

基础化工

2024 年上半年海外钛白粉企业经营情况

科慕、特诺、康诺斯钛白粉产能以氯化法工艺为主，泛能拓、石原部分产能正在或计划退出。

2023 年，科慕 (Chemours)、特诺 (Tronox)、泛能拓 (Venator, 2022 年数据)、康诺斯 (Kronos)、日本石原 (ISK) 钛白粉产能分别为 110 万吨、107.8 万吨、60.2 万吨、55 万吨、16.8 万吨。

根据工艺划分，科慕 110 万吨均为氯化法，特诺氯化法产能为 94 万吨 (占比 87%)，泛能拓氯化法产能为 22.5 万吨 (占比 37%)，康诺斯氯化法产能为 44 万吨 (占比 80%)。

海外企业钛白粉产能无实质性新增(康诺斯产能新增是合资工厂权益增加带来)，且部分企业产能正在或计划退出，泛能拓 2023 年完成破产重组后，钛白粉产能以股权转让、产能关停的形式持续进行剥离；石原计划于 2027 年关闭四日市硫酸法钛白粉产能。

2024 年上半年，海外钛白粉企业除科慕外收入同比压力较小，但除康诺斯外盈利未见改善。

1H24 科慕收入下滑 9.2% 至 28.9 亿美元，特诺与康诺斯分别同比上行 6%/13%，石原收入数据时间区间为 2025 财年第一季度 (即 24 年 Q2)，日元单位下净收入同比持平，但按照 23 与 24 年 6 月 28 日美元兑日元汇率换算，净收入同比 -13.8%。

除康诺斯外，海外钛白粉上市企业 1H24 净利润同比均出现下滑，康诺斯 1H24 净利润 (net income) 为 0.3 亿美元，同比 +218%，开工率提升是康诺斯业绩改善的主要原因，1H24 主要市场需求回暖带动钛白粉开工率提升至 93% (去年同期为 70%)，故单位成本显著下降。科慕与特诺调整后 EBITDA 同比分别下滑 26%/7%，石原日元单位下归母净利润 (profit attributable to owners of parent) 同比 -42%，换算为美元后归母净利润同比 -50%。

2024 年第一二季度，科慕、特诺、康诺斯价格同比均为负值，但由于市场需求同比改善，上述企业销量单季度同比均出现正增长，其中康诺斯销量同比增速较大，2024 年第一二季度分别为 28%/29%。

科慕、特诺、康诺斯六成以上收入来自欧美，石原 56% 收入来自亚太地区。

1H24 科慕/特诺 67%/65% 的收入来自北美+EMEA 市场 (EMEA 即欧洲+中东+非洲)，康诺斯 80% 的收入来自北美+欧洲市场，石原 56% 的收入来自亚洲市场 (日本市场占石原总收入的 34%)。

风险提示：全球钛白粉需求下滑风险、原材料价格波动风险、安全生产与环保风险。

证券研究报告

2024 年 10 月 31 日

投资评级

行业评级

中性(维持评级)

上次评级

中性

作者

唐婕

分析师

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

张峰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

邢颜凝

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523070006
xingyaning@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《基础化工-行业专题研究:化工行业运行指标跟踪-2024 年 9 月数据》
2024-10-30
- 《基础化工-行业研究周报:工信部:将制定出台《制造业绿色低碳发展行动方案》，维生素、BDO 价格上涨》
2024-10-28
- 《基础化工-行业研究周报:9 月份化学原料和制品制造业增加值同比增长 4.6%，BDO、纯 MDI 价格上涨》
2024-10-21

内容目录

海外钛白粉公司 1H24 经营情况总结：价格为盈利带来压力，部分企业产能持续退出.....	4
科慕：钛白粉收入占比近半，上半年钛白粉价格同比下滑.....	5
特诺：钛资源自给比例较高，24Q2 钛白粉销量同、环比上行.....	7
康诺斯：1H24 钛白粉开工提升带来业绩扭亏为盈.....	9
日本石原：24Q1 无机化学品利润下滑，27 年将关闭硫酸法钛白粉装置.....	11
泛能拓：2023 年完成破产重组，钛白粉产能持续剥离.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图 1：海外公司钛白粉产能.....	4
图 2：海外公司 1H24 收入及同比增速对比.....	4
图 3：海外公司 1H24 EBITDA 及同比增速对比.....	4
图 4：海外公司 1H24 销售区域结构对比.....	4
图 5：海外公司 24Q1、24Q2 钛白粉销量同比增速.....	5
图 6：海外公司 24Q1、24Q2 钛白粉价格同比增速.....	5
图 7：2013-1H24 科慕营业净收入.....	6
图 8：2013-1H24 科慕调整后 EBITDA.....	6
图 9：1H24 科慕收入分板块.....	6
图 10：1H24 科慕收入分地区.....	6
图 11：2013-1H24 科慕钛科技板块收入.....	6
图 12：2013-1H24 科慕钛科技板块 EBITDA.....	6
图 13：2013-1H24 科慕钛科技板块 EBITDA margin.....	7
图 14：2014-1H24 科慕钛科技板块量价同比变化.....	7
图 15：1H24 科慕钛科技板块收入分地区.....	7
图 16：科慕钛白粉产能变化.....	7
图 17：2013-1H24 特诺营业净收入.....	8
图 18：2013-1H24 特诺 EBITDA.....	8
图 19：特诺 1H24 收入分产品.....	8
图 20：特诺 1H24 收入分地区.....	8
图 21：2013-1H24 康诺斯收入.....	9
图 22：2013-1H24 康诺斯净利润.....	9
图 23：康诺斯钛白粉产能、产量、销量与开工率、产销率.....	9
图 24：康诺斯钛白粉价格变化.....	9
图 25：康诺斯 2024 年上半年收入分地区.....	9
图 26：康诺斯 2023 年收入分领域.....	9
图 27：2018-2025 财年一季度石原收入.....	11
图 28：2018-2025 财年一季度石原归母净利润.....	11

图 29: 2025 财年一季度石原收入分产品	11
图 30: 2025 财年一季度石原收入分地区	11
图 31: 石原二氧化钛业务发展规划	12
图 32: 石原二氧化钛新产品发展规划	12
图 33: 石原二氧化钛 2024-2026 年收入与利润规划	12
图 34: 石原二氧化钛 2024-2026 年销售地区规划	12
图 35: 2016-2022 年泛能拓收入	13
图 36: 2016-2022 年泛能拓 EBITDA	13
图 37: 2022 年泛能拓收入分板块	13
图 38: 2022 年泛能拓收入分地区	13
表 1: 科慕钛白粉与相关产品工厂所在地	5
表 2: 特诺钛白粉工厂及产能 (单位: 万吨)	7
表 3: 特诺钛资源产能	8
表 4: 康诺斯钛白粉产能	10
表 5: 康诺斯钛原料自给情况	10
表 6: 泛能拓钛白粉产能分布及变更	12

