

## 基础化工

### 潜龙在渊，关注钛白粉行业淡季布局机会

#### 投资要点：

##### ➤ 钛白粉价格淡季有所回调，预计逐渐企稳

根据卓创资讯数据，2024年7月2日钛白粉全国均价为15150元/吨，较4月初价格下降9.8%。主要由于内需方面进入淡季需求市场有所萎缩，出口方面由于欧盟反倾销税的临时措施的公布也有一定影响。但我们预计随着行业度过淡季以及企业对反倾销措施的逐步消化，需求市场将有所好转，叠加原材料钛矿企稳、企业成本线强支撑，以及即将到来的密集检修期使得市场供给偏紧，我们预计钛白粉价格将逐渐企稳。

##### ➤ 长期看行业供需格局将稳步向好

供应端，当前全球产能以中国主导，后续新增产能主要来自国内，海外无明显新增产能。国内供给端规划产能较多，但实际落地产能有限，2024年钛白粉拟在建装置产能已边际收窄。与此同时，海外产能持续出清，包括泛能拓、科慕宣布关停部分工厂，日本石原宣布将于2027年3月底永久关闭位于日本四日市的硫酸法生产基地，考虑到海外钛白粉产业起步较早，现存工厂和装置服役时间多数已有几十年之久，我们预计后续仍会有部分老化产能持续出清。需求端，今年以来中国钛白粉表观消费量有显著增长。根据涂多多数据，2024年1-5月中国钛白粉表观消费量在123.82万吨，同比去年同期96.34万吨增长28.53%。下游地产景气随着政策组合落地有望企稳，塑料、造纸、汽车等领域稳增长。出口持续高增，我们认为诸如印度、巴西以及东南亚等发展中国家经济高速发展带来的需求增长将持续拉动中国钛白粉出口量。

##### ➤ 钛矿是钛白粉企业盈利能力的胜负手

原材料是钛白粉生产最大的成本项，以龙佰集团2023年年报公告数据作为参考，其原材料占总生产成本的66.9%，主要包括钛精矿、硫酸和铁粉，我们计算钛精矿价值量在原材料中占比近70%。我们预计钛矿供需偏紧，价格预计长期处于高位，主要由于国外矿山近期基本没有新增产能，同时部分面临着资源枯竭的问题，国内除攀西地区个别企业有明确的产能扩张计划外，短期来看国内钛精矿新增产能较为有限，而与此同时下游钛白粉对钛精矿的需求量还在增加，因此供需格局偏紧。我们认为拥有钛矿资源的企业具备强一体化优势，如果钛白粉企业的钛矿能够自给，则单吨钛矿能够较同业提升近1800元的单吨毛利。

##### ➤ 投资建议

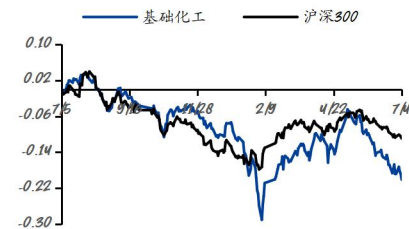
我们建议关注具备钛矿优势的钛白粉龙头龙佰集团。公司钛白粉总产能为全球龙一，包含85万吨/年硫酸法以及66万吨/年氯化法钛白粉。公司氯化法技术领先，随着环保政策趋严，拥有低成本、成熟大型氯化法钛白粉技术的企业拥有先发优势。公司持续扩张上游资源，规划在25年底形成248万吨钛精矿年产能，自给率不断提升，保证了原材料安全。同时多元化布局海绵钛及新能源材料，新产能有序释放。我们认为公司纵横布局深度整合产业链，具备长期穿越周期能力。

##### ➤ 风险提示

需求不及预期；行业产能超预期释放；贸易冲突加剧

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



### 团队成员

分析师：周丹露(S0210524050020)  
zdl30566@hfzq.com.cn

### 相关报告



## 正文目录

1 钛白粉价格淡季有所回调，预计逐渐企稳 .....	3
2 中长期看行业供需格局将稳步向好 .....	5
2.1 供应端：国内实际落地产能有限，海外预计持续有产能出清 .....	5
2.2 需求端：内需有向好趋势，海外发展中国家需求将持续拉动出口 .....	6
3 钛矿是钛白粉企业盈利能力的胜负手 .....	8
4 建议关注拥有矿端优势的钛白粉龙头龙佰集团 .....	9
5 风险提示 .....	10

