中的 1000 万美元自助改进计划。2019 年的养老金和其他费用保持不变，预计为 6,000 万至 7,000 万美元。根据目前的钛白粉行业前景，我们预计 2019 年全年同比的营运资金减少 1500 万美元至 3000 万美元。我们的营运资金预测的变化也是工厂利用率变化的结果。我们将在第四季度电话会议上提供有关 2020 年营运资金预期变化的最新信息。

最后，2019 年我们与 Pori 相关的支出预计将达到 6500 万美元至 7000 万美元，其中包括约 4000 万美元的资本支出。到目前为止，我们在 2019 年花费了 5500 万美元。Pori 的现金支出正在急剧放缓，我们预计 2020 年与 Pori 的相关支出将少于 3,000 万美元。我们认识到恢复正的自由现金流的重要性，并集中精力在短期内减少现金使用。我们预计在明年初的第四季度财报电话会议后，更新这些 2020 年初期现金使用预估情况。

3.3 未来展望

我们预计第四季度充满挑战的经济背景将继续。预计销量将反映历史类似的季节性变化。此外，我们预计利润率将面临一定压力，因为我们将面对更高的原材料成本以及工厂维护带来的更高的成本，以及开工率降低带来的不利因素。长期而言，钛白粉行业的基本面仍然良好。钛白粉行业的库存已回到平均水平，并且产能增加与行业内增长水平保持一致。

图 23：泛能拓未来展望



资料来源：Venator Earnings Call Presentation, www.fool.com, 东兴证券研究所

我们致力于为客户定制产品的方法，且积极管理我们的生产网络和库存，并执行更多样化的客户协议，从而降低了价格和销量的波动。2019 年我们更稳定的价格可以作为有力证明，并且由于创新的新钛白

粉产品的销量增加而促进整体销量增加。目前，我们正在按阶段转移 Pori 的特种钛白粉技术。这些行动将加强我们在这些更高价值和更稳定应用中的领导地位。

我们加快了业务改进计划的进度，迄今为止，已实现 1500 万美元 EBITDA。我们致力于按承诺实现剩余的成本削减和运营效率提升。我们还为彩色颜料业务确定了 1000 万美元的 EBITDA 增量收益，以提高该业务在未来几年的盈利能力。

我们致力于减少现金使用并产生正的自由现金流。与我们之前的预期相比，我们已采取了有意义的措施来减少我们的 2019 年预期现金流出，这是由资本支出减少所证明的。与 2019 年相比，我们对 2020 年的初步展望表明现金使用量将大大减少，我们仍将重点放在进一步减少这一支出上。我们完全致力于通过积极的投资组合优化来最大化股东价值，其中包括在短期内探索我们彩色颜料业务的潜在市场。

3.4 问答环节

问：为什么要着重于彩色颜料业务而不是功能性添加剂和木材处理？它们是什么？从长远来看，彩色颜料更具战略意义吗？

答：我们一直说我们努力创造股东价值。我们经常尝试准确的描述添加剂业务的三个主要组成部分。让我们回顾一下彩色颜料：第一，这是一些较小的工厂，在某种程度上与我们的主要钛白粉及这些工厂的产品（蓝色，红色，黄色，黑色颜料）是被搭配在一起的；第二，木材处理特许经营权与我们的核心钛白粉特许经营权是分开的，无论是在战略还是在实用性方面，都是非常独立的美国为主的业务；最后，我们的性能添加剂特许经营权与木材完全不同，因为它已与德国杜伊斯堡工厂高度融合。因此，功能性添加剂与我们的业务和钛白粉产品非常契合。因此在我们的核心业务中至关重要。正如我们在彩色颜料中所提到的，我们在木材业务中如果发现客户有兴趣并询问，所以我们也可能会考虑到进行进一步探索。

我们乐于为股东创造价值。但是，我们目前正在专门考虑我们的彩色颜料业务。我们进行了一系列调研，并将其与我们现在认为可以改善的业务相匹配，而不仅是之前提到的 1,000 万美元的改善计划。

