

钛白粉行业专题

出口优势产品，海外增量可期

超配

核心观点

我国钛白粉产能居世界首位，集中度较高。钛白粉是一种广泛应用于涂料、塑料、油墨和纸张等行业的无机化合物，下游约 58% 为涂料，24% 为塑料。2023 年中国以 550 万吨的钛白粉产能占据全球市场的主导地位，占比高达 56%，远超其他国家。我国钛白粉市场 CR5 为 49%，全球钛白粉市场 CR5 为 50%。龙佰集团以 151 万吨的年产能领先，占据全球 16% 的市场份额；Chemours 和 Tronox 紧随其后，分别拥有 110 万吨和 107.8 万吨的产能，市场份额均约为 12%；Kronos 和 Venator 分别以 56 万吨和 47.2 万吨的产能占据约 6% 和 5% 的市场份额。这五家头部公司共占全球钛白粉产能的 50%，显示出较高的市场集中度。

我国钛白粉出口量 2018-2023 年五年复合年增速为 13%，出口地区仍以亚洲为主。我国钛白粉出口总量从 2019 年的 100.3 万吨增长到 2023 年的 164.2 万吨，四年复合年增长率约为 13%，出口增长显著。其中亚洲在出口市场中占据主导地位，总体上保持在 55% 左右，欧洲和南美洲的市场份额相对稳定在 20% 和 10% 左右。从钛白粉出口量看，部分国家如印度和土耳其表现出强劲的增长势头。2022 年以来，钛白粉市场较为低迷，受成本及环保等因素影响，海外部分头部企业存在产能退出。我国钛白粉龙头企业如龙佰集团，抓住了海外部分产能退出的机会，提升了海外销售。

出口钛白粉至各主要国家的税费存在较大差异。韩国、印度尼西亚、越南、泰国均有免关税的贸易协定。欧盟、印度为保护自身钛白粉企业，近期对中国钛白粉产品发起了反倾销调查，我国企业积极应对，关注后续进展。

经济增长和人口增加是全球钛白粉需求增长的主要驱动力。人口增长和经济发展通常会带动建筑和装修行业的需求增加，进而影响钛白粉的市场需求。我国钛白粉出口量前十的国家 GDP 增速，大部分国家的 GDP 增长显示出一定的经济恢复力和增长势头。

龙佰集团钛全产业链优势显著，钛白粉龙头出口强劲。公司拥有完备的钛产业链，钛矿储量丰富且产能持续扩张。上游原材料的稳定供应支撑持续扩张的产能，在行业供给端优化的过程中，公司受益于自身原料、规模、品牌优势等，有望持续提升市占率，加大海外出口，提升整体营收规模和盈利水平。

风险提示：产品价格下行，行业竞争加剧，下游需求不及预期，贸易保护主义和贸易摩擦风险。

投资建议：我们看好钛白粉全球市占率第一的公司龙佰集团，公司拥有完备的钛产业链，钛矿储量丰富且产能持续扩张，在国际钛白粉企业中具有核心竞争力。公司钛白粉国际销量占比从 2022 年的 50.15% 提升至 2023 年的 56.5%，且有望继续增长。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 40.1/47.5/48.8 亿元，对应 EPS 为 1.68/1.99/2.05 元，当前股价对应 PE 为 12.4/10.5/10.2X，维持“买入”评级。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002601.SZ	龙佰集团	买入	20.93	49,038.33	1.68	1.99	12.5	10.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

基础化工 · 化学原料

超配 · 首次评级

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

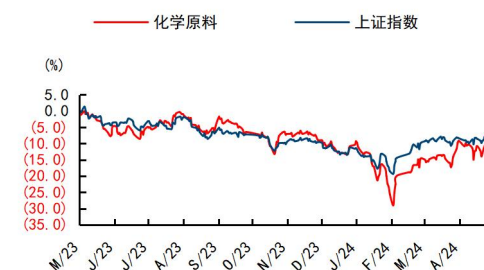
证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《生物柴油行业点评-生物柴油推广应用试点，国内生物柴油需求有望提升》——2024-04-09
《化工行业 2024 年 4 月投资策略-看好油气、制冷剂、煤制烯烃、民爆的投资方向》——2024-04-02
《油气行业 2024 年 3 月月报——供给端持续收紧，国际油价创年内新高》——2024-04-02
《2024 年 2 月油气月报：地缘政治冲突加剧，原油价格持续上行》——2024-03-03
《化工行业 2024 年 3 月投资策略-看好油气、制冷剂、轮胎、MDI 的投资方向》——2024-03-01

内容目录

行业概况：我国钛白粉产能居世界首位，集中度较高	5
钛白粉核心下游为涂料和塑料，我国产能居世界首位	5
我国钛白粉市场 CR5 为 49%	7
全球钛白粉市场 CR5 为 50%，龙佰集团市占率第一	8
出口：五年复合增速 13%，部分地区增速高	12
钛白粉出口量逐渐提升，部分地区需求较强劲	12
我国钛白粉对各大洲的出口价格较为接近	14
关税政策存差异，关注反倾销调查进展	15
需求：经济与人口是核心	16
重点公司及投资建议	18
龙佰集团：钛全产业链优势显著，钛白粉龙头出口强劲	18
公司财务分析	19
风险提示	24

图表目录

图 1: 钛白粉产业链	5
图 2: 钛白粉价格波动及其影响因素	6
图 3: 全球钛白粉产能分布	6
图 4: 我国钛白粉生产企业单吨钛白粉生产成本（元/吨）	7
图 5: Tronox 的全球布局	9
图 6: 我国钛白粉进出口量（万吨）	12
图 7: 我国钛白粉进出口平均单价（美元/千克）	12
图 8: 我国钛白粉对各大洲的出口量（万吨）	12
图 9: 我国出口钛白粉的主要地区地图	13
图 10: 我国钛白粉出口前十大地区的出口量占总量比值	13
图 11: 我国钛白粉对各大洲的出口单价（美元/千克）	14
图 12: 2023 年我国钛白粉出口前五国家 GDP 增速	16
图 13: 2023 年我国钛白粉出口第六至第十位国家 GDP 增速	16
图 14: 2023 年我国钛白粉出口前五国家人口增速	17
图 15: 2023 年我国钛白粉出口第六至第十位国家人口增速	17
图 16: 龙佰集团各项业务营收（亿元）	19
图 17: 龙佰集团各项业务毛利（亿元）	19
图 18: 龙佰集团各项业务毛利率	19
图 19: 龙佰集团钛白粉产销量（万吨）	19
图 20: 龙佰集团资产负债率	19
图 21: 龙佰集团流动比率、速动比率、权益乘数	19
图 22: 龙佰集团毛利率、净利率	20
图 23: 龙佰集团销售、管理、研发、财务费用率	20
图 24: 可比公司毛利率	20
图 25: 可比公司 ROE（加权）	20
图 26: 龙佰集团营业收入及同比增速（单位：亿元、%）	21
图 27: 龙佰集团单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）	21
图 28: 龙佰集团归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）	21
图 29: 龙佰集团单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）	21
图 30: 公司现金流量情况	22

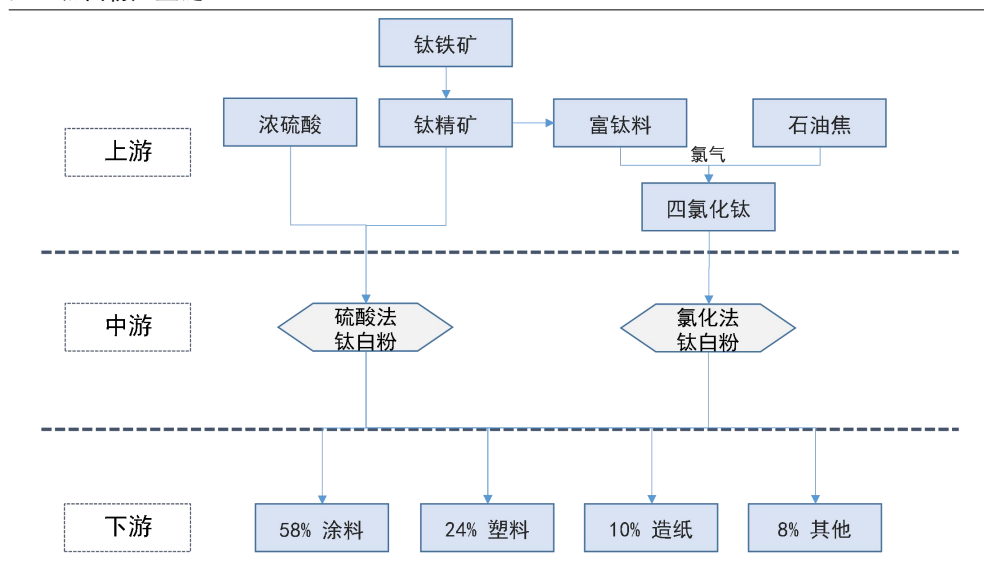
表1：我国钛白粉主要厂商产能、产量（万吨）及市场份额情况	7
表2：全球钛白粉产能前五的企业	8
表3：Tronox 钛白粉产能分布	9
表4：Tronox 钛矿产量（万吨）	10
表5：Kronos 钛白粉产能利用率	11
表6：Kronos 按目的地分的净销售额（百万美元）	11
表7：Venator 钛白粉产能分布（万吨）	11
表8：2019-2023 年我国钛白粉出口前十大地区及出口量（万吨）	13
表9：2019-2023 年我国钛白粉出口单价前十地区（单价：美元/千克）	14
表10：我国出口钛白粉至各主要国家的税费	15
表11：我国钛白粉对欧盟出口量前十大国家的税收标准	1
表12：我国钛白粉供需平衡表（万吨）	17
表13：龙佰集团产品产能	18
表14：龙佰集团盈利预测及市场重要数据	22
表15：龙佰集团未来 3 年利润表预测（百万元）	23
表16：可比公司估值表	23