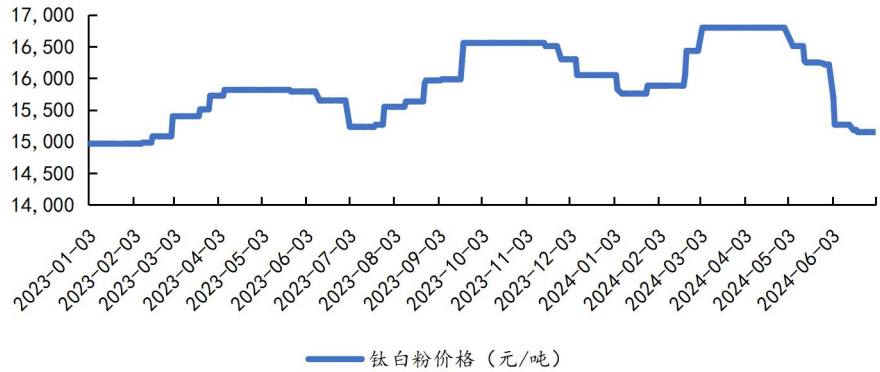
## 图表目录

图表 1: 钛白粉价格 .....	3
图表 2: 钛精矿价格 .....	3
图表 3: 钛白粉理论毛利 .....	3
图表 4: 钛白粉周度开工负荷率 .....	4
图表 5: 国内钛白粉企业开工情况（仅列示减产或停工工厂） .....	4
图表 6: 2000 年钛白粉产能国家分布 .....	5
图表 7: 2023 年钛白粉产能国家分布 .....	5
图表 8: 钛白粉全球产能（万吨） .....	5
图表 9: 2024 钛白粉拟在建装置跟踪表 .....	6
图表 10: 房屋新开工、竣工、施工面积累计同比 .....	6
图表 11: 塑料制品产量累计同比 .....	6
图表 12: 造纸业规模以上工业增加值累计同比 .....	7
图表 13: 汽车产量累计同比 .....	7
图表 14: 钛白粉出口情况 .....	7
图表 15: 2024 年 1-5 月中国钛白粉出口国家占比 .....	8
图表 16: 钛白粉各国出口量及同比增速 .....	8
图表 17: 2023 年龙佰集团钛白粉各项成本占比 .....	8
图表 18: 钛白粉理论毛利与钛精矿价格对比 .....	8
图表 19: 硫酸法钛白粉主要原辅料单耗 .....	8
图表 20: 全球钛铁矿产量（千吨） .....	9
图表 21: 安宁股份钛精矿单吨成本 .....	9

### 1 钛白粉价格淡季有所回调，预计逐渐企稳

钛白粉行业渐入淡季，景气度有所回调。根据卓创资讯数据，2024年7月2日钛白粉全国均价为15150元/吨，较4月初价格下降9.8%。主要由于内需方面进入淡季需求市场有所萎缩，出口方面由于欧盟反倾销税的临时措施的公布也有一定影响。但我们预计随着行业度过淡季以及企业对反倾销措施的逐步消化，需求市场将有所好转，叠加原材料钛矿企稳、企业成本线强支撑，我们预计钛白粉价格将逐渐企稳。