海外钛白粉公司 1H24 经营情况总结：价格为盈利带来压力，部分企业产能持续退出

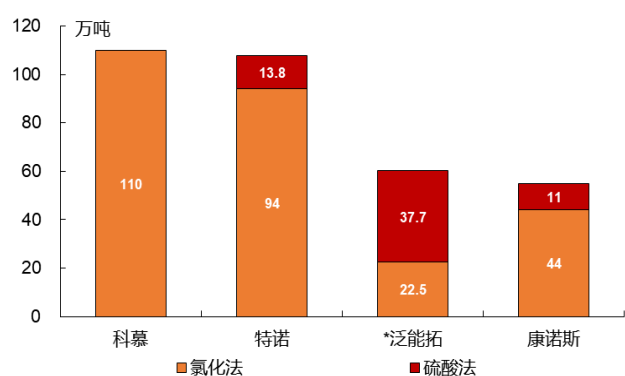
科慕、特诺、康诺斯钛白粉以氯化法工艺为主，泛能拓、石原部分产能正在或计划退出。

2023 年，科慕 (Chemours)、特诺 (Tronox)、泛能拓 (Venator, 2022 年数据)、康诺斯 (Kronos)、日本石原 (ISK) 钛白粉产能分别为 110 万吨、107.8 万吨、60.2 万吨、55 万吨、16.8 万吨。

根据工艺划分，科慕 110 万吨均为氯化法；特诺氯化法产能为 94 万吨 (占比 87%)，硫酸法产能 13.8 万吨 (占比 13%)；康诺斯氯化法产能为 44 万吨 (占比 80%)，硫酸法产能为 11 万吨 (占比 20%)；泛能拓氯化法产能为 22.5 万吨 (占比 37%)，硫酸法产能 37.7 万吨 (占比 63%)。

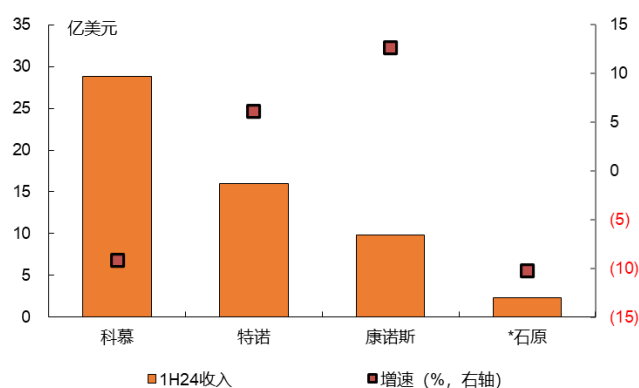
分析各企业未来产能变化，除康诺斯以外，上述企业均无实质性新增产能，且康诺斯的产能新增是合资工厂权益增加带来；泛能拓 2023 年完成破产重组后，钛白粉产能以股权转让、产能关停的形式持续进行剥离；石原计划于 2027 年关闭四日市硫酸法钛白粉产能。

图 1：海外公司钛白粉产能



资料来源：各公司公告，天风证券研究所
备注：因已退市，泛能拓*产能为 2022 年数据

图 2：海外公司 1H24 收入及同比增速对比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所
备注：石原*数据时间区间为 2025 财年第一季度（即 24 年 Q2）

2024 年上半年，海外钛白粉企业除科慕外收入同比压力较小，但除康诺斯外盈利尚未见改善：1H24 科慕收入下滑 9.2%，特诺与康诺斯分别同比上行 6%/13%，石原收入数据时间区间为 2025 财年第一季度（即 24 年 Q2），日元单位下净收入同比持平，但按照 23 与 24 年 6 月 28 日美元兑日元汇率换算，净收入同比-13.8%。

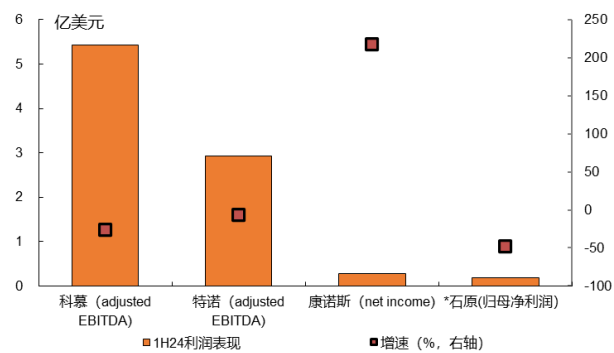
除康诺斯外，海外钛白粉上市企业 1H24 净利润同比均出现一定下滑，康诺斯 1H24 净利润 (net income) 为 0.3 亿美元，同比+218%，科慕与特诺调整后 EBITDA 同比分别下滑 26%/7%，石原日元单位下归母净利润 (profit attributable to owners of parent) 同比-42%，换算为美元后归母净利润同比-50%。

科慕、特诺、康诺斯六成以上收入来自欧美地区，石原 56% 收入来自亚太地区：1H24 科慕/特诺 67%/65% 的收入来自北美+EMEA 市场 (EMEA 即欧洲+中东+非洲)，康诺斯 80% 的收入来自北美+欧洲市场，石原 56% 的收入来自亚洲市场 (日本市场占石原总收入的 34%)。

2024 年上半年，海外钛白粉企业销量同比改善，价格同比承压：由于石原未披露钛白粉量价信息，仅分析特诺、科慕、康诺斯 24 年一二季度销量与价格同比变动情况。24 年 Q1、Q2 上述企业价格同比均为负值，而销量同比出现改善，康诺斯销量同比增速较大，一二季度分别为 28%/29%。

