

看好钛白粉龙头的对外扩张趋势不变

核心观点

- **内生外延成长，成本技术领先。**龙佰集团是目前全球最大的钛白粉生产商，拥有钛白粉年产能 151 万吨，2023 年全球市占率约 17%。2011 年上市后，公司通过多个收购事件先后获得上游矿山资源、扩充钛白粉产能、进入海绵钛领域、完善锆钛产业布局、进入新能源负极领域等，进行钛产业链的深度布局。同时通过自我消化突破氯化法技术、首创硫氰耦合技术实现了产品布局和氯化法原料成本上的优势。公司在过去十几年的发展过程中已充分证明了其优异的内生外延成长性，获得市场认可。后续的上游资源整合和氯化法钛白粉扩张项目也将进一步巩固和提升公司的成本优势及市场份额，并实现盈利的稳步增长。
- **海外反倾销成为行业最大边际变化，但不改我国钛白粉对外扩张趋势。**2016 年前后开始国内钛白粉的产量增长主要由出口需求拉动，近八年来出口复合年增速高达 15%，而出口占产量比例也一路增至近 40%。近两年海外企业成本高企，我国全球供给份额也超过 50%，引起海外市场频繁对我国出口钛白粉的反倾销调查。我们认为，海外市场反倾销手段只是在短期内重塑了全球钛白粉的贸易流，市场之间仍是流通的，且长期看全球新增供给仍主要来自中国企业，在钛白粉需求长期跟随 GDP 增长的强逻辑下，中国企业的全球供给份额仍然将不断提升。
- **领先龙头企业抓住出海机遇。**对于欧美出口型商品，反倾销事件已不可避免，对于有实力出海的龙头企业来说反而是一次实现份额飞跃的机会。参考轮胎出海结果，率先出海企业不仅获得了市场份额的提升，且由于海外工厂聚焦高溢价的欧美市场，海外工厂的投资回报率也明显高于国内市场。我们认为钛白粉出海确实面临更为复杂的问题，也因此更考验出海企业的综合实力，大概率只有龙头有望真正实现出海建厂，享受回报更高、盈利更稳定的海外投资，以及更快的海外市场增速。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.42、1.69、1.94 元，给予公司 2025 年可比公司平均估值 12 倍市盈率，对应目标价为 20.28 元，首次给予增持评级。

风险提示：钛矿高景气回落风险；钛白粉供过于求风险；海外反倾销程度加剧；新建项目投产进度不及预期；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24,113	26,765	27,955	31,070	34,340
同比增长(%)	17.2%	11.0%	4.4%	11.1%	10.5%
营业利润(百万元)	4,086	3,917	3,963	4,721	5,436
同比增长(%)	-26.4%	-4.1%	1.2%	19.1%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	3,419	3,226	3,388	4,029	4,633
同比增长(%)	-26.9%	-5.6%	5.0%	18.9%	15.0%
每股收益(元)	1.43	1.35	1.42	1.69	1.94
毛利率(%)	30.2%	26.7%	27.6%	27.6%	27.7%
净利率(%)	14.2%	12.1%	12.1%	13.0%	13.5%
净资产收益率(%)	17.2%	14.9%	14.2%	15.3%	16.0%
市盈率	13.0	13.8	13.1	11.0	9.6
市净率	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持 (首次)

股价(2024年11月18日)	18.63元
目标价格	20.28元
52周最高价/最低价	22.85/14.7元
总股本/流通A股(万股)	238,629/198,866
A股市值(百万元)	44,457
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024年11月19日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.22	-0.9	18.66	8.3
相对表现%	0.16	-1.54	0.58	-2.41
沪深300%	-4.38	0.64	18.08	10.71



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517120003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523080005

目录

1、前言	5
2、钛白粉龙头成长之路及领先优势	5
2.1 内生外延的成长性	5
2.2 成本端原料配套及技术优势显著	8
3、反倾销难改我国钛白粉长期对外扩张趋势	11
3.1 海外反倾销影响几何?	11
3.2 海外企业难有扩张意愿，难改供需趋势	14
3.3 欧盟高价下的全球贸易流机会	17
4、抓住出海机遇	19
4.1 正视反倾销事件频发的必然性，出海大势所趋	19
4.2 领先龙头拥有出海实力	21
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图 1: 钛产业链示意图	6
图 2: 公司收并购历史（不完全统计）	6
图 3: 公司氯化法钛白粉的技术消化及产能扩张过程	7
图 4: 国内钛白粉及钛矿价差（元/吨）	10
图 5: 钛矿及其他伴生矿的历史价格走势	10
图 6: 国内钛矿产量及进口量（万吨，以 TiO ₂ 计）	10
图 7: 中国及全球其他地区钛白粉产能（万吨）	11
图 8: 国内钛白粉进出口（万吨）	11
图 9: 国内钛白粉产量及表观需求（万吨）	12
图 10: 国内钛白粉出口占产量的比例	12
图 11: 印度市场钛白粉供应结构（万吨）	13
图 12: 主要贸易壁垒国家的钛白粉进口结构（万吨）	13
图 13: 2023 年全球钛白粉产能分布情况（万吨）	13
图 14: 欧盟钛白粉进出口情况（万吨）	13
图 15: 2023 年我国钛白粉出口结构	13
图 16: 我国钛白粉出口各地区数量变化（万吨）	13
图 17: 近三年我国钛白粉月度出口数量（万吨）	14
图 18: 近三年我国钛白粉月度出口欧盟 27 国家数量（万吨）	14
图 19: 24 年 5-8 月我国钛白粉主要出口地区情况（万吨）	14
图 20: Kronos 库存及均价同比	15
图 21: 海外四大钛白粉企业的季度 EBITDA 利润率	15
图 22: Kronos 季度开工率	15
图 23: 欧盟钛白粉月度进口（万吨）	15
图 24: 美国钛白粉产量、出口量及开工率（万吨）	16
图 25: 美国钛白粉进口量（万吨）	16
图 26: 美国钛白粉出口结构（万吨）	16
图 27: 美国对欧盟地区钛白粉月度出口量（万吨）	16
图 28: 全球钛白粉需求及全球 GDP 走势基本一致（万吨，十亿美元）	17
图 29: 瓶片主要贸易套利地区进出口情况（万吨）	17
图 30: 瓶片主要贸易套利地区的出口结构（万吨）	17
图 31: 我国近年来钛白粉出口增长较快的目的地（万吨）	18
图 32: 左图国家的钛白粉总进口量变化（万吨）	18
图 33: 海外机构预测 24-28 年全球各地区涂料销量增速	18
图 34: 海外机构预测 24-28 年亚洲各地区涂料销量增速	18

图 35: 我国部分反倾销产品的全球供给份额对比.....	19
图 36: 主要反倾销产品的全球需求分布情况 (2023 年)	19
图 37: 主要反倾销产品在欧美的进口比例 (2023 年)	19
图 38: 钛白粉产品具有梯度市场特点.....	20
图 39: 欧美钛白粉价格 (美元/吨)	20
图 40: 国内钛白粉价格 (元/吨)	20
图 41: 公司经营性现金流及资本开支 (亿元)	21
图 42: 钛白粉企业经营性现金流情况 (亿元)	22
表 1: 公司各基地产品产能及收并购来源 (万吨, 截至 2024 年 9 月底)	6
表 2: 公司自产钛精矿及富钛料未来配套情况测算 (万吨/年)	7
表 3: 攀西年产 30 万吨氯化钛渣项目成本测算	8
表 4: 30 万吨硫氯耦合钛材料绿色制造项目成本测算	8
表 5: 全球主要钛矿规划项目 (不完全统计, 折纯 TiO ₂ , 万吨, 截至 2024 年 9 月底)	9
表 6: 海外针对我国钛白粉的反倾销及特别关税案例.....	12
表 7: 龙佰下属公司主要参与的海外矿产项目	22
表 8: 可比公司估值 (截至 2024/11/18)	24

1、前言

龙佰集团是目前全球最大的钛白粉生产商，拥有钛白粉年产能 151 万吨，2023 年全球市占率约 17%。2011 年上市后，公司通过多个收并购事件先后获得上游矿山资源、扩充钛白粉产能、进入海绵钛领域、完善锆钪产业布局、进入新能源负极领域等，进行钛产业链的深度布局。同时通过自我消化突破氯化法技术、首创硫氯耦合技术实现了产品布局和氯化法原料成本上的优势。公司在过去十几年的发展过程中已充分证明了其优异的内生外延成长性，获得市场认可。后续的上游资源整合和氯化法钛白粉扩张项目也将进一步巩固和提升公司的成本优势及市场份额，并实现盈利的稳步增长。

公司的成本竞争力已是行业内不争的事实，但由于近两年来海外多个市场对我国出口钛白粉进行了反倾销调查，市场担忧这将影响国内钛白粉企业的进一步对外扩张。我们认为：1）海外反倾销的实际影响有限，只是短期内重塑了全球钛白粉的贸易流，市场之间仍是流通的，且长期看全球新增供给仍主要来自中国企业，在钛白粉需求长期跟随 GDP 增长的强逻辑下，中国企业的全球供给份额仍然将不断提升。2）对于欧美出口型商品，反倾销事件已不可避免，对于有实力出海的龙头企业来说反而是一次实现份额飞跃的机会。对于钛白粉出海来说，可能只有综合能力强的龙头企业有希望通过出海来获得长期回报更高、盈利更稳定的海外投资，甚至是未来更快的海外市场增速。我们分析如下：

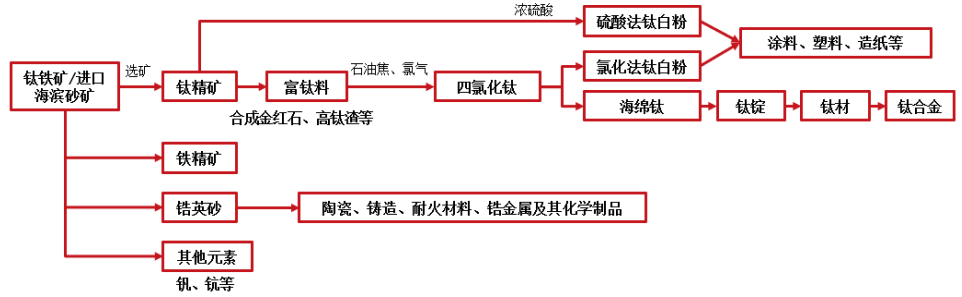
2、钛白粉龙头成长之路及领先优势

目前龙佰集团拥有钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 8 万吨/年，规模均为全球第一，同时也是国内为数不多上游配套了钛精矿产能的钛白粉生产企业，2023 年钛精矿产量超百万吨，自有矿山自给率约 40%。“十四五”末期公司将有望实现自有矿山钛精矿产能 248 万吨，矿石资源配套率进一步提升。公司销售产品涵盖钛白粉、海绵钛、锆制品、锂电正负极材料等，已形成了钛白粉产业链纵横向多方位发展的行业龙头企业。公司从 2011 年上市至今营收和净资产规模翻了十倍以上，内生和外延并进，逐步铸造起了成本和技术端的领先优势。

