

化工行业之钛白粉：海外钛白粉大厂式微，国产龙头进击

2021年01月29日

看好/维持

化工

行业报告

分析师 刘宇卓 电话：010-66554030 邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480516110002

投资摘要：

疫情下海外钛白大厂进入战略收缩，国产龙头加速抢占市场份额。钛白粉领域，国内行业总产销、进出口、龙头企业产销与海外大厂产销多口径数据互洽，进而验证国内龙头正通过氯化法产品显著降低制造成本，抢占原属于海外大厂的份额。从海外四家大厂的近3~4年的产销变动情况来看，在钛白粉保持每年2.5%~3%的自然需求增长的情况下，四家大厂无一例外都经历了产销量以及盈利能力的大幅下滑，市场份额明显缩水。在巨大的经营压力下，海外大厂的战略收缩迹象越发明显，大量扩产的计划投资不了了之，部分落后产能面临关闭。2018Q2以来由库存周期主导的最近一轮下行周期中，在国内以龙蟒佰利为代表的龙头企业引领下，通过低成本氯化法以及清洁化硫酸法产品进一步替代海外大厂份额。

国产龙头企业后续市场份额持续增长空间依然值得期待。对于以龙蟒佰利为代表的国内钛白粉龙头企业来说，未来国内龙头企业市占率提升主要来自以下四个方面：①需求自然增长带来的稳定增量；②替代海外大厂氯化法份额；③替代海外大厂硫酸法份额；④替代国内小厂硫酸法份额。综合考虑以上需求四个来源，我们认为龙蟒佰利每年可获得15~20万吨的新增份额。

未来两年钛原料供应预计持续紧张，利好高原料配套公司。海外钛原料资源逐步枯竭、品位下降同时缺乏资本开支，国内钛矿供给失去弹性。Kenmare每年不足15万吨的钛精矿增量仅能满足约6万吨钛白粉的钛原料需求（还未考虑潜在退出），远远不及钛白粉每年~20万吨的自然需求增长，且2021~2022年期间由于补库存的存在，预计表观需求大于真实需求。具备钛原料配套的公司最为受益，能够享受钛矿环节带来的超额盈利。

投资策略：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，③向锆、钽领域储备延伸，进一步提升中远期潜在增长动力。

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
	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E		
龙蟒佰利	1.15	1.29	1.41	1.85	36.61	32.64	29.86	22.76	6.06	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 疫情下海外钛白大厂产销持续下滑，国产龙头加速抢占市场份额	4
1.1 多口径数据互洽，验证国内钛白龙头加速抢占市场份额	4
1.2 海外大厂已有战略收缩的迹象	5
2. 国产龙头后续市场份额持续增长空间依然值得期待	5
2.1 国内龙头企业在享受需求自然增长带来份额提升的同时将持续替代海外份额	5
2.2 持续替代与景气复苏并不矛盾	8
3. 未来两年钛原料供应预计持续紧张，利好高原料配套公司	9
3.1 钛原料厂家集中度较高	9
3.2 钛原料资源枯竭+品位下降+缺乏资本开支，2020 年供应进入向下拐点	9
3.3 未来两年海外基本仅有 Kenmare 的 30 万吨钛精矿增产较为确定	12
3.4 国内钛矿供给基本失去弹性	13
4. 投资建议	13
5. 风险提示	14
相关报告汇总	15

插图目录

图 1：全球钛白粉需求档次分布（泛能拓）	6
图 2：全球钛白粉需求档次分布（科慕）	6
图 3：2018 年全球钛原料产量~740 万吨，海外 CR4 超 60%	9
图 4：澳大利亚、南非、加拿大、中国为主产国	9
图 5：重矿砂有价值物含量下降	10
图 6：力拓预计 2020 年之后整体钛原料供给（高品位+低品位）呈下降趋势，钛原料的整体需求增速预计 2.3%	10
图 7：Iluka 预计高品位钛原料 2019 年开始出现供应临界点	10
图 8：即使闲置产能重启按 75% 开工率，未来高品位原料供应增速预计年 1%，依然低于年 5% 的高品位原料需求增速	10
图 9：力拓钛原料部门的历年资本支出与产量变化情况	11
图 10：Iluka 的历年资本支出与产量变化情况	11
图 11：Base 的历年资本支出与产量变化情况	11
图 12：Kenmare 的历年资本支出与产量变化情况	11
图 13：2019 年国内钛精矿产量~477 万吨	13
图 14：我国钛资源储量分布情况	13

表格目录

表 1：海外与国内产销对比简易平衡表显示两家龙头产销数据能够与国内总产销、进出口、海外大厂产销数据互相匹配	4
表 2：泛能拓钛白粉产能明细（公吨/年）	7
表 3：康诺斯氯化法和硫酸法钛白粉装置分布	7
表 4：国内硫酸法各规模产能基地数量和总产能占比（暂不考虑氯化法）	8

表 5: 海外钛矿主要公司资本开支计划以及 2020H1 产销表现汇总	12
表 6: 相关上市公司盈利预测与投资评级	13

1. 疫情下海外钛白大厂产销持续下滑，国产龙头加速抢占市场份额

1.1 多口径数据互洽，验证国内钛白龙头加速抢占市场份额

市场存在部分疑虑，担心国内氯化法产品能否与国外高品质氯化法钛白粉竞争，顺利的抢占市场份额。从海外四家大厂的近3~4年的产销变动情况来看，容易得出的结论是：钛白粉行业自2018Q2进入去库存周期至今，四家大厂无一例外都经历了产销量以及盈利能力的大幅下滑，但2018年以来全球钛白粉表现消费总体基本持平（行业存在每年2.5%~3%的自然需求增长），因此不难看出海外四家龙头企业的市场份额大幅下滑：