行业概况：我国钛白粉产能居世界首位，集中度较高

钛白粉核心下游为涂料和塑料，我国产能居世界首位

钛白粉（ TiO_2 ）是一种广泛应用于涂料、塑料、油墨和纸张等行业的无机化合物，以其卓越的光学性质和化学稳定性而闻名。作为关键的颜料和添加剂，钛白粉在这些行业应用中发挥着至关重要的作用，特别是在提供白度和不透明度方面。市场对钛白粉的需求持续增长，受到全球建筑业复苏、汽车产业的蓬勃发展以及对环保型高性能涂料需求上升的推动。

图1：钛白粉产业链



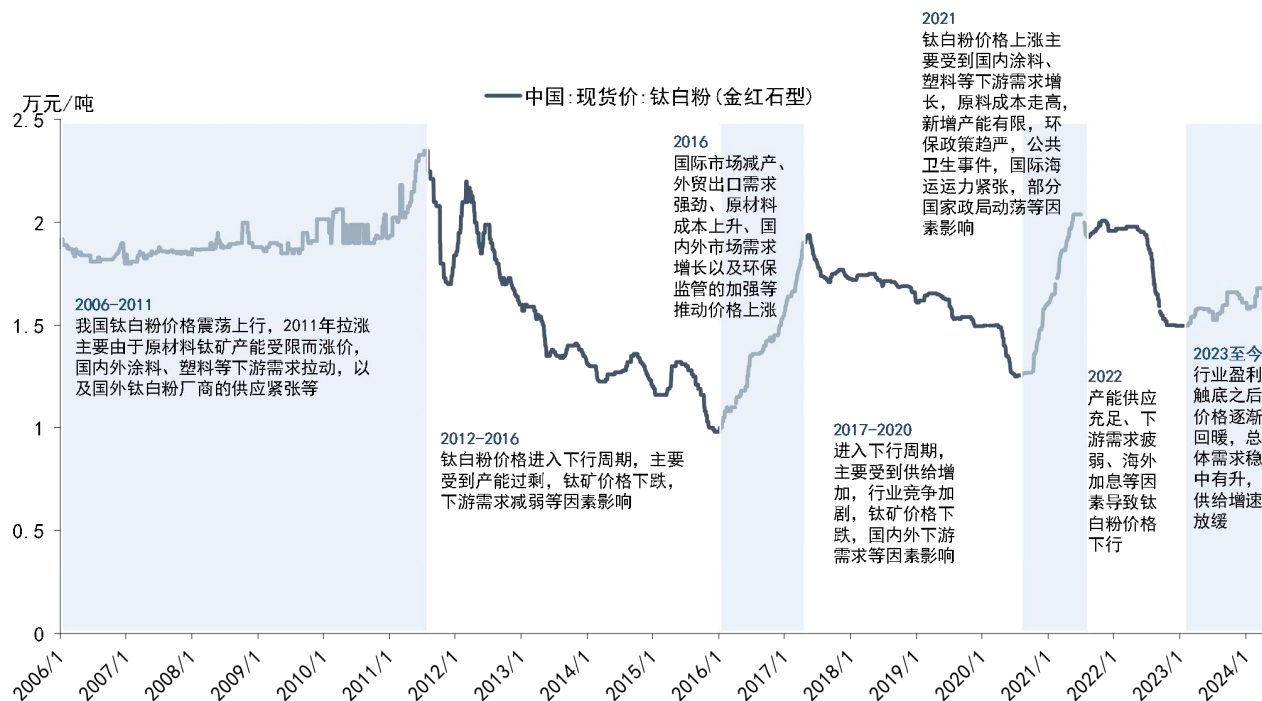
资料来源：公司财报，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

钛白粉市场受到多种因素的影响，包括宏观经济状况、下游行业需求、原材料成本以及国际贸易政策等。由于钛白粉是与生活品质息息相关的产品，其市场需求与全球各地区市场的 GDP 和总体经济状况紧密相关。据 Kronos 预测，长期来看，钛白粉的市场需求将以每年 2%至 3%的速度增长，与 GDP 的长期增长预期相符。短期需求变化可能与 GDP 的变化不同步，会受到下游客户钛白粉库存水平的影响，而库存水平又受到客户对未来钛白粉销售价格及产品可用性的预期影响。市场竞争中价格、产品质量、客户服务和技术支持服务等都很重要。

钛白粉行业壁垒较高，预期新产能有限，需求适度增长。钛白粉行业存在较高的进入壁垒，包括高资本成本、专有技术，以及建设新设施或扩大产能所需的长时间。2024 年，Kronos 预计行业不太可能有进一步的大规模产能增加，且在可预见的未来，欧洲或北美地区不太可能新建钛白粉工厂。据 Chemours 测算，2023 年全球钛白粉名义产能估计约为 940 万吨，全球需求量估计约为 680 万吨，其中约 60%为高性能颜料，且预计 2024 年全球钛白粉的需求量将相对于 2023 年同比适度

增长。

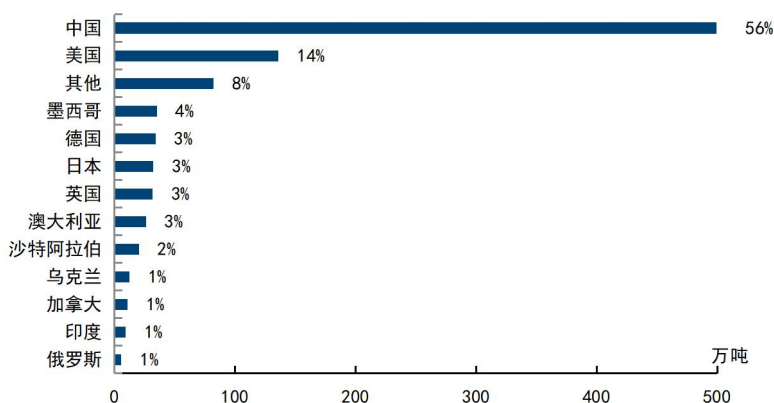
图2：钛白粉价格波动及其影响因素



资料来源：Wind，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

全球钛白粉产能格局较为集中。据美国地质勘探局数据，2023 年中国以 550 万吨的钛白粉产能占据全球市场的主导地位，占比高达 56%，这一比例远超其他国家，显示出中国在全球钛白粉产业中的核心地位；美国的产能为 136 万吨，占比 14%，位居第二，也是一个重要的钛白粉生产国。其他国家和地区的产能相对较小，但仍有一定的市场份额。例如，墨西哥、德国、日本和英国的产能都在 30 万吨以上，产能合计占全球总产能的约 13%。其他钛白粉生产国包括澳大利亚、沙特阿拉伯、乌克兰、加拿大、印度和俄罗斯等，它们各自贡献了一定比例的产能，并对当地的化工市场和全球供应链产生影响。