2.1 内生外延的成长性

外延式的纵横向产业链延伸：钛工业产业链从上游的矿石采选到中游的加工环节，分化为以终端颜料用途为主的钛白粉和用于钛材工业制造的海绵钛两大产品。此外，由于钛铁矿构成元素较多，矿石采选后又同时伴随铁、锆、钒、钪等元素的外售或再利用，多产品影响整体项目的经济效益。钛产业链尽管不长，但产品节点丰富，各节点之间的技术和进入难点也并不完全相通，通过收并购的方式可以更快实现落地。产业链的纵横向延伸布局不仅能够使公司获得成本优势，也可以通过多个产品布局，甚至是副产品的深加工利用，提升公司整体对单个产品景气周期波动的抵抗力。公司自 2011 年上市后，通过多个收并购事件先后获得上游矿山资源、扩充钛白粉产能、进入海绵钛领域、完善锆钪产业布局、进入新能源负极领域等。公司充分利用上市资金优势、抓住产业整合契机，在过去十几年时间中实现了钛白粉及相关业务线的快速扩张。

图 1：钛产业链示意图



数据来源：龙佰集团公告，东方铝业公告，东方证券研究所

图 2：公司收并购历史（不完全统计）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司目前在五省六地市拥有七个生产基地，除了总部河南焦作两个基地外，其余五个基地都是通过收并购方式获得的，而这些基地也都在整合完成后进行了不同程度的产能及上下游配套扩张。

表 1：公司各基地产品产能及收并购来源（万吨，截至 2024 年 9 月底）

生产基地	钛白粉(硫酸法/氯化法)	自产钛精矿	富钛料	海绵钛	基地来源	主要在建项目
河南焦作	25/40		45		总部	
四川德阳	25/-					
湖北襄阳	15/-					
四川攀枝花	-/-	142	15		收购龙蟒	20 万吨钛白粉后处理项目 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程--CXTZ 炉升级改造项目（新增 15 万吨富钛料）； 700 万吨绿色高效选矿项目； 20 万吨氯化钛白粉及钒钛等稀有金属综合回收示范工程； 红格北矿区 1300 万 t/a 采矿工程等
云南楚雄	-/26		8	5	收购云南新立	
甘肃金昌	20/-			3	收购金川集团钛厂	40 万吨合成金红石项目一期
目前总产能	85/66	142	68	8		

数据来源：公司公告，项目环评，东方证券研究所

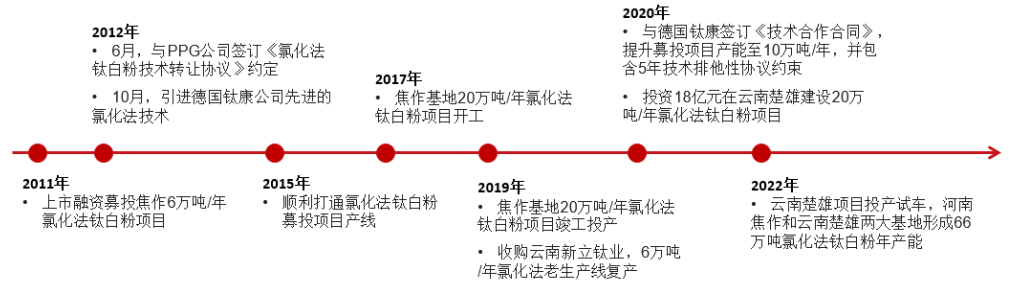
注：河南焦作包括母公司和佰利联新材料两个生产基地；钛精矿只算自有矿山，不计入代加工产能

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

关键技术的内生性发展：钛白粉有硫酸法和氯化法两种生产路线，其中氯化法由于产品性能更优，且生产过程中产生的三废和环境污染更少，因此被国家发改委列为鼓励类项目，而硫酸法则是限制类项目。但由于氯化法技术长期被海外玩家封锁，国内企业大多只能通过引进海外技术咨询公司提供的“半吊子”技术进行自我消化，过程很是艰难。2011-2012年公司上市融资募投6万吨/年氯化法钛白粉项目并引进海外先进技术，一直到2015年才顺利打通募投项目产线，整整用时4年时间。2017年焦作基地20万吨/年氯化法钛白粉项目开工，2019年就实现了竣工投产，建设效率明显提升，同年公司也顺利盘活收购资产云南新立的氯化法老产线，公司对氯化法技术的理解日渐深刻。目前公司仍是国内为数不多的同时掌握硫酸法和大型沸腾氯化法两种钛白粉生产工艺全流程的行业龙头，全球第三大、中国第一大氯化法钛白粉生产商，可见内生发展技术实力之强。截至目前，公司河南和云南两个基地共拥有年产66万吨氯化法产能，未来四川攀枝花基地还有扩产规划。2023年公司氯化法钛白粉产量38.74万吨，占当年国内氯化法总产量约63%，具有相当行业地位。

除了氯化法钛白粉的技术突破外，公司还首创了硫氯耦合绿色制造技术，不仅解决了硫酸法副产废酸的高价值利用问题，也为氯化法提供了低价原料，同步解决“硫酸法工艺固废多、氯化法工艺成本高”双重问题，同时还实现了铁、钪、钒、锰等金属元素的综合回收利用。将自主研发的技术优势发挥到极致。

图 3：公司氯化法钛白粉的技术消化及产能扩张过程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

未来成长性：未来公司仍将沿着纵横产业方向进一步扩张，继续扩大业务规模，特别是巩固和加强成本端优势。矿产资源扩张方面，公司攀枝花基地上游的“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”两大核心矿产项目正在积极推进中，未来将进一步提升公司自有矿石资源供给能力，降低原料成本。公司力争在“十四五”末期实现自有矿山年产铁精矿产能760万吨、钛精矿产能248万吨，届时公司钛矿总体自给率将有望达到70%左右。氯化法原料方面，公司将依托50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程--CXTZ炉升级改造项，未来将攀枝花基地的富钛料产能从15万吨提升至30万吨，进一步加强氯化法钛白粉的原料配套能力。

表 2：公司自产钛精矿及富钛料未来配套情况测算（万吨/年）

原料	现有产能	需求量(假设 90%开工)	远期产能	远期自给率
自产钛精矿	142	358	248	69%
富钛料	68	86	83	97%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：富钛料远期产能未考虑甘肃基地的40万吨合成金红石项目；

需求量考虑年产151万吨钛白粉和8万吨海绵钛产能，其中氯化法产能66万吨/年

2.2 成本端原料配套及技术优势显著

原料成本是钛白粉生产的大头，大约占到 66%左右的营业成本，而矿的成本又占到原料的 6-7 成。以硫酸法为例，单吨钛白粉消耗 2.4 吨左右钛精矿，以某钛矿企业 2023 年钛精矿平均外售均价 2331 元以及完全成本约 1014 元计算，配套钛精矿至少可以降低 3000 元左右的原料成本。

而氯化法的成本优势则较为复杂，目前外购云南低钙镁高钛渣价格大概在 6283 元/吨（不含税）。公司已投产的项目中有两个氯化法原料项目可以参考自制成本，分别是攀枝花 50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣项目（30 万吨氯化钛渣），以及年产 30 万吨硫氯耦合钛材料绿色制造项目，而后者是公司硫氯协同的自创项目，其中废酸基本不算成本，因此自制成本应当更低。根据我们测算，这两个项目的氯化钛渣成本分别为 5850、4859 元/吨，远低于外购价格。按照单吨氯化法钛白粉消耗约 1.18 吨高钛渣计算，公司氯化钛渣可降低约 511 元成本（考虑了 2024 年公司自有矿、进口矿比例），而公司首创硫氯耦合技术又能进一步降低约 1169 元，成本优势显著。

表 3：攀西年产 30 万吨氯化钛渣项目成本测算

成本项	单耗	单位成本	总成本 元/吨
钛精矿	1.75 吨/吨	1686 元/吨	2948
无烟煤	0.19 吨/吨	1542 元/吨	287
石墨电极 710mm	0.02 吨/吨	19469 元/吨	393
电力	3305 kWh/吨	0.5 元/kWh	1653
人	24.8 人/万吨	10 万元/人	248
折旧			221
其他			100
总成本			5850

数据来源：环评，东方证券研究所

注：钛精矿单位成本根据公司自有矿、进口矿比例预测；参考最新技改项目环评

表 4：30 万吨硫氯耦合钛材料绿色制造项目成本测算

成本项	单耗	单位成本	总成本 元/吨
钛精矿	1.2 吨/吨	1686 元/吨	2023
焦炭	0.23 吨/吨	1634 元/吨	373
电力	86 kWh/吨	0.5 元/kWh	43
天然气	9.4 方/吨	4 元/方	38
其他			200
还原钛单吨成本			2677
还原钛外购成本			3170
还原钛	1.53 吨/吨	2841 元/吨	4347
浓硫酸	0.552 吨/吨	336 元/吨	186
电力	40 kWh/吨	0.5 元/kWh	20
天然气	26.7 方/吨	4 元/方	107
其他			200
总成本			4859

数据来源：环评，东方证券研究所

注：包含配套项目 30 万吨还原钛建设项目

国内钛白粉企业配套上游钛矿的基本只有龙佰和攀钢，根据我们上面的测算，结合原料处理技术，公司在钛矿资源上获得了相当大的收益。近年来钛矿价格不断攀升，直逼 11-12 年高点，市场担忧钛矿景气高点下，公司后续盈利会有缩窄风险。

从我们初步统计的在建/拟建钛矿项目来看，大部分钛矿新建项目要在 26-27 年开始投产，且可能实际放量还要延后。且目前全球钛矿行业基本没有新进入玩家，海外玩家新建项目也多是為了弥补在产矿山逐步枯竭导致的减量，例如 Base Resource。而钛矿需求端仍有我国每年几十万吨的钛白粉新增产能支撑，因此从供需角度看，中短期内钛矿难有高价逆转可能。

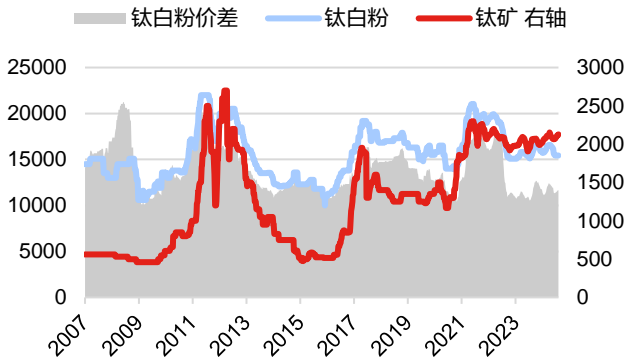
表 5：全球主要钛矿规划项目（不完全统计，折纯 TiO₂，万吨，截至 2024 年 9 月底）