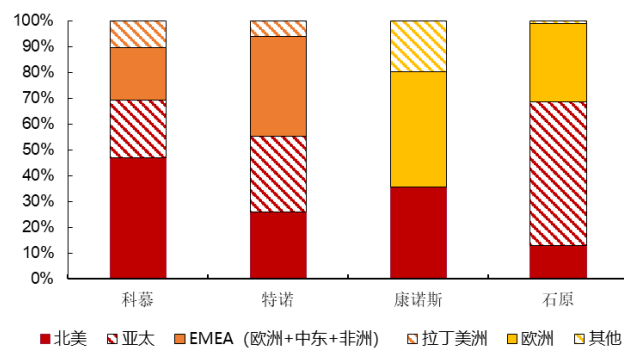
图 3：海外公司 1H24 EBITDA 及同比增速对比

图 4：海外公司 1H24 销售区域结构对比



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

备注：石原*数据时间区间为 2025 财年第一季度（即 24 年 Q2）

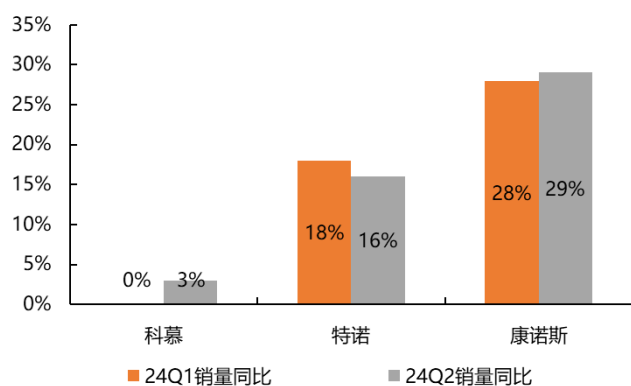


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

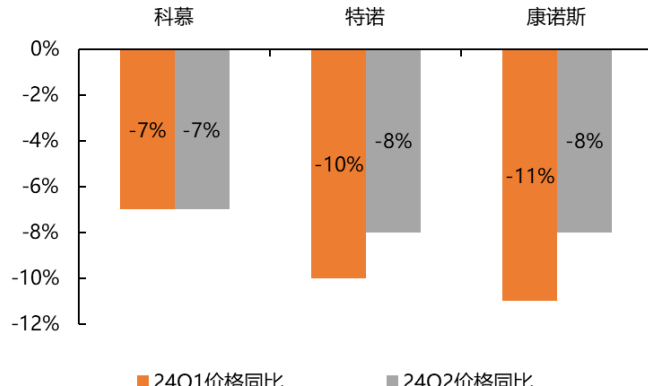
备注：石原数据时间区间为 2025 财年第一季度（即 24 年 Q2）

图 5：海外公司 24Q1、24Q2 钛白粉销量同比增速

图 6：海外公司 24Q1、24Q2 钛白粉价格同比增速



资料来源：各公司公告、天风证券研究所



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

科慕：钛白粉收入占比近半，上半年钛白粉价格同比下滑

2015 年，科慕公司正式完成与杜邦公司的拆分工作，成为独立运营的上市公司；在全球，科慕共拥有 35 个制造和实验室基地，为约 120 个国家/地区的客户提供服务。

科慕共三个钛白粉工厂，两个位于美国密西西比州，一个位于墨西哥；另外公司钛矿的矿厂与选矿厂均位于北美地区，根据 2023 年年报，公司钛原料自给比例小于 15%。2023 年，科慕钛白粉产能为 110 万吨，均为氯化法工艺，产能较 2022 年下滑的主要原因为 2023 年关停了台湾地区观音工厂。

表 1：科慕钛白粉与相关产品工厂所在地

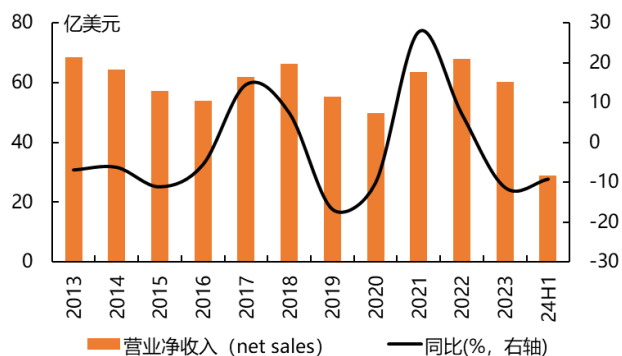
地区	所属州	地点	基地性质
北美地区	密西西比州	DeLisle	氯化法钛白粉
		New Johnsonville	氯化法钛白粉
	田纳西州	Jesup	矿厂
		Nahunta	矿厂
		Offerman	选矿厂
拉丁美洲	墨西哥	Starke	矿厂、选矿厂
		Altamira	氯化法钛白粉

资料来源：科慕公告、天风证券研究所

过去十年科慕收入规模保持相对平稳，2013 年科慕净收入为 68.6 亿美元，2023 年为 60.3

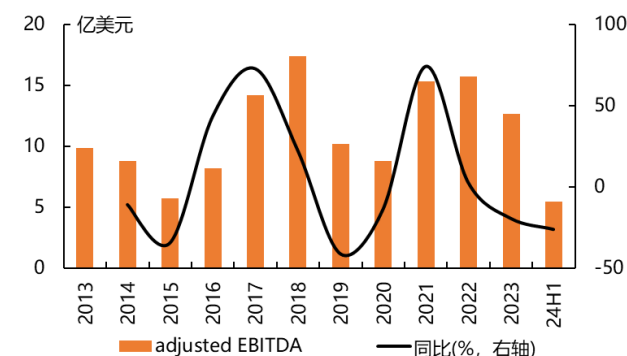
亿美元；2013年，科慕 EBITDA 为 9.8 亿美元，2023 年为 12.7 亿美元。2024 年上半年，科慕净收入为 28.9 亿美元，同比-9.2%，EBITDA 为 5.4 亿美元，同比-26.3%。**科慕主营业务包括三大板块**，分别为钛科技 (Titanium Technologies)、热管理与特种解决方案 (Thermal & Specialized Solutions)、先进材料 (Advanced Performance Materials) 与其他业务。

图 7：2013-1H24 科慕营业净收入



资料来源：科慕公告、天风证券研究所

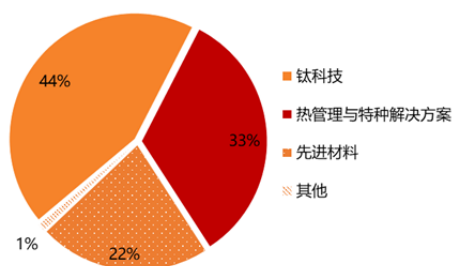
图 8：2013-1H24 科慕调整后 EBITDA



资料来源：科慕公告、天风证券研究所

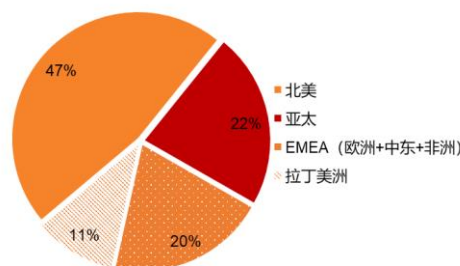
24 年上半年，科慕钛白粉业务实现营收 12.6 亿美元，同比-6%，EBITDA 为 1.5 亿美元，同比-4%（23 年上半年为 1.56 亿美元）。从量价角度来看，虽然天气干旱导致科慕墨西哥工厂生产暂停，但经公司运营调整，上半年销量仍同比+1%，但价格下滑 7%；分区域看，科慕收入主要来自北美与亚太地区，占总收入比例分别为 47%/22%。根据二季度报告电话会议，公司认为三季度需求预计将保持稳定。