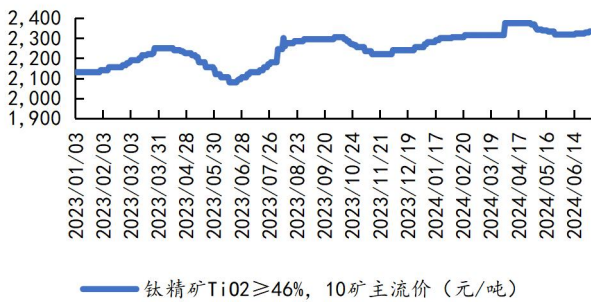
图表 1: 钛白粉价格



来源：卓创资讯，华福证券研究所

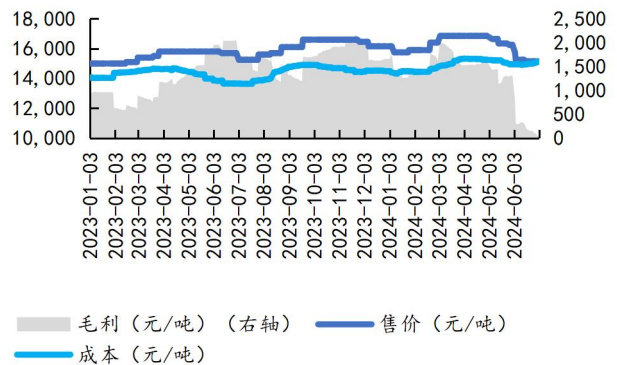
钛精矿价格企稳微升，生产企业理论利润转负给予钛白粉价格强支撑。钛精矿是钛白粉的重要原料，其价格的高低对钛白粉企业利润有决定性作用。根据隆众化工数据，4月以来由于下游钛白粉需求减弱，钛精矿价格有所回调，但近期已企稳微升，2024年7月3日，攀枝花10矿（TiO<sub>2</sub>≥46%）均价为2333元/吨，较6月初的2318元/吨已环比略微上涨0.6%，主要由于部分矿企进入检修，攀西地区钛中矿资源偏紧，承德及云南产区生产亦有放缓，当前钛精矿选厂开工下滑，一定程度影响了供应端使得钛精矿价格趋稳。原材料高位反映到企业理论毛利有显著下滑，我们认为生产企业的成本线将给予钛白粉价格强支撑。

图表 2: 钛精矿价格



来源：隆众化工，华福证券研究所

图表 3: 钛白粉理论毛利

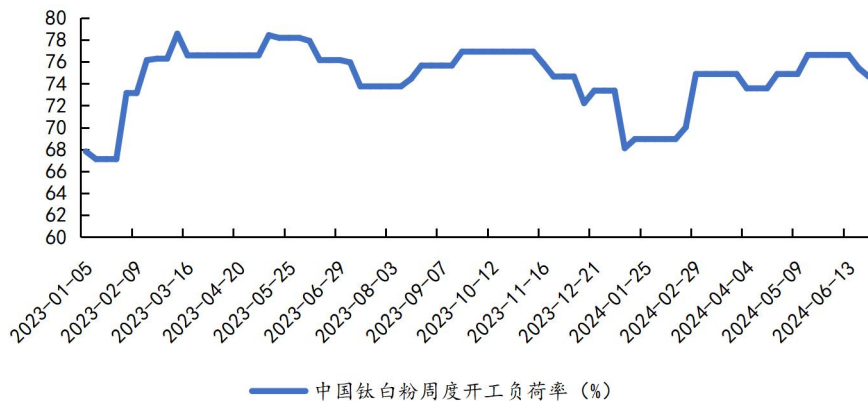


来源：卓创资讯，华福证券研究所

企业主动控制开工负荷，进入密集检修期预计市场供应有所收缩。钛白粉价格



承压下，企业已开始控制开工负荷率，近两周分别下降 1.2pct 和 0.8pct。根据百川盈孚数据，当前已有多家企业开始减产或已经停工，预计进入 7/8 月检修密集期以后，市场供应将有所收缩，供需结构将有一定改善。

**图表 4：钛白粉周度开工负荷率**


来源：卓创资讯，华福证券研究所

**图表 5：国内钛白粉企业开工情况（仅列示减产或停工工厂）**

地区	生产企业	产能（年/万吨）	开工情况
西南	龙佰禄丰	26	减产
	攀枝花钛海	8	停工
	攀枝花海峰鑫	6	停工
	西昌瑞康	6	停工
	攀枝花鼎星	4.2	减产
	攀枝花正源	4	减产
	重庆民丰	3	停工
	富民龙腾	3	停工
	攀枝花钛都	3	停工
	攀钢钒钛	7.5	减产
华东	中核钛白	55	减产
	江苏镇钛	5	减产
	嘉兴高盛	1.8	减产
山东	山东东佳	24	减产
	济南裕兴	13	减产
	山东祥海	6	减产
华中	龙佰襄阳	35	减产
	武汉方圆	10	减产
	安阳宏大	1	停工
华南	广西大华	7	减产
	苍梧顺风	6	减产
	广西百合	3	停工
	广西德天	2.3	停工
东北	锦州钛业	12	减产
华北	内蒙古国城	10	减产