公司	地区	项目	产能(万吨)	预计投产/停产时间
Sheffield、燕山钢铁	澳大利亚	Thunderbird 项目第一阶段	12	2024Q1
济南域潇	莫桑比克	4623C 项目一期	18	2024Q1
Sierra Rutile	塞拉利昂	Area 1	-	2024Q1 停产/5 月底重启
Base Resource	肯尼亚	Kwale	-27	2024Q4
东方锆业	澳大利亚	Mindarie 复产	7	2024
2024 合计			10	
济南域潇	莫桑比克	4623C 项目二期	18	2025Q3
Iluka	澳大利亚	Balranald	11	2025H2
2025 合计			29	
龙佰集团	中国	700 万吨绿色高效选矿项目 红格铁矿与庙子沟铁矿整合	49	2026
西昌矿业	中国	500 万吨/年极贫矿综合回收利用工程一期	8	2026
Kenmare	莫桑比克	WCP A 升级	11	2026-2027
Sierra Rutile	塞拉利昂	Sembehun	17	2027
Base Resource	马达加斯加	Toliara	59	2027
Kenmare	莫桑比克	WCP B 升级	24	可行阶段
	莫桑比克	Congolone	16	可行阶段
2026-2030			184	
	中国	红格南矿区	133	2030

数据来源：各公司公告及官网，东方证券研究所

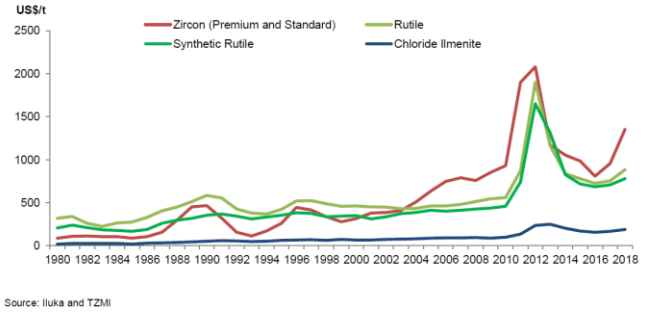
目前国内钛精矿进口依赖度在 37.5%左右，而特别是高品质钛矿资源基本依赖进口。从海外钛矿价历史格来看，在经历了 2010-2014 年一波过山车行情后便开启了稳步上涨模式。Iluka 曾在公开报告中提及，2010 年之前海外钛矿基本以长期合同约定价，因此历史价格并没有反映出钛矿的实际供需情况，而在 2010 年年底 Iluka 率先打破这种定价模式，使得矿石价格更能反映市场供需，市场价格波动变大，而同行业也基本在 2014 年年底左右将长期合同全部执行完毕。但过去长期的低价运行可能也使得海外矿山企业过去并没有积极开拓新矿项目。因此 2014 年之后，全球钛矿存量资源自然衰竭再加上新增项目有限，供需缺口逐步扩大，导致全球钛矿价格不断上涨。此外，由于在矿山枯竭过程中，开采的品味在降低，开采难度在提升，再加上近年来能源成本高企，海外钛矿企业的现金成本也在不断抬高，也同样对钛矿价格形成了支撑。综上所述，我们认为中短期内全球钛矿价格仍将高位运行。另外，从国内钛矿新增项目来看，2030 年前，龙佰是国内新增钛矿产能大头，即使钛矿价格有所松动，龙佰也能通过以量补价来维持稳定盈利。

图 4：国内钛白粉及钛矿价差（元/吨）



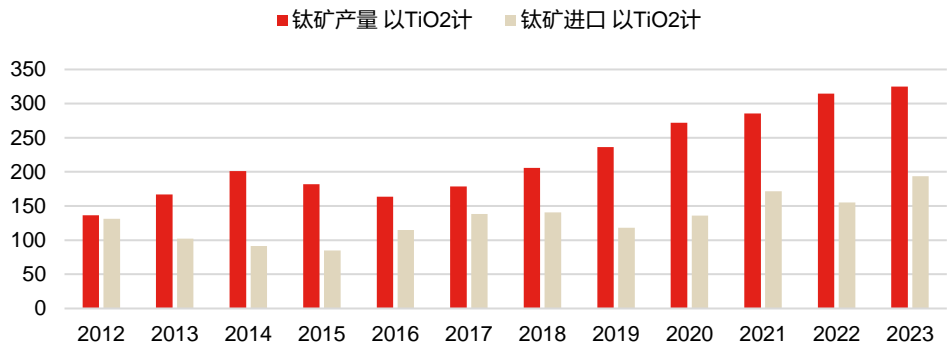
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：钛矿及其他伴生矿的历史价格走势



数据来源：Iluka 公告，东方证券研究所

图 6：国内钛矿产量及进口量（万吨，以 TiO₂ 计）



数据来源：《2022-23 中国钛工业发展报告》作者：安仲生，东方证券研究所

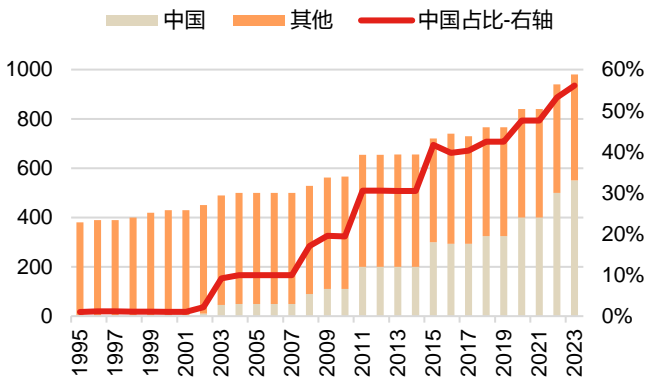
3、反倾销难改我国钛白粉长期对外扩张趋势

钛白粉是典型的大宗商品，过去市场经常将成本、技术优势作为研究公司核心竞争力的重点，只要成本够低、产品质量够好，优秀公司的市场份额就能够不断提升，并通过一轮轮周期的优胜劣汰考核，最终实现行业格局优化，行业盈利逐步进入稳定的成熟期。在过去二十年的产能扩张过程中，我国钛白粉企业已经充分证明了自己的竞争优势，产能占全球比例从 2003 年不到 10% 逐步增长至 2023 年的 56%，我国成为全球钛白粉第一出口大国，同时也诞生了龙佰集团这样绝对的龙头企业，国内及全球市场的市占率分别为 19%、17%（按需求算）。但往后看，进一步的国际市场开拓却面临重重贸易壁垒，国际市场的进入难度成为行业最大的边际变化，也成为市场质疑国内钛白粉企业后续发展的核心讨论点。从结论来看，我们认为海外市场反倾销手段只是在短期内重塑了全球钛白粉的贸易流，市场之间仍是流通的，且长期看全球新增供给仍主要来自中国企业，在钛白粉需求长期跟随 GDP 增长的强逻辑下，中国企业的全球供给份额仍有望不断提升。

3.1 海外反倾销影响几何？

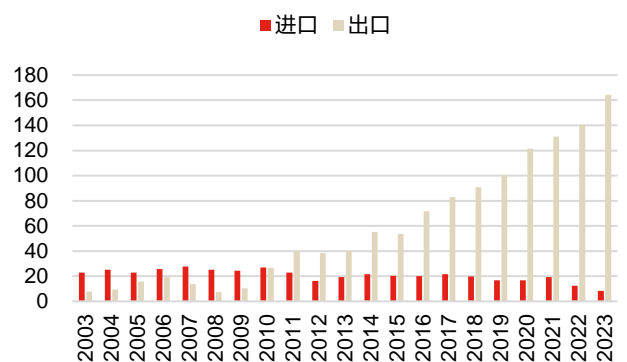
从我国进出口及产量表需数据来看，2016 年前后开始国内钛白粉的产量增长主要由出口需求拉动，近八年来出口复合年增速高达 15%，而出口占产量比例也一路增至近 40%，国际市场成为钛白粉新产能消纳的重点。特别是对于产品竞争力更强的龙头企业来说，持续加大高溢价高盈利的海外市场开拓是增厚盈利的重要策略，例如以中高端市场为目标的氯化法钛白粉就比较依赖欧美市场的消纳，因此国际市场一直都是公司市场开拓的重点。2023 年公司钛白粉总销量 115.89 万吨，其中国际销量占比 56.47%，明显高于行业整体出口比例。

图 7：中国及全球其他地区钛白粉产能（万吨）



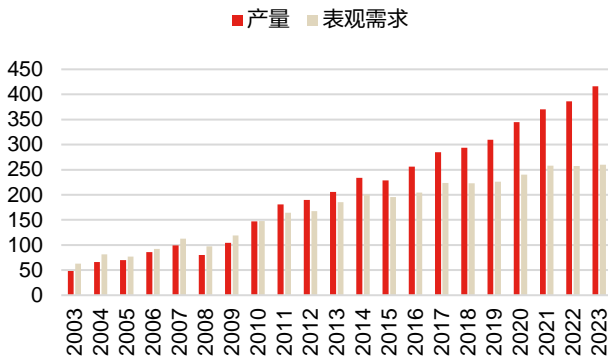
数据来源：USGS，东方证券研究所

图 8：国内钛白粉进出口（万吨）



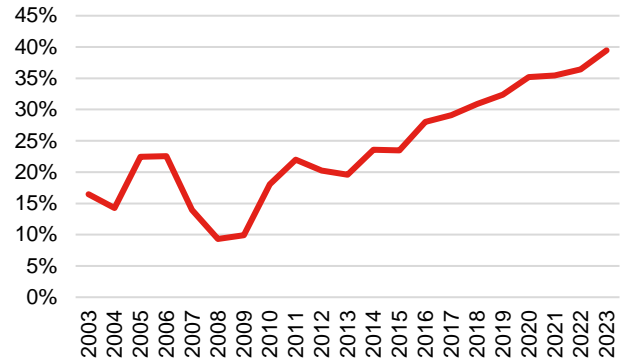
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：国内钛白粉产量及表观需求（万吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：国内钛白粉出口占产量的比例



数据来源：Wind，东方证券研究所

但快速的对外扩张不免引来海外市场的反抗。特别是近年来海外制造业的能源、运输成本高涨，叠加海外钛白粉下游持续去库，采购需求低迷，海外企业开工不顺而盈利大幅下滑，更是给了针对我国出口钛白粉进行反倾销调查的充分理由。截至目前，欧亚经济联盟（俄罗斯等）、欧盟、印度、巴西、沙特先后启动了对我国出口钛白粉的反倾销调查，涉及 2023 年出口量约 69 万吨，占总出口量约 42%。其中欧亚经济联盟终裁结果今年 8 月落地，税率 14.27%至 16.25%，还算符合市场预期，但更早 7 月公布的欧盟初裁结果却远超市场预期，最高税率近 40%，近期欧盟终裁前事实披露文件将该税率下调至 11.4%~32.3%。欧盟的高税率结果有很大一部分原因是因为欧盟不承认中国的市场经济地位，因此在测算中国钛白粉生产的正常价值时需要参考第三方国家，即巴西，无形中抬高了我国钛白粉生产成本的测算值，例如测算参考的原料钛矿价格远高于国内实际情况，故最终计算得到的倾销幅度偏高。欧洲涂料商的近期采访文章也提出，实际采购中国进口钛白粉仅比采购当地价格便宜 10%左右，但却要征收近 40%的税率是否合理。此外，美国市场也在 2018 年对我国出口钛白粉征收了 25%的额外关税。