- **科慕、特诺、泛能拓、康诺斯四家海外大厂：**2019年销量增速分别为-24%、-0.2%、+7%、+15%，2020年上半年销量增速分别为+5%、-12%、-11%和-14%，在这一年半的时间跨度来看，四家海外大厂的销量总体均是下滑的，2019年销量实现正增长的泛能拓和康诺斯在2020年上半年销量也大幅下滑、2020全年也大概率下滑，2019年大幅度下滑的科慕虽然在2020H1销量增速转正、但整体来看2019~2020H1或2019~2020依然是下滑；据涂多多钛资讯，2018年全球钛白粉销量约660万吨，综合考虑去库存因素和消费自然增长因素的叠加，假设表现消费总体持平，以此计算最近1年半时间海外四家大厂市占率下滑约6个百分点，从51.4%将至45.4%；
- **国内钛白粉企业：**2019年产量318万吨，同比+7.69%，2020年上半年产量162.2万吨，同比+5%，市占率从2018年的47.6%提升至52.3%；相应的自2019年出口同比提升11%、约10万吨后，2020年1~8月份出口累计同比+18.3%、约12万吨，基本上能够与公司近一两年的销量增速匹配；
- **中国企业在龙头企业带动下加速抢占海外市场份额，**在2012-2016H1长达5年多的调整期中，中国企业的钛白粉全球市占率从33%提升至45%，而自2018H2至今的短短2年时间里，中国企业的钛白粉全球市占率提升了接近6个百分点，替代速度较上一轮更快。

表1：海外与国内产销对比简易平衡表显示两家龙头产销数据能够与国内总产销、进出口、海外大厂产销数据互相匹配

项目	产能	2018开工 率*产销率	2018销量	2019销量 同比	2019销量 同比	2019销量	2020H1 销量同比	2020H1 销量同比	备注
单位	万吨	%	万吨	%	万吨	万吨	%	万吨	
科慕	125.00	90.00%	112.50	-24.00%	-27.00	85.50	5.00%	2.14	销量
特诺	110.00	90.00%	99.00	-0.20%	-0.20	98.80	-12.00%	-5.93	销量
泛能拓	65.20	90.00%	58.68	7.00%	4.11	62.79	-11.00%	-3.45	销量
康诺斯	56.50	86.90%	49.10	15.00%	7.37	56.60	-14.00%	-3.96	销量
四家合计	356.70		319.28	-4.88%	-15.70	303.69	-7.38%	-11.21	销量
英力士	24.50								
日本石原	25.00								
海外其他	16.00								
海外合计	422.20		377.91	-4.92%	-18.58	359.46	-7.94%	-14.27	销量
中国产量	413.30		295.43	7.69%	22.72	318.15	5.00%	7.72	产量
龙蟠佰利	90.00		58.56	8.50%	4.98	63.54	16.13%	5.00	销量
中核钛白	33.00		20.81	21.10%	4.39	25.20	31.82%	3.50	销量

出口	90.80	10.51%	9.54	100.34	16.91%	8.14
进口	19.75	-15.39%	-3.04	16.71	2.90%	0.22
净出口	71.05	17.71%	12.58	83.63	19.51%	7.92

资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

另一方面，各个口径数据上的互相匹配，基本可以说明国内龙头企业，尤其是对于大幅扩张氯化法的龙蟒佰利来说，市场此前对于其①氯化法装置能否顺利开工并放量、②公司氯化法产品品质如何以及能否顺利实现销售和产能消化这两个问题的担心基本可消除。

1.2 海外大厂已有战略收缩的迹象

海外钛白粉大厂陷入困境，“量”和“价”均出现下滑。突出的表现就是面对国内成本不断降低、品质不断提升的钛白粉竞争，海外四家大厂在 2018~2019 两年间，“量”和“价”只能保住一个，尤其在特诺、泛能拓和康诺斯三家企业上体现的非常充分（2020 年以来由于疫情的极端影响，除科慕外三家企业量价齐跌、表现出行业下行期见底迹象，科慕主要由于 2019 年销量基数过低导致 2020 年销量增速转正）；最终由于 2020 年疫情的极端情况出现，导致 2020H1 海外大厂的“量”和“价”都没有保住。

- 海外四家大厂中三家 2019 年以来均采取保价战略，即科慕“TVS, Value Stabilization Strategy”，特诺“win-win margin stability program”，泛能拓“Value Stability”，意在通过锚定价格、与下游客户签订长约等措施致力于价格与盈利的稳定；但执行并不顺利，2019 年仅有科慕对该战略执行较为坚决，全年几乎没有降价，然而其代价就是全年销量下滑达到惊人的 24%，于是在 2020H1 也放弃对价格的执著，价格下调 6%，销量增速转正；通过四家公司季度披露数据推算，2019~2020H1 期末价格较期初价格大致下调幅度范围在 7%~10%，远远低于国内钛白粉 18% 的下降幅度；
- 面对经营困境，海外大厂已有战略收缩的迹象，科慕曾在 2019 年初表示可能新建一套 20 万吨的氯化法装置，现不了了之；泛能拓波兰 Pori 工厂火灾后，最初计划是迁址重建，后考虑市场情况和投资回报决定放弃；康诺斯预计将在 2020 年底或 2021 年初关闭位于德国 Leverkusen 工厂的 3.5 万吨硫酸法钛白粉生产线；而特诺目前业务主要聚焦点也在于和原科斯特资产的融合，原特诺和科斯特均具备钛原料配套，特诺收购科斯特后主要进行供应链的优化，没有扩产新建的计划。