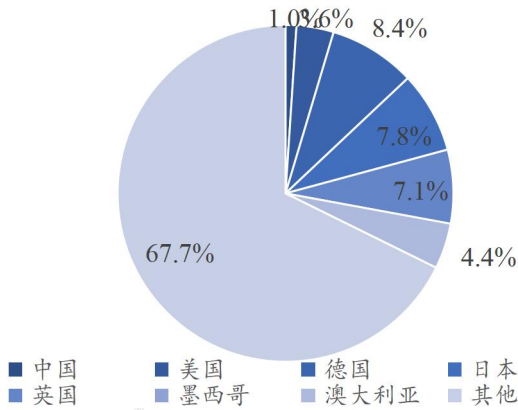
数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

## 2 中长期看行业供需格局将稳步向好

### 2.1 供应端：国内实际落地产能有限，海外预计持续有产能出清

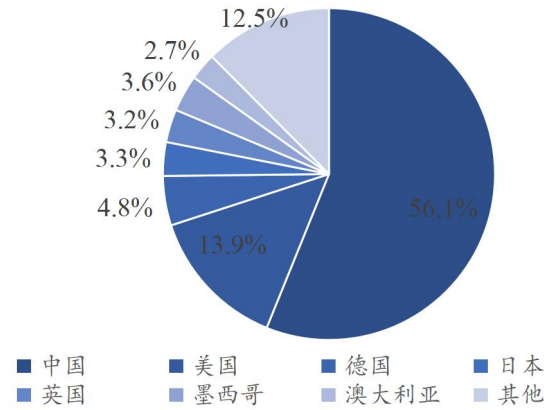
当前全球产能以中国主导，后续新增产能主要来自国内，海外无明显新增产能。钛白粉目前产能以中国为主导，海外主要竞争企业为科慕、特诺、泛能拓。近几年新增产能主要来自中国，根据美国地质调查局数据，23年全球产能较22年增长40万吨，其中中国就增长了50万吨年产能，说明与此同时海外国家还存在产能出清。

图表 6：2000 年钛白粉产能国家分布



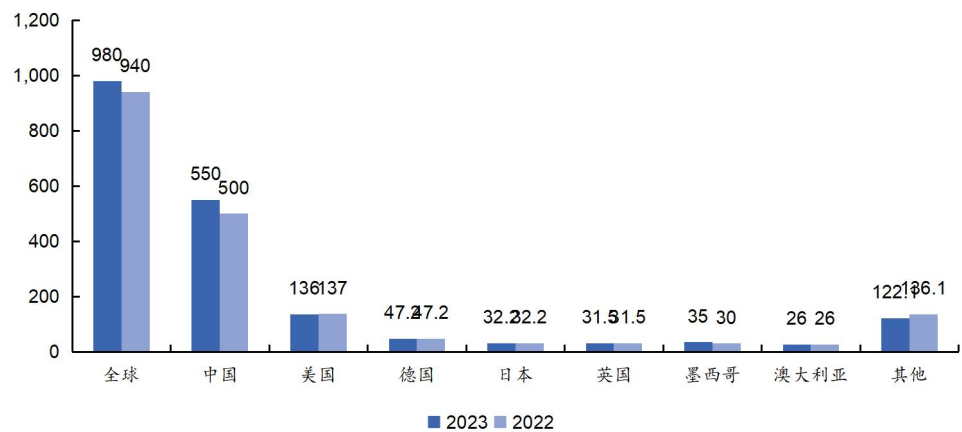
来源：iFinD、美国地质调查局，华福证券研究所

图表 7：2023 年钛白粉产能国家分布



来源：iFinD、美国地质调查局，华福证券研究所

图表 8：钛白粉全球产能（万吨）



来源：iFinD、美国地质调查局，华福证券研究所

国内供给端规划产能较多，但实际落地产能有限。2021年至2022年中钛白粉价格高位，厂商纷纷开启扩产计划，市场普遍认为现有的产能规划是对行业未来格局的巨大压制，但实际上随着2023年钛白粉景气度下行，由于原料钛精矿货源紧缺、生产成本高企、行业利润承压等原因实际落地产能有限。隆众资讯数据显示，2023