表 6：海外针对我国钛白粉的反倾销及特别关税案例

发起地区	2023 年出口量 万吨	立案时间	初裁时间	终裁时间	附加税率 (部分待定)
沙特	2.4	2024/10/9			
巴西	11.3	2024/4/30	2024/10/10		577.73 ~ 1772.69 美元/吨
印度	24.8	2024/3/28			
欧盟	23.0	2023/11/13	2024/7/11		11.4% ~ 32.3%
欧亚经济联盟	7.3	2023/8/17		2024/8/16	14.27% ~ 16.25%
美国	2				25%

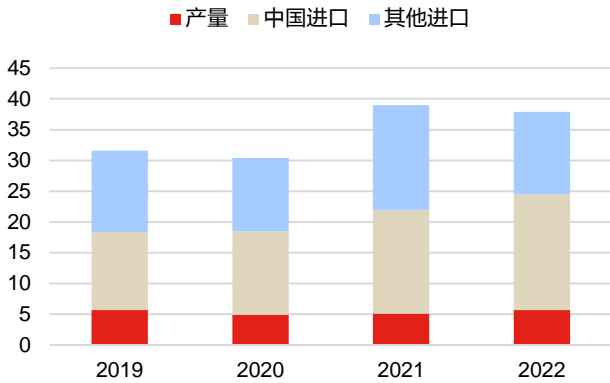
数据来源：中国贸易救济信息网，海关总署，东方证券研究所

我们在前期报告《反倾销事件频发下的化工行业机会》中曾经提到过，由于巴西和印度本地钛白粉产能不足且扩张能力弱，因此本身市场依赖进口，特别是中国进口，因此反倾销实际很难落地，印度历史上也曾多次发生反倾销终裁结果取消的情况。而欧美市场不仅有较大规模的本地产能，同时也有不少进口需求量，且由于欧美本身制造成本偏高，市场也偏向中高端，因此整体售价较高，是进口贸易商非常向往的地区。以欧盟为例，如果把欧盟当作一个主体，全球钛白粉的进出口总贸易量大概是在 250 万吨左右，而欧盟的进口量每年大概稳定在 50-60 万吨左右，占全球贸易量比例超过 20%，是全球钛白粉最大的进口主体。我国每年出口欧盟的钛白粉约 20 万吨，但

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

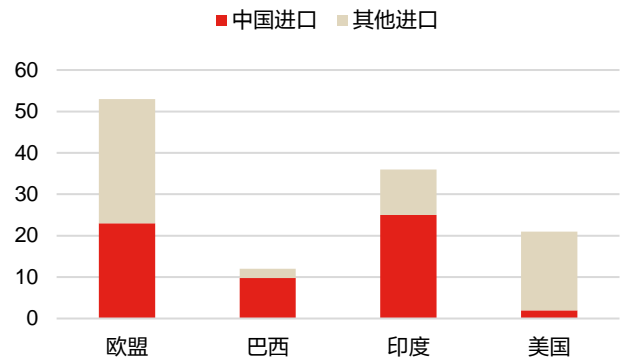
占总出口量比例其实并不算太高（14%），基本依靠其他地区的增长也能消纳，特别是近年来对亚洲地区的出口增长非常快，2023 年出口亚洲地区同比增长约 16 万吨。但欧盟的反倾销会让市场担心中国企业是否将失去进一步对这类高溢价市场的开拓机会，特别是氯化法新产能的消纳实际还是比较依赖欧美这类市场的。

图 11: 印度市场钛白粉供应结构 (万吨)



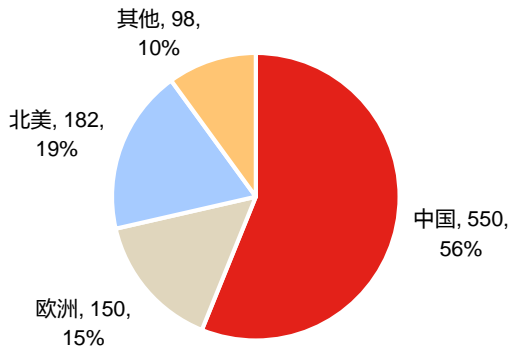
数据来源: 印度工信部, 海关总署, UN Comtrade Database, 东方证券研究所

图 12: 主要贸易壁垒国家的钛白粉进口结构 (万吨)



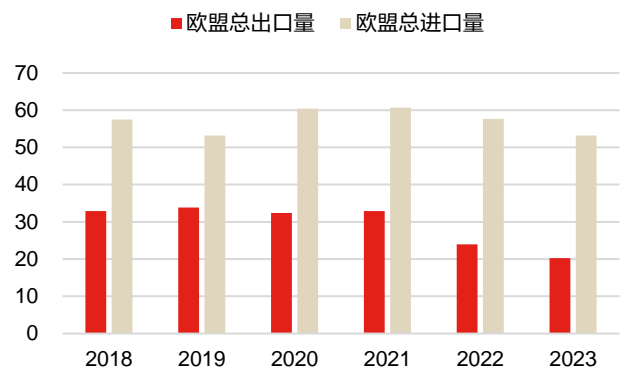
数据来源: 海关总署, UN Comtrade Database, 东方证券研究所

图 13: 2023 年全球钛白粉产能分布情况 (万吨)



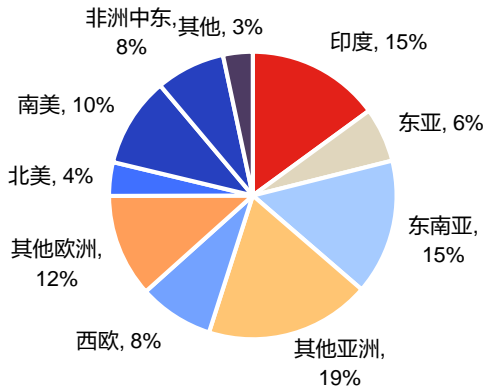
数据来源: USGS, 东方证券研究所 注: 北美包括美国、加拿大、墨西哥

图 14: 欧盟钛白粉进出口情况 (万吨)



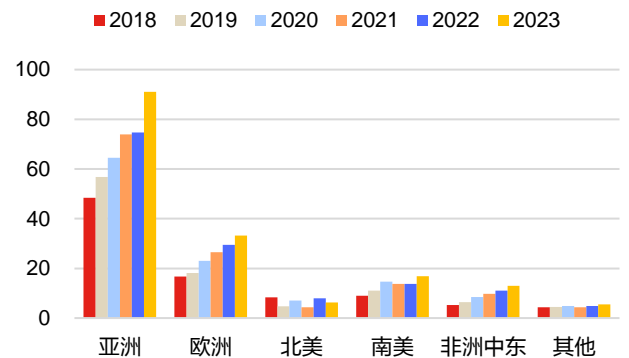
数据来源: European Commission, 东方证券研究所

图 15: 2023 年我国钛白粉出口结构



数据来源: 海关总署, 东方证券研究所

图 16: 我国钛白粉出口各地区数量变化 (万吨)

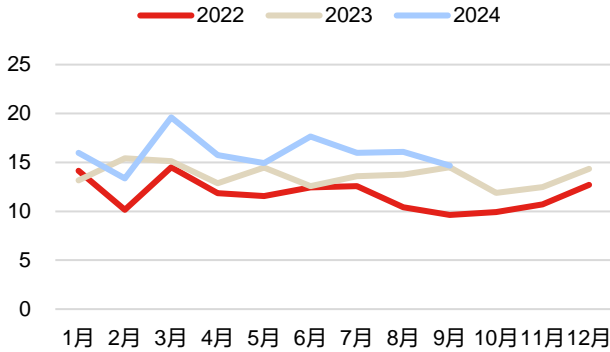


数据来源: 海关总署, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

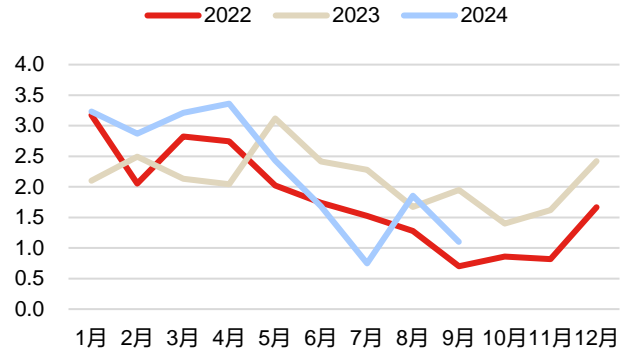
欧盟初裁后的临时税率从 7 月开始征收，从近几个月的进出口数据来看，今年我国钛白粉月度出口数据仍在不断创同期新高，例如印尼、越南、阿联酋都有不同程度的出口增长。尽管出口欧盟的数量在 7 月有所下滑，但在 8 月有明显回升并实现了同比增长，7 月的下滑主要还是因为欧洲市场前期为应对反倾销而多备货，待 7 月基本消化后又恢复了正常进口。因此从反倾销临时税率征收的头三个月结果来看，欧盟高税率反倾销并没有影响我国钛白粉出口增长趋势。

图 17：近三年我国钛白粉月度出口数量（万吨）



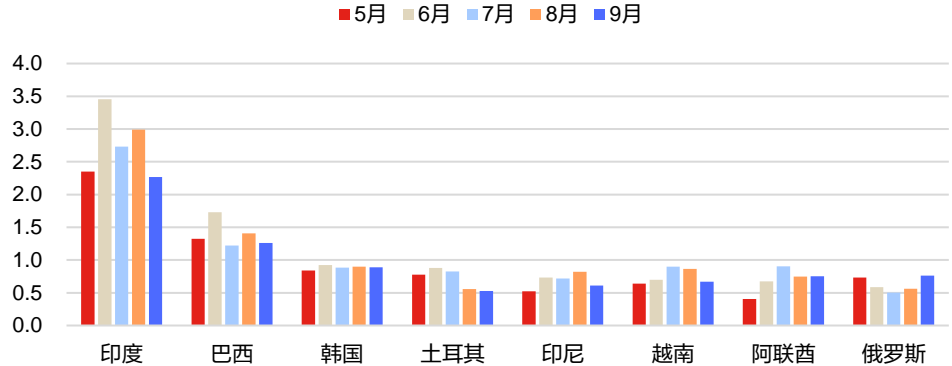
数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 18：近三年我国钛白粉月度出口欧盟 27 国家数量（万吨）



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 19：24 年 5-8 月我国钛白粉主要出口地区情况（万吨）