图 9：1H24 科慕收入分板块



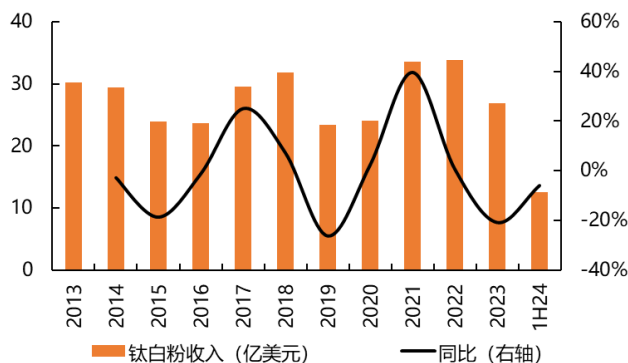
资料来源：科慕公告、天风证券研究所

图 10：1H24 科慕收入分地区



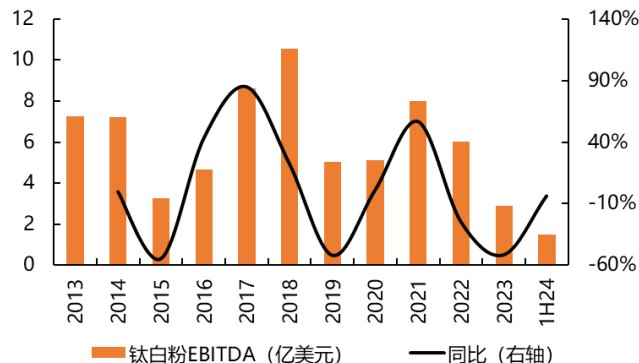
资料来源：科慕公告、天风证券研究所

图 11：2013-1H24 科慕钛科技板块收入



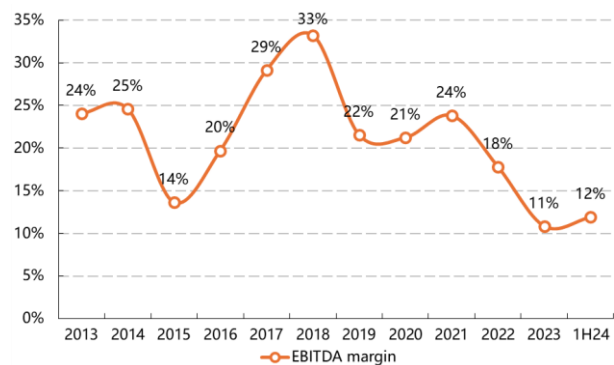
资料来源：科慕公告、天风证券研究所

图 12：2013-1H24 科慕钛科技板块 EBITDA



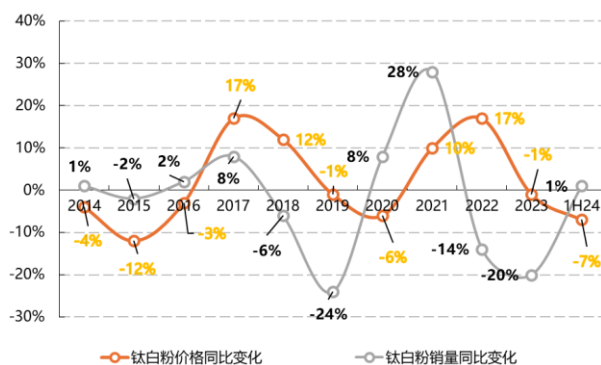
资料来源：科慕公告、天风证券研究所

图 13：2013-1H24 科慕钛科技板块 EBITDA margin



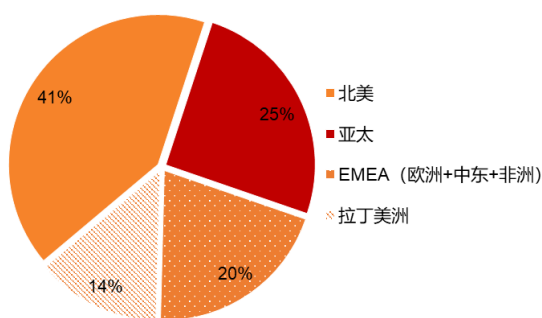
资料来源：科慕公告、天风证券研究所

图 14：2014-1H24 科慕钛科技板块量价同价变化



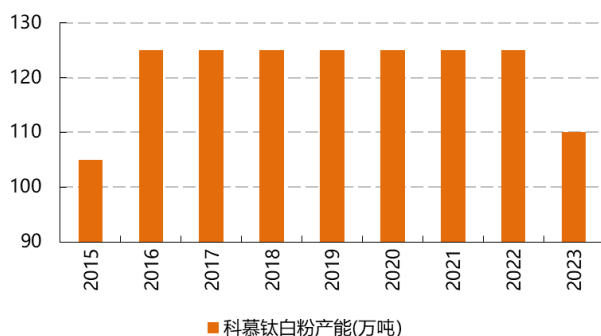
资料来源：科慕公告、天风证券研究所

图 15：1H24 科慕钛科技板块收入分地区



资料来源：科慕公告、天风证券研究所

图 16：科慕钛白粉产能变化



资料来源：科慕公告、天风证券研究所

特诺：钛资源自给比例较高，24Q2 钛白粉销量同、环比上行

特诺生产钛白粉始于 1959 年，20 世纪 60 年代成功开发氯化法技术；1962 年公司于美国密西西比州汉密尔顿建设 2.5 万吨/年的氯化法钛白粉工厂；20 世纪 80 年代后期至 90 年代初以来特诺活跃于钛白粉工业，以氯化法技术为股份，在沙特阿拉伯兴建了 7.5 万吨/年的氯化法工厂。目前特诺在北美、欧洲、澳洲、南美、亚太地区均拥有钛白粉工厂。

2023 年，特诺钛白粉产能为 107.8 万吨，包括 94 万吨氯化法与 13.8 万吨硫酸法。公司产业链配套较为完善，2023 年钛原料产能为 83.2 万吨，包括 18.2 万吨金红石、24 万吨合成金红石以及 41 万吨钛渣。假设钛白粉装置满开，2023 年公司需要 107.8 万吨钛资源，按照金红石/合成金红石/钛渣的钛含量均为 90%进行折算，2023 年公司钛原料的自给率为 69%。

表 2：特诺钛白粉工厂及产能（单位：万吨）

地区	国家	地点	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北美	美国密西西比州	hamilton	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5
	英国英格兰	Stallingborough					16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
欧洲	荷兰	botlek	9	9	9	9	9	9	9	9	9
	法国阿尔萨斯	thann					3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
澳洲	西澳大利亚	kwiwana	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	西澳大利亚	kemerton					11	11	11	11	11
南美	巴西 Bahia	salvador					6	6	6	6	6
亚太	沙特阿拉伯	yanbu					20	20	20	20	20
地区	中国江西省	抚州					4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
		氯化法	46.5	46.5	46.5	46.5	74	74	74	74	94
合计		硫酸法	0	0	0	0	33.8	33.8	33.8	33.8	13.8
		合计	46.5	46.5	46.5	46.5	107.8	107.8	107.8	107.8	107.8

资料来源：特诺公告、天风证券研究所；备注：灰色底纹为硫酸法钛白粉产能

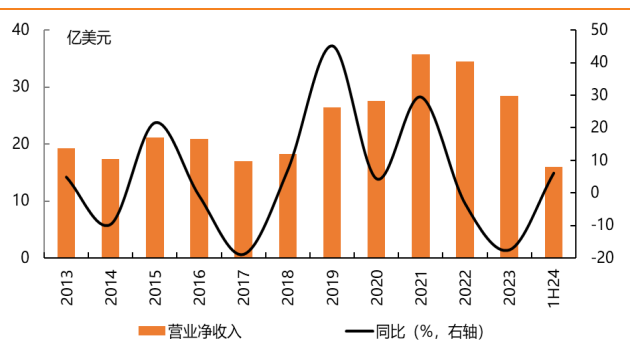
表 3：特诺钛资源产能

单位 (万吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
特诺矿砂产能									
锆石	22	22	22	22	29.4	29.7	29.7	29.7	29.7
钛原料	72.1	72.1	72.1	72.1	80	82.2	83.2	83.2	83.2
---金红石+白钛石	9.1	9.1	9.1	9.1	17	18.2	18.2	18.2	18.2
---合成金红石	22	22	22	22	22	23	24	24	24
---钛渣	41	41	41	41	41	41	41	41	41
铁矿	22.1	22.1	22.1	22.1	22	22	25	25	25
特诺钛原料自给情况									
氯化与硫酸法产能	46.5	46.5	46.5	46.5	107.8	107.8	107.8	107.8	107.8
公司钛原料产能	64.9	64.9	64.9	64.9	72.0	74.0	74.9	74.9	74.9
折 100%钛资源									
若钛白粉产能满开	140%	140%	140%	140%	67%	69%	69%	69%	69%
钛资源自给率									

资料来源：特诺公告、天风证券研究所

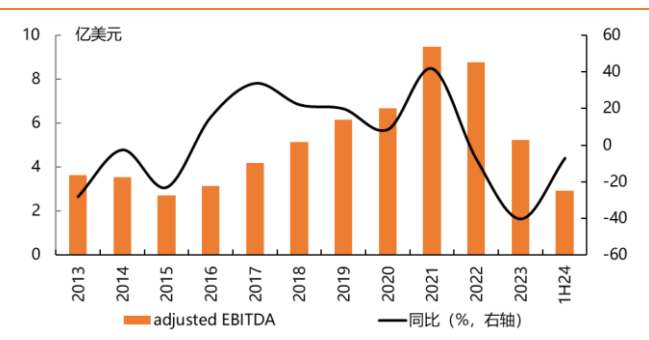
2013 年特诺收入为 19.2 亿美元，2023 年为 28.5 亿美元，十年复合增速约 4%；EBITDA 自 2013 年 3.6 亿美元增长至 2023 年 5.2 亿美元，十年复合增速为 3.8%。2024 年上半年，特诺实现收入 15.9 亿美元，同比+6%，实现 EBITDA 2.9 亿美元，同比-7%。

图 17：2013-1H24 特诺营业净收入



资料来源：特诺公告、天风证券研究所

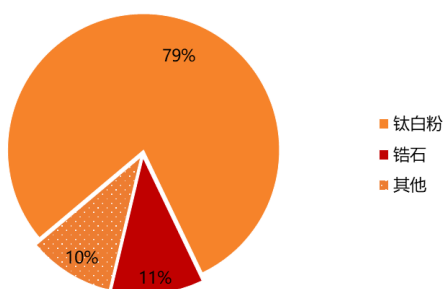
图 18：2013-1H24 特诺 EBITDA



资料来源：特诺公告、天风证券研究所

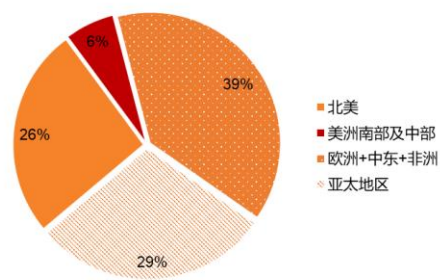
特诺主要产品包括钛白粉与矿产品，24 年上半年钛白粉收入占比为 79%。特诺产品的主要销售区域为 EMEA（即欧洲+中东+非洲地区）及亚太地区，2024 年上半年二者占比分别为 39%/29%。2024 年二季度公司收入同比+3%，环比+6%，其中钛白粉收入同比+7%，环比+8%，主要原因是销量同比+16%（但单价下滑 8%），环比+8%。

图 19：特诺 1H24 收入分产品



资料来源：特诺公告、天风证券研究所

图 20：特诺 1H24 收入分地区



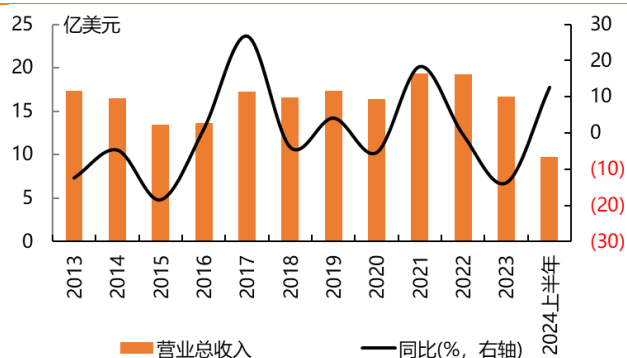
资料来源：特诺公告、天风证券研究所

康诺斯：1H24 钛白粉开工提升带来业绩扭亏为盈

康诺斯于 1989 年在美国特拉华州成立,主营二氧化钛。2013 年公司收入 17.3 亿美元,2023 年收入 16.7 亿美元,十年期间收入并未有较大增长;同期间内净利润波动幅度较大。

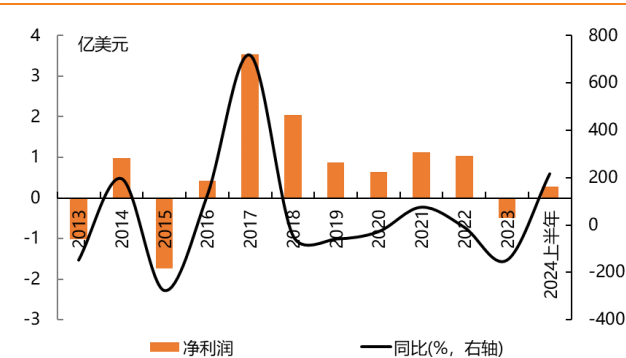
2024 年上半年,公司收入 9.8 亿美元,同比+12.6%,净利润为 2760 万美元,同比扭亏为盈(去年同期为-2340 万美元)。开工率提升是公司业绩改善的主要原因,2024 年上半年主要市场需求有所改善,公司 1H24 钛白粉开工率为 93%(去年同期为 70%),故单位成本显著下降,公司预期 24 年钛白粉销量将高于 23 年。24 年上半年康诺斯钛白粉价格存在一定压力,均价同比-9%(24 年初较 23 年初降低 13%)。