2. 国产龙头后续市场份额持续增长空间依然值得期待

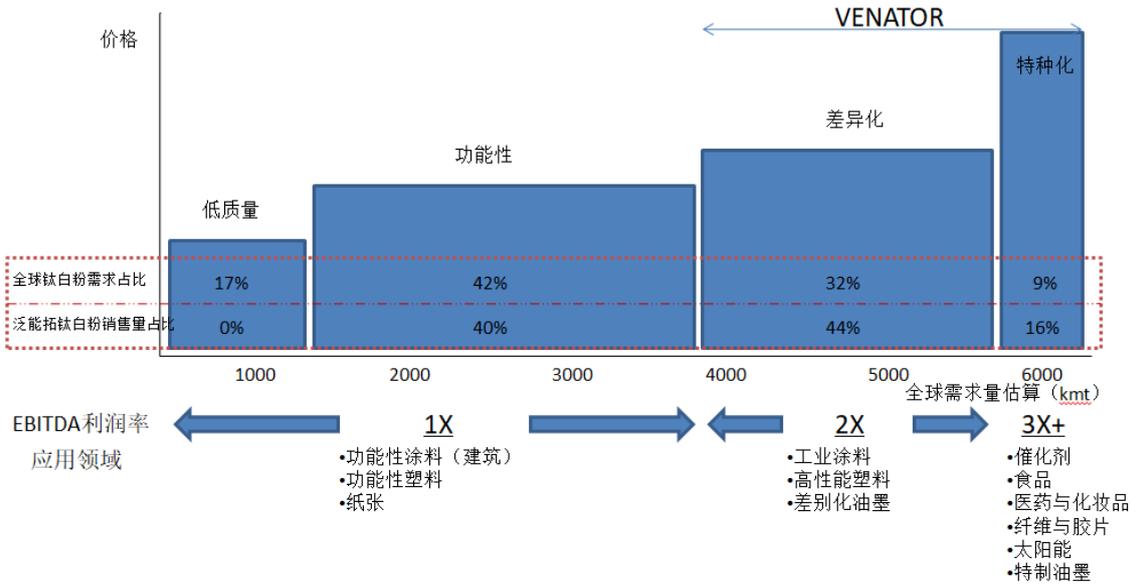
2.1 国内龙头企业在享受需求自然增长带来份额提升的同时将持续替代海外份额

对于以龙蟒佰利为代表的国内钛白粉龙头企业来说，未来国内龙头企业市占率提升主要来自以下四个方面：

- 需求自然增长带来的稳定增量：由于海外大厂与国内小厂无论是在扩张能力还是扩张意愿上都比较缺乏，因此未来全球钛白粉的自然增长的市场将主要由正在扩张的国内龙头企业占据，尤其是扩张氯化法的企业：目前全球 660 万吨左右总消费，每年需求自然增长接近 3%，对应约 20 万吨，扣掉 9% 的短时间内产品品质还无法做到的高端特种钛白粉、以及 17% 的低端钛白粉（锐钛型，用于造纸化纤油墨等），其

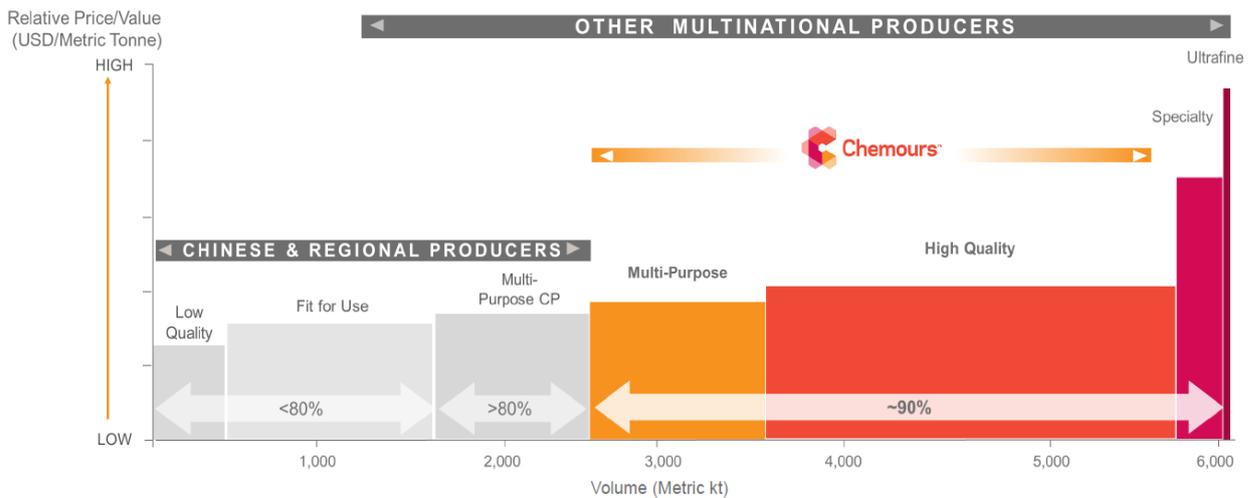
余约 74% 的需求均为占领市场，对应 $20 \times 74\% = 15$ 万吨；从另一个角度看，目前新增产能有效放量的企业基本就以龙蟒佰利和中核钛白为主，综合考虑两家的产能释放进度，认为每年 20 万吨新增需求里（考虑到步入补库存周期，预计 2021 和 2022 年的实际需求增长超过 20 万吨），龙蟒获得 10~15 万吨的份额是合理的。这部分是我们认为无论行业景气处于何处，对于正在扩张的企业来说，都是较为容易获得的新增份额。

图1：全球钛白粉需求档次分布（泛能拓）



资料来源：venato 官网，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2：全球钛白粉需求档次分布（科慕）



资料来源：Chemours 官网，东兴证券研究所；注：<80%、>80% 意为价格低于、高于超细钛白粉价格的 80%；~90% 意为价格约为超细钛白粉价格的 90%