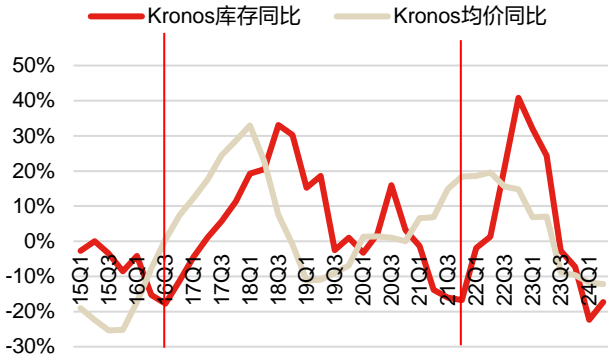
数据来源：海关总署，东方证券研究所

3.2 海外企业难有扩张意愿，难改供需趋势

Tronox 在今年二季报会议中提到，7 月份其各地钛白粉工厂的平均开工率已提升至 80%，且海外三大钛白粉企业（除了破产重组中的 Venator）的 Q2 EBITDA 利润率也明显回升。市场担心海外因此会有供给增量，一方面是短期开工提升带来的，另一方面则是盈利修复后是否会扩产能。对于短期供给来说，从归因来看，今年上半年海外钛白粉企业的盈利修复主要来自正常的库存周期，即由于下游企业基本结束了本轮去库并开始了正常的采购节奏，因此带来了上游钛白粉行业的开工提升，而并非是由于从 7 月开始的临时反倾销税率征收。在今年上半年海外企业开工率快速提升的过程中，企业库存却仍基本延续去化，说明海外需求确实在好转，且欧盟地区的月度进口数据也没有出现明显下滑，正说明了海外需求恢复是足够支撑海外企业开工提升的，短期供给增量并不会明显挤压我国出口量。

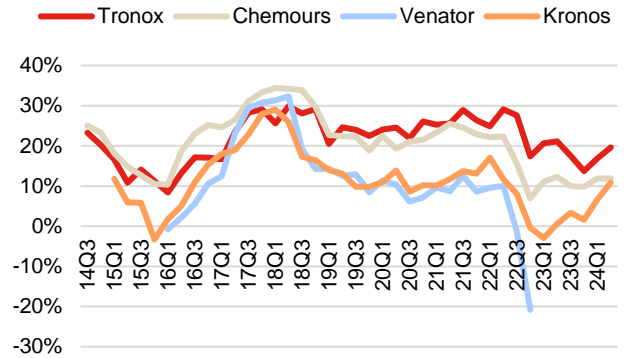
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 20: Kronos 库存及均价同比



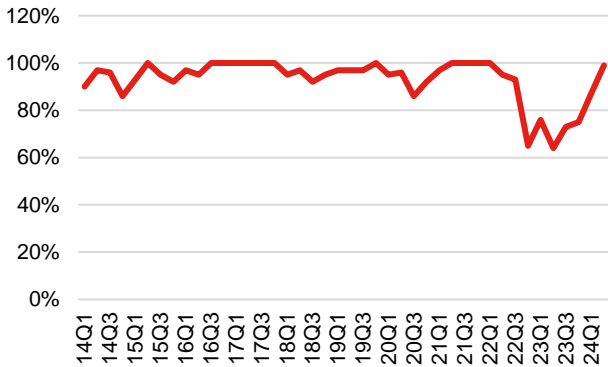
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 21: 海外四大钛白粉企业的季度 EBITDA 利润率



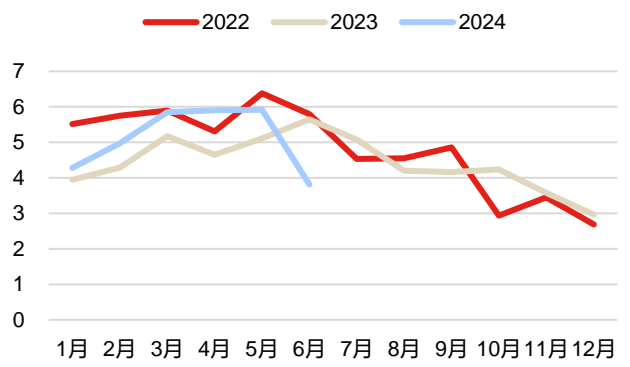
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 22: Kronos 季度开工率



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

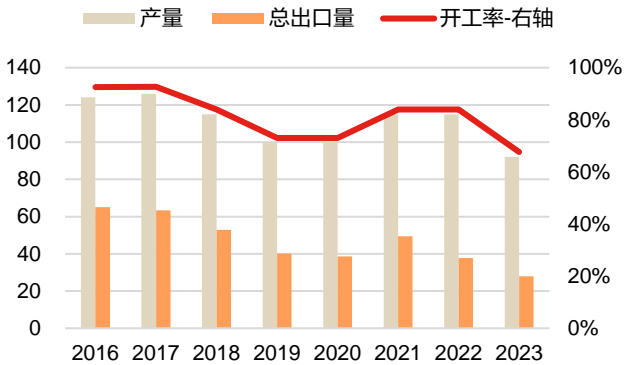
图 23: 欧盟钛白粉月度进口 (万吨)



数据来源: UN Comtrade Database, 东方证券研究所

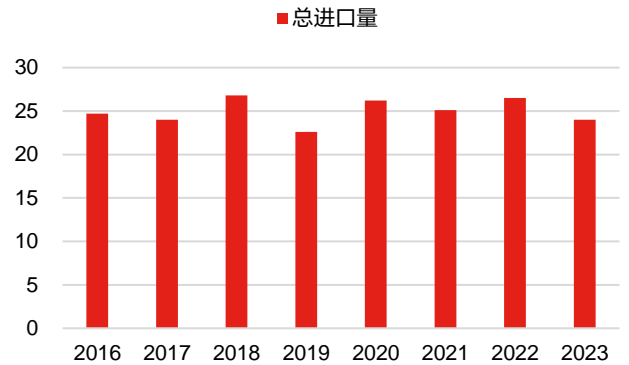
此外, 我们也可以看到近年来美国钛白粉开工率的下滑很难简单用库存周期来解释。2017 年美国出口量高达 63 万吨, 但至此之后出口量和产量基本同步下滑, 开工率也从原先 93% 一路下滑至 68%。美国市场与欧盟市场不同, 其进口和出口量都比较多, 但从净出口的角度看, 美国曾经是全球第二大钛白粉出口国, 但近几年却在不断下滑。我们认为这一变化的主要原因可能是中国钛白粉出口在过去几年不断抢占了原先美国的出口市场份额, 这其实是一个长期趋势问题。无论是欧盟的反倾销还是库存周期的加持, 都很难扭转美国钛白粉的生产现状, 也不会影响中国在其他优势出口地区的竞争力。且美国当地大多是氯化法产能, 主打中高端市场, 一直保持 20 万吨左右的进口量可能也是因为本地中低端市场主要依靠进口补充, 因此本地生产的钛白粉在非欧美地区可能难有性价比优势, 我们认为其后续开工也难有回升趋势。且从近期月度数据来看, 美国也没有明显加大对欧盟的出口量, 可能是因为四大海外钛白粉企业中三家都同时拥有美国和欧洲产能, 只有科慕会大量对欧洲出口。而产能集中在北美地区的科慕今年上半年销量同比增速仅 1%, 明显低于同行以欧洲生产为主的康诺斯的 28%, 可见美国市场生产恢复之乏力。

图 24：美国钛白粉产量、出口量及开工率（万吨）



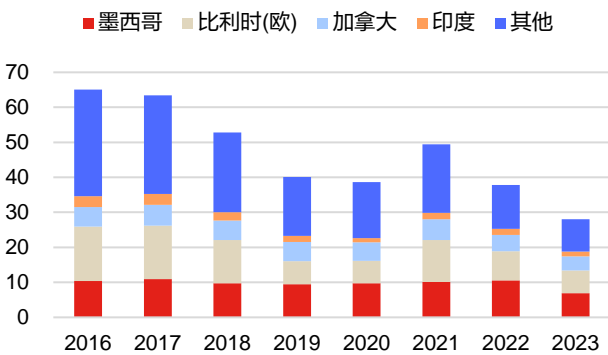
数据来源：USGS，东方证券研究所

图 25：美国钛白粉进口量（万吨）



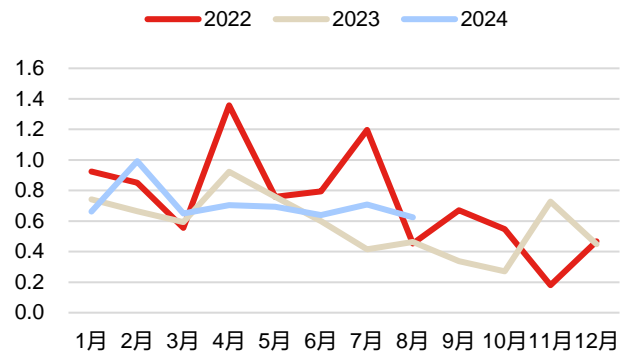
数据来源：USGS，东方证券研究所

图 26：美国钛白粉出口结构（万吨）



数据来源：DataWeb，东方证券研究所

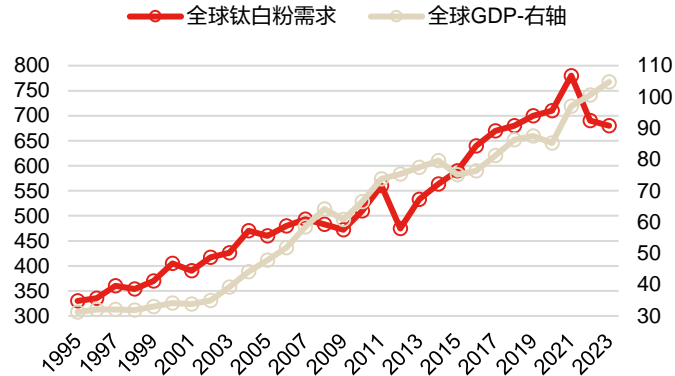
图 27：美国对欧盟地区钛白粉月度出口量（万吨）



数据来源：DataWeb，东方证券研究所

对于海外中长期扩产问题，从历史的角度看，海外四大企业在近十多年内基本没有新增产能，即使在高盈利期间也没有扩产，最多是通过合并收购的方式来扩大自身规模。根据欧洲钛白粉联盟估计，自 2007 年以来大约有 110 万吨中国以外的钛白粉产能停产，其中就包括欧洲的 5 家工厂。其实对于海外企业来说，盈利目标的达成远比市场份额更重要，与我国企业的扩张目标不同。而长期看，全球钛白粉需求大概率仍将跟随全球 GDP 的增长而增长，尽管短期内会因为库存因素而使得表观需求量有所波动，但长期需求增长趋势不变。特别是亚非拉等发展中地区的基建房地产拉动的钛白粉需求不断增长，而这部分以非高端市场需求为主的增量大概率也只能通过我国供给增量来补足。