图 21: 2013-1H24 康诺斯收入



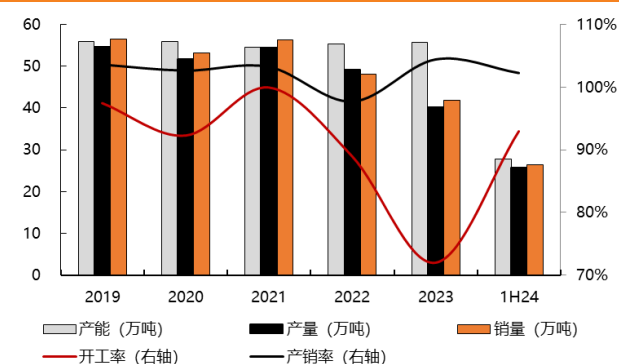
资料来源: 康诺斯公告、天风证券研究所

图 22: 2013-1H24 康诺斯净利润



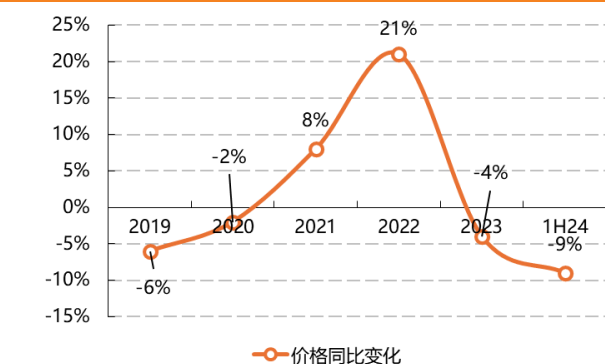
资料来源: 康诺斯公告、天风证券研究所

图 23: 康诺斯钛白粉产能、产量、销量与开工率、产销率



资料来源: 康诺斯公告、天风证券研究所

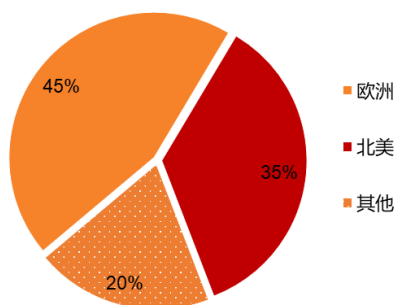
图 24: 康诺斯钛白粉价格变化



资料来源: 康诺斯公告、天风证券研究所

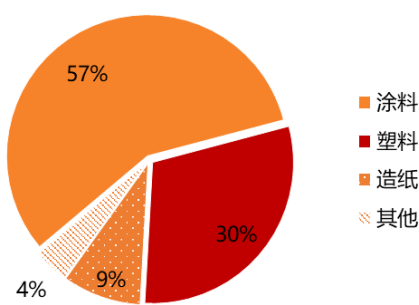
根据 2024 年半年报,康诺斯钛白粉销售主要去往欧洲与北美(占比分别为 45%/35%);根据 2023 年年报,康诺斯钛白粉下游应用领域以涂料为主(占比 57%),塑料其次(占比 30%)。

图 25: 康诺斯 2024 年上半年收入分地区



资料来源: 康诺斯公告、天风证券研究所

图 26: 康诺斯 2023 年收入分领域



资料来源: 康诺斯公告、天风证券研究所

由于工厂股权变更，康诺斯氯化法钛白粉权益产能升至 52.4 万吨。根据 2023 年年报，康诺斯钛白粉产能为 55.7 万吨；2024 年，康诺斯将关闭加拿大工厂硫酸法生产线（预期三季度末完工），而美国路易斯安娜州工厂将成为全资子公司（美国工厂原为康诺斯/泛能拓 50%/50% 权益持股，泛能拓于 24 年 7 月将 50% 权益出售给康诺斯。该工厂产能为 15.6 万吨，康诺斯称有计划再次提升产能），故康诺斯氯化法产能将升至 52.4 万吨，硫酸法产能将下降到 9.4 万吨，产能总计为 61.8 万吨。

表 4：康诺斯钛白粉产能

生产基地	氯化法产能 (万吨)	硫酸法产能 (万吨)
Leverkusen,德国	17.8	-
Nordenham,德国	-	6.1
Langerbrugge,比利时	8.9	-
Fredrikstad,挪威	-	3.3
Varenes,加拿大	10.0	1.7 (将关停)
	7.8	
Lake Charles,美国路易斯安娜州	(变更为全资子公司后产能 15.6 万吨)	-
合计	44.6 (变更后为 52.4)	11.1 (变更后为 9.4)
生产基地	钛资源类型	产能
挪威 HaugeiDalane	钛精矿	87

资料来源：康诺斯公告、天风证券研究所

公司位于挪威 HaugeiDalane 的 Titania 矿床拥有 87 万吨钛精矿产能，用于供给欧洲硫酸法生产，但氯化法原材料仍依赖外购。2023 年公司钛矿产量为 15.6 万吨，以所有钛原料为基数计算，公司钛原料自给率为 16.3%。

表 5：康诺斯钛原料自给情况

康诺斯钛原料自给情况	2019	2020	2021	2022	2023
氯化法-全部依赖外采	52.3	47.8	43.7	48.8	43
硫酸法-自产钛矿	30	29.4	25.2	22	15.6
硫酸法-外采钛渣	2.4	2.3	2.7	2	1.5
简单折算钛矿自给比例 (钛渣与氯化法钛含量 90%，自产钛矿钛含量 50%)	23.35%	24.59%	23.18%	19.39%	16.30%

资料来源：康诺斯公告、天风证券研究所

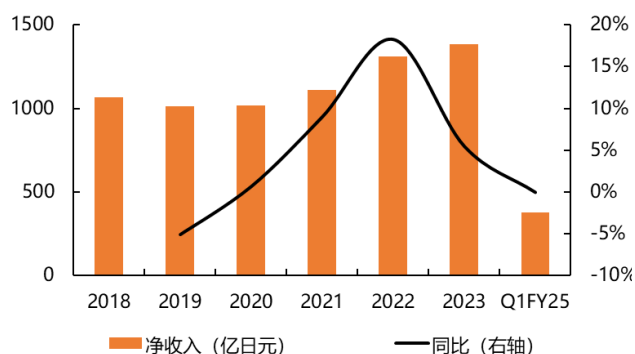
日本石原：24Q1 无机化学品利润下滑，27 年将关闭硫酸法钛白粉装置

日本石原产业株式会社是一家位于日本大阪市的上市公司，成立于 1920 年，主要生产并经营钛白粉、光触媒、农药、医药等产品。

2025 财年一季度（2024 年 3 月 30 日至 6 月 30 日），公司收入 376 亿日元，同比持平，归母净利润为 28.7 亿日元，同比-42%。公司产品可分为无机化学品、有机化学品与其他，无机化学品中包括钛白粉、功能性化学品与环境相关产品。