- **替代海外大厂氯化法份额：**这一块目前龙蟒佰利氯化法开工、产品品质、单位成本持续优化，我们测算目前毛成本已低于 10000 元/吨（~9500 元/吨），完全成本已低于 12000 元/吨（约 11500 元/吨~12000 元/吨），售价 16000~16500 元/吨；而海外氯化法毛成本预计不低于人民币 15000~16000 元/吨，完全成本不低于 18000~19000 元/吨，平均售价约 20000 元/吨。因此比较来看，虽然国内氯化法品质确实仍有差距，平均售价低于海外约 4000 元/吨，但完全成本预计至少低于海外 6000 元/吨，因此在氯化法应用领域最广、下游客户选择因素中性价比仍然占据主导因素的建筑涂料和塑料的偏通用型的领域，国内氯化法将能够实现有效替代、并且获得高于海外大厂的单位盈利。

表2：泛能拓钛白粉产能明细（公吨/年）

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

资料来源：Venator 官网，东兴证券研究所

- **替代海外大厂硫酸法份额：**保守预计未来 3~5 年内海外硫酸法装置基本全部退出，目前泛能拓 33 万吨硫酸法装置，康诺斯 15 万吨硫酸法装置，日本石原预计大概 10~15 万吨左右硫酸法装置（总产能 25 万吨，兼具氯化法与硫酸法），因此海外合计仍有约 60 万吨硫酸法装置。由于（1）国内硫酸法较海外硫酸法具备较强的成本与价格优势，锐钛型品种的需求可以被国内硫酸法替代，（2）国内以龙蟒佰利为代表的氯化法产品价格与海外硫酸法基本相当，海外硫酸法金红石型品种的需求可以被国内氯化法替代，因此这 60 万吨对应的市场份额预计绝大部分将被国内龙头企业占据、且是首要替代对象，2019~2020H1 的进出口和海外大厂产销数据说明这一进程正在开始，康诺斯退出 3.5 万吨硫酸法装置也仅仅是开始。

表3：康诺斯氯化法和硫酸法钛白粉装置分布

工厂	描述	产能占比	
		氯化法	硫酸法
德国 Leverkusen	TiO ₂ production, chloride and sulfate process, co-products	30%	6%
德国 Nordenham	TiO ₂ production, sulfate process, co-products		10%
比利时 Langerbrugge	TiO ₂ production, chloride process, coproducts, titanium chemicals products	16%	
挪威 Fredrikstad	TiO ₂ production, sulfate process, coproducts		7%
加拿大 Varennes	TiO ₂ production, chloride and sulfate process, slurry facility, titanium chemicals products	15%	3%
美国 Lake Charles, LA	TiO ₂ production, chloride process	13%	
合计		74%	26%

资料来源：Kronos 官网，东兴证券研究所

- **替代国内小厂硫酸法份额：**当前价格景气度下，以安纳达、金浦钛业、攀钢钛业为代表的单厂规模 8 万吨/年以上的上市公司还在盈亏线附近，那么国内一些单厂规模低于 5 万吨/年的装置更加难以盈利，我们统计国内单厂规模不高于 5 万吨的产能合计 63.5 万吨/年。

表4：国内硫酸法各规模产能基地数量和总产能占比（暂不考虑氯化法）

硫酸法	基地数量	占比	合计产能	占比
2~5 万吨	17	39%	63.5	18%
6~10 万吨	17	39%	129.5	37%
>10 万吨	10	23%	161	45%

资料来源：涂多多，公司公告，东兴证券研究所

2.2 持续替代与景气复苏并不矛盾

在我们此前报告《龙蟒佰利（002601）深度报告：成本全球领先、大型氯化法国内破局》、《钛白粉行业研究跟踪框架之一：当前仍处景气底部，未来复苏弹性大，持续推荐龙蟒佰利》和《钛白粉行业研究跟踪框架之二：价格指标明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断》中，我们明确观点钛白粉行业处于景气底部，未来看多价格，而同时我们判断龙蟒将持续抢占海外大厂份额，海外大厂是否会选择打价格战，从而与我们判断景气方向的结论相悖呢？我们认为不会：

- 我们上文判断每年龙蟒从自然需求增长中获得 10~15 万吨/年份额，叠加替代海外大厂份额，假设每年销量增长 15~20 万吨/年，实为保守估计，已经将景气复苏纳入考虑范围之内；如果未来景气程度维持当前不变，考虑抢占海外大厂硫酸法、氯化法、国内小厂硫酸法三点，则销量增速预计更高。
- 纵观 2010 年以来钛白粉行业演变历史，自从国内钛白粉硫酸法、氯化法相继突破，行业景气运转实际被国内主导，海外大厂相对而言其实为价格接受者，从无论是景气上行段还是下行段，海外大厂价格变动的滞后性、以及低波幅（价格波动幅度不足国内一半）即可看出这一点；
- 我们认为行业深度价格战（类似 2013-2015 年）的必要条件是大量新进入者、或者存量厂家中大部分扩产（类似 2013~2015 年国内）、亦或是需求大幅下滑（类似 2008 年），而目前海外大厂如前文所述已无扩张意愿、需求上也不存在继续下滑的基础（极端的疫情压力测试逐步结束），国内小厂既无扩张能力也无扩张意愿（硫酸法批文限制，氯化法技术难度高）；
- 目前海外大厂不足 5% 的净利率（其中泛能拓 Venator 亏损），意味着单吨合人民币 1000 元/吨的净利润，70~90% 的开工率，在此情况下：假设海外大厂选择价格下调 500 元/吨，单吨净利润下滑一半，而产能瓶颈下销量无论如何也不可能提升 100%，综合利润无论如何也不可能高于价格下调之前，若价格下调 1000 元/吨则无盈利，因此海外大厂在不扩张基础上、在实现以获得更高的当期利润目的下一定是选择控量保价，至于价格保在何种水平取决于中国钛白粉最终的价格博弈水平；况且即使海外大厂即使下调 1000 元/吨，其性价比依然低于国产钛白粉、难以扭转局势。