图 28：全球钛白粉需求及全球 GDP 走势基本一致（万吨，十亿美元）



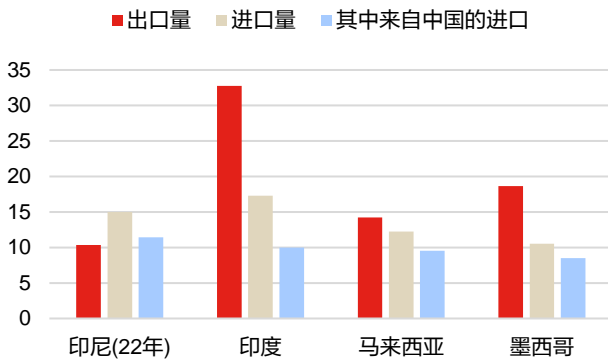
数据来源：Venator，科慕，Wind，龙佰年报，东方证券研究所

3.3 欧盟高价下的全球贸易流机会

无论未来我国对欧盟地区的出口减少与否，未来欧洲钛白粉市场中枢价格上涨是比较确定的事实。根据 CHEMANALYST 报道，比利时（欧盟内部主要进口国）的钛白粉单吨价格已从 7 月中旬的 3040 美元攀升至 9 月第一周的 3210 美元。这样较快的价格上涨一方面会相对抵消反倾销税对出口欧盟利润的影响，另一方面也有可能形成市场间套利机会，吸引除中国外进口商的涌入欧洲市场，并在其他地区形成进口缺口，从而重塑全球贸易流并变相推动全球其他地区价格上涨，这也会进一步抵消反倾销的影响。

关于反倾销对贸易流的变化，聚酯瓶片是一个可以参考的对象。从 2013 年开始，陆续有将近 15 个国家或地区针对我国出口的聚酯瓶片进行了反倾销调查，特别是 2015-2016 年美国和日本反倾销落地后，我国基本就不对美国和日本这两个高溢价市场出口了。在这样的背景下，东南亚部分国家及墨西哥形成了一种稳定的套利模式，尽管当地拥有不少产能，但本地需求基本靠进口中国瓶片满足，而本地生产的瓶片则主要销往美国、日本或者其他海外高价地区，具体表现是这些地区的进口和出口量基本相当。而其中印度虽然早在 2020 年就开始了对我国瓶片的反倾销税征收，但却并不影响我国对其出口瓶片的增长和套利模型的延续。我们认为，这样的贸易流变化实际并不会改变我国出口量，对外扩张趋势不变。

图 29：瓶片主要贸易套利地区进出口情况（万吨）



数据来源：UN Comtrade Database，东方证券研究所

图 30：瓶片主要贸易套利地区的出口结构（万吨）

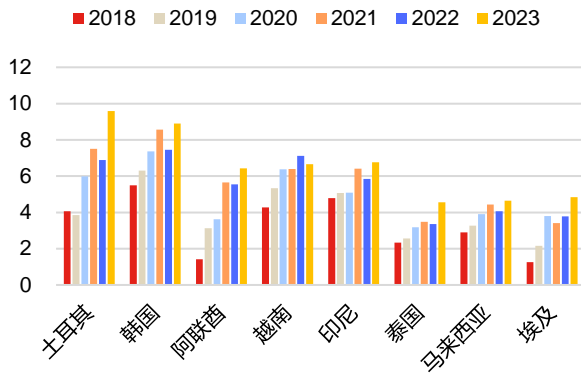
	总出口量	第一出口国	第二出口国	第三出口国	第四出口国
印尼(22年)	10.3	日本, 4.7	欧盟, 3.0	英国, 0.7	
印度	32.7	沙特, 2.7	阿联酋, 2.5	日本, 2.4	
马来西亚	14.2	巴西, 4.0	美国, 3.4	日本, 1.5	欧盟, 1.5
墨西哥	18.7	美国, 18.6			

数据来源：UN Comtrade Database，东方证券研究所

欧洲钛白粉价格上涨还将给下游带来一定成本压力，从而可能导致例如涂料行业的产能外迁至欧盟地区之外，从而带来新的钛白粉市场需求机会。钛白粉成本大概占到海外涂料生产商现金成本的 10-30%，则完全依赖中国进口钛白粉的涂料现金成本将上涨 4-12%，当然这对于部分使用中国进口的大型涂料商来说实际成本并没有那么大的涨幅，基本可以消化，但对于欧盟本地相对依赖高性价比的小型涂料企业来说，成本上涨的压力就相对较大。而对比之下，首先受益的就是英国、土耳其这类非欧盟地区的欧洲生产地。特别是土耳其，它是欧洲第五大涂料、第二大塑料生产国，且近年来我国对其出口量不断增长，可以作为我国钛白粉通过下游贸易从而辗转进入欧盟市场的中转站。

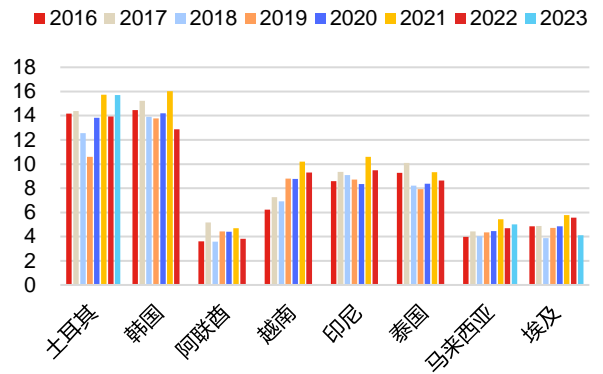
此外，从下游涂料市场的增长趋势来看，南亚和东南亚地区的增速明显较快，近年来也吸引了不少涂料厂商投资，例如国内涂料企业也有出海东南亚建厂的趋势，展辰、松井、君子兰在泰国或越南的工厂就在近两年落地。印度市场的钛白粉需求和进口量增长大家有目共睹，但除了印度外，越南的进口需求增长也不可小视。而且印度和越南本地都有一定钛矿资源，也是重要的钛矿出口国之一，只是没有做好就地转化，上游资源叠加下游终端需求增长加持，未来也不排除附近东南亚地区可能成为国内钛白粉企业出海的目的地。

图 31: 我国近年来钛白粉出口增长较快的目的地 (万吨)



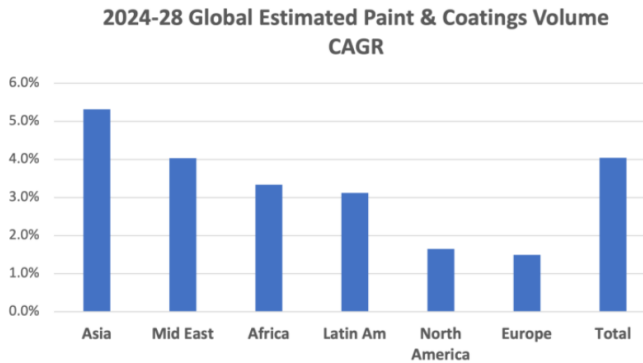
数据来源: 海关总署, 东方证券研究所

图 32: 左图国家的钛白粉总进口量变化 (万吨)



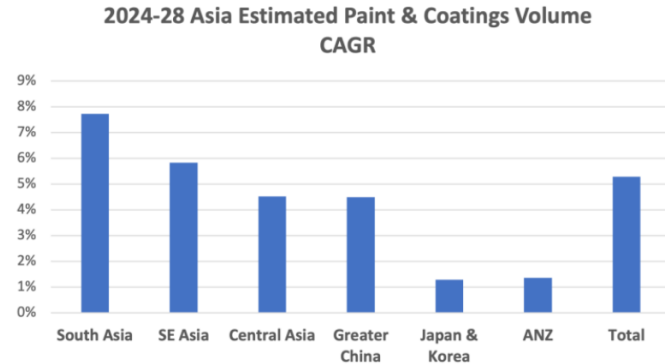
数据来源: UN Comtrade Database, 东方证券研究所

图 33: 海外机构预测 24-28 年全球各地区涂料销量增速



数据来源: Orr & Boss, 东方证券研究所

图 34: 海外机构预测 24-28 年亚洲各地区涂料销量增速



数据来源: Orr & Boss, 东方证券研究所

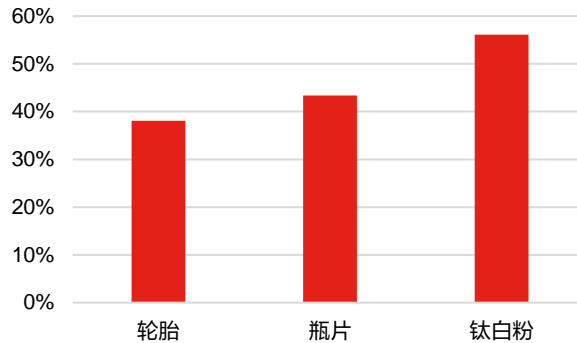
4、抓住出海机遇

企业是否应该出海是动力和能力的双重问题。我们更愿意将反倾销事件看作是一个“加速器”，通过短期逼迫企业出海来获得长期回报更高、盈利更稳定的海外投资，甚至是未来更快的海外市场增速，反倾销事件反而坚定了企业走出去的决心。且相比于轮胎出海，钛白粉出海对资金、技术、资源获取等综合实力的要求更高，大概率只有龙头企业有希望能够最终实现落地，率先拿下海外市场并进一步拉开与国内同行间差距，出海将会是行业分化、格局进一步集中的催化剂。

4.1 正视反倾销事件频发的必然性，出海大势所趋

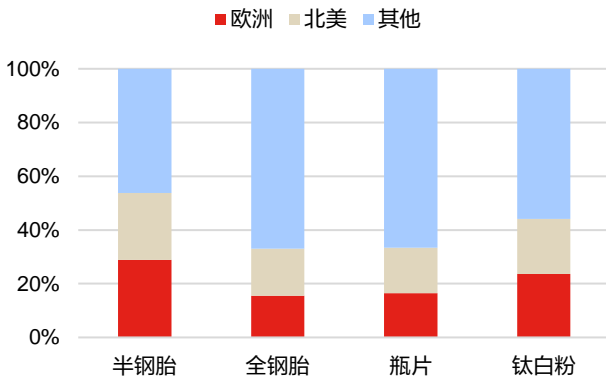
反倾销事件其实更像灰犀牛，是国内整体制造业对外快速扩张过程中不可避免的事件，特别对于全球供给比例较大的产品来说，反倾销已经是大概率事件。我国轮胎和瓶片出口更早受到反倾销，目前全球供给份额在 40%左右，欧美同样是全球主要的需求市场但却依赖进口，而钛白粉的全球份额已经超过 50%，欧洲进口比例也相对更高，现在回过头看，钛白粉被反倾销其实是大概率事件。但在达摩利之剑没有落下之前，生产企业确实很难有动力去提前出海布局，海外投资仍然风险较高。反而是在反倾销落地后，海外与国内的套利空间变大，给了海外投资更高的回报预期，驱动企业尽快走向国际化。而且在反倾销事件频发的情况下，下游大客户也更愿意接受多基地供应商的稳定供货，出海已是大势所趋，而不仅仅只是为了躲避较低的关税。