图3：全球钛白粉产能分布



资料来源：美国地质勘探局，国信证券经济研究所整理

我国钛白粉市场 CR5 为 49%

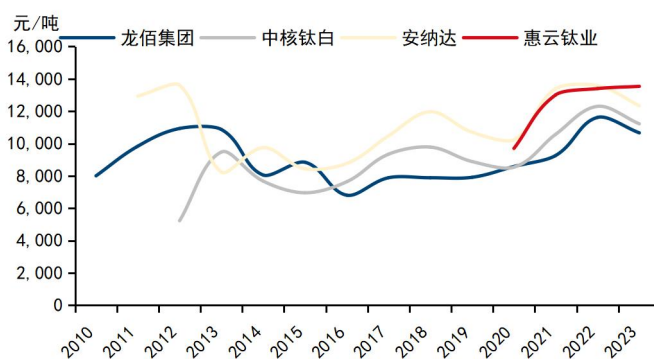
我国钛白粉市场 CR5 为 49%，集中度较高。龙佰集团是我国钛白粉行业的主要厂商，国内市场份额达到 29%。2023 年，龙佰集团的钛白粉产量同比增长了约 20%，进一步巩固了它的市场领先地位。除规模优势之外，龙佰集团产业链一体化助力成本降低，自身控费能力也较好，从钛白粉单吨成本看，近年来龙佰集团在国内一直处于领先地位。

表1：我国钛白粉主要厂商产能、产量（万吨）及市场份额情况

厂商	产能（万吨）	2022 年产量（万吨）	2023 年产量（万吨）	市场份额
龙佰集团	151	98.98	119.14	29%
中核钛白	40	33.43	32.01	8%
鲁北化工	26	19.14	23.56	5%
钒钛股份	23.5	24.35	25.1	4%
金浦钛业	16	15.66	15.24	3%
惠云钛业	11	9.37	9.86	2%
安纳达	8	10.17	10.05	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：我国钛白粉生产企业单吨钛白粉生产成本（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全球钛白粉市场 CR5 为 50%，龙佰集团市占率第一

全球钛白粉行业的集中度相对较高，CR5 为 50%。龙佰集团以 151 万吨的年产能领先，占据全球 16% 的市场份额；Chemours 和 Tronox 紧随其后，分别拥有 110 万吨和 107.8 万吨的产能，市场份额均约为 12%；Kronos 和 Venator 分别以 56 万吨和 47.2 万吨的产能占据约 6% 和 5% 的市场份额。这五家头部公司共占全球钛白粉产能的 50%，显示出较高的市场集中度。剩余的 50% 市场份额由其他企业分割，表明市场上还存在一定数量的小型或中型钛白粉生产商。头部企业对全球钛白粉的供应具有较强的控制力，能够对价格和市场趋势产生重要影响。同时，这也表明钛白粉行业存在一定程度的进入壁垒，新企业要想获得显著市场份额需要克服较大的挑战。

表2：全球钛白粉产能前五的企业

公司名称	产能（万吨）	市场份额
龙佰集团（LB Group Co. Ltd.）	151	16%
Chemours	110	12%
Tronox	107.8	12%
Kronos	56	6%
Venator	47.2	5%
其他	465.8	50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年以来，钛白粉市场较为低迷，受成本及环保等因素影响，海外部分头部企业存在产能退出。2023 年 3 月，Venator（泛能拓）宣布永久关停意大利 Scarlino 工厂和德国 Duisburg 工厂，合计硫酸法钛白粉产能为 13 万吨，2023 年 5 月公司申请破产保护。2023 年 7 月 Chemours（科慕）关闭中国台湾氯化法钛白粉工厂，最大产能约 15 万吨，一般产量约 13 万吨，2022 年产量约 7 万吨。

我国钛白粉龙头企业如龙佰集团，抓住了海外部分产能退出的机会，加大海外销售工作，2023 年龙佰集团钛白粉在国内/国际销量占比为 43.5%/56.5%，国际销量占比较 2022 年的 50.15% 有所提升。了解海外头部企业的经营情况及战略规划对于我国企业出海策略至关重要。

Chemours

Chemours 钛白粉产能全球第二，钛矿自给率不到 15%。公司有三个钛白粉生产基地，两个位于美国，一个位于墨西哥，公司钛白粉年产能约为 110 万吨，占据北美大约一半的钛白粉产能。另外公司还在比利时拥有一个大范围的重新包装和分销设施，在美国佛罗里达州的 Starke、乔治亚州的 Nahunta、Jesup 和 Offerman 运营矿物沙开采及分离业务。Chemours 自 1949 年起便在佛罗里达州的 Starke 运营钛矿，并在 2019 年扩展了其矿业运营，收购了位于乔治亚州 Nahunta 的另一座

钛矿。该钛矿的矿石原料被送往位于乔治亚州 Offerman 的矿物沙分离设施进行处理。此外，为了增加内部矿石来源的灵活性和可扩展性，Chemours 于 2020 年 8 月在乔治亚州 Jesup 启动了新的露天矿开采作业。这些矿业活动为 Chemours 提供了稳定的低成本、高质量国内钛矿石原料供应。尽管这些矿山对其整体矿石原料需求的供应比例不足 15%，但它们在确保原料供应的稳定性和成本效益方面发挥着重要作用。通过这些举措，Chemours 旨在加强其垂直整合的供应链，从而提高其在全球钛白粉市场中的竞争力。

Tronox

Tronox 是全球领先的钛白粉制造商，拥有钛白粉产能 107.8 万吨，其产品在全球市场上以 TiONATM 品牌出售。公司针对全球客户的需求，在美国、澳大利亚、巴西、英国、法国、荷兰、中国和沙特阿拉伯拥有钛白粉生产基地。作为核心业务，2023 年公司钛白粉的销售收入占总销售的 79%。从地理分布上看，欧洲、中东和非洲地区贡献了 40% 的销售额，亚太地区 28%，北美 26%。其钛白粉的主要销售应用领域包括涂料和涂装（78%），塑料（17%），以及纸张和特种用途（5%）。

积极运营钛矿业务以提升原料自给率。钛精矿原料自给方面，Tronox 在澳大利亚和南非运营着含钛矿砂矿山及其选矿和冶炼作业，产出的原料可进一步加工成钛白粉和高纯度钛化学品。2023 年，Tronox 投资了新的东澳大利亚 Atlas 矿场，以替代即将在 2024 年上半年停产的 Snapper/Ginkgo 矿场。此外，公司正在南非进行矿场扩展项目，以维持其作为低成本钛白粉生产商的领先地位。

表3: Tronox 钛白粉产能分布

地区	产能（万吨）	生产工艺
美国汉密尔顿（Hamilton, Mississippi, USA）	22.5	氯化法
沙特阿拉伯延布（Yanbu, Saudi Arabia）	20	氯化法
英国斯塔林斯堡（Stallingborough, England, United Kingdom）	16.5	氯化法
澳大利亚西部奎那那（Kwinana, Western Australia）	15	氯化法
澳大利亚西部凯默顿（Kemerton, Western Australia）	11	氯化法
荷兰博特莱克（Botlek, the Netherlands）	9	氯化法
巴西巴伊亚州萨尔瓦多（Salvador, Bahia, Brazil）	6	硫酸法
中国江西省抚州市（Fuzhou, Jiangxi Province, China）	4.6	硫酸法
法国阿尔萨斯的坦恩（Thann, Alsace, France）	3.2	硫酸法

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图5: Tronox 的全球布局



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表4: Tronox 钛矿产量（万吨）

Rutile 产量（金红石，包括天然金红石和白钛石）				
地区	2021	2022	2023	
澳大利亚 Cooljarloo	2.55	1.89	1.55	
澳大利亚 Atlas-Campaspe	-	-	6.16	
南非 Namakwa Sands	2.90	3.13	2.79	
南非 KZN Sands	2.15	1.63	1.84	
其他	6.56	9.26	2.92	
总计	14.16	15.91	15.25	

Ilmenite 产量（钛铁矿，包含多种等级的二氧化钛和不同等级的钛铁矿）				
地区	2021	2022	2023	
澳大利亚 Cooljarloo	18.55	14.30	12.67	
澳大利亚 Atlas-Campaspe	-	-	17.21	
南非 Namakwa Sands	40.85	56.71	53.25	
南非 KZN Sands	42.93	29.04	31.88	
其他	16.78	15.56	9.46	
总计	119.10	115.61	124.47	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

Kronos

Kronos 公司的生产基地分布在欧洲和北美。2023 年，Kronos 有 44% 的销售量在欧洲市场，是欧洲最大的氯化法钛白粉生产商，在欧洲市场的销售量占有率为 12.9%，在北美市场的销售量占有率为 16%。

2023 年公司产销量及产品价格同比下降。受到全球经济环境、行业竞争、原材料成本变化等多种因素影响，钛白粉市场在 2023 年略显疲弱。公司降低了自身的产

能利用率，产销量齐降，销售价格也同比降低。2023 年，公司钛白粉销售量 41.9 万吨，同比下降 13%；生产量 40.1 万吨，同比下降 19%。与此同时，钛白粉的销售价格同比下降了 4%，量价齐跌之下，公司钛白粉净销售额同比下降 14%。

表5: Kronos 钛白粉产能利用率

季度	2022 年产能利用率	2023 年产能利用率
第一季度	100%	76%
第二季度	95%	64%
第三季度	93%	73%
第四季度	65%	75%
总体	89%	72%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: Kronos 按目的地的净销售额（百万美元）

地区	2021 年	占比	2022 年	占比	2023 年	占比
欧洲 (Europe)	945	49%	878.3	46%	737.8	44%
北美 (North America)	645.7	33%	695.7	36%	618.1	37%
其他 (Other)	348.7	18%	356.2	18%	310.6	19%
总计	1939.4		1930.2		1666.5	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Venator

Venator 公司专注于生产和销售二氧化钛颜料和性能添加剂。公司于 2017 年 4 月 28 日在英国注册成立，原为亨斯曼材料公司（Huntsman Corporation）的子公司，后经过分拆成为独立运营的公司。Venator 主要运营钛白粉和高性能添加剂，钛白粉板块，Venator 提供包括金红石、锐钛矿和纳米 TiO₂ 产品，这些产品广泛应用于涂料、塑料、纸张、印刷油墨、纤维以及食品和个人护理产品。高性能添加剂板块则提供钡和锌添加剂，这些添加剂用于涂料、薄膜、药品以及纸张和玻璃纤维增强塑料；还包括彩色无机颜料如氧化铁、群青等，以及用于建筑、涂料、塑料和特种市场的特种无机化学品和干燥剂。

表7: Venator 钛白粉产能分布（万吨）

地区	欧洲、中东和非洲 (EMEA)	北美	亚太 (APAC)	总计	生产工艺
英国 Greatham	15			15	氯化法
德国 Uerdingen	10.7			10.7	硫酸法
西班牙 Huelva	8			8	硫酸法
意大利 Scarlino	8 (2023 年永久关停)			-	硫酸法
德国 Duisburg	5 (2023 年永久关停)			-	硫酸法
美国路易斯安那州 Lake Charles		7.5		7.5	氯化法
马来西亚 Teluk Kalung			6	6	硫酸法
总计	33.7	7.5	6	47.2	

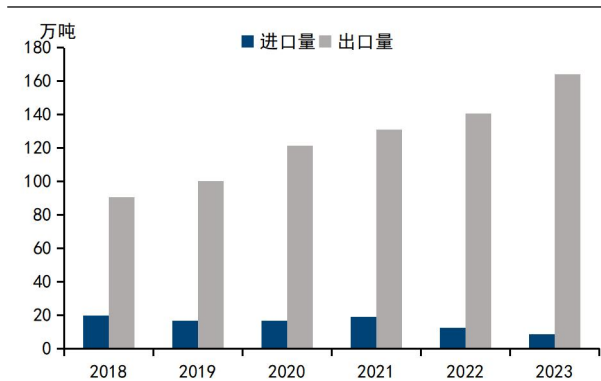
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

出口：五年复合增速 13%，部分地区增速高

钛白粉出口量逐渐提升，部分地区需求较强劲

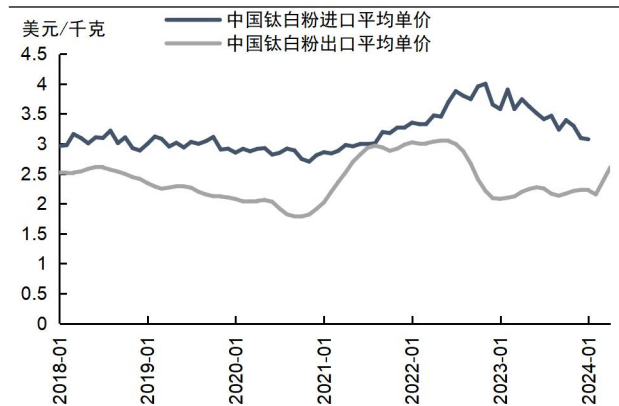
我国钛白粉出口总量 2018-2023 年五年复合年增长率约为 13%，出口地区仍以亚洲为主。我国钛白粉出口总量从 2019 年的 100.3 万吨增长到 2023 年的 164.2 万吨，四年复合年增长率约为 13%，出口增长显著。其中亚洲在出口市场中占据主导地位，总体上保持在 55%左右，欧洲和南美洲的市场份额相对稳定在 20%和 10%左右。

图6：我国钛白粉进出口量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：我国钛白粉进出口平均单价（美元/千克）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：我国钛白粉对各大洲的出口量（万吨）

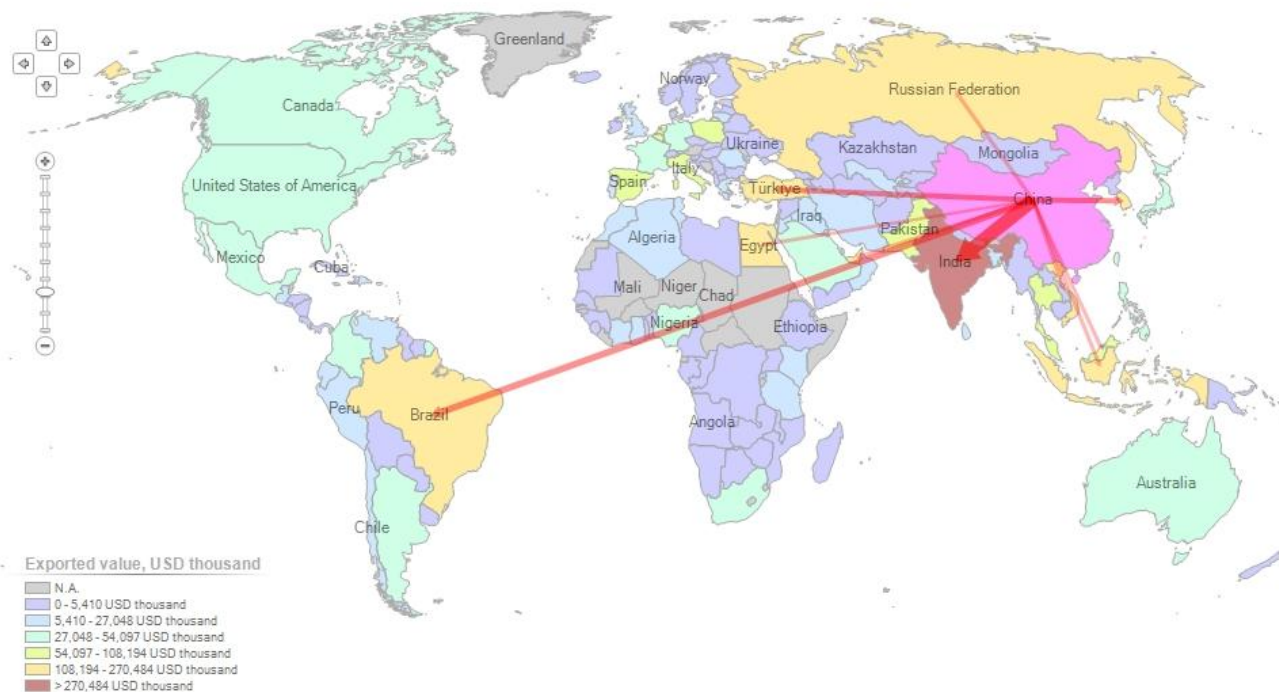
	2019	2020	2021	2022	2023
亚洲	57.1	64.7	74.2	75.1	91.1
欧洲	19.1	24.2	27.2	30.6	34.6
南美洲	11.5	15.3	14.2	14.6	17.7
非洲	6.6	8.5	9.7	10.8	12.8
北美洲	4.8	7.2	4.5	8.2	6.6
大洋洲	1.1	1.4	1.3	1.2	1.5
总计	100.3	121.4	131.2	140.6	164.2

资料来源：ITC，国信证券经济研究所整理

钛白粉出口市场在过去几年中经历了一系列变化，部分国家如印度和土耳其表现出强劲的增长势头。印度的钛白粉出口量从 2019 年的 12.7 万吨增长到 2023 年的 24.8 万吨，呈现出显著的增长趋势。巴西的出口量在 2020 年显著增长至 9.9 万吨，但在 2021 年有所下降至 8.9 万吨，之后在 2022 年和 2023 年逐渐回升至 11.3 万吨，反映了市场需求波动向上。印度、巴西、土耳其、韩国、印度尼西亚、越南、阿联酋、马来西亚近五年一直位列于我国钛白粉出口前十大地区。从 2023 年同比增速来看，土耳其以 40% 的同比增速领先，印度、埃及和巴西分别以 32%、

28%和 26%的增速紧随其后，也展现出较高速的增长，仅俄罗斯和越南略有下滑。

图9：我国出口钛白粉的主要地区地图



资料来源：ITC，国信证券经济研究所整理

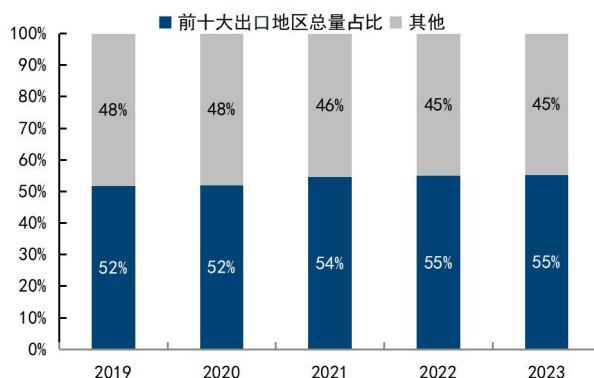
表8：2019-2023 年我国钛白粉出口前十大地区及出口量（万吨）

	2019		2020		2021		2022		2023	
	印度	12.7	印度	13.6	印度	16.9	印度	18.8	印度	24.8
	巴西	7.3	巴西	9.9	巴西	8.9	巴西	9.0	巴西	11.3
	韩国	6.3	韩国	7.3	韩国	8.5	韩国	7.4	土耳其	9.5
	越南	5.3	越南	6.3	土耳其	7.5	俄罗斯	7.3	韩国	8.9
印度尼西亚	5.0	土耳其	5.9	越南	6.3	越南	7.0	俄罗斯	7.3	
土耳其	3.8	印度尼西亚	5.0	印度尼西亚	6.2	土耳其	6.8	印度尼西亚	6.6	
马来西亚	3.3	马来西亚	3.9	阿联酋	5.6	比利时	5.7	越南	6.5	
阿联酋	3.1	加拿大	3.8	马来西亚	4.4	印度尼西亚	5.7	阿联酋	6.4	
伊朗	2.7	埃及	3.8	法国	3.7	阿联酋	5.5	埃及	4.8	
泰国	2.5	阿联酋	3.6	泰国	3.4	马来西亚	4.0	马来西亚	4.6	

资料来源：ITC，国信证券经济研究所整理

2019-2023 年，我国钛白粉出口前十大地区的出口量占总量比值从 52%提升至 55%，变化幅度不大，但总体呈现的集中度提升的趋势，反映了部分地区对于钛白粉需求的增速较高。

图10：我国钛白粉出口前十大地区的出口量占总量比值



资料来源：ITC，国信证券经济研究所整理

我国钛白粉对各大洲的出口价格较为接近

我国钛白粉对各大洲的出口单价总体较为接近，对各个国家/地区的出口价格存在差异化，主要受当地市场供需影响。近五年，我国钛白粉对各大洲的出口单价与总出口平均单价的差距不超过 0.07 美元/千克，差异较小。而对于部分国家/地区而言，出口价格差异可能会偏大。出口单价前十地区主要分布在非洲的部分地区，其次是欧洲、亚洲等局部地区，主要受当地市场供需等因素影响。2023 年钛白粉市场总体较为低迷，我国钛白粉对这些地区出口单价均同比下降。

图11：我国钛白粉对各大洲的出口单价（美元/千克）

	2019	2020	2021	2022	2023
北美洲	2.20	1.87	2.75	2.72	2.14
大洋洲	2.20	1.96	2.70	2.72	2.20
非洲	2.18	1.95	2.79	2.72	2.22
南美洲	2.20	1.91	2.73	2.76	2.19
欧洲	2.20	1.94	2.78	2.81	2.16
亚洲	2.20	1.94	2.78	2.69	2.20
总计	2.20	1.93	2.77	2.73	2.19

资料来源：ITC，国信证券经济研究所整理

表9：2019-2023 年我国钛白粉出口单价前十地区（单价：美元/千克）

	2019		2020		2021		2022		2023
海地	5.36	瓦努阿图	3.33	中国香港	4.29	圣多美和普林西比	5.00	中国香港	3.26
奥地利	3.45	中国香港	2.93	瓦努阿图	3.75	中国香港	4.44	瓦努阿图	3.00
卢森堡	2.55	牙买加	2.54	拉脱维亚	3.20	玻利维亚	3.44	海地	3.00
马拉维	2.50	海地	2.50	玻利维亚	3.15	特立尼达和多巴哥	3.29	古巴	2.97
津巴布韦	2.50	斯洛伐克	2.31	利比里亚	3.06	乌干达	3.27	瑞士	2.61
瑞士	2.47	古巴	2.30	苏里南	3.03	黑山	3.11	柬埔寨	2.57
毛里求斯	2.44	刚果（金）	2.22	匈牙利	3.02	苏里南	3.10	匈牙利	2.49
拉脱维亚	2.43	毛里塔尼亚	2.21	尼加拉瓜	3.02	乌克兰	3.08	赞比亚	2.48
苏里南	2.39	奥地利	2.20	黑山	3.01	德国	3.08	佛得角	2.42

安哥拉 2.38 多哥 2.17 海地 3.00 瑞士 3.07 特立尼达和多巴哥 2.40

资料来源：ITC，国信证券经济研究所整理

关税政策存差异，关注反倾销调查进展

我国出口钛白粉至各主要国家的税费存在较大差异。2023 年出口量前十大地区中，印度、巴西关税税率相对较高，为 10%和 10.8%，土耳其、阿联酋、俄罗斯关税税率为 6%、5%、3.75%，埃及为 2%，韩国、印度尼西亚、越南、泰国均有免关税的贸易协定。较低的关税促进了国际贸易流动，税收政策对于我国出口钛白粉有着重要影响。

表10: 我国出口钛白粉至各主要国家的税费

国家	关税	增值税	其他税费
印度	10%CIF	18%(CIFD+社会福利附加税)	社会福利附加税 10%BCD(基本关税的 10%) 商品及服务税 17%-19%，工业产品税，海运附加税 25%（基于运费），机场费 50%(仓储费+空运手续费)，报关费，空运手续费 0.015 每千克，海运手续费 2.1 每吨，社会一体化税 11.75%CIF，仓储费 0.2%-1.0%CIFD(根据 CIF 每吨价值和运输模式不同)
巴西	10.8%CIF		
土耳其	6%CIF	18%CIFD	
韩国	0-8%CIF(韩国-中国自由贸易协定为 0)	10%CIFD	
俄罗斯	3.75%-5%CIF(发展中国家、原产国=起运国适用 3.75%)	20%(CIFD+消费税)	消费税 418 卢布每升(原产国=起运国)
阿联酋	5%CIF	5%CIFD	
印度尼西亚	0-5%CIF(中国-东盟全面经济合作框架协议为 0)	10%CIFD	所得税 2.5%-7.5%CIFD(根据进口商注册情况不同)
越南	0-5%CIF(最惠国税率(MFN)为 0)	10%CIFD	
埃及	2%CIF	14%CIFD	一般销售税 10%CIFD
泰国	0	7%CIFD	

资料来源：中华人民共和国商务部，国信证券经济研究所整理 注：CIF (Cost, Insurance, and Freight)：指的是“成本加保险费加运费”，常用于国际贸易中，特别是在海运或空运货物时。CIFD (Cost, Insurance, Freight, and Duty)即在 CIF 的基础上加上了关税。

企业积极应对欧盟及印度反倾销调查

欧盟反倾销调查保护自身钛白粉企业。2023 年，欧洲市场对中国钛白粉产品发起了反倾销调查，此举由欧洲二氧化钛特设联盟（ETDC）提出，意在保护其成员国的钛白粉生产商。欧盟委员会于 2023 年 11 月 13 日宣布启动调查，调查期覆盖 2022 年 10 月至 2023 年 9 月，损害评估则回溯至 2020 年。ETDC 声称中国钛白粉以 45%至 65%的倾销幅度进入欧洲市场，导致当地生产商面临严重挑战，甚至停产，从而增加了欧盟对外部关键原材料的依赖。

面对这一挑战，中国钛白粉行业迅速采取行动，中国涂料工业协会钛白粉行业分会组织了 20 多家企业，包括龙佰集团、山东道恩钛业和江苏泛华化学科技有限公司等，共同应对欧盟的反倾销调查。这些企业正在准备无损害抗辩，积极准备材料参与抗辩，以保护自身的合法权益。尽管欧盟的反倾销税可能会对中国钛白粉出口造成影响，但国内企业凭借产品质量和批次稳定性优势，有望在国际市场上保持竞争力。中国钛白粉行业内部正在加快淘汰落后产能，鼓励先进产能的兼并重组，以削减生产商数量并进行结构性改革，行业集中度或将进一步提升。同时，中国钛白粉企业也在积极寻求科技创新和市场多元化，以增强自身的国际竞争力。

和市场适应性。

表11: 我国钛白粉对欧盟出口量前十大国家的税收标准

国家	关税	增值税
比利时		21.0% CIFD
意大利		22.0% CIFD
荷兰		21.0% CIFD
西班牙		21.0% CIFD
波兰	6.0% CIF	23.0% CIFD
法国		20.0% CIFD
德国		19.0% CIFD
葡萄牙		23.0% CIFD
希腊		24.0% CIFD
罗马尼亚		19.0% CIFD

资料来源：中华人民共和国商务部，国信证券经济研究所整理

印度对中国钛白粉发起反倾销调查。2024年3月28日，印度商工部根据国内企业的申请，宣布对原产于或进口自中国的钛白粉启动反倾销调查，调查期定为2022年10月1日至2023年9月30日，涉及印度海关编码28230010以及部分32061110和32061190项下的产品。目前中国涂料工业协会钛白粉行业分会已经组织了20多家钛白粉企业，完成了对印度反倾销行业无损害抗辩应诉的前期工作。中国涂料工业协会还紧急召开了应诉工作会议，通报了调查的主要问题和注意事项，并邀请了专业律师事务所进行法律辅导。印度的这一行动并非孤立，自1995年以来，印度已对华展开反倾销调查340起，成为对华进行反倾销调查最多的国家。但由于印度自身钛白粉产能仅占全球钛白粉产能约1%，预计此次反倾销调查对于我国出口的影响较为有限。

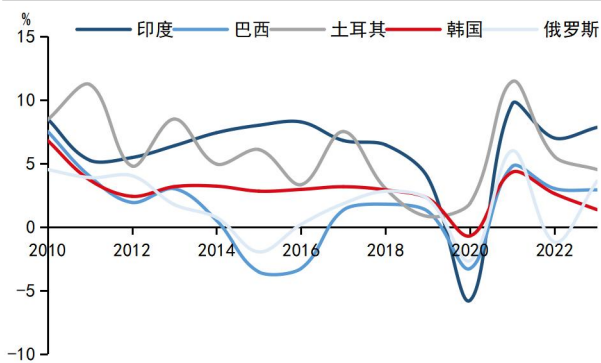
需求：经济与人口是核心

经济增长和人口增加是全球钛白粉需求增长的主要驱动力。涂料行业是钛白粉的主要应用市场之一，而涂料产品又大量用于建筑和装修行业。因此，人口增长和经济发展通常会带动建筑和装修行业的需求增加，进而影响钛白粉的市场需求。人口的增长往往伴随着经济的发展，尤其是在发展中国家。随着人口的增加，对住房和城市基础设施的需求也会增加，这会直接推动建筑行业的发展。

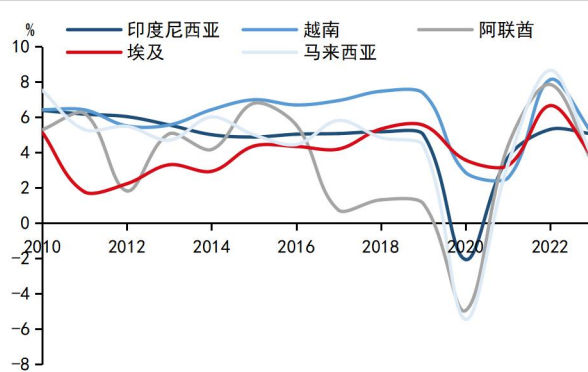
我国钛白粉出口量前十的国家 GDP 增速，大部分国家的 GDP 增长显示出一定的经济恢复力和增长势头。2023年全球GDP平均增长率为3.21%，我国钛白粉出口量前十的国家中，印度以7.83%的增长率领先，也是人口仅次于我国的国家。近年来，印度稳居我国钛白粉出口量首位，需求强劲。

图12: 2023年我国钛白粉出口前五国家 GDP 增速

图13: 2023年我国钛白粉出口第六至第十位国家 GDP 增速

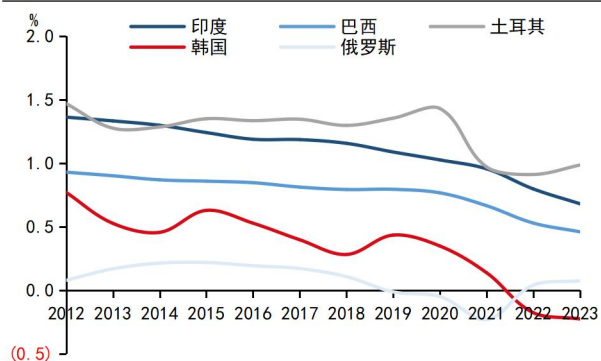


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



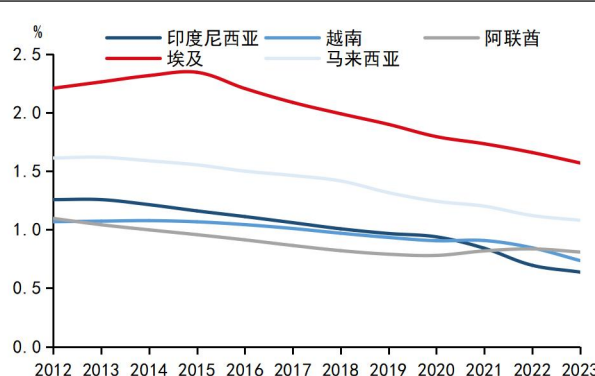
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 2023年我国钛白粉出口前五国家人口增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 2023年我国钛白粉出口第六至第十位国家人口增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

若出口保持较高增速，2023-2026年国内钛白粉表观消费量复合增长率约为4%即可。根据卓创资讯钛白粉在建产能的规划情况，我们预估2024-2026年我国钛白粉产能分别达到558/583/643万吨，根据2023年的产能利用率，假设2024-2026年产能利用率不变，则对应产量分别为435/455/502万吨。假设进口量不变，2024-2026年出口量增速分别为13%/12%/10%，则需要达到供需平衡的国内表观消费量为258/256/282万吨，2023-2026年复合增长率约为4%，供需压力不大。

表12: 我国钛白粉供需平衡表（万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能	393.8	420.8	435.8	460.8	484.3	522.3	558.3	583.3	643.3
产量	278.39	318.15	349.32	362.02	370.38	406.98	435.47	454.97	501.77
产能利用率	71%	76%	80%	79%	76%	78%	78%	78%	78%
进口量	19.74	16.71	16.83	19.19	12.31	8.45	8.45	8.45	8.45
出口量	90.80	100.34	121.41	131.16	140.57	164.17	185.52	207.78	228.55
表观消费量	207.33	234.52	244.74	250.05	242.11	251.25	258.40	255.64	281.66

资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

重点公司及投资建议

龙佰集团：钛全产业链优势显著，钛白粉龙头出口强劲

我国钛白粉企业在全球具有强大竞争力的为龙佰集团，龙佰集团主要从事钛白粉生产、研发和销售，是国内也是全球钛白粉行业的龙头企业。除钛白粉外，公司还经营铁精矿、海绵钛、锆制品、锂电正负极材料等产品的生产与销售。目前公司拥有钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 5 万吨/年，规模均居世界前列；磷酸铁锂产能 5 万吨/年，磷酸铁产能 10 万吨/年，石墨负极产能 2.5 万吨/年，石墨化产能 5 万吨/年。公司钛产业基地布局河南、四川、湖北、云南、甘肃等五省六地市，初步形成从钛的矿物采选加工，到钛白粉和钛金属制造，衍生资源综合利用的绿色产业链。

公司拥有完备的钛产业链，钛矿储量丰富且产能持续扩张。上游原材料的稳定供应支撑持续扩张的产能，在行业供给端优化的过程中，公司受益于自身原料、规模、品牌优势等，有望持续提升市占率，加大海外出口，提升整体营收规模和盈利水平。

表13: 龙佰集团产品产能

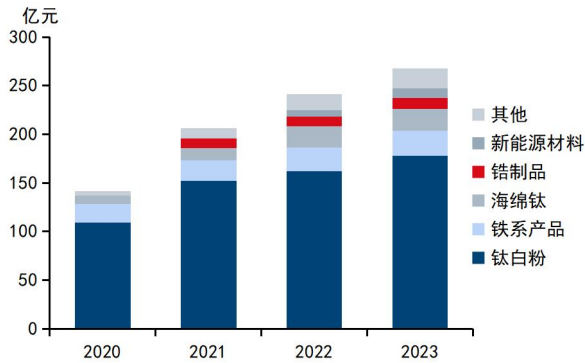
产品		生产基地	产能（万吨）
钛白粉	硫酸法	河南焦作	25
		四川德阳	25
		湖北襄阳	15
		甘肃金昌	20
	氯化法	河南焦作	40
		云南楚雄	26
		合计	151
海绵钛		云南楚雄	3.5
		甘肃金昌	1.5
		合计	5
钛精矿		矿冶公司	142
		丰源公司	30
		合计	172
铁精矿		矿冶公司	400
		丰源公司	60
		合计	460
正极材料	磷酸铁	河南焦作	10
	磷酸铁锂	河南焦作	5
负极材料	石墨负极	河南焦作	2.5
	石墨化	河南焦作	5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

钛白粉业务是公司营收及利润的主要来源，2023 年毛利占比为 71%。公司主营业务为钛白粉、铁系产品、海绵钛、锆制品、新能源材料业务，其中钛白粉业务 2023 年营收占比 66%，铁系产品业务营收占比 10%，海绵钛业务营收占比 8%，营收结构较 2022 年保持稳定。毛利方面，2023 年钛白粉毛利率保持在 29%，与 2022 年持平，铁系产品毛利率从 45%提升至 49%，钛白粉和铁系产品毛利占比分别为 71%和 18%；海绵钛和锆制品毛利率均下滑 10 个百分点左右，毛利占比分别下降至 6%和 2%；新能源材料则毛利为负。2023 年钛白粉市场逐渐修复，综合保持了与 2022

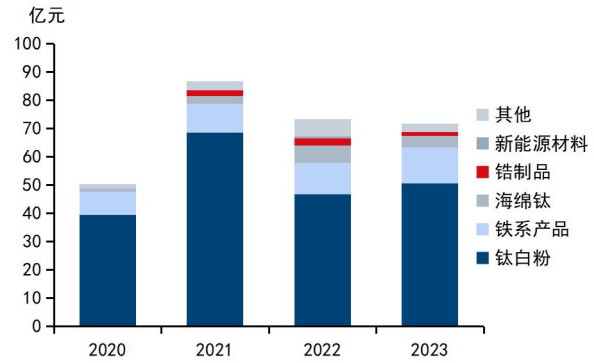
年同样的毛利率，随着下游需求部分复苏，供给格局改善，预计 2024 年钛白粉价格稳中有升，毛利率有望回升。

图16: 龙佰集团各项业务营收（亿元）



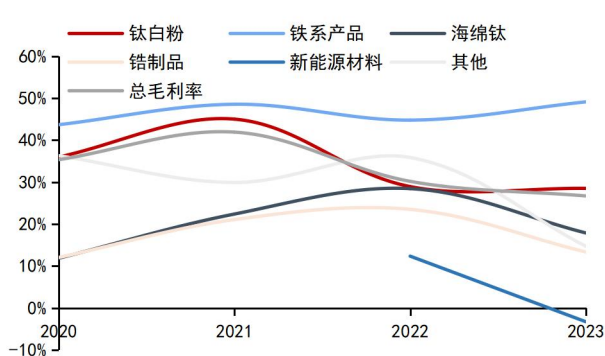
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 龙佰集团各项业务毛利（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 龙佰集团各项业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 龙佰集团钛白粉产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

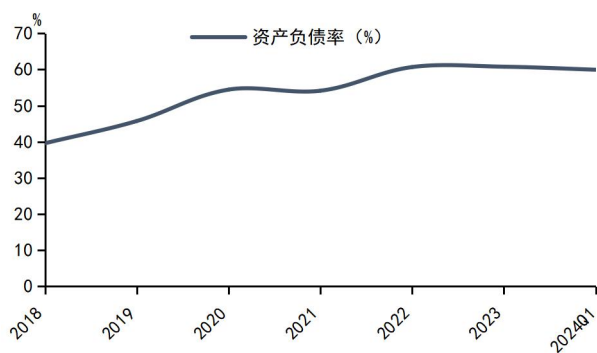
公司财务分析

资本结构及偿债能力分析

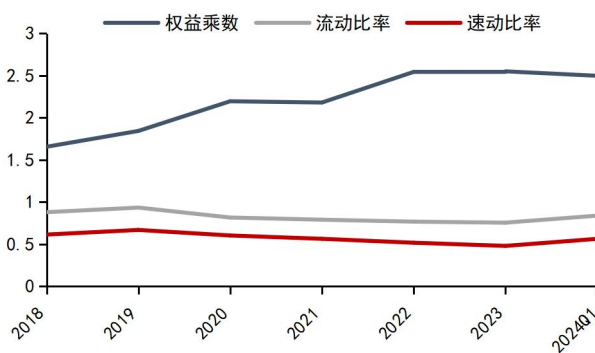
自 2018 年以来，资产负债率有上升趋势，公司 2024 年一季度资产负债率达 59.95%，流动比率 0.84，速动比率 0.56，权益乘数 2.50。综合来看，公司资产负债率较高，流动比率、速动比率较低，公司存在一定的偿债风险。

图20: 龙佰集团资产负债率

图21: 龙佰集团流动比率、速动比率、权益乘数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

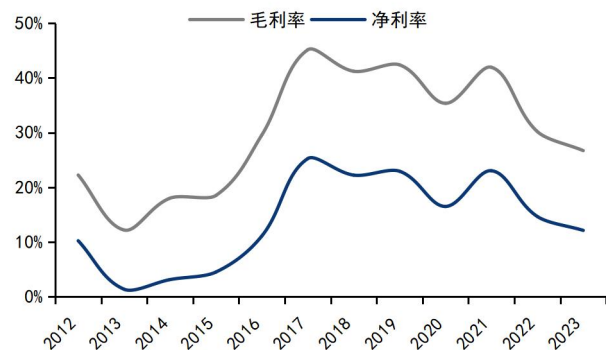


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

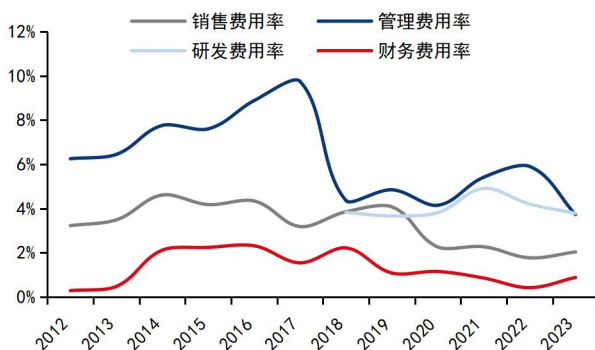
受产品价格波动影响，公司盈利能力有所波动。得益于钛白粉市场行情上行及公司自身成本控制能力的提升，2017-2021 年公司毛利率、净利率处于较高区间，随后受钛白粉景气度下行的影响而降低。公司费用控制方面表现出色，销售、管理、财务费用率总体呈下降趋势。

图22: 龙佰集团毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23: 龙佰集团销售、管理、研发、财务费用率

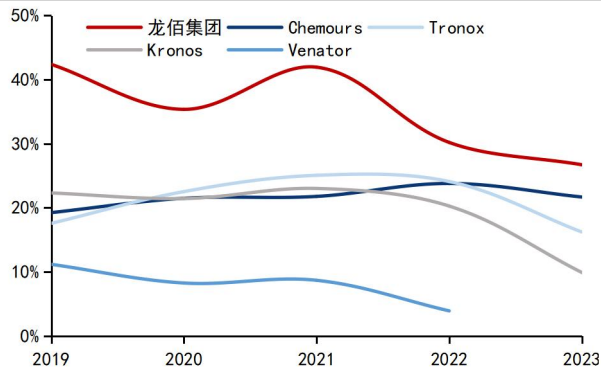


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

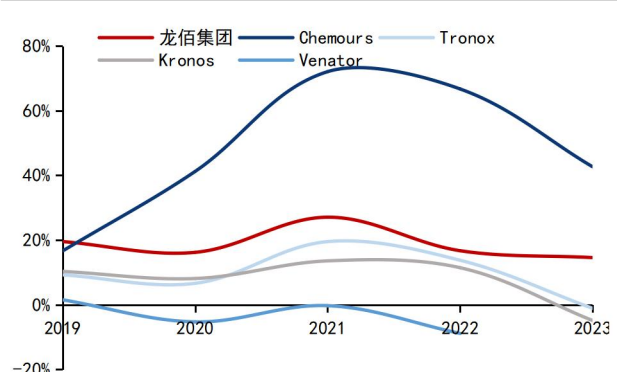
公司毛利率及 ROE 在同行中较为领先。公司毛利率高于其余四家国际钛白粉厂商，2023 年毛利率为 27%。公司净资产收益率（ROE）在可比公司中较为领先，低于 Chemours，高于 Tronox、Kronos、Venator，2023 年净资产收益率为 15%。综合而言，公司的盈利能力一直维持较好水平、在同行中领先，资本利用效率上有一定的优势。

图24: 可比公司毛利率

图25: 可比公司 ROE（加权）



资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

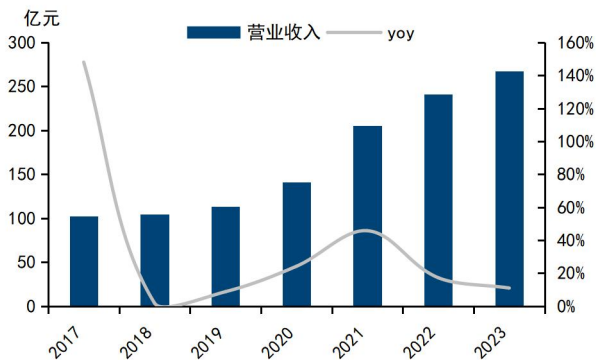


资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

成长性分析

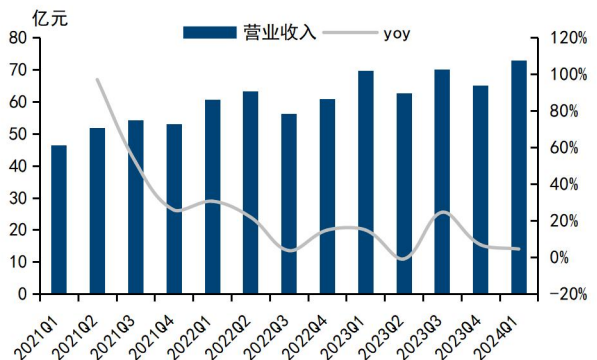
近五年营收逐年提升，利润存波动。2017~2023年，公司营收逐年上升。2018~2023年五年营收复合增长率约为21%，归母净利润复合增长率约为7%，增速较为显著。公司2023年营收267.6亿元（同比+11.0%），归母净利润32.3亿元（同比-5.6%），扣非归母净利润31.2亿元（同比-4.7%）。2023年季度公司归母净利润呈现逐季提升的态势。

图26: 龙佰集团营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 龙佰集团单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 龙佰集团归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）

图29: 龙佰集团单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

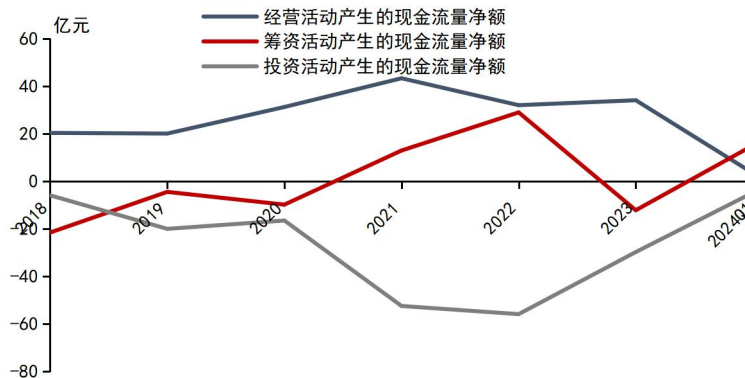


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

现金流量分析

公司现金流量情况较好，经营活动健康、稳健。尽管经历了主营产品景气度下行，近三年龙佰集团的经营活动现金净流量整体较为稳定。2023 年全年和 2024 年第一季度公司经营活动产生的现金流量净额分别为 34.04、33.97 亿元，投资活动产生的现金流量净额分别为-29.77、-4.81 亿元，筹资活动产生的现金流量净额分别为-12.20、15.04 亿元，2021-2022 年公司在扩张和资本筹集方面比较积极。

图30: 公司现金流量情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：我们看好钛白粉全球市占率第一的公司龙佰集团，公司拥有完备的钛产业链，钛矿储量丰富且产能持续扩张，在国际钛白粉企业中具有核心竞争力。公司钛白粉国际销量占比从 2022 年的 50.15% 提升至 2023 年的 56.5%，且有望继续增长。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 40.1/47.5/48.8 亿元，对应 EPS 为 1.68/1.99/2.05 元，当前股价对应 PE 为 12.4/10.5/10.2X，维持“买入”评级。

表14: 龙佰集团盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	24,155	26,794	29,136	30,896	32,750
(+/-%)	17.2%	10.9%	8.7%	6.0%	6.0%
归母净利润(百万元)	3419	3226	4013	4750	4882
(+/-%)	-26.9%	-5.6%	24.4%	18.4%	2.8%
每股收益(元)	1.43	1.35	1.68	1.99	2.05
EBIT Margin	17.3%	15.9%	19.5%	21.1%	20.5%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	14.4%	17.3%	19.9%	19.8%
市盈率 (PE)	14.6	15.5	12.4	10.5	10.2
EV/EBITDA	14.7	13.2	10.5	9.3	9.0
市净率 (PB)	2.40	2.22	2.15	2.09	2.02

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表15: 龙佰集团未来3年利润表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	24155	26794	29136	30896	32750
营业成本	16834	19617	19811	20697	22287
销售费用	428	546	590	601	656
管理费用	1424	999	1418	1425	1354
研发费用	1014	1014	1251	1264	1329
财务费用	102	237	631	562	561
营业利润	4086	3917	4888	5776	5936
利润总额	4073	3917	4872	5766	5928
归属于母公司净利润	3419	3226	4013	4750	4882

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表16: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000629.SZ	钒钛股份	无评级	3.26	0.11	0.15	0.18	29.6	21.7	18.1	2.5
002978.SZ	安宁股份	无评级	32.92	2.34	2.81	3.08	14.1	11.7	10.7	2.1
002601.SZ	龙佰集团	买入	20.93	1.35	1.68	1.99	15.5	12.5	10.5	2.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2024年4月29日，无评级公司盈利预测来源于Wind一致预期。

风险提示

经营风险

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司主营产品钛白粉受到地产需求下行、宏观经济等因素影响，近两年毛利率有所下滑，2021-2023 年，公司钛白粉板块毛利率分别为 45%/29%/29%。未来随着行业竞争加剧，若需求仍疲弱，将导致产品价格及毛利率存在进一步下降的风险。

行业竞争加剧的风险：公司钛白粉产能目前在国内市占率约为 29%，随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司可能面临市场份额下降的风险。如行业内若出现技术创新等情况，将加剧行业竞争。

新能源材料板块继续亏损的风险：公司在新能源材料板块投资较多，尽管已根据市场行情调整了发展节奏，但受市场供需过剩影响，该板块在 2023 年仍存在一定亏损，影响公司业绩。在新能源材料产品景气度未提升的情况下，该板块业务或将继续造成一定亏损。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：2023 年公司钛白粉海外销量占比约为 56.5%，若贸易摩擦进一步加剧，反倾销诉讼裁定结果不利，部分境外客户可能会减少订单或者要求公司承担更高关税等，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

财务风险

偿债风险：公司 2024 年一季度资产负债率达 59.95%，流动比率 0.84，速动比率 0.56，权益乘数 2.50。综合来看，公司资产负债率较高，流动比率、速动比率较低，存在一定的偿债风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司产品的竞争力将受到影响，从而对公司的经营产生不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

行业政策变化风险：政府对公司所处行业的政策和法规可能会发生变化，包括税收政策、采矿许可要求等。政策变化可能会对钛矿行业的运营和盈利能力产生负面影响。

环保政策风险：公司所处行业的生产过程涉及到大量的化学反应和废水、废气、废渣的排放。如果环保政策收紧或执行力度增强，将增加公司环保投入和成本，进而影响企业的经营效率和利润空间。

单击此处输入文字。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032