

# 化工

证券研究报告  
2021年03月25日

## 钛白粉专题：海外公司业绩分化，全产业链优势显现

投资评级

行业评级

上次评级

中性(维持评级)

中性

作者

唐婕

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070001  
tjie@tfzq.com

李辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517040001  
huili@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《化工-行业研究周报:钛白粉价格持续上行，纯碱启动涨价》 2021-03-14
- 2 《化工-行业研究周报:氨纶和 VA 价格持续上行，蛋氨酸启动涨价》 2021-03-07
- 3 《化工-行业研究周报:MDI、氨纶和乙二醇价格持续上行，醋酸启动涨价》 2021-03-01

### 海外钛白粉市场供给集中，格局有序

海外钛白粉市场供给集中，格局总体保持稳定。四大公司（分别为科慕、特诺、康诺斯和泛能诺，以下简称“四大”）占全球总产能的 42.2%。2019 年 4 月，特诺宣布完成对科斯特（Cristal）钛白粉业务的收购（除科斯特北美地区业务剥离给英力士旗下的英力士企业(INEOS Enterprises)）。交易完成后，特诺产能从 46.5 万吨/年跃升至 107.8 万吨/年，一举成为业内第二生产商，大幅缩小了与业内第一科慕（现 125 万吨/年）的产能差距。根据 2020 年年报显示，四大企业暂无扩产能计划。

### 2020 年四大企业出现业绩分化，全产业链优势显现

从营收端来看，2020 年仅科慕实现钛白粉业务营收正增长，特诺、康诺斯和泛能拓均有不同程度下滑。其中，科慕钛白粉业务实现营收 24.02 亿美元，同比增长 2.4%，主要系欧洲区域的市场份额重新获得所致。特诺钛白粉业务实现营收 21.76 亿美元，同比增长 6.2%（调整 2019 年收购科斯特的影响后，根据备考数据同比减少 8%）；康诺斯钛白粉业务实现营收 16.39 亿美元，同比减少 5.3%；泛能拓钛白粉业务实现营收 14.31 亿元，同比减少 11.3%。2020 年钛白粉全年平均售价小幅下跌，同时疫情冲击导致其前三季度销量大幅收缩，四季度开始需求显著回升，对四大公司全年业绩起到正向拉动作用。

2020 年疫情冲击下，仅特诺利润率有所提升（根据备考口径），主要受益于并购带来的协同效应和一体化优势。科慕和康诺斯亦拥有原材料配套，依托全产业链优势，利润率基本维持稳定。暂未实现向上一体化的泛能拓利润率则下滑 3.3 个百分点，主要系原材料（包括矿石成本）的大幅上涨导致其生产成本提升。

### 海外四大公司对 2021 年行业景气展望相对乐观

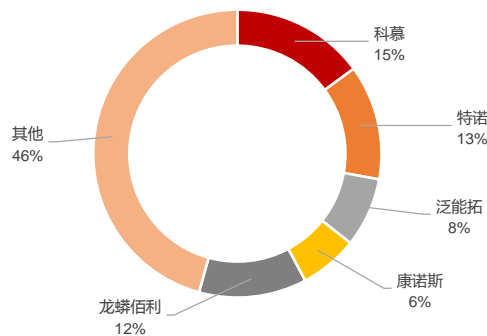
全球钛白粉下游主要应用为涂料市场，2016 年占比达到 60%。钛白粉需求和涂料消费需求密切相关。伴随 20 年下半年以来疫情影响初步修复，海外四大钛白粉公司对其 2021 年钛白粉业务展望相对乐观，均预测 2020 年四季度的强势需求将延续，未来预计钛白粉产销量增加。同时原材料价格大概率上涨，成本端支撑产品价格仍有提升。

**风险提示：**新冠疫情导致的不确定性风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险

## 1. 海外钛白粉市场供给集中，格局有序

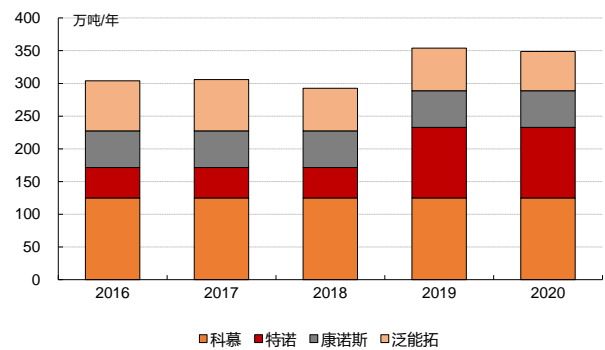
**海外钛白粉市场供给集中，格局总体保持稳定。**全球逾 5 成钛白粉产能集中于五家企业，其中仅龙蟒佰利为中国企业，占比 12%，其余四家均为海外公司，分别为科慕(Chemours)、特诺(Tronox)、康诺斯(Kronos Worldwide)和泛能诺(Venator) (以下简称“四大”)，其合计占全球总产能的 42.2%。2019 年 4 月，特诺宣布完成对科斯特(Cristal)钛白粉业务的收购(除科斯特北美地区业务剥离给英力士旗下的英力士企业(INEOS Enterprises))。交易完成后，特诺产能从 46.5 万吨/年跃升至 107.8 万吨/年，一举成为业内第二生产商，大幅缩小了与业内第一科慕(现 125 万吨/年)的产能差距。根据 2020 年年报显示，四大企业暂无扩产能计划。

图 1：2019 年全球钛白粉产能份额情况



资料来源：2019 年数据，中国铁合金网，公司公告，天风证券研究所

图 2：2016-2019 年海外四大公司产能变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：近年来海外四大钛白粉公司重要事件汇总

公司	时间	事件
特诺	2019 年 4 月	宣布已完成了对科斯特(Cristal)钛白粉业务的收购。
	2020 年 5 月	宣布已签署最终协议，从法国跨国矿业和矿业公司 Eramet SA 手中收购 TiZir 钛铁(TTI)业务，大约 3 亿美元。TiZir 的 TTI 设施位于挪威的 Tyssedal，年产分别约 23 万吨和 9 万吨的高品位钛渣和高纯度生铁。注：此次特诺收购的钛冶炼业务附加条件之一就是在接下来的两年，可以获得卖方 Eramet 公司旗下钛铁矿的全部钛铁矿供应，并在随后的协议期内持续向此次交易冶炼工厂供应原材料。
科慕	2019 年 8 月	宣布收购了锆钛矿商南方离子矿业公司(Southern Ionics Minerals, LCC)SIM。此次收购主要包括位于美国佐治亚州的采矿场和矿砂加工厂，将科慕的自有矿石增容近一倍
泛能拓	2018 年 9 月	芬兰波里工厂将于 2021 年完成关闭，在此之间工厂将以 2.5 万吨/年产能运行。最终公司将减少约 12.5 万吨/年产能

资料来源：颜钛云商，粉体圈，公司公告，天风证券研究所梳理

## 2. 2020 年四大企业出现业绩分化，全产业链优势显现

**收入端：2020 年仅科慕实现钛白粉业务营收正增长，特诺、康诺斯和泛能拓均有不同程度下滑。**

2020 年，科慕钛白粉业务实现营收 24.02 亿美元，同比增长 2.4%；特诺钛白粉业务实现营收 21.76 亿美元，同比增长 6.2% (但若调整 2019 年收购科斯特的影响后，根据备考数据同比减少 8%)；康诺斯钛白粉业务实现营收 16.39 亿美元，同比减少 5.3%；泛能拓钛白粉业务实现营收 14.31 亿元，同比减少 11.3%。

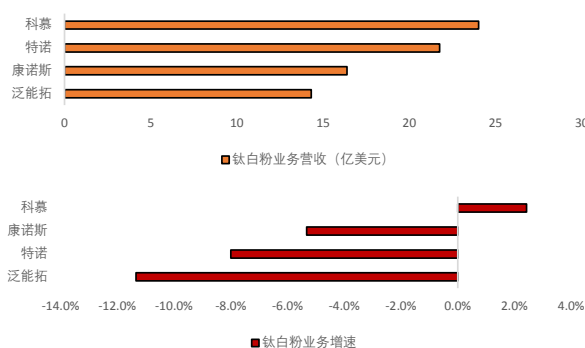
- 钛白粉全年平均售价小幅下跌：**科慕钛白粉全年平均售价下跌 6%；特诺、康诺斯和泛能拓全年钛白粉平均售价均下跌 2%。根据各公司年报披露，价格的下滑主要是根据客户、渠道、产品组合以及当年市场情况做的定向调整。
- 疫情冲击导致前三季度销量大幅收缩，四季度开始销售回升：**2020 年前三季度受疫情

影响导致全球钛白粉需求大幅减少，四大公司产品销量均受其影响有所下滑。但四季度随着全球经济从疫情影响中逐步修复，需求出现明显回暖促使销量大幅提升，对企业全年业绩起到正向拉动作用，其中特诺四季度销量同比增长 13%。

但综合全年来看，仅科慕实现销量同比 8%的正增长，主要系其在 EMEA 地区（欧洲、中东和非洲）市场份额增加所致。特诺、康诺斯和泛能拓均因疫情影响导致开工率下降及运输困难等问题，销量在所有区域内均呈现下滑态势，其中泛能拓全年销量下跌高达 9%，主要系疫情叠加三四季度墨西哥湾飓风影响所致。（其中特诺同比按照备考口径）

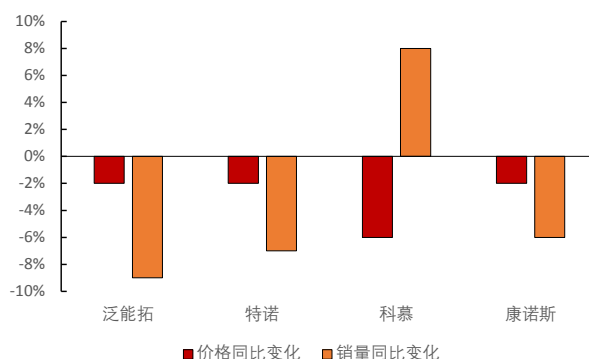
3. **分地区来看：** 科慕的钛白粉业务在 EMEA 地区表现亮眼，营收同比增长 11.4%，主要系其重新获得该区域市场份额；特诺在北美、南美及中美洲地区均有不同程度涨幅，推测主要由收购的科斯特带来的业务增量。另一方面，康诺斯和泛能拓在其所在的所有区域销量均有所下滑，尤其是其销量占比最高的欧洲市场（2019 年康诺斯/泛能拓欧洲市场销量占总销量 47.6%/48.7%）受影响最大，同比下跌 4.9%/7.4%。

图 3：2020 年海外四大钛白粉公司营收及增速情况



资料来源：彭博，公司公告，天风证券研究所

图 4：2020 年同比 2019 年海外四大钛白粉公司销量及价格变化



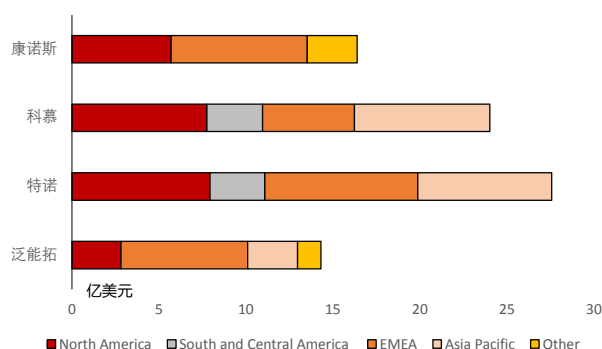
资料来源：彭博，公司公告，天风证券研究所

表 2：2020 年海外四大钛白粉公司业务收入变化贡献拆分

公司	业务名称	价格	销量	汇率	产品组合及其他
科慕	钛白粉	-6%	8%	-	-
特诺	钛白粉	-2%	-7%	3%	1%
康诺斯	钛白粉	-2%	-6%	1%	-
泛能拓	钛白粉	-2%	-9%	2%	1%

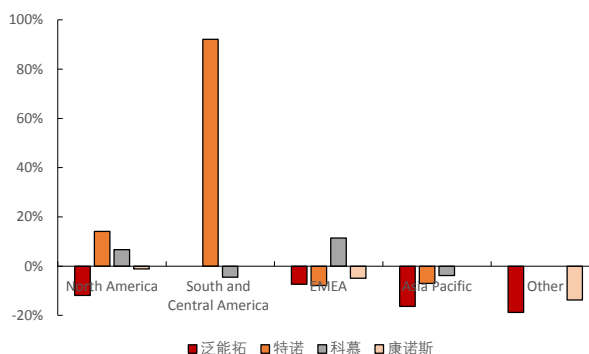
资料来源：公司公告，天风证券研究所；备注：特诺同比按照备考口径

图 5：2020 年海外四大钛白粉公司分地区营业收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2020 年海外四大钛白粉公司分地区营收增速情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：2020/2019 海外四大钛白粉公司盈利情况对比