图 35：我国部分反倾销产品的全球供给份额对比



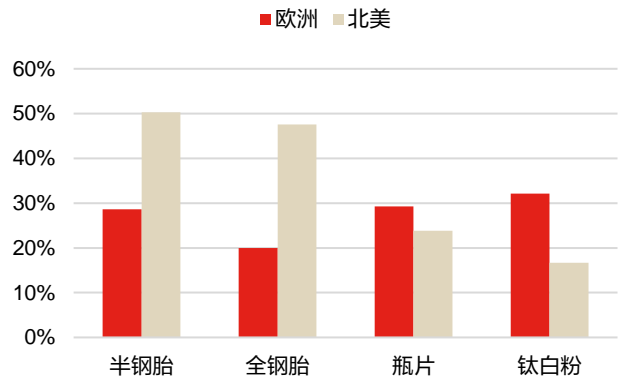
数据来源：米其林，统计局，CCF，USGS，东方证券研究所

图 36：主要反倾销产品的全球需求分布情况（2023 年）



数据来源：米其林，CCF，USGS，东方证券研究所

图 37：主要反倾销产品在欧美的进口比例（2023 年）

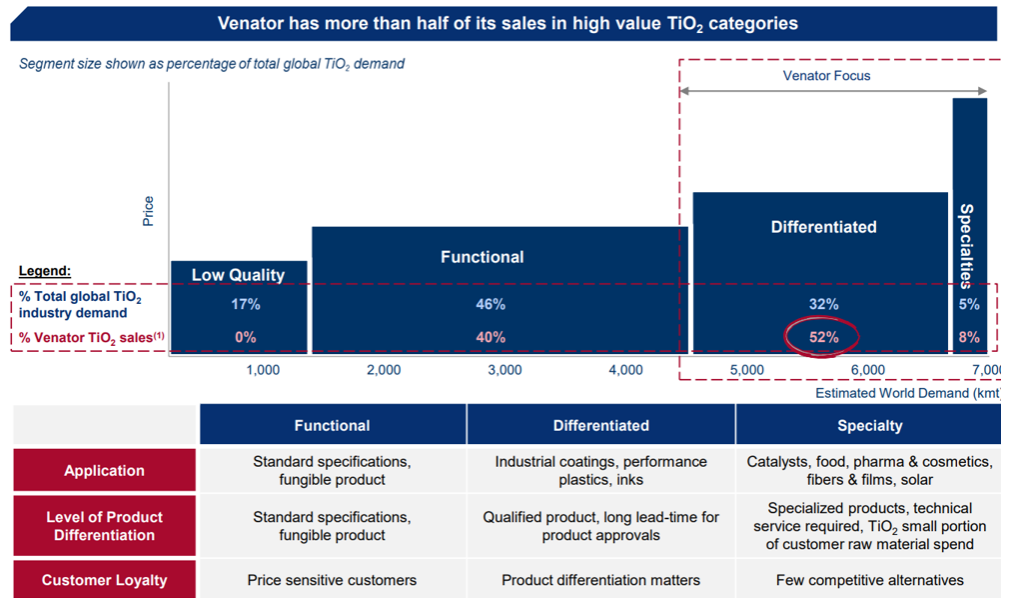


数据来源：UN Comtrade Database，DataWeb，European Commission，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

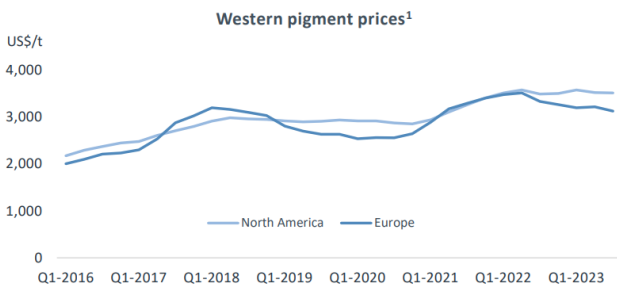
就拿轮胎行业为例，从结果来看，出海企业不仅全球份额不断提升，海外业务加速增长，同时海外工厂盈利能力也大大优于国内工厂，使得最早出海的一批企业盈利能力已遥遥领先于国内同行。由于轮胎海外工厂聚焦欧美两大高溢价市场，尽管整体成本高于国内，但价格端的绝对市场优势带来了更高的投资回报率，有些海外工厂的 ROA 直逼 20%。出海投资的竞争本质在于国内领先企业抓住反倾销事件快速抢占国内同行海外份额的机会。而钛白粉行业也同样存在欧美市场大幅溢价的情况，与国内有 1000 美元/吨左右的价差，大约 40% 的溢价。钛白粉虽然是高度全球化的大宗商品，但是由于存在不同梯度市场，高端产品售价远超低端产品，产品结构恰能体现企业生产技术的高低，特别是国内大力推广的氯化法产品本身就更偏中高端市场，出口欧美市场是较好的选择。尽管我们上一章节讨论了反倾销对未来钛白粉出口量增趋势的影响不大，但对于领先企业发展高价值产品市场、打造高端品牌的长期战略路线还是有不可忽视的影响。而海外四大钛白粉企业虽然成本上有劣势，但对高溢价欧美市场的掌控还是给予了他们不俗的历史盈利能力。

图 38：钛白粉产品具有梯度市场特点



数据来源：Venator 公告（2022 年），东方证券研究所

图 39：欧美钛白粉价格（美元/吨）



数据来源：Iluka，东方证券研究所

图 40：国内钛白粉价格（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东方证券研究所

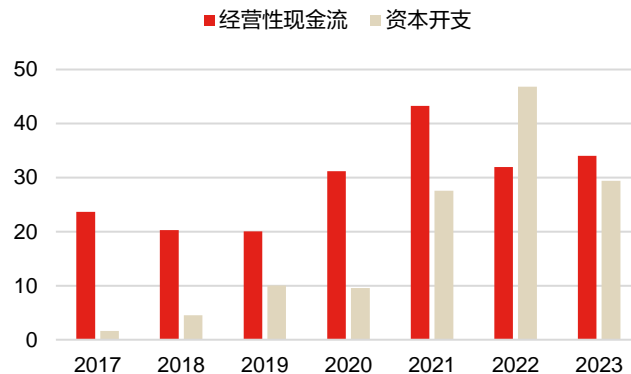
总结来说，我们认为市场面对反倾销的态度不应当是完全的回避，转头去寻找那些目前仍然没有被反倾销但又大量出口的商品，在我国商品持续对外扩张的趋势下，竞争优势较强的商品实际多少存在些被反倾销的风险。我们应当正视反倾销事件的必然性，正确认识到贸易冲突是进一步提升全球份额过程中大概率要经历的一道坎。即便是欧美企业，在停止对外扩张之前也是经历过不同程度的出海扩张，只是驱动力有所不同，但出海这一举动无疑是再一次实现份额飞跃、拉开同行差距的好机会，跨过便是海阔天空。

4.2 领先龙头拥有出海实力

出海投资将对企业的综合经营能力提出较高的要求，包括资金、产品竞争力、成本管控力、配套资源等等。我们在第二章中总结过，龙佰的快速成长主要来自外延和内生，外延正体现了公司上市后的资金运用和产业整合能力，内生则主要在于核心技术研发上，使得公司有机会参与到海外中高端产品市场的竞争。公司作为钛白粉行业的龙头，不论从规模、成本、技术上都具有绝对优势，且公司作为民营企业，内部激励也更为积极，出海实力可期。且对比轮胎企业的大规模出海，我们认为能够抓住钛白粉出海机会的大概率只有龙头：

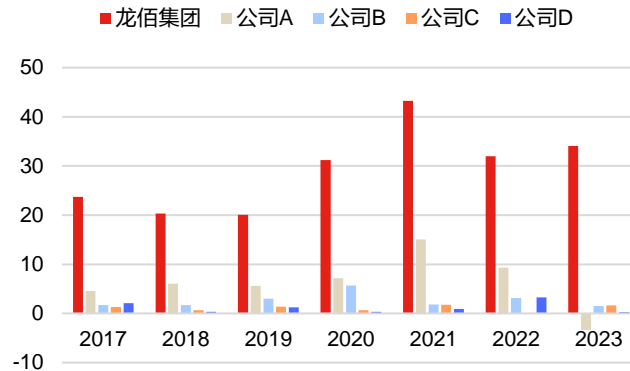
首先是资金问题，过去十年轮胎企业的大规模出海离不开当时资本市场的鼎力支持，但当下市场对钛白粉这类供给过剩的大宗商品的再扩张持保留态度，资金支持有限，而龙头则有希望通过持续的现金流最终实现出海落地，从而率先拿下海外市场，进一步拉开与同行间差距。龙佰配套钛矿且不断有原料处理方面的创新技术落地，因此拥有了绝对的成本竞争力，无论钛白粉景气高低，公司都能实现稳定的相对收益。从2017年公司完全收购龙蟒钛业以来，公司每年经营性现金流不下20亿元，2020年以来更是稳站30亿元台阶。而国内投资一套年产20万吨氯化法钛白粉项目大概需要20亿元，即使海外投资强度增加50%，也就是公司1年的经营现金流。由于公司稳定的相对收益主要来自钛矿配套，根据安宁股份披露的2023年钛精矿价格（2331元/吨）及净利润率（50.5%），我们简单测算国内单吨钛精矿利润在1200元左右，公司预计“十四五”末期钛精矿产量将有望达到248万吨，也就是约30亿利润，即使钛白粉加工环节景气再差，加上每年约20亿折旧摊销，新能源业务若也能逐步减亏，预计未来公司国内钛白粉业务的稳定经营性现金流在50亿元左右。而且今年公司国内投资节奏也开始明显放缓，出海资金有保障。

图 41：公司经营性现金流及资本开支（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 42：钛白粉企业经营性现金流情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

此外，钛白粉出海需要考虑和解决的经营问题也更多，例如资源型原料的稳定供应以及海外的环保政策研究等等，也就更依赖龙头企业对这类经营问题的较高解决能力。以钛矿为例，特别是更受欧美市场青睐的氯化法钛白粉，产品质量对高品位钛矿的要求很高。而海外四大企业也和海外矿企具有长期稳定的合作关系，在产资源面临枯竭且短期新增项目有限的背景下，海外稳定优质的钛矿资源很是稀缺。而目前国内经营钛矿资源的钛白粉企业本就不多，而龙佰控股的东方锆业在澳大利亚就有海外矿石项目的开发经验，这些都是能够帮助公司集团未来实现海外原料稳定供应、巩固成本优势的锦囊。