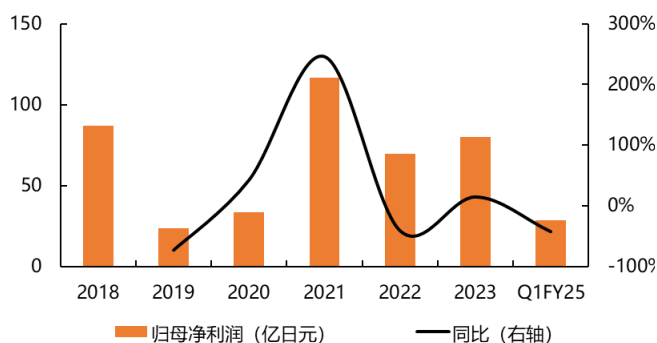
2025 财年一季度，无机化学品收入为 186 亿日元，占公司总收入 49%，收入同比+10.6%，利润为 11.3 亿日元，占公司整体的 63%，利润同比-13%。公司销售收入主要来自日本、欧洲、亚洲，2024 年一季度上述三个地区收入占比分别为 34%、30%、22%。

图 27：2018-2025 财年一季度石原收入



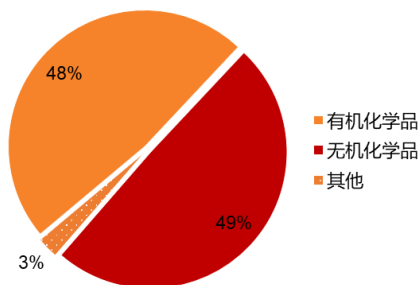
资料来源：石原公告、天风证券研究所

图 28：2018-2025 财年一季度石原归母净利润



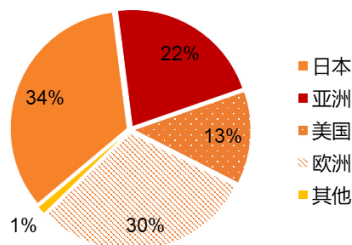
资料来源：石原公告、天风证券研究所

图 29：2025 财年一季度石原收入分产品



资料来源：石原公告、天风证券研究所

图 30：2025 财年一季度石原收入分地区



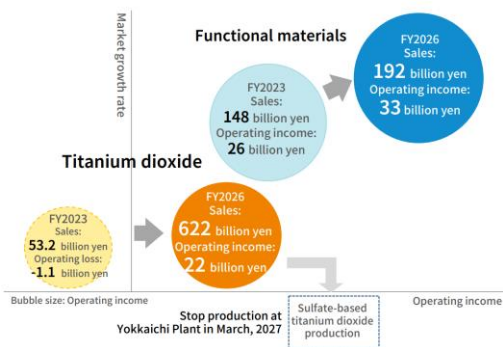
资料来源：石原公告、天风证券研究所

虽然将于 2027 年关闭硫酸法钛白粉装置，但石原持续推进日本与亚洲市场的钛白粉销售工作。石原现有钛白粉产能 16.8 万吨，产能位居日本第一。

根据公司 2024 年发布的《中期战略计划》，公司钛白粉收入预期将从 2023 年的 5.3 亿日元提升至 2026 年的 6.2 亿日元，但 2027 年 3 月公司将关闭位于四日市的硫酸法装置，在此之前会维持工厂的正常运营，并在此期间寻找合适的结盟伙伴，以确保供应链的连续性。在新品推广方面，高纯度钛白粉销售将于 2025 财年全面开启。

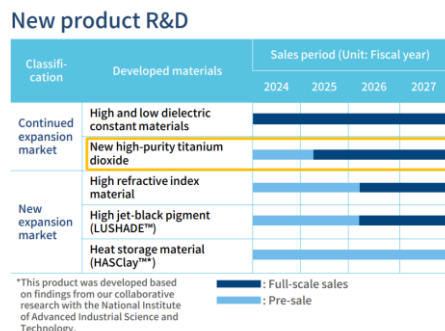
根据销售规划，2024-2026 年，公司钛白粉收入分别为 6.0/6.1/6.2 亿日元，经营利润分别为 -1300/2200/2200 万日元，经营利润率分别为 -2%/4%/4%；日本与亚洲仍为公司钛白粉销售的重要目的地，2026 年，公司预期日本/亚洲/欧洲/美国的钛白粉销售收入分别为 3.7/1.9/0.2/0.4 亿日元，虽然欧洲与美国销售金额较小，但 2021-2026 年的复合增速分别为 22%/17%。

图 31：石原二氧化钛业务发展规划



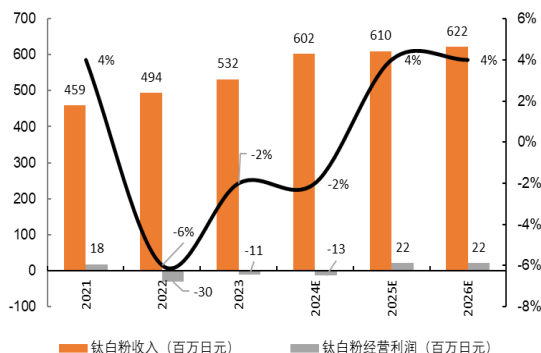
资料来源：石原公告、天风证券研究所

图 32：石原二氧化钛新产品发展规划



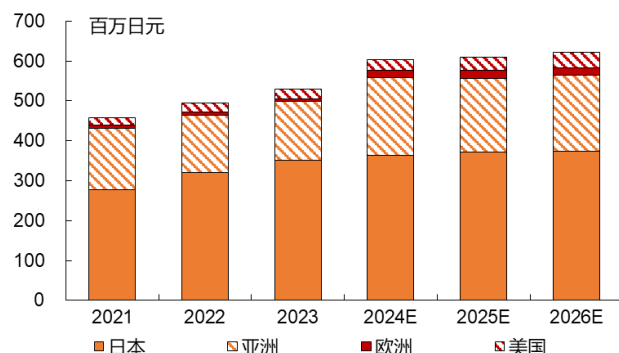
资料来源：石原公告、天风证券研究所

图 33：石原二氧化钛 2024-2026 年收入与利润规划



资料来源：石原公告、天风证券研究所

图 34：石原二氧化钛 2024-2026 年销售地区规划



资料来源：石原公告、天风证券研究所

泛能拓：2023 年完成破产重组，钛白粉产能持续剥离

泛能拓 (Venator) 原为亨斯迈颜料及助剂事业部，经分拆完成后作为独立子公司运营，于 2017 年 8 月在美国公开上市，总部位于英国。

泛能拓钛白粉产能自 2018 年 65.2 万吨下滑至目前 39.7 万吨。自 2016 年以来，泛能拓产能持续压缩，2016-2018 年公司陆续关闭南非、法国、芬兰共计 14.5 万吨产能 (南非 2.5 万吨硫酸法工厂于 2016 年四季度关闭；法国工厂 9.5 万吨产能于 2017 年四季度关闭；芬兰 Pori 工厂 2.5 万吨产能于 2018 年三季度关闭)；2020 年德国 Duisburg 产能自 10 万吨压缩至 5 万吨，该 5 万吨产线于 24 年拆除；美国工厂原为泛能拓/康诺斯的 50%/50% 合资工厂，但 24 年 7 月泛能拓将 50% 权益出售。目前泛能拓产能仅有 39.7 万吨，包括 15 万吨氯化法钛白粉与 24.7 万吨硫酸法钛白粉。

表 6：泛能拓钛白粉产能分布及变更

地点	国家	工艺	产能	生产状态
Greatham	英国	氯化法	15	2017 年至 2022 年产能未变化
Uerdingen	德国	硫酸法	10.7	2017 年至 2023 年产能未变化
Huelva	西班牙	硫酸法	8	2017 年至 2024 年产能未变化
Scarlino	意大利	硫酸法	8	关停
Duisburg	德国	硫酸法	5	20 年产能自 10 万吨压缩至 5 万吨，于 24 年 Q2 完成 5 万吨生产线拆除 泛能拓与康诺斯 (Kronos) 50%/50% 合资工厂，但泛能拓于 24 年 7 月将 50% 权益出售给康诺斯，获得 1.85 亿美元现金
LakeCharles	美国	氯化法	7.5	

TelukKalung 马来西亚 硫酸法 6 2017 年至 2022 年产能未变化
 总计 39.7

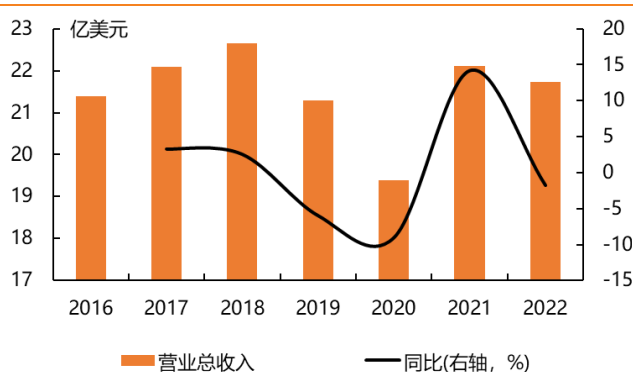
资料来源：泛能拓公告、铁合金在线、泛能拓官网，天风证券研究所

2022 年，泛能拓收入 21.73 亿美元，同比-2%；净亏损为 1.88 亿美元，上年同期亏损 0.77 亿美元；调整后的 EBITDA 为 0.5 亿美元，上年同期为 1.8 亿美元，同比-71%。

泛能拓主营业务包括钛白粉与性能添加剂，2022 年钛白粉收入占比 73%，公司收入主要来自欧洲与北美，2022 年占比分别为 43%、31%。2022 年，泛能拓钛白粉板块收入 16 亿美元，同比-4%；功能助剂板块收入 5.8 亿美元，同比+5%。钛白粉板块收入减少的主要原因是销售量同比-19%；该板块调整后 EBITDA 为 0.43 亿美元，同比-74%，同比下滑的原因是原材料、能源、运输和维护成本的增加以及销售量的减少。

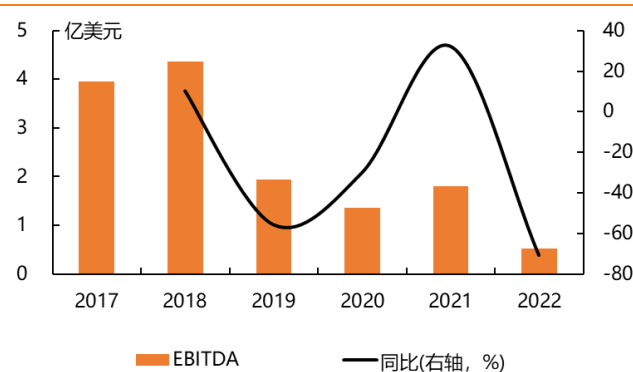
面对产品需求大幅下降以及原材料和能源成本上升的等不利的宏观经济变化后，泛能拓进入了重组过程；2023 年 10 月，泛能拓对外宣布，公司已经成功完成了美国破产法第 11 章的资本重组流程。

图 35：2016-2022 年泛能拓收入



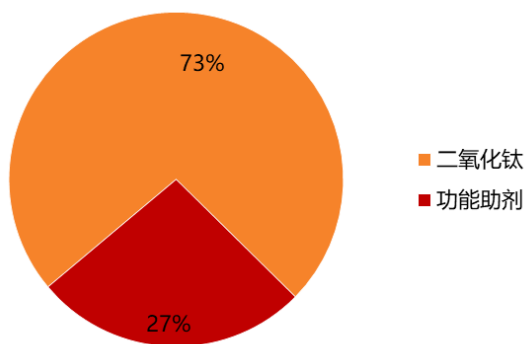
资料来源：泛能拓公告、天风证券研究所

图 36：2016-2022 年泛能拓 EBITDA



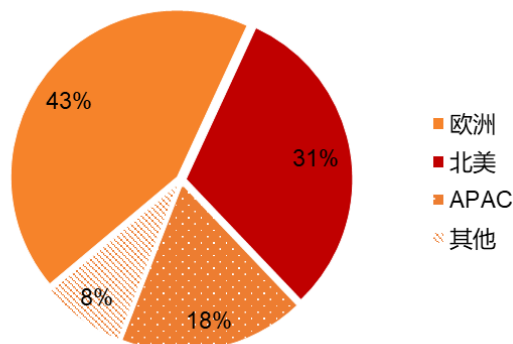
资料来源：泛能拓公告、天风证券研究所

图 37：2022 年泛能拓收入分板块



资料来源：泛能拓公告、天风证券研究所

图 38：2022 年泛能拓收入分地区



资料来源：泛能拓公告、天风证券研究所

风险提示

全球钛白粉需求下滑风险：钛白粉下游需求中涂料占比较高，涂料与房地产存在一定相关性，若地产环境发生变化将为钛白粉需求带来风险，从而影响钛白粉企业经营业绩。

原材料价格波动风险：钛白粉原材料钛精矿价格对钛白粉价格存在一定支撑，若发生波动将影响钛白粉企业经营业绩。

安全生产与环保风险：若安全生产与环保政策趋严，或将带来钛白粉企业生产成本增加。

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com