年统计新建装置预计投产产能有 151 万吨，其中氯化法 26 万吨，硫酸法 125 万吨，但最终有相当一部分未如期投产，根据美国地质调查局数据，2023 年中国钛白粉新增年产能为 50 万吨，远小于预期的 151 万吨，并且新建成的装置开工负荷率也难言乐观。因此我们认为行业供给释放节奏实际上好于预期。

**2024 年钛白粉拟在建装置产能已边际收窄。**根据卓创资讯数据，2024 年在建的钛白粉产能主要包括国城化工、燕钢吉诚、惠云钛业、中核钛白、云天化、顺风钛业的装置，合计约 68 万吨产能，较 23 年拟建产能已有边际收窄。

图表 9：2024 钛白粉拟在建装置跟踪表

企业	产能 (万吨)	工艺	原料来源	备注
国城化工	10	硫酸法	外采	一期 10 万吨已经投产，进入销售阶段
燕钢吉诚	16	氯化法	外采	一期 8 万吨/产线×2，10 万吨/年钛渣、16 万吨/年人造金红石配套，计划 2024 年下半年 6 月份后
惠云钛业	5	硫酸法	外采	二期 5 万吨/年塑料级后处理产线，计划 2024 年下半年 6 月份后
中核钛白	15	硫酸法	外采	成品，产能释放预计在 2024 年下半年 6 月份后
云天化	10	硫酸法	外采	原计划 2022 年完成建设，产能释放预计在 2024 年 12 月
顺风钛业	12	硫酸法	外采	已动土，4 万吨锐钛型、6 万吨金红石型、2 万吨搪瓷钛白，产能释放预计 2024 年 12 月

数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

**海外产能持续出清。**2023 年 2 月初，泛能拓宣布关停意大利和德国两家工厂，合计 13 万吨年产能。2023 年 7 月科慕宣布关闭中国台湾观音钛白粉工厂，产能约 15 万吨。2024 年 5 月日本石原宣布将于 2027 年 3 月底永久关闭位于日本四日市的硫酸法生产基地，涉及产能约 13 万吨。考虑到海外钛白粉产业起步较早，现存工厂和装置服役时间多数已有几十年之久，我们预计后续仍会有部分老化产能持续出清。

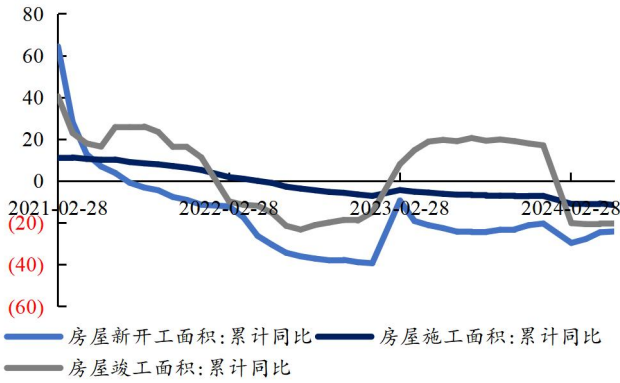
## 2.2 需求端：内需有向好趋势，海外发展中国家需求将持续拉动出口

**今年以来中国钛白粉表观消费量有显著增长。**根据涂多多数据，2024 年 1-5 月中国钛白粉表观消费量在 123.82 万吨，同比去年同期 96.34 万吨增长 28.53%。

**下游地产景气有望企稳，塑料、造纸、汽车等领域稳增长。**钛白粉下游需求占比为涂料 58%（建筑涂料 24%、防护包装 17%、工业涂料 9%、汽车涂料 8%），塑料 22%、造纸 7%、油墨 4%，其他 9%。建筑涂料市场和房地产关联度高，近几年房地产景气度下滑一定程度上影响需求，但我们认为今年以来房地产相关政策不断出台，政策力度持续加大，地产市场有望回稳从而提振涂料需求。其他下游包括塑料、造纸、汽车等领域，行业呈现稳增长趋势。