表 7：龙佰下属公司主要参与的海外矿产项目

海外项目	概况及进展
铭瑞锆业的 Mindarie 项目	预计年产能 18-20 万吨左右的重矿物，目前处于试生产状态。2024 年 10 月 17 日，东方锆业全资子公司澳洲东锆拟将其持有的铭瑞锆业 79.28% 股权转让给佰利联香港，本次交易后，铭瑞锆业将成为龙佰集团全资孙公司。
Image	Image 公司总部设在澳大利亚帕斯，主要业务为以珀斯北部 40 公里的珀斯盆地重矿物砂矿床的勘探和开发。其 100% 持有的 Atlas 项目将在 2024 年 12 月底进行调试和生产，另有 Yandanooka、Bidamina、McCalls 项目作为储备。澳洲东锆和铭瑞锆业分别持有 Image Resources NL 4.85 和 14.89% 股权。
东方锆业的 WIM150 项目	重矿砂资源量 16.5 亿吨，项目储量大，适合长期开采，目前仍处于绿地状态。东方锆业持有 20% 权益。

数据来源：公司公告，Image 官网，东方证券研究所

放长远来看，由于国内钛白粉行业的竞争格局已基本确定，这种龙头集中式的出海可能也能够规避掉远期“打地鼠”式的海外基地反倾销情况，从而获取更长远、更高的盈利回报，更快实现行业格局的进一步集中，并充分享受海外市场机会。我们看好龙佰作为龙头企业能够抓住出海机遇，再一次实现飞跃发展。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司未来收入和利润增长主要来自钛白粉、钛矿、海绵钛等新建项目的逐步落地。公司 24-26 年钛白粉销量分别为 123,130 和 140 万吨，海绵钛销量分别为 6.2,7.7 和 9.2 万吨，钛精矿产量分别为 209,229 和 248 万吨。
- 2) 公司 24-26 年钛白粉业务毛利率分别为 32.9%,33.4%和 33.6%。伴随公司外销业务和高端产品比例提升，特别是高价氯化法产能陆续释放，均价有向上趋势，且钛矿配套比例也有所提升，公司的毛利率将小幅提升。公司 24-26 年海绵钛业务毛利率分别 8.4%,8.8%和 9.1%，主要是钛矿配套比例提升带来的成本下降。目前钛白粉和海绵钛加工环节利润基本见底，尽管行业供给仍宽松，市场价格也难有进一步下跌空间。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 2.00%,1.89%和 1.81%，管理费用率为 3.63%,3.63%和 3.57%，研发费用率为 3.83%,3.64%和 3.48%。公司业务规模进一步提升对销售、管理以及研发费用有一定的摊薄影响。
- 4) 公司 24-26 年的所得税取 15%。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
钛白粉					
销售收入（百万元）	16,178.1	17,767.7	19,172.1	20,527.5	22,458.4
增长率	6.4%	9.8%	7.9%	7.1%	9.4%
毛利率	28.9%	28.5%	32.9%	33.4%	33.6%
海绵钛					
销售收入（百万元）	2,133.9	2,267.6	2,526.2	3,137.3	3,748.5
增长率	201.2%	6.3%	11.4%	24.2%	19.5%
毛利率	28.4%	17.9%	8.4%	8.8%	9.1%
铁系产品					
销售收入（百万元）	2,483.8	2,573.2	2,173.8	2,850.7	3,085.6
增长率	17.7%	3.6%	-15.5%	31.1%	8.2%
毛利率	44.8%	49.1%	43.3%	41.7%	41.7%
锆系制品					
销售收入（百万元）	1,049.5	1,101.9	991.7	1,011.5	1,031.8
增长率	7.4%	5.0%	-10.0%	2.0%	2.0%
毛利率	23.5%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
新能源材料					
销售收入（百万元）	655.7	1,047.1	883.6	1,113.8	1,344.0
增长率		59.7%	-15.6%	26.1%	20.7%
毛利率	12.3%	-3.3%	-2.0%	0.0%	2.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	1,611.9	2,007.3	2,208.0	2,428.8	2,671.7
增长率	2.6%	24.5%	10.0%	10.0%	10.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

毛利率	34.2%	14.9%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	24,113.0	26,764.9	27,955.4	31,069.6	34,340.0
增长率	17.2%	11.0%	4.4%	11.1%	10.5%
综合毛利率	30.2%	26.7%	27.6%	27.6%	27.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们选取钛矿标的钒钛股份、安宁股份作为可比公司，其中钒钛股份也拥有下游钛白粉产能。此外我们还选取了同是磷化工一体化标的兴发集团、川恒股份作为可比公司，目前磷矿石价格也处于历史高位，上游资源配套型企业盈利明显优于同行，具有稳定的相对收益，与钛产业链情况可比。我们还选取同为化工白马标的万华化学，近两年来多次出现白马股独立行情，其估值走势具有参考价值。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.42、1.69、1.94 元，给予公司 2025 年可比公司平均估值 12 倍市盈率，对应目标价为 20.28 元，首次给予增持评级。

表 8：可比公司估值（截至 2024/11/18）

公司	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
钒钛股份	2.92	0.04	0.06	0.07	74.11	47.87	39.09
安宁股份	29.53	2.35	2.59	3.07	12.55	11.39	9.63
兴发集团	23.10	1.62	2.01	2.30	14.29	11.51	10.05
川恒股份	20.10	1.79	2.26	2.78	11.23	8.88	7.22
万华化学	76.36	5.02	6.29	7.34	15.20	12.14	10.40
调整后平均					14.01	11.68	10.02

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) **钛矿高景气回落风险**：目前钛矿价格处于历史高位，若价格松动下滑，将影响公司未来盈利预测。
- 2) **钛白粉供过于求风险**：目前国内仍有不少钛白粉新建项目产能，若后续下游需求增长不及预期，钛白粉行业供需情况可能变差，影响钛白粉加工环节利润。
- 3) **海外反倾销程度加剧**：若后续海外对我国反倾销税率进一步提升，或者更多国家对我国出口钛白粉进行反倾销，可能影响后续出口增长，进而高估公司盈利预测。
- 4) **新建项目投资进度不及预期**：公司未来盈利增长仍主要来自新建项目投资，若项目投资进度不及预期，则影响公司后续盈利预测。
- 5) **假设条件变化影响测算结果**：若文中测算部分的假设条件变化，则可能导致对公司生产钛白粉及相关产品的成本和盈利测算的结果不准确。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,726	7,007	6,499	7,223	7,983	营业收入	24,113	26,765	27,955	31,070	34,340
应收票据、账款及款项融资	3,090	4,504	6,290	6,991	7,727	营业成本	16,834	19,617	20,252	22,480	24,838
预付账款	630	309	526	585	647	销售费用	428	546	559	589	622
存货	6,547	7,328	8,506	9,442	10,432	管理费用	1,424	999	1,014	1,127	1,225
其他	1,116	971	1,034	1,058	1,085	研发费用	1,014	1,014	1,072	1,132	1,195
流动资产合计	20,110	20,119	22,855	25,299	27,873	财务费用	102	237	390	539	535
长期股权投资	337	860	826	826	826	资产、信用减值损失	23	248	484	249	215
固定资产	18,115	23,501	26,871	28,757	30,073	公允价值变动收益	2	0	0	0	0
在建工程	5,620	4,632	2,720	2,822	3,597	投资净收益	(91)	(68)	(68)	(68)	(68)
无形资产	7,042	6,734	6,413	6,092	5,772	其他	(114)	(117)	(153)	(165)	(206)
其他	7,965	7,971	7,851	7,793	7,772	营业利润	4,086	3,917	3,963	4,721	5,436
非流动资产合计	39,079	43,698	44,682	46,291	48,040	营业外收入	15	33	33	33	33
资产总计	59,189	63,817	67,537	71,590	75,914	营业外支出	28	33	33	33	33
短期借款	5,617	8,198	8,861	9,224	9,468	利润总额	4,073	3,917	3,963	4,720	5,436
应付票据及应付账款	15,030	10,279	10,612	11,779	13,014	所得税	536	671	594	708	815
其他	5,531	8,137	8,241	8,276	8,313	净利润	3,537	3,246	3,368	4,012	4,621
流动负债合计	26,178	26,614	27,714	29,279	30,795	少数股东损益	118	20	(20)	(17)	(13)
长期借款	8,405	10,757	10,757	10,757	10,757	归属于母公司净利润	3,419	3,226	3,388	4,029	4,633
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.43	1.35	1.42	1.69	1.94
其他	1,338	1,421	1,421	1,421	1,421						
非流动负债合计	9,744	12,179	12,179	12,179	12,179	主要财务比率					
负债合计	35,922	38,793	39,892	41,458	42,974		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2,449	2,543	2,523	2,506	2,493	成长能力					
实收资本(或股本)	2,390	2,385	2,385	2,385	2,385	营业收入	17.2%	11.0%	4.4%	11.1%	10.5%
资本公积	13,129	13,731	14,413	14,413	14,413	营业利润	-26.4%	-4.1%	1.2%	19.1%	15.2%
留存收益	5,164	6,241	8,198	10,702	13,523	归属于母公司净利润	-26.9%	-5.6%	5.0%	18.9%	15.0%
其他	135	126	126	126	126	获利能力					
股东权益合计	23,267	25,025	27,644	30,132	32,939	毛利率	30.2%	26.7%	27.6%	27.6%	27.7%
负债和股东权益总计	59,189	63,817	67,537	71,590	75,914	净利率	14.2%	12.1%	12.1%	13.0%	13.5%
						ROE	17.2%	14.9%	14.2%	15.3%	16.0%
						ROIC	10.4%	8.0%	7.6%	8.7%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	60.7%	60.8%	59.1%	57.9%	56.6%
净利润	3,537	3,246	3,368	4,012	4,621	净负债率	30.9%	59.7%	58.2%	52.2%	46.2%
折旧摊销	2,547	2,407	2,245	2,568	2,800	流动比率	0.77	0.76	0.82	0.86	0.91
财务费用	102	237	390	539	535	速动比率	0.52	0.47	0.51	0.53	0.56
投资损失	91	68	68	68	68	营运能力					
营运资金变动	2,003	(7,520)	(3,143)	(635)	(666)	应收账款周转率	10.8	9.2	7.3	6.8	6.8
其它	(5,083)	4,966	542	249	215	存货周转率	3.0	2.8	2.5	2.4	2.4
经营活动现金流	3,197	3,404	3,470	6,800	7,572	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
资本支出	(14,186)	(6,021)	(3,563)	(4,308)	(4,640)	每股指标(元)					
长期投资	1,981	(538)	38	0	0	每股收益	1.43	1.35	1.42	1.69	1.94
其他	6,617	3,582	22	(68)	(68)	每股经营现金流	1.34	1.43	1.46	2.85	3.18
投资活动现金流	(5,588)	(2,977)	(3,502)	(4,376)	(4,707)	每股净资产	8.72	9.42	10.53	11.58	12.76
债权融资	5,131	3,387	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,273	596	682	0	0	市盈率	13.0	13.8	13.1	11.0	9.6
其他	(3,511)	(5,203)	(1,157)	(1,701)	(2,104)	市净率	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
筹资活动现金流	2,893	(1,220)	(475)	(1,701)	(2,104)	EV/EBITDA	8.7	9.0	8.9	7.5	6.7
汇率变动影响	42	(13)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.0	14.1	13.5	11.2	9.8
现金净增加额	544	(804)	(508)	724	760						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。