因此，我们认为未来景气复苏和国产龙头抢占份额会同时发生、并不矛盾，当然阶段时间内可能会发生此消彼长的情况，但对于以龙蟒佰利为代表的企业来说几乎立于不败之地，“量”和“价”至少有一个是在持续边际向好的。同时，我们认为对于钛原料环节的把控未来仍是十分重要的，海外四家大厂中只有特诺在近 2

年中利润率实现了平稳、其余三家均明显下滑，其原因就在于特诺和科斯特合并后，其钛原料配套率仍然是全球最高的，并且通过供应链的融合优化实现了成本的进一步下降，在 2020 年上半年利润率竟也保持平稳，这一点值得国内企业注意。

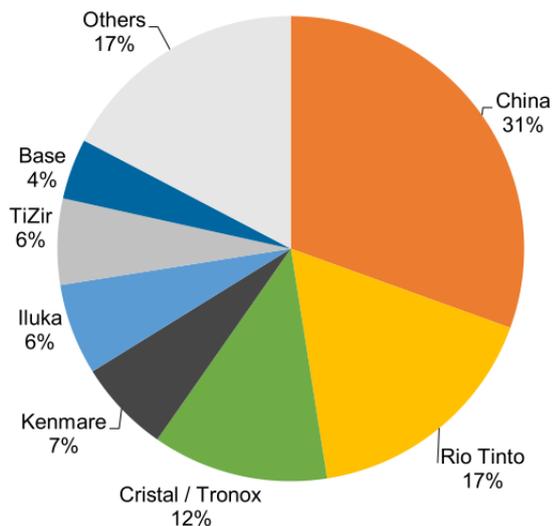
3. 未来两年钛原料供应预计持续紧张，利好高原料配套公司

3.1 钛原料厂家集中度较高

全球钛铁矿原矿资源主要集中在澳大利亚、中国、印度、南非和肯尼亚，上述五个国家钛铁矿资源储量占全球储量的 77.50%，其中中国钛资源储量占全球储量的 26.14%。2018 年南非、澳大利亚、中国、莫桑比克、加拿大作为全球钛原料产品的主要供应国家，合计钛原料产量约占全球总产量的 70%，中国的钛原料产品（主要为钛精矿）产量占全球总产量的 31%。

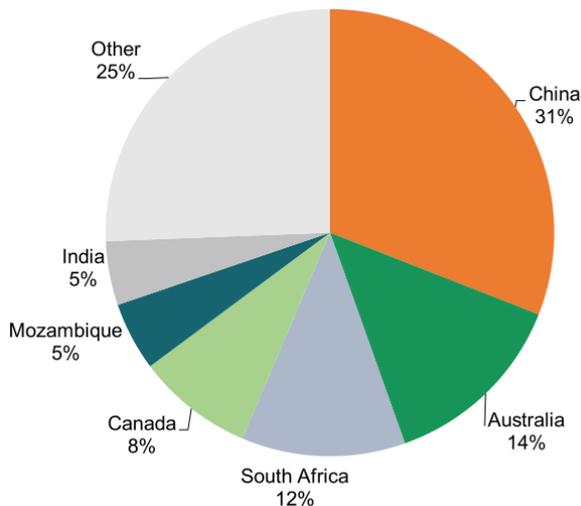
从产销份额上看，全球无论是国内、还是海外，集中度均较高，国内 CR4（攀钢、龙蟒、安宁、太和）和海外 CR4（力拓、Iluka、Tronox、Kenmare）均约 60%。其中高端钛原料主要被海外把控，全球金红石资源主要分布在澳大利亚、肯尼亚、南非、印度，上述四个国家的金红石储量占全球储量的 93.06%。中国钛资源主要以钛铁矿的形式存在于钒钛磁铁矿中，另有少量钛资源以金红石形式存在。根据国家统计局 2017 年《中国统计年鉴》数据，我国钛资源主要集中在四川，少量分布于湖北、山东等地，四川省钛资源储量占全国总储量的 90.40%。

图3：2018 年全球钛原料产量~740 万吨，海外 CR4 超 60%



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图4：澳大利亚、南非、加拿大、中国为主产国



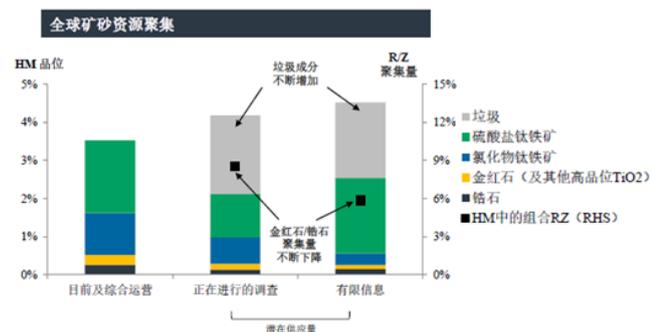
资料来源：Iluka 官网，东兴证券研究所

3.2 钛原料资源枯竭+品位下降+缺乏资本开支，2020 年供应进入向下拐点

2019 年钛矿产量和需求基本平衡，2020 年开始供需缺口将现。未来现有的矿生产量将随着储量和品位的下降而减少，据 Iluka 和 TZMI，正在勘探中的矿砂资源垃圾成分不断增加、而金红石/锆石聚集量不断下降，