图表 10：房屋新开工、竣工、施工面积累计同比

图表 11：塑料制品产量累计同比

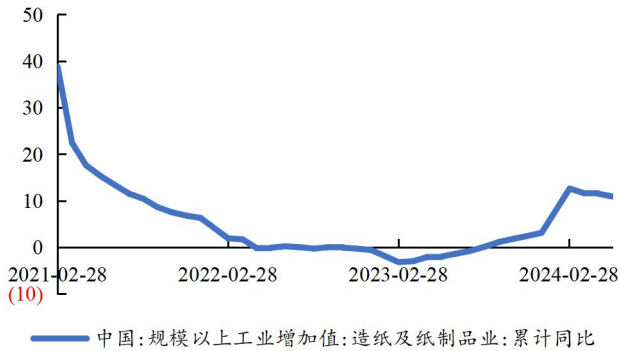


来源: Wind, 华福证券研究所



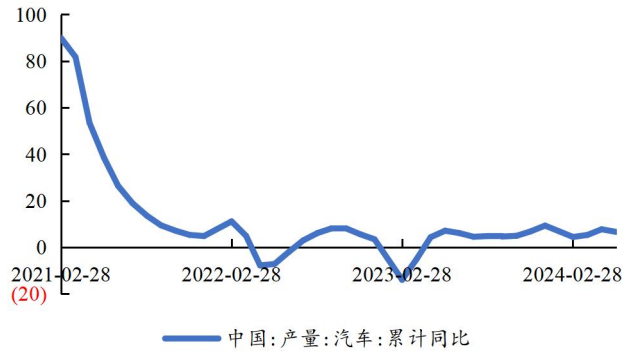
来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 12: 造纸业规模以上工业增加值累计同比



来源: Wind, 华福证券研究所

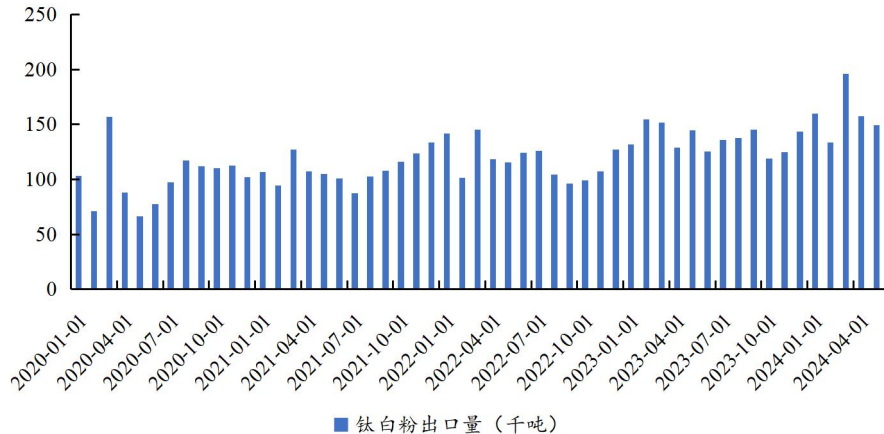
图表 13: 汽车产量累计同比



来源: Wind, 华福证券研究所

出口持续高增，海外发展中国家需求预计将持续拉动出口。2024 年 1-5 月中国钛白粉累计出口量约 79.6 万吨，同比去年同期增长 12%。从出口国别来看，印度占比 11.7%，巴西占比 5.8%，土耳其占比 4.9%，大多数国家出口量都有显著增加。我们认为诸如印度、巴西以及东南亚等发展中国家经济高速发展带来的需求增长将持续拉动中国钛白粉出口量。