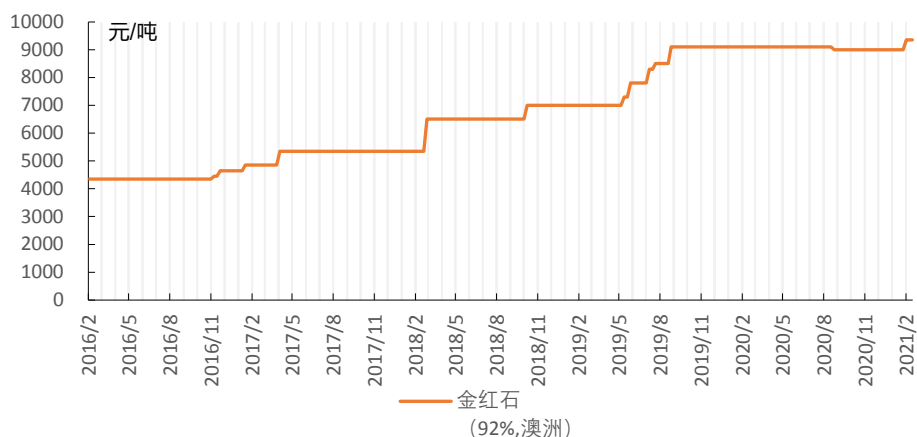
公司	营业收入		利润 (备注)		利润率 (备注)			备注
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	yoy	
科慕	24.02	23.45	5.10	5.05	21.2%	21.5%	-0.3pcts	利润率=钛白粉业务营收/该业务 Adjusted EBITDA
特诺	27.58	30.08	6.21	6.44	22.5%	21.4%	+1.1pcts	利润率=公司总营收/Gross profit,其中钛白粉的营收占比为 79%
康诺斯	16.39	17.31	3.51	3.86	21.4%	22.3%	-0.9pcts	利润率=公司总营收/Gross profit,其中钛白粉的营收占比为 93%
泛能拓	14.31	16.14	1.27	1.97	8.9%	12.2%	-3.3pcts	利润率=钛白粉业务营收/该业务 Adjusted EBITDA

资料来源：公司年报，天风证券研究所；备注：特诺按照备考口径，单位：亿美元

2020 年疫情冲击下，虽前文分析四家企业 20 年钛白粉销售价格同比均有不同程度下滑，且均承受原料价格上涨压力，但利润率表现上增减不一。其中，仅特诺利润率同比提升 1.1 个百分点（根据备考口径），主要受益于并购带来的协同效应和一体化优势；而科慕和康诺斯亦拥有自己的矿山资源，依托全产业链优势，利润率下滑幅度较小。暂未实现向上一体化的泛能拓利润率则同比下滑 3.3 个百分点。

- 特诺收购科斯特，协同效应有效稳固公司盈利水平。**科斯特前身为全球第二大钛白粉生产商，在全球共拥有 8 家工厂。此次收购后，特诺拥有科斯特 6 家工厂（除北美 2 家工厂已剥离给英力士），产能已遍布美洲、欧洲、中东和中国。根据特诺财报披露，收购科斯特带来的协同效应为其抵消了部分疫情所带来的负面影响，助力利润率最终实现正增长。
- 疫情冲击导致原材料价格位于历史高位，成本端压力增加。**钛白粉企业需要外购的主要原材料为钛铁矿或天然金红石（视其制备方法而定），占成本比例较高。根据百川资讯，截止 2021 年 3 月 12 日，海外金红石（92%澳洲）现价 9350 元/吨，达到 2016 年以来的历史峰值。全球金红石供给主要集中在澳洲和南非，2020 年疫情导致全球金红石产量下滑 3.7%，同时疫情亦导致运输不便。
- 全产业链公司抗风险性更强。**四大公司中三家（除泛能拓）均已实现向上一体化，拥有原料配套（科慕在美国拥有 4 座钛铁矿矿山，特诺在澳大利亚和南非拥有 5 座矿山，康诺斯在欧洲拥有 2 座矿山）。矿山资源增加了公司对于原材料成本的可控性，稳固其盈利水平。2020 年在疫情不可抗力影响下，科慕、特诺和康诺斯利润率较为稳定，表现出一定的抗风险性。但唯一暂未实现向上一体化的泛能拓利润率仅为 8.9%，同比下滑 3.3 个百分点，主要系原材料（包括矿石成本）的大幅上涨导致其生产成本提升。

图 7：海外金红石价格位于 2016 以来的历史高位



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

表 4：2020 年四大企业拥有矿山情况

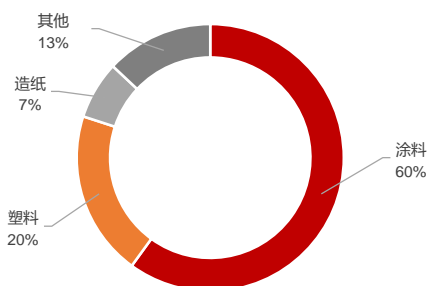
公司	矿山数量	位置
科慕	4	Starke, Florida
		Nahunta, Georgia
		Jesup, Georgia
		Folkston, Georgia
特诺	5	The Fairbreeze mine, South Africa
		the Namakwa mine, South Africa
		the Cooljarloo dredge mine, Western Australia
		the Ginkgo and Snapper mines, New South Wales, Australia
		the Wonnerup mine, Western Australia
康诺斯	2	Norway

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 海外四大公司对 2021 年行业景气展望相对乐观

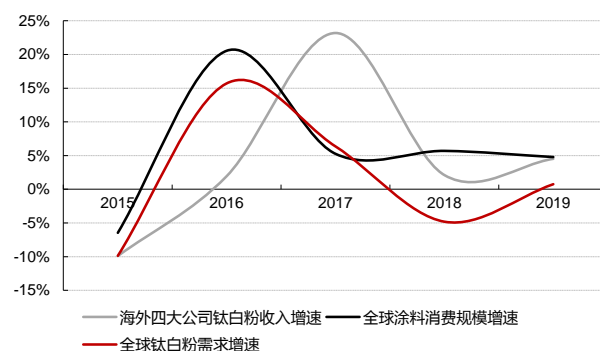
全球钛白粉下游主要应用为涂料市场，2016 年占比达到 60%。钛白粉需求和涂料消费需求密切相关。伴随 20 年下半年以来疫情影响初步修复，海外四大钛白粉公司对其 2021 年钛白粉业务展望相对乐观，均预测 2020 年四季度的强势需求将延续，未来预计钛白粉产销量增加。同时原材料价格大概率上涨，成本端支撑产品价格仍有望提升。

图 8：全球钛白粉市场下游应用占比情况



资料来源：牛拓网，天风证券研究所 注：2016 年数据

图 9：钛白粉需求与涂料周期密切相关



资料来源：彭博，中国冶金报，天风证券研究所

表 5：预计 2021 年全球钛白粉行业景气有望逐步改善

2021 年预期	科慕	特诺	康诺斯	泛能拓
收入增速	+22% (钛白粉业务占 48.3%)	+11%-15% (2021Q1 销量)	-	-
增量来源	<ul style="list-style-type: none"> <li>疫情影响减弱后，经济复苏后带动需求增长</li> <li>通过 TVS 战略促使钛白粉销量增长</li> <li>成本控制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>预计 2020Q4 的强势需求将持续至 Q1</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>预计 2021 年钛白粉的销量和售价均有提升</li> <li>产量较 2020 年略有增加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>疫情减弱后需求逐步恢复</li> <li>业务改善项目包括德国的制造设备改善计划</li> </ul>

资料来源：四大公司 2020 年年报，天风证券研究所整理

表 6：2021 年海外四大公司调价信息

公司	时间	内容
2021/4/1	特诺	亚太地区：每吨增加 200 美元
2021/4/1	泛能拓	欧洲，中东和非洲：€ 180/t or USD \$200/t；亚太地区/拉丁美洲：USD \$200/t；北美：USD \$0.08/lb
2021/4/1	科慕	国际上调 200 美元
2021/1/1	科慕	亚太地区：100 美元/吨
2021/1/1	特诺	亚太地区：每吨 120 美元
2021/1/1	泛能拓	欧洲，中东和非洲：€ 120 / t 或 USD \$ 150 / t ；亚太地区：USD \$150/t；北美和拉丁美洲：USD \$0.06/lb or USD \$150/t
2021/1/1	康诺斯	USD 150/mt

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**风险提示：**

1. 新冠疫情导致的不确定性风险：新冠疫情对全球经济、钛白粉下游客户运营和上游供应商的影响时长和程度均存在不确定性
2. 原材料价格波动风险：由于行业特殊性，钛白粉企业无法完全将原材料价格上涨传递给客户，所以原材料价格波动可能会导致公司的生产成本上升风险
3. 汇率波动风险：四大公司均为跨国企业，汇率波动会对公司的销售额和利润产生不确定性风险



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com