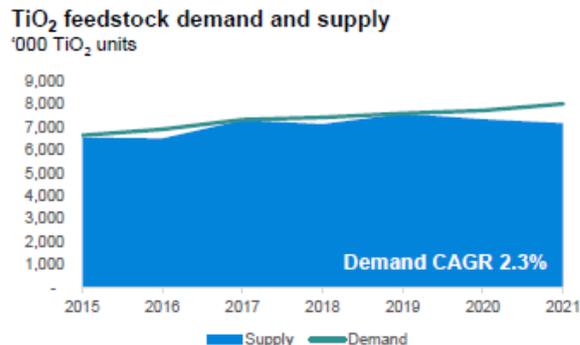
因此一方面按照现有产能来看未来钛矿供给将缩窄，同时单位成本也将随之提高，Iluka 单位钛原料成本已连续 2 年上升，Kenmare 也预计自 2019 年开始钛原料单位成本上升。力拓也预计 2019 年钛矿整体供需平衡，此后整体钛矿供给（高品位+低品位）呈下降趋势，钛原料的整体需求增速预计 2.3%，通过以上分析可见力拓对钛原料 2.3% 的需求增速的判断并不算乐观。

图5：重矿砂有价值物含量下降



资料来源：Iluka 官网，TZMI，东兴证券研究所

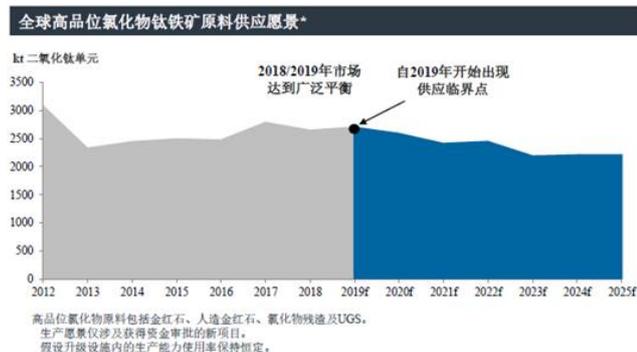
图6：力拓预计 2020 年之后整体钛原料供给(高品位+低品位)呈下降趋势，钛原料的整体需求增速预计 2.3%



资料来源：Riotinto 官网，TZMI，东兴证券研究所

Iluka 预计 2019 年为高品位钛矿的供需临界点，基于未来氯化法相对于硫酸法的扩张优势，未来 5 年高品位钛矿年均需求增速约 5%，在仅考虑获得资金审批的新项目、假设升级设施的产能利用率保持稳定的情况下，高品位氯化物原料的生产量将自 2019 年开始下降，而假设闲置的钛渣产能利用率达到 75%的情况下，高品位氯化物原料未来 5 年的产量年均增速也仅约 1%，难以满足需求。

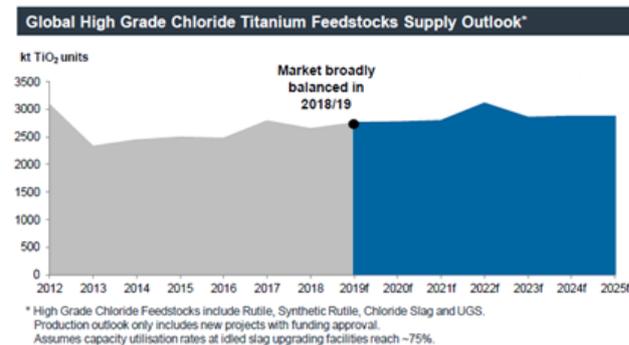
图7：Iluka 预计高品位钛原料 2019 年开始出现供应临界点



资料来源：Iluka 官网，TZMI，东兴证券研究所

注：据 TZMI 预测，未来五年内，高品位氯化物原料需求增长量约为每年 5%；图 11 和 12 不包括 Iluka 的高品位原料项目。

图8：即使闲置产能重启按 75%开工率，未来高品位原料供应增速预计年 1%，依然低于年 5%的高品位原料需求增速



资料来源：Iluka 官网，TZMI，东兴证券研究所

从全球钛矿龙头的资本开支情况来看：

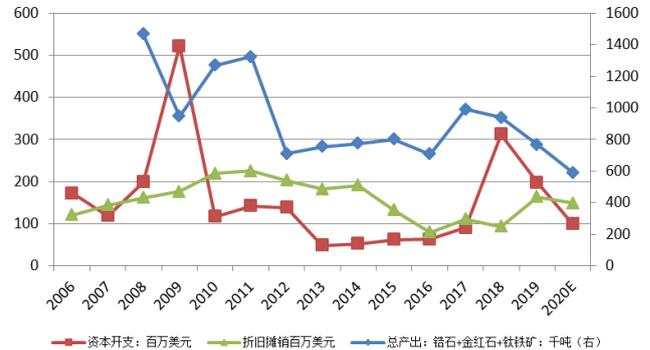
- 由于 2016H2~2018H1 钛白粉周期上行阶段，钛原料虽有涨价但幅度有限，无论是价格、还是相关公司盈利均没有修复到 2010~2011 年周期景气高点水平，因此 2018H2 开始虽然部分钛矿公司资本开支有所增加，但整体幅度不大；
- 其中，力拓、Iluka 和 Kenmare 从 2018 年开始均有较为明显的资本开支，其他如特诺在钛原料方面几无新增资本开支，公司经营重点主要集中和科斯特原有资产的融合（原特诺和科斯特各自均有钛矿配套，从供应链上有优化空间）；而自 2020 年以来，可见除 Kenmare 之外其余公司资本开支均大幅下滑，公司情况各有不同，如力拓南矿前期工作由于此前当地暴力活动以及疫情暂停、Iluka 的大额资本开支已经兑现（Cataby 产量兑现，Sierra 不及预期、完成减值）、Base 资源前期工作由于疫情停滞（最终是否投资尚未决定）；
- 参考几家龙头的历史资本开支和产量关系，可见产量高点基本均滞后于资本开支高点 3~6 年左右，基本也对应了矿山投资-开采周期的时长，例如 2019 年开始投产的 Iluka 的 Cataby 项目和 Sierra 项目均在 2016 年以前便开始项目前期工作、Kenmare 的 Moma 扩产也在 2017 年之前便开始前期工作；结合前述分析，由于几家龙头的资本开支或是自 2019 年开始已陆续兑现（Iluka、Image）、或是由于疫情等各种原因停摆，我们判断未来 3 年左右时间内除 Kenmare 之外无明显供应增量；