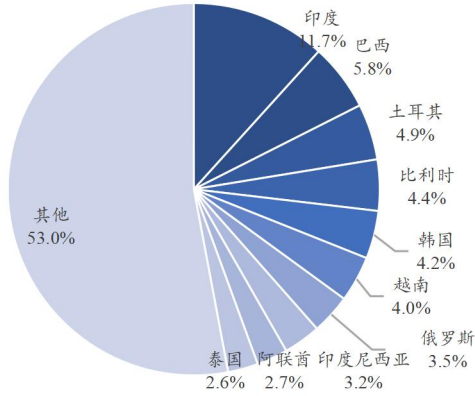
图表 14: 钛白粉出口情况



来源: 海关总署、卓创资讯, 华福证券研究所

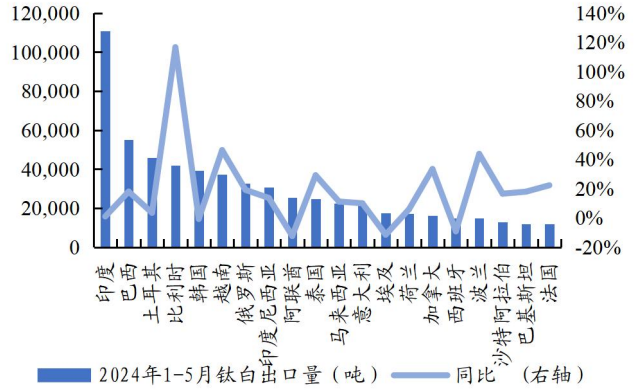


图表 15: 2024 年 1-5 月中国钛白粉出口国家占比



来源: 海关总署、涂多多, 华福证券研究所

图表 16: 钛白粉各国出口量及同比增速

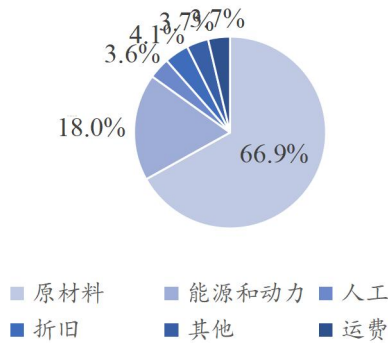


来源: 海关总署、涂多多, 华福证券研究所

### 3 钛矿是钛白粉企业盈利能力的胜负手

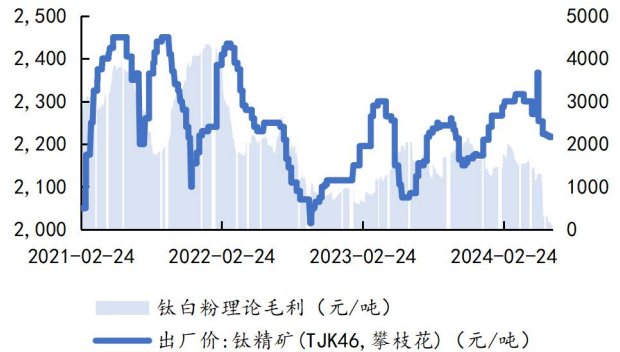
原材料是钛白粉生产最大的成本项。龙佰集团 2023 年报显示, 原材料占总生产成本的 66.9%, 主要包括钛精矿、硫酸和铁粉, 钛精矿价值量在其中占比近 70%。

图表 17: 2023 年龙佰集团钛白粉各项成本占比



来源: 龙佰集团公告, 华福证券研究所

图表 18: 钛白粉理论毛利与钛精矿价格对比



来源: Wind、卓创资讯, 华福证券研究所

图表 19: 硫酸法钛白粉主要原辅料单耗

原辅料名称	单位	消耗量	单价 / 元	成本/元
钛精矿	t	2.40	2333	5599
硫酸	t	4.70	285	1340
铁粉	t	0.20	5550	1110