问：鉴于目前所说的钛白粉价格有所稳定，您对 2020 年钛白粉价格的展望如何？

答：如果我们回顾过去的话，那么该行业在去年下半年就出现了需求震荡，约占需求量的 25%。与 2008 年和 09 年相比，这并不算什么。当然，这种严峻的挑战性需求状况几乎一直持续到 2019 年。但通过价值稳定计划和客户定制办法，我们过去 18 个月顶住了严峻的市场行情，而且我们的库存处于适当的水平，大约在 50 天之内。对于 2020 年，现在定价还为时过早，市场可能会有一系列结果。当然，艰难的宏观经济形势可能会持续下去，甚至在下行通道上变得更加黑暗。

另一方面，Venator 成功地为我们的钛白粉价格设置了更高的下限。我们将库存设定在一个合适的水平。而且我相信，目前整个产业链，整个行业以及我们的客户群中，库存非常有限。在这里，任何新的需求，即使再小都将（您都可以肯定）会对需求产生拉动。到那时，随着原材料价格减缓增长，我们将又回到了开拓利润空间的阶段。虽然时间上不确定，但我们已经为此做好准备。

问：请问是否可以提供有关库存估值增加的更多详细信息。在过去的一年中，利用率已经有了很大的提高，但这是你们第一次把这种情况称为一次性的调整。这次大幅调整是对多个季度的补偿性调整吗？

答：我们的确在持续关注当前和预期的利用率，并将这些假设纳入我们的标准成本核算输出中。由于这段时间调整后成本变化幅度累计到较大程度，所以这次我们着重点明。这并不是我们希望逆转的事情，

它已纳入我们未来的标准成本核算中。预计该假设的未来变化都将是很小的，并且不会再如此次这样着重提出。

问：第四季度如果，销量还收季节影响而降低，导致相应费用摊销依然保持相对较高的水平，您仍然希望能将其纳入存货估值中吗？

答：是的。

问：就成本而言，公司对第四季度及 2020 年进行展望如何？您认为原材料和其他成本会如何？

答：首先谈谈第四季度。我们在今年早些时候就宣布了原材料价格上涨导致的 4000 万美元的不利影响。我们多次谈到这一优势与我们最大的支出项目（即原料和矿石）有关，大约占其中的四分之三。我们说过大约三分之二的原材料成本上涨将发生在前半部分，而第三季度影响减弱。到 2020 年，我们尚不愿意对直接成本前景发表评论。我们在供求关系的基础上看不到任何理由表明明年我们的成本会继续上涨。但坦率地说，我们仍然需要进行一些讨论，以便能够更充分和明确地对此发表评论。此外，我们还在彩色颜料领域提出 1000 万美元成本改善方案，也将能够降低成本提高效率。

问：关于 Pori，我想知道 2019 年和 2020 年两类项目的现金支出情况。第一类，仅就关闭工厂或进行补救而言的支出。而第二类项目就是将某些精加工设备移至其他工厂所产生的成本。再者，何时这些设备能真正开始为公司增加 EBITDA？

答：关于 Pori，2019 年全年的估计花费 6,500 万美元至 7,000 万美元，其中包括与我们项目的关闭相关的 4000 万美元资本支出。我们在 2019 年初花费了大部分资金。随着推进，目前我们的花费主要在 Pori 的退出生产相关的事项。我们的资本支出安排在 2019 年全年为 1.15 亿美元以上，其中大约有 1500 万美元的资本支出是用于整合从 Pori 转移出去的产能。2020 年，我们将完成许多产品线转移工作，包括例如特种油墨，化妆品，纤维。因此，我们将在 2020 年看到这些转移后项目带来收益。当然，值得注意的是，我们在 2020 年和现在的经济状况与我们在 2018 年最初确定计划的经济状况略有不同。但大部分生产线已被转移出去，在 2020 年将带来收益。

问：关于钛白粉量销量增加了 12%。请问主要是在功能性，差异化或专业化钛白粉产品中哪个贡献的？

答：因为 2018 年是相当令人失望的一年，行业内全球需求下降了大约 6%。2019 年也是艰难的一年。我们的对策，同样是价值稳定措施所包含的对策，是引入创新产品。我们认为销量增加有一半是以新产品贡献的，这些新产品属于差异化的塑料和涂料领域，包括氯化法和硫酸法的产品。我们的收入主要是来自于欧洲，所以剩下的增长主要由欧洲市场所拉动。但是，从根本上说，这个数字并不是由特种钛白粉所驱动的。

问：关于彩色颜料业务，该业务过去 12 个月 EBITDA 是多少？

答：我们尚未公开中对此进行信息披露。但是，我们所说的是，在性能添加剂领域中，有三个业务部门：彩色颜料，功能添加剂和木材处理。其中每一项约占该部门 EBITDA 总额的三分之一。过去一年中也大致是这样的。

问：如果你们选择将彩色颜料部门的业务进行资产货币化，你们会利用公司经营净亏损（Net Operating Losses）于降低税费吗？

答：是的。如果最终达成了该资产货币化协议，能获得的避税（Tax Leakage）的数额非常小，且我们彩色颜料部门的税基相当高。

问：关于与 Tronox 的诉讼，有什么进展吗？

答：从我们的角度来看，根据与 Venator 达成的独家协议，Tronox 仍应足额支付 7500 万美元的违约金。因此，尽管我们听到了特罗那克斯关于未能付款的借口，我们仍然相信，我们在任何时候都是出于善意，以达成购买 Ashtabula 工厂的最终协议，我们认为任何反诉都是没有根据的。法院现在将审判日期定在 2021 年 3 月。

问：公司对在查尔斯湖（Lake Charles，与康诺斯的合资公司，50%：50%）遇到瓶颈问题的机会感兴趣吗？

答：是的，我们始终会从消除瓶颈的角度来看任何机会。我们会与我们的合作伙伴一起考虑。但我认为明显的是，我们在这里所谈论的并不是扩张任何规模的产能，因为目前经济不允许。但是，我们会尽力解决任何可能去瓶颈的工厂。

问：能否谈谈公司的主要客户？对其库存水平有何了解？

答：我们在美国没有生产浆液形式的产品，但是在美国，通过浆液形式进行配送的比例却相对较高。因此，我们对其库存水平有一定了解，即使我们的产品在美国库存的数量中比例相对较低。但我们客户的反馈是，他们的库存处于正常水平到较低位，而实际上我们的库存水平也很低。当然，在欧洲，我们的知名度要高得多，因为我们在客户中的地位 and 规模以及我们在欧洲有一套可靠的运输交付系统，几年前我们就率先采用了这种方法。此外，使用筒仓贮存的浆液产品，建立库存的能力是有限的。因此，我们认为西方国家，尤其是在北美和欧洲有较好的了解，并且水平在正常水平至稍低位。

问：在颜料领域，您强调了 1000 万美元的成本优化机会。未来何时能实现这些收益？明年可能会对损益表产生影响？

答：因此，我认为 1000 万美元其中大部分将在头两年内完成。

问：就钛白粉的销量而言，从不同地域看，其市场份额在本季度是如何变化的？

答：由于我们采取为顾客定制产品的策略，第三季度的销量下跌是减弱的（指相对于三季度淡季的历史规律而言，今年第三季度的销量变化幅度在一般变化幅度的上限，应该是环比），这是我们预期中的。通过引入了一些新的特殊产品，因此我们在市场份额上是稳定的，没有明显变化。我们希望在第四季度再次看到这种情况。当然，我们确实注意到，在过去的第三季度中，某些细分市场（尤其是塑料）的竞争有所增加。尽管在该细分市场中其他人有不同意见，但从我们在第三季度的角度来看，我们既没有收获也没有损失，我们将这一事实归结为我们始终在客户需求的最高技术端竞争。我们在涂料或其他领域没有什么明显变化。从地理上讲，我们认为今年基本没有变化，美国是最好、最稳定的。欧洲一直比较稳定，但增长较为平缓。在亚洲，我们已经看到了第三季度的疲软和一些下行压力，而中国出口却小幅增加。尽管如此，我还是要提醒大家，今年截至第三季度末，中国出口仅略高于 2018 年同期水平。而今年以来，欧洲和北美地区销量均出现大幅减少。

问：上个季度，公司对 2020 年需求可能会增长 2%至 3%的情况发表了评论。对此有新的看法吗，还是不变？

答：目前我们仍不确定。从需求的角度来看，坦率地说，在这个市场经历了 15-18 个月下行行情。我们相信，到 2020 年，我们的增长将与 GDP 保持一致。我们认为市场处于去库存化，所以市场处于低于正常的库存水平。与去年同期相比，我们现在的库存量更低。但我们一直都在管理库存。需求端轻微的改善也将使我们从中受益。

问：目前公司的竞争对手称他们将引入氯化法钛白粉用于贵公司专注的高端产品市场。那么您认为这种影响是什么？您认为这些客户会以多快的速度转向他们的产品？再看 Pori 特种钛白粉产能转移，那么 2018 年估计的在 2020 年完成目标 3,000 万美元 EBITDA 会受到什么样的影响？

答：我们并不感到惊讶。在波里事件之后，我们当然看到了另外一两个生产商，特别是采用硫酸盐技术的生产商，进入了油墨领域。特种化产品市场非常有吸引力。这些产品交易在数量上往往相对较小，它们确实具有不同的特征。对于您在此处概述的具体案例，我们相信，在这些细分市场中经过数十年的努力之后，客户正在寻找具有高度信任的产品；以及需要经受时间考验以证明的产品属性。我们花了很多年与这些客户建立关系。而这些客户是相对保守的，因为客户的错误选择造成的损失非常高，远远超出了功能性钛白粉产品范围，所以他们将非常仔细地研究这些产品。因此，就时间而言，我认为这可能取决于专业产品的专业程度，并且可能会非常缓慢。而有于 Pori，我认为没什么影响。我们已经将大部分基于油墨的技术从 Pori 中转移出来。这是较早分阶段进行的转移之一。我们期待在 2020 年及以后改善我们在该领域的地位。因此，我们认为不会受到明显影响。

补充回答：在 2018 年 9 月的原始公告中，我们表示将花费 1.5 亿美元的资本支出用于转移，从而获得 3000 万美元的 EBITDA 收益。在今年早些时候，基于当前的经济状况，我们今年早些时候削减了资本投资 1.5 亿美元中的 6000 万美元，这将使年度 EBITDA 收益减少 1500 万美元。因此，我们目前的观点是，公司要花费 9000 万美元才能获得 1500 万美元。目前，我们已经完成了大部分工作。但是，我们确实需要认识到我们所处的经济环境并不像我们认为的中期那样稳健，后续可能还会进行调整。

问：关于亚洲的趋势，造成本季度疲软的原因是什么？只是宏观放慢了吗？还是看到分销商的库存减少？其次，公司对龙麟佰利的新增氯化法产能有什么新消息？

答：在过去的两年中，我们对该技术的经验已经很好地表明，该技术往往需要更长的时间，并且产生的结果比预期的要低，掌握这项技术非常困难。我们所听到的仅与大众的看法相关——这些产能投放可能计划会延迟。

就您问题的第一部分而言，我认为应该注意中国的宏观层面情况。显然，中国试图征收关税等方面造成了负面情绪。随着一年的过去，特别是在第三季度，这种情况有所加重。这导致人们加大了将中国产品转移到其他地区（主要为除中国外亚洲地区）的尝试，一定程度拖累价格。而且，我们已经看到一些中国出口产品与亚洲当地价格之间存在一些缺口。这显然与该行业在 08，09 年低迷时期中国需求迅速反弹所不同。我的意思是，十年后的今天，中国是需求减少的主要地区，因为西方世界在一段时间内一直处于低速增长状态，而中国的增速正从这个时间段从六下降到四。因此，我认为中国的宏观经济放缓与亚洲市场疲软是相关联的。

问：彩色颜料与其他性能添加剂业务之间是否存在协同作用？前段时间公司曾就有关彩色颜料技术向 Rockwood 提起诉讼。目前情况如何？

答：亨斯迈现在对 Albemarle 提起了诉讼。诉讼案并未随着 Venator 业务与 Huntsman 的分离而一并出现。我建议最好由亨斯迈回答这个问题。

在某些情况下，我们将功能性添加剂和彩色颜料一起出售，但数量很小。彩色颜料和钛白粉或功能性添加剂和钛白粉往往会产生更多的协同作用。所以对于整个性能添加剂的产品，彩色颜料和其他组成产品之间并没有很好的协同作用。

问：关于成本降低或 EBITDA 改善，公司在彩色颜料中发现的 1,000 万美元改善机会，公司已经在该业务中完成了很多自助工作，在过去几年中进行了很多业务改进计划。彩色颜料板块业务还有哪些机会？

答：重要的是要找出机会。我们在今年第三季度进行了非常全面的评估并找到这样的机会。我们的目标是在彩色涂料板块实现约 1500 万美元的改进，现在我们已经找出了 1000 万美元。当然，随着计划推进，它变得越来越困难。我们认为我们可能会在最初两年中获得 1000 万美元中的大部分回报。现实是，在过去的几年里，我们受到了市场的影响，预期的获益也减少了。但是，当我们查看性能添加剂业务的表现时，实际上是功能添加剂业务拖累了 EBITDA 的总体结果。

问：关于减少资本支出，哪些项目正在推进中，2019 年的资本支出减少了？

答：我们对 2019 年的资本支出分阶段进行了认真考虑。目前一些削减是分阶段的，2020 年将计划削减更多地开支。且我们强调 2020 年不会花费超过 1 亿美元。实际上，当需要时，我们有能力继续削减资本开支。

问：考虑到性能添加剂的销量下降 8%，哪些地区尤其表现出销量疲软？

答：我们性能添加剂业务的市场偏向欧洲和北美。对于塑料板块业务，销量疲软主要受这欧洲和北美地区的负面影响。而对于功能添加剂产品，则是由于欧洲和亚洲汽车和电气行业带来的销售滑坡。

问：是否可以给出考虑出售彩色颜料业务的情况下的资本配置？

答：如果我们出售该业务，我们需将资产负债表去杠杆。我们将根据钛白粉周期和宏观经济环境具体衡量是否可行，但我们当然希望进行去杠杆化，而且很有可能我们将利用部分收益来进行去杠杆化。

问：有关行业定价稳定策略的问题。如果钛白粉市场中某一大型生产商突然背离定价稳定策略，突然之间所有这些需求增量都将涌入市场，显然破坏了整个供求关系。公司将如何应对这种情况？

答：目前，我们相信价值稳定计划和为客户定制机制的价值。我们也一直在这样做，我们相信我们的价格和库存都表明我们已经取得了成功。我们通过撤回公司部分网点而承受了单吨产品固定成本摊销增加的代价。就今年而言，我们不得不承担 4000 万美元的额外的费用。但我们不会选择背离这些策略，而且产品价格下跌远没有以前惨烈，这是成功的。市场竞争激烈，没人可以置身于市场之外，大家都在行动。

我们继续看到各个地区的价格不断波动，目前亚洲面临一些压力。但这就是我们正在采取的应对行动，尤其是在我们拥有更多控制权的西方市场中，更大地位和更大影响力有助于实施这些措施。而如果我们只占市场的一小部分，这样做就不那么容易了，但这是我们的信念。

问：在过去几年中，中国在环境法规，环境检查等方面发生了一系列变化。最近几个月，至少在检查方面，情况再次变得更为严格。您有发现任何其对产能的影响吗？

答：我们还没有听到任何新的产能缩减消息。我们已经感觉到市场上的压力，并且注意到有关中国第三季度产量下降的一些消息。我不认为中国会在短期内放松对可持续发展的控制，且还有很长的路要走。我们说过很多次，产能增长速度明显放缓。但更重要的是，成熟或规模较大的中国生产商的成本正在上升。我认为这种模式将继续下去。我只是认为环保政策的强度会起伏不定，但会一直存在。

4. 投资建议

持续推荐产能国内第一、全球第三、成本全球最低以及凭借氯化法先发优势解决成长问题的钛白粉龙头龙蟒佰利，建议关注中核钛白、鲁北化工。

5. 风险提示

行业新增供给集中释放，下游需求萎靡等。

6. 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
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

资料来源：东兴证券研究

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。