图9：力拓钛原料部门的历年资本支出与产量变化情况



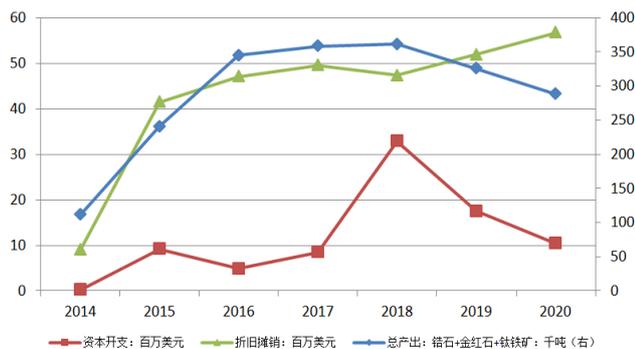
资料来源：Riotinto 官网，东兴证券研究所

图10：Iluka 的历年资本支出与产量变化情况



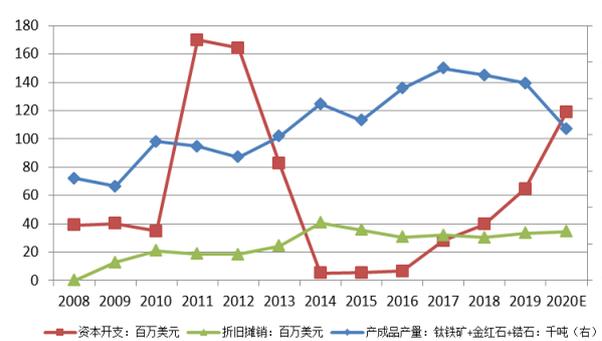
资料来源：Iluka 官网，东兴证券研究所

图11：Base 的历年资本支出与产量变化情况



资料来源：Base Resources 官网，东兴证券研究所

图12：Kenmare 的历年资本支出与产量变化情况



资料来源：Kenmare 官网，东兴证券研究所

注：Base 横坐标为财年，如 2020 财年指 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日；力拓统计口径为钛原料部门 RTIT；Iluka、Base 和 Kenmare 的总产出处理中，钛铁矿乘以系数 0.5，品位折算至金红石约 90%；2020E 指标采用 2020H1*2。

3.3 未来两年海外基本仅有 Kenmare 的 30 万吨钛精矿增产较为确定

2019 年至今，虽然 Ikula、Image、Kenmare 均有钛原料扩产，但 Iluka 两个新项目、Image 项目已经对市场供应的影响以反应充分，展望 2020H2~2022 年的话，Sheffield、Base 的钛原料项目由于疫情影响预计最快也要 2023 年才能释放增量，而原预计 2021 年底投产的力拓南矿在当地暴力活动、疫情轮番影响下前期工作至今仍暂停、且其主要作为北矿的替代性资本开支，澳洲东锆的 Atlas 项目也仅作为 Boonanarring 项目的替代性产能、且 Boonanarring 仍有 5 年多服役期，因此 2020H2~2022 年期间基本仅有 Kenmare 的 30 万吨钛精矿增产较为确定。因此，每年不足 15 万吨的钛精矿增量仅能满足约 6 万吨钛白粉的钛原料需求，远远不及钛白粉每年~20 万吨的自然需求增长，且 2021~2022 年期间由于补库存的存在，预计表观需求大于真实需求。

表5：海外钛矿主要公司资本开支计划以及 2020H1 产销表现汇总

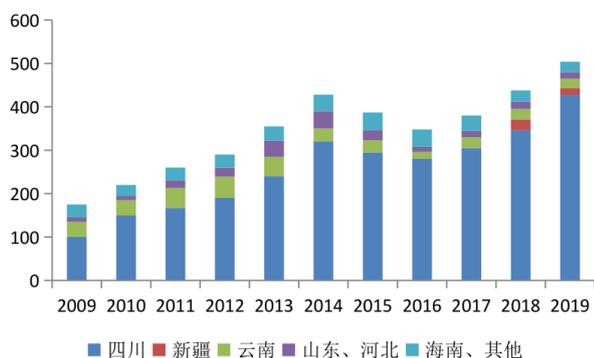
企业	地址	钛 铁 矿	金 红 石	投产时间	备注：2020H1
力拓	RBM 南矿	-	-	2021 年底	2020 年上半年钛原料产量同比-7%
Iluka	Cataby	+7	+23	2019 年 6 月	金红石产量 1.18 万吨，同比+0.82 万吨，合成金红石产量 11.16 万吨，同比+2.88 万吨，钛铁矿 15.04 万吨，同比+10.99 万吨
	Sierra	+7	+6.5	2019 年年中	上半年金红石产量 6.18 万吨，同比+0.21 万吨，合成金红石 2.39 万吨，同比-0.24 万吨；停工事件+疫情，产量不及预期，6 月份好于 4 和 5 月份
	Narngulu	-	-	-	上半年合成金红石 1.04 万吨，同比-0.71 万吨；钛铁矿 4.11 万吨，同比-1.71 万吨；疫情影响+矿物分离厂生产装置主动调节
	Tutunup	-28	-4	2018 年 3 月	-
	Murray Basin		-2	2018 年年中	-
Base	Toliara	+78	+0.7	2023 年	2020 财年钛铁矿产量 35.5 万吨，同比-4.8 万吨；金红石产量 3.9 万吨，同比-1.3 万吨
	Kwale Phase 1	-15	-3	2019-2020	
Sibelco	Stradbroke Island	-12	-5	2020 年	-
特诺	Gingko	-	-	2019 年	-
肯梅尔	Moma	+30		2021-2022 年	上半年钛铁矿产量 36.9 万吨，同比-19.5%，原预计 2020 年 80-90 万吨，现更新为 70-80 万吨
谢菲尔德 Sheffield	雷鸟 Thunderbird	+38.78		推迟建设，预计 2023 及以后	
Image Resources	Boonanarring	+13	+1	2019 年已投产	2020 年上半年 HMC 产量 16.7 万吨，销量 10.9 万吨，2020 和 2021 年指引均为 30~33 万吨
	Atlas	-	-	预计 2025 年以后	

资料来源：相关公司公告，CNKI，涂多多，中国钛网，中国钴网，CBC金属网，东兴证券研究所

3.4 国内钛矿供给基本失去弹性

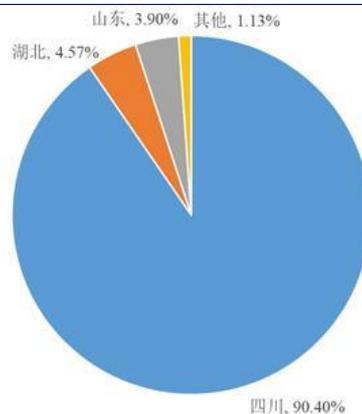
我国钛精矿产能约 450 万吨/年，且近几年来基本保持平稳，钛精矿产能集中度较高，CR4 约 60%；据涂多多，2018 年国内钛精矿产量约 432 万吨，同比+10.5%，产能利用率超 90%；进入 2019 年，尤其是下半年，由于下游以龙蟒佰利和中核钛白为代表的钛白粉产能陆续投产，带动钛矿需求回暖，全年钛精矿产量约 477 万吨，同比+10.4%，产能利用率约 106%。从目前来看，由于国内钛资源储量 90%位于四川，而四川最优质矿区（钛磁铁矿岩矿：主要矿床分布在四川省的攀枝花和红格，米易的白马，西昌的太和）基本已被行业前四家龙头（攀钢集团、龙蟒矿冶、安宁股份、西昌太和）瓜分。由于国内钛精矿较为明显的行政许可壁垒和资源稀缺性壁垒，目前还没有企业有明显的资本开支和扩产计划；上市公司安宁股份 IPO 募投项目仅为通过技改扩建的方式提升现有总产能约 15%。因此，国内钛精矿产量从 2016 年的约 340 万吨连年提升至 2019 年的 477 万吨，而产能方面增长非常有限，现有 450 万吨/年的利用率已超过 100%，在当前基本也看不到新增产能的情况，现有产能利用率已基本失去弹性，很难进一步增产满足下游钛白粉的需求增长。

图13：2019 年国内钛精矿产量~477 万吨



资料来源：瑞道金属网，东兴证券研究所

图14：我国钛资源储量分布情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 投资建议

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，（3）向锆、钽领域储备延伸，进一步提升中远期潜在增长动力。

表6：相关上市公司盈利预测与投资评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
龙蟒佰利	1.29	1.41	1.85	32.64	29.86	22.76	6.06	强烈推荐

资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所

5. 风险提示

疫情二次冲击下的需求风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钛白粉行业研究跟踪框架之四：从钛原料涨价理解本轮钛白粉行情	2020-11-02
行业	钛白粉行业研究跟踪框架之三：从海外钛白公司的没落看国产龙头的进击	2020-10-12
行业	钛白粉行业研究跟踪框架之二：价格指标明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断	2020-09-21
行业	钛白粉行业研究跟踪框架之一：当前仍处景气底部，未来复苏弹性大，持续推荐龙蟒佰利	2020-09-17
行业	海外钛白粉行业跟踪：从海外龙头三季报看行业库存变化	2019-11-26
行业	钛白粉行业深度报告：有涂有料有真相	2017-09-18
公司	龙蟒佰利（002601）三季报点评：行业底部复苏，公司产销持续放量	2020-11-01
公司	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	龙蟒佰利（002601）深度报告之二：成本全球领先、大型氯化法国内破局	2019-07-15
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	2019-04-24
公司	龙蟒佰利（002601）深度报告之一：具有全球影响力的钛白粉巨头	2018-08-14
公司	海外化工系列研究之泛能拓（VNTR）三季报跟踪：单季盈利继续下滑，幅度低于预期	2019-11-18
公司	海外化工龙头之科慕（CC.N）三季报跟踪：景气下滑业绩承压，推出油墨钛白粉新产品	2019-11-05
公司	海外化工系列研究之科慕（Chemours）：景气下行拖累业绩，坚定执行价值稳定战略	2019-10-31
公司	海外化工系列研究之康诺斯（Kronos）：经营情况跟踪	2019-10-31
公司	海外化工系列研究之泛能拓（VNTR）经营情况跟踪：致力于推进业务改善计划和钛白粉价值稳定计划	2019-10-28
公司	海外基础化工研究之特诺（TroX.N）经营情况跟踪：收购 Cristal 致收入体量大增，期待垂直整合下的协同效应	2019-10-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，7 年化工行业研究经验。从业期间获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、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。

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 15%~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