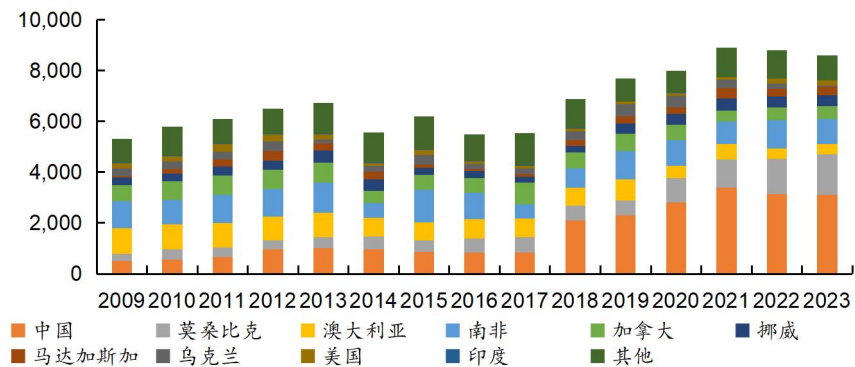
数据来源: 《硫酸法钛白粉生产能耗分析与降耗对策研究》申庆飞, 《以钛精矿和钛渣为原料制备硫酸法钛白粉的对比分析》廖鑫, 华福证券研究所

钛矿供需偏紧, 价格预计长期处于高位。根据美国地质调查局数据, 近几年全球少有发现重大新钛铁矿资源, 随着钛铁矿的消耗, 全球储量有明显下滑, 2023 年全球钛铁矿的储量为 6.9 亿吨, 较 2018 年的 8.8 亿吨下降了 27.5%。反映到全球钛铁矿产量方面, 已连续两年呈下降趋势。





根据安宁股份年报，国外矿山近期基本没有新增产能，同时部分矿山经过长期开采以后，面临着资源枯竭的问题，如 Base 的肯尼亚 Kwale 项目。而国内的钛资源以钒钛磁铁矿为主，选矿分离比较困难，资源主要集中于攀西地区，按照百川盈孚统计数据，国内前十钛精矿产能占比约 60%。除攀西地区个别企业有明确的产能扩张计划外，短期来看国内钛精矿新增产能较为有限，同时国内钛资源获取成本有所提升。总体来说，短期内全球钛精矿供给新增有限。而与此同时，下游钛白粉对钛精矿的需求量还在增加，因此供需格局偏紧情况下，我们认为后续几年钛白粉价格仍将处于高位。

**图表 20: 全球钛铁矿产量 (千吨)**


来源: 美国地质调查局, 华福证券研究所

**拥有钛矿资源的企业具备强一体化优势。**以安宁股份公告的钛矿成本和销量作为参考,计算其 2023 年钛矿单吨成本约 548 元,考虑到当前攀枝花 10 矿( $TiO_2 \geq 46\%$ )均价为 2333 元/吨,则我们可以认为,如果钛白粉企业的钛矿能够自给,则单吨钛矿能够较同业提升近 1800 元的单吨毛利。因此在钛矿价格预期持续高位情况下,只有拥有钛矿资源的企业才能最大化盈利水平。

**图表 21: 安宁股份钛精矿单吨成本**

	2020	2021	2022	2023
钛精矿成本 (亿元)	2.01	2.31	2.39	2.70
钛精矿销量 (万吨)	53.76	53.76	51.31	49.30
单吨成本 (元/吨)	373.88	429.69	465.80	547.67

数据来源: 安宁股份年报, 华福证券研究所

#### 4 建议关注拥有矿端优势的钛白粉龙头龙佰集团

**龙佰集团为钛白粉全球龙头, 资源与技术带来强比较优势。**公司钛白粉总产能为全球龙一, 包含 85 万吨/年硫酸法以及 66 万吨/年氯化法钛白粉。公司氯化法技术领先, 随着环保政策趋严, 拥有低成本、成熟大型氯化法钛白粉技术的企业拥有先发优势。公司持续扩张上游资源, 规划在 25 年底形成 248 万吨钛精矿年产能, 自给率不断提升, 保证了原材料安全。同时多元化布局海绵钛及新能源材料, 新产能有



序释放。我们认为公司纵横布局深度整合产业链，具备长期穿越周期能力，建议关注。

## 5 风险提示

需求不及预期；行业产能超预期释放；贸易冲突加剧



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn