



# 基础化工行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

## 海外钛产业链跟踪：钛矿企业供给分化，钛白粉企业经营改善

### 核心观点

钛矿：主流企业三季度供给出现分化，新增产能建设按计划推进。

- ✓ Rio Tinto：维持全年 90-110 万吨钛渣产量指引，RTIT 熔炉改造仍在进行。根据公司公告，2024 年前三季度钛渣产量为 75.5 万吨，同比下降 10%，前三季度单季度产量分别为 25.4/23.8/26.3 万吨，同比分别-11%/-22%/+7%。
- ✓ Kenmare：三季度钛铁矿产量环比下滑，WCP A 升级项目有序推进。根据公司公告，2024 年前三季度钛铁矿产量为 70.15 万吨，同比下降 2%，前三季度产量分别为 20.55/23.86/25.74 万吨，同比分别+1%/+8%/-12%，环比分别-24%/+16%/+8%。
- ✓ Iluka：SR1 窑炉继续停产，人造金红石产量同比大幅下行。根据公司公告，2024 年前三季度钛铁矿产量为 71.68 万吨，同比下降 2%，前三季度产量分别为 20.55/23.86/25.74 万吨，同比分别+1%/+8%/-12%，环比分别-24%/+16%/+8%。
- ✓ Sheffield Resources：Thunderbird 项目三季度钛铁矿产量环比基本持平。根据公司公告，Thunderbird 项目前三季度钛铁矿产量合计约为 31.23 万吨，前三季度单季度产量分别为 7.38/11.97/11.88 万吨，预计到 2025 财年将继续维持年产 1000-1200 万吨矿石的采矿速率。
- ✓ Eramet：三季度钛铁矿产量同比高增，FOB 价格同比下行。根据公司公告，Eramet 在今年前三季度钛铁矿累计产量为 39.8 万吨，同比增长 29.2%，前三季度单季度产量为 11.6/13.8/14.4 万吨，同比分别+50.6%/+7.0%/+41.2%。
- ✓ Image Resources：Atlas 项目建设有序推进，预计 25 年 Q1 实现首批 HMC 生产。Image Resources 目前处于建设阶段的项目为 Atlas，Atlas 项目将在 25 年一季度投产并产出首批 HMC 产品，首批 HMC 的出货在 25 年 3-4 月。

钛白粉：需求相较去年复苏，主要企业经营情况有所改善。

- ✓ Chemours：3Q24 钛白科技业务营收同比微降，盈利能力同环比均有提升。24 年前三季度 Chemours 钛白科技业务累计净销售额为 19.40 亿美元，同比下降 4.4%，其中 Q3 单季度净销售额 6.79 亿美元，同比下降 1.6%，环比增长 0.9%；累计调整后 EBITDA 为 2.35 亿美元，同比增长 4.0%，其中 Q3 单季度调整后 EBITDA 为 0.85 亿美元，同比增长 23.2%，环比增长 6.3%，调整后 EBITDA 利润率为 13%，为 23 年一季度以来单季度最高水平。
- ✓ Kronos：前三季度开工率同比大幅提升，成本下降推动盈利修复。Kronos 今年前三季度产能利用率分别为 87%、99%、92%，单季度产量分别为 12.1/13.7/14.1 万吨，同比分别+15%/+54%/+38%，单季度毛利率分别为 15%/20%/21%，相较于去年同期分别提升 8%、10%、12%，盈利能力同比显著提升。
- ✓ Tronox：三季度钛白粉销量维持同比增长，预计四季度将有所下滑。今年前三季度 Tronox 单季度钛白粉销量分别同比+18%/+16%/+12%，但根据公司公告，基于目前的下游客户情绪，北美等主要业务区域将经历较大的季节性需求下滑，四季度钛白粉销量预计环比下滑 10-15%，但同比依旧能够维持中等个位数的增长。

### 投资建议

整体来看，短期内全球钛矿新增供应有限，我国作为全球钛白粉主要生产国对于钛矿的进口需求长期存在，钛矿作为钛白粉重要上游原材料的稀缺性也有望逐步凸显。与此同时，在国内钛白粉价格持续承压的背景下，具有上游资源布局以及规模、成本优势的龙头企业将具备明显的竞争优势，建议关注国内具备钛产业链一体化布局的龙头企业。

### 风险提示

下游需求不及预期风险；新增产能超预期的风险；项目建设进度不及预期风险；海外钛白粉反倾销力度超预期风险；新技术的潜在冲击。



## 内容目录

一、钛矿：主流企业三季度供给出现分化，新增产能建设按计划推进.....	4
1.1、Rio Tinto：维持全年 90-110 万吨钛渣产量指引，RTIT 熔炉改造仍在进行.....	4
1.2、Kenmare：三季度钛铁矿产量环比下滑，WCP A 升级项目有序推进.....	5
1.3、Iluka：SR1 窑炉继续停产，人造金红石产量同比大幅下行.....	6
1.4、Sheffield Resources：Thunderbird 项目三季度钛铁矿产量环比基本持平.....	6
1.5、Eramet：三季度钛铁矿产量同比高增，FOB 价格同比下行.....	7
1.6、Image Resources：Atlas 项目建设有序推进，预计 25 年 Q1 实现首批 HMC 生产.....	8
二、钛白粉：需求相较去年复苏，主要经营情况有所改善.....	8
2.1、Chemours：3Q24 钛白科技业务营收同比微降，盈利能力同环比均有提升.....	8
2.2、Kronos：前三季度开工率同比大幅提升，成本下降推动盈利修复.....	9
2.3、Tronox：三季度钛白粉销量维持同比增长，预计四季度将有所下滑.....	12
三、下半年国内钛白粉环节持续承压，钛矿进口量同比增长.....	13
四、投资建议.....	15
五、风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：Rio Tinto 在 3Q24 钛渣产量同环比均有所提升.....	4
图表 2：2023 年 Rio Tinto 钛渣产量约为 111.1 万吨.....	4
图表 3：Rio Tinto 钛业务布局与相关子公司情况.....	4
图表 4：Kenmare 在 3Q24 钛铁矿产量同比下滑 12%.....	5
图表 5：2023 年 Kenmare 钛铁矿产量约为 98.63 万吨.....	5
图表 6：Nataka 矿区矿产资源占 Moma 矿的 70%以上.....	5
图表 7：Iluka 在 3Q24 金红石产量同比持平.....	6
图表 8：24 年前三季度 Iluka 人造金红石产量下滑明显.....	6
图表 9：Iluka 在 3Q24 钛铁矿产量同比下滑 12%.....	6
图表 10：2015-2023 年 Iluka 钛矿产量（千吨）变化.....	6
图表 11：Sheffield 在 3Q24 钛铁矿产量环比下降 0.8%.....	7
图表 12：Sheffield 在 3Q24 采矿量环比增长 4.3%.....	7
图表 13：前三季度累计产品产量基本达到可研设计值.....	7
图表 14：24 年 4 月开始月度矿石产量显著提升.....	7
图表 15：Eramet 在 3Q24 钛铁矿产量同比增长 41%.....	7
图表 16：Eramet 钛铁矿 FOB 价格在 3Q24 同比下行.....	7



图表 17: Image Resources 主要项目资源储量情况.....	8
图表 18: Chemours 在 3Q24 实现净销售额 15.01 亿美元.....	8
图表 19: Chemours 钛白科技业务 3Q24 净销售额同比微降.....	8
图表 20: 钛白科技业务 3Q24 调整后 EBITDA 同比高增.....	9
图表 21: 钛白业务 3Q24 调整后 EBITDA 利润率同比上行.....	9
图表 22: Chemours 钛白科技业务各地区营收变化.....	9
图表 23: 北美地区钛白科技营收占比维持在 40%左右.....	9
图表 24: Kronos 在 24 年前三季度净销售额同比提升.....	10
图表 25: Kronos 在 3Q24 的产能利用率约为 92%.....	10
图表 26: Kronos 在 3Q24 钛白粉产量约为 14.1 万吨.....	10
图表 27: Kronos 在 3Q24 钛白粉销量约为 13 万吨.....	10
图表 28: Kronos 在 3Q24 欧洲地区营收同比增长 27%.....	11
图表 29: Kronos 在 3Q24 北美地区营收同比增长 9%.....	11
图表 30: Kronos 在 3Q24 其他地区营收同比增长 48%.....	11
图表 31: Kronos 在 3Q24 欧洲地区营收占比约为 47%.....	11
图表 32: Kronos 今年前三季度 TiO <sub>2</sub> 单季度定价同比下滑.....	11
图表 33: Kronos 今年前三季度毛利率同比显著提升.....	11
图表 34: Tronox 全球钛白粉产能布局.....	12
图表 35: Tronox 今年前三季度钛白粉营收同比增长 8%.....	12
图表 36: Tronox 在 3Q24 单季度钛白粉营收同比增长 10%.....	12
图表 37: Tronox 在 3Q24 单季度钛白粉销量同比增长 12%.....	13
图表 38: Tronox 今年三季度钛白粉价格环比微增.....	13
图表 39: 今年前 10 个月国内钛白粉产量同比增长 19%.....	13
图表 40: 8 月以后国内钛白粉开工率持续下行.....	13
图表 41: 今年 5 月开始钛白粉市场库存持续提升.....	14
图表 42: 今年下半年硫酸法钛白粉价差呈现收缩趋势.....	14
图表 43: 今年前 10 月国内房地产竣工面积累计同比下滑.....	14
图表 44: 今年前 10 月国内钛白粉出口量同比增长 16%.....	14
图表 45: 今年前 10 个月国内钛矿进口量同比增长 14%.....	14
图表 46: 今年前 10 个月钛矿进口均价延续下行趋势.....	14
图表 47: 龙佰集团营业收入稳步提升.....	15
图表 48: 龙佰集团归母净利润稳步提升.....	15

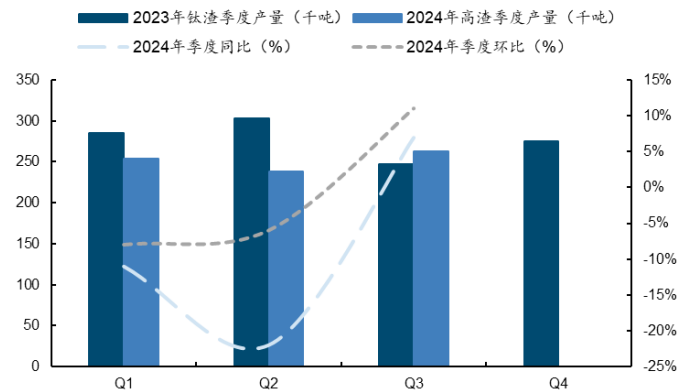


## 一、钛矿：主流企业三季度供给出现分化，新增产能建设按计划推进

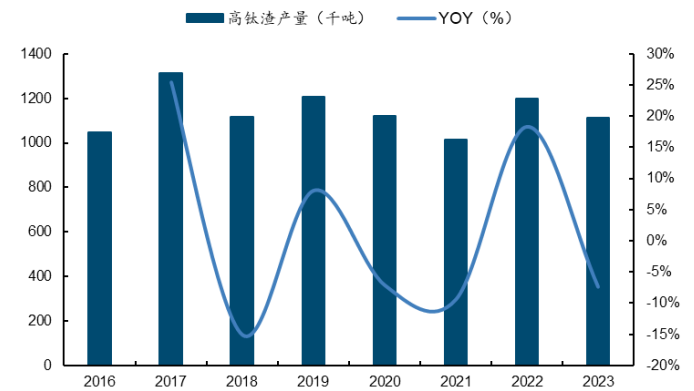
### 1.1、Rio Tinto：维持全年90-110万吨钛渣产量指引，RTIT 熔炉改造仍在进行

Rio Tinto 三季度钛渣产量同环比提升，继续维持全年90-110万吨产量指引。2024年10月16日，Rio Tinto 发布三季度生产经营报告。根据公司公告，2024年前三季度钛渣产量为75.5万吨，同比下降10%，前三季度单季度产量分别为25.4/23.8/26.3万吨，同比分别-11%/-22%/+7%，环比分别-8%/-6%/+11%，其中二季度产量由于下游需求疲软同比下滑明显，而三季度由于冶炼厂的稳定性和性能得到改善，单季度钛渣产量同环比均有所提升。与此同时，公司维持24年全年90-110万吨产量指引，去年全年实际产量为111.1万吨，预计同比持平或小幅下滑。Rio Tinto 在23年四季度关闭了在RTIT Quebec Operations的一座熔炉并进行重建，截至今年三季度重建工作仍在进行中，目前Rio Tinto 在魁北克的9座熔炉中有6座正在运行，理查兹湾矿业公司(Richards Bay Minerals)的4座熔炉中有3座在运行。

图表1: Rio Tinto 在3Q24钛渣产量同环比均有所提升



图表2: 2023年Rio Tinto钛渣产量约为111.1万吨



来源: Rio Tinto 公司公告, 国金证券研究所

来源: Rio Tinto 公司公告, 国金证券研究所

图表3: Rio Tinto 钛业务布局与相关子公司情况

子公司	经营矿山所在地	概况	主要钛产品
QIT Madagascar Minerals (QMM)	马达加斯加	QIT马达加斯加矿业公司(QMM)是力拓(80%)和马达加斯加政府(20%)合资的企业,位于马达加斯加东南部阿诺西地区(Anosy)的多凡堡(Fort Dauphin)附近,主要生产钛铁矿、金红石和锆石。QMM也运营着艾奥拉深水港(Port d'Ehoala),钛铁矿会由此被运往加拿大的力拓铁钛公司加工成高钛渣。	钛铁矿(Ilmenite)
Richards Bay Minerals (RBM)	南非	南非理查兹湾矿业公司(Richards Bay Minerals)成立于1976年,由Rio Tinto和Blue Horizon合资成立,Rio Tinto持股74%,如今是世界上重质矿砂开采和精炼的龙头企业,也是南非最大的矿砂生产商。RBM在南非夸祖鲁-纳塔尔省(KwaZulu-Natal)北部开采优质矿砂,并生产金红石、锆石、高钛渣、二氧化钛原料和高纯铁。	金红石(Rutile) Titania Slag: 主要用于生产纯白色、高折射、紫外线吸收的颜料。
Rio Tinto Iron and Titanium (RTIT) Quebec Operations	加拿大	RTIT Quebec Operations是全球领先的高品位二氧化钛原料生产商,在魁北克北部拥有70余年的矿石加工历史。此外,该公司还生产用于汽车工业和风力涡轮机等专业应用领域的钢铁。	SORELSLAG: 二氧化钛含量约为80%,主要销售给使用硫酸盐工艺的颜料生产商。 UGS: 二氧化钛含量约为95%。它主要销售给使用氯化物工艺的二氧化钛颜料生产商和钛金属生产商。 RTCS: 二氧化钛含量约为90%,主要销售给使用氯化物工艺的二氧化钛颜料生产商。

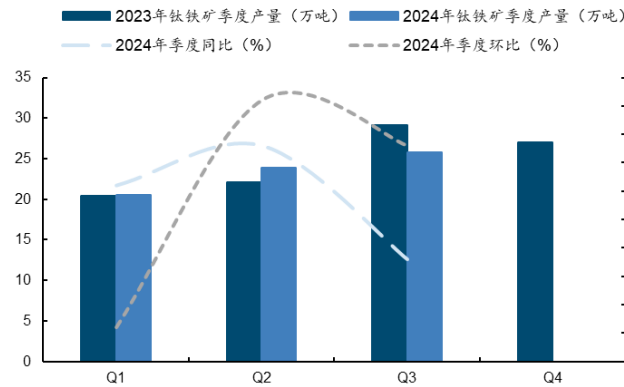
来源: Rio Tinto 公司公告, 国金证券研究所



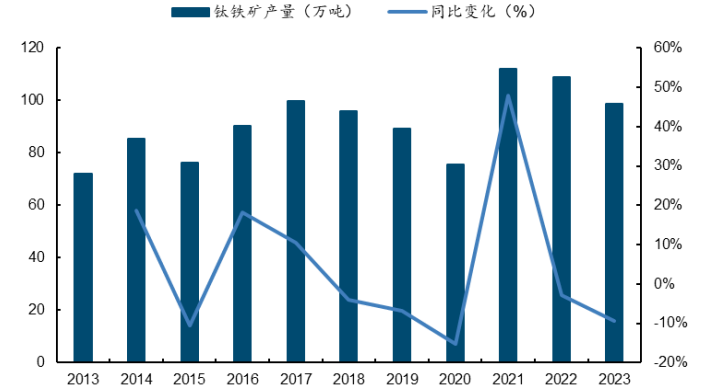
### 1.2、Kenmare：三季度钛铁矿产量环比下滑，WCP A 升级项目有序推进

三季度钛铁矿产量同比下滑 12%，全年产量指引基本与 23 年持平。2024 年 10 月 17 日，Kenmare 发布三季度生产经营报告。根据公司公告，2024 年前三季度钛铁矿产量为 70.15 万吨，同比下降 2%，前三季度产量分别为 20.55/23.86/25.74 万吨，同比分别+1%/+8%/-12%，环比分别-24%/+16%/+8%。由于三季度原矿品位较低导致 HMC 整体产量同比下滑 14%，因此钛铁矿产量也受到了一定程度的影响。与此同时，根据公司公告，24 年 Kenmare 有望完成 2024 年全年钛铁矿 95-105 万吨的产量目标，23 全年 Kenmare 钛铁矿产量为 98.63 万吨，今年产量指引与去年实际产量基本持平。

图表4: Kenmare 在 3Q24 钛铁矿产量同比下滑 12%



图表5: 2023 年 Kenmare 钛铁矿产量约为 98.63 万吨

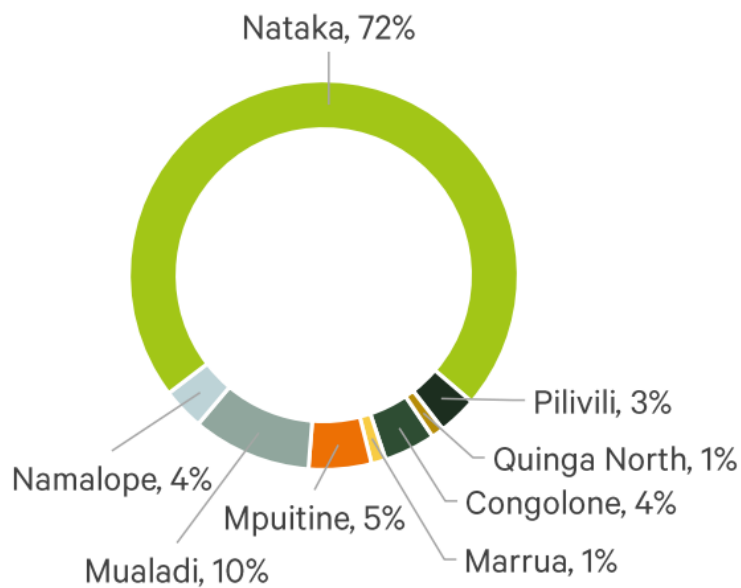


来源：Kenmare 公司公告，国金证券研究所

来源：Kenmare 公司公告，国金证券研究所

WCP A 升级项目有序推进，Nataka 矿区丰富储量为后续生产提供充足保障。根据公司公告，Kenmare 计划将三个湿式选矿厂中的 WCP A 由 Namalope 矿区迁往 Nataka 新矿区。Nataka 矿区是 Kenmare 的 Moma 矿山中最大的一个矿区，合计拥有 64 亿吨矿产资源，占 Moma 矿山矿产资源总量的 70%以上。根据公司项目进展公告以及三季度生产报告，WCP A 在 Namalope 矿区的开采工作将在 2025 年底结束，Kenmare 董事会于 2023 年批准了 WCP A 最终可行性研究 (DFS) 最初的三个部分，而与基础设施相关的 DFS 已经于 2024 年第二季度完成。截至第三季度末，WCP A 升级项目 68%的预算已经投入，预计到年底将达到 75%。

图表6: Nataka 矿区矿产资源占 Moma 矿的 70%以上



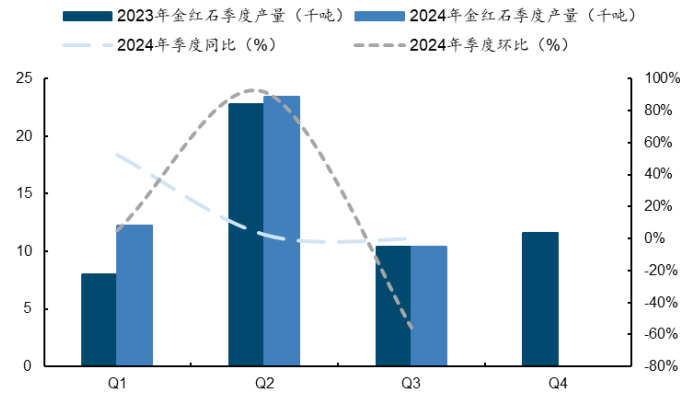
来源：Kenmare 公司公告，国金证券研究所



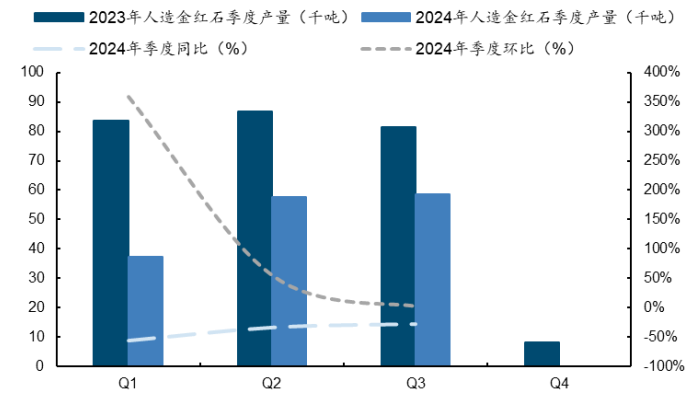
### 1.3、Iluka：SR1 窑炉继续停产，人造金红石产量同比大幅下行

Iluka 在 3Q24 金红石产量同比基本持平，人造金红石和钛铁矿产量同比下行。2024 年 10 月 22 日，Iluka 发布三季度生产经营报告。24 年前三季度，Iluka 金红石、人造金红石、钛铁矿产量分别为 4.6/15.34/29.88 万吨，同比分别+11.9%/+39.0%/-29.8%，其中三季度产量分别为 1.04/5.87/10.79 万吨，季度同比分别 0%/-27.8%/-12.3%。根据公司公告，Iluka 用于生产人造金红石的两台熔炉 SR1 和 SR2 从去年 10 月初开始停产，SR2 停产主要是由于检修并已于今年 1 月底重启，同时考虑到公司库存以及需求因素 Iluka 选择在 2024 年停止 SR1（人造金红石年产能 11 万吨）的生产但始终保持复产能力。

图表7：Iluka 在 3Q24 金红石产量同比持平



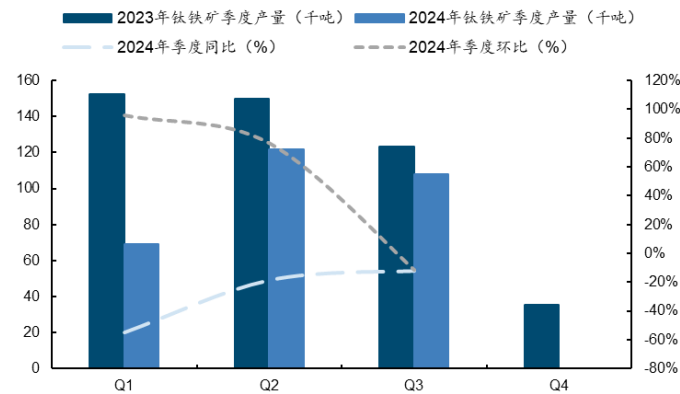
图表8：24 年前三季度 Iluka 人造金红石产量下滑明显



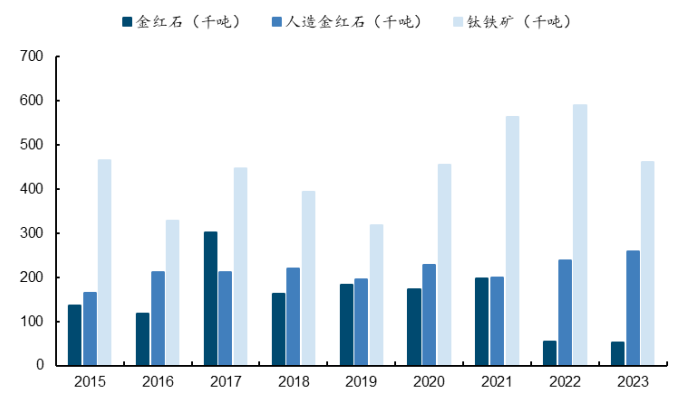
来源：Iluka 公司公告，国金证券研究所

来源：Iluka 公司公告，国金证券研究所

图表9：Iluka 在 3Q24 钛铁矿产量同比下滑 12%



图表10：2015-2023 年 Iluka 钛矿产量 (千吨) 变化



来源：Iluka 公司公告，国金证券研究所

来源：Iluka 公司公告，国金证券研究所

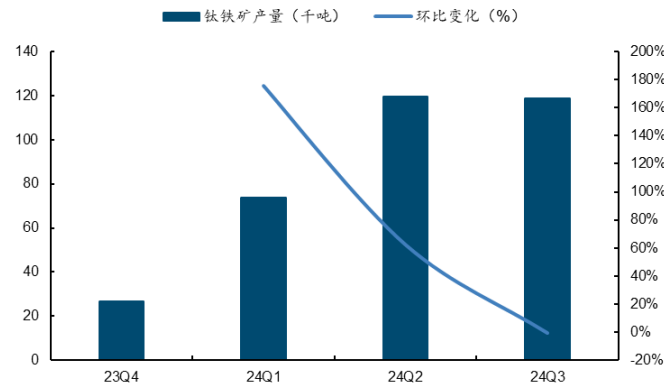
Balrarnald 项目建设有序推进，2025 年下半年投产计划保持不变。根据公司公告，Iluka 在澳大利亚新南威尔士金红石开发项目在 3Q24 继续推进，湿式选矿厂的建设现场土方工程正在进行，工地道路将在四季度完成建设。与此同时，四台采矿设备中的第一台已经通过工厂验收测试并将会被运往现场。整体而言，Balrarnald 项目仍会按计划于 25 年下半年投产，投产后新增 6 万吨金红石和 6 万吨人造金红石产能。

### 1.4、Sheffield Resources：Thunderbird 项目三季度钛铁矿产量环比基本持平

Thunderbird 项目三季度钛铁矿产量约为 11.88 万吨，现有采矿产能水平预计将维持到 2025 财年。2024 年 10 月 22 日，Sheffield Resources 发布三季度生产经营报告。根据公司公告，Thunderbird 项目前三季度钛铁矿产量合计约为 31.23 万吨，前三季度单季度产量分别为 7.38/11.97/11.88 万吨，二三季度产量的大幅提升主要得益于今年 4 月份项目的干式采矿机组 (DMU) 完成了改进工作，预计到 2025 财年将继续维持年产 1000-1200 万吨矿石的采矿速率。

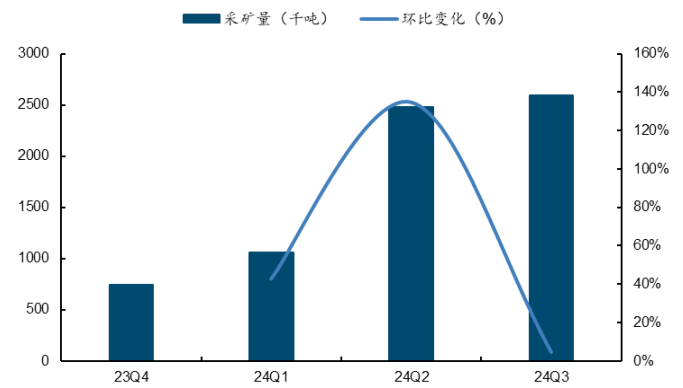


图表11: Sheffield 在 3Q24 钛铁矿产量环比下降 0.8%



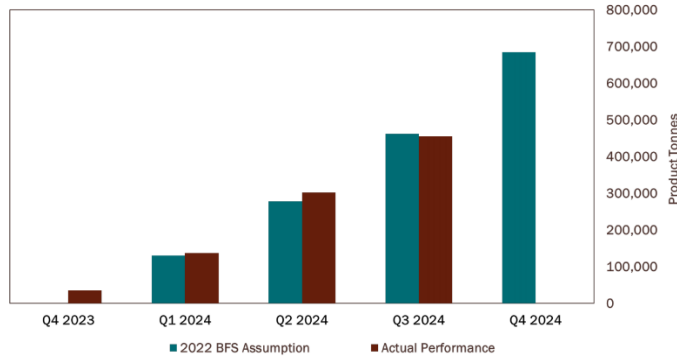
来源: Sheffield Resources 公司公告, 国金证券研究所

图表12: Sheffield 在 3Q24 采矿量环比增长 4.3%



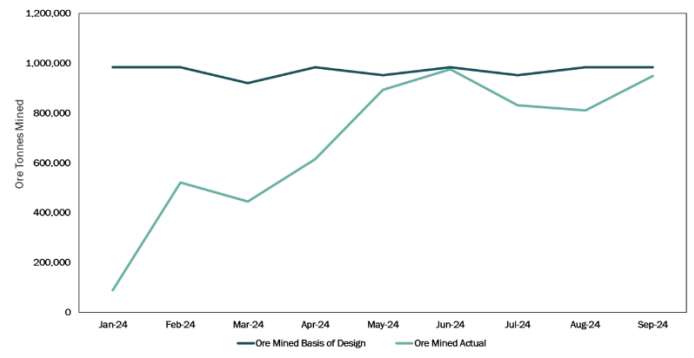
来源: Sheffield Resources 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 前三季度累计产品产量基本达到可研设计值



来源: Sheffield Resources 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 24 年 4 月开始月度矿石产量显著提升

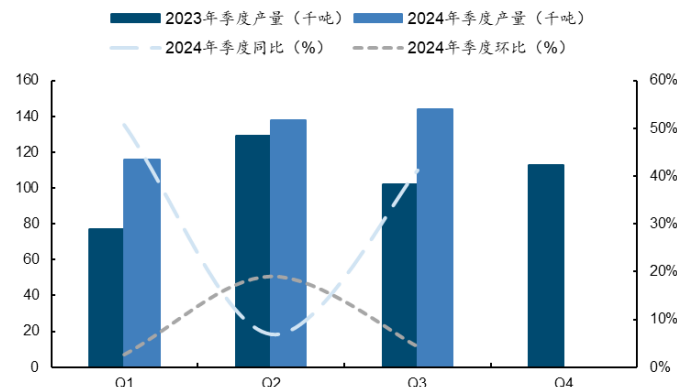


来源: Sheffield Resources 公司公告, 国金证券研究所

### 1.5、Eramet: 三季度钛铁矿产量同比高增, FOB 价格同比下行

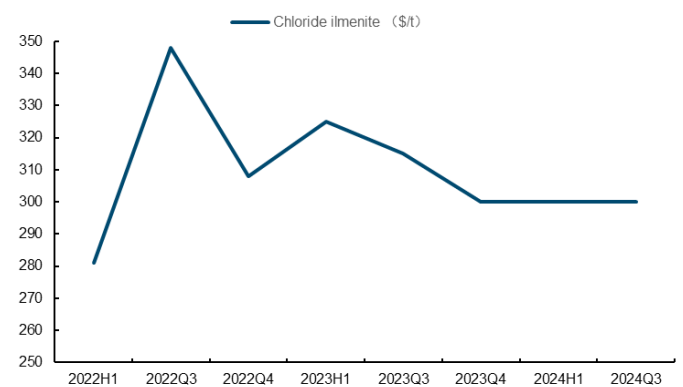
Eramet 三季度钛铁矿产量同比增长 41%, FOB 价格同比下降 5%。2024 年 10 月 24 日, Eramet 发布三季度生产经营报告。根据公司公告, Eramet 在今年前三季度钛铁矿累计产量为 39.8 万吨, 同比增长 29.2%, 前三季度单季度产量分别为 11.6/13.8/14.4 万吨, 同比分别 +50.6%/+7.0%/+41.2%, 今年前三季度产量大幅上行的原因主要是由于原矿砂 HMC 品位的大幅提升以及设备的优化改进。从价格变化来看, 根据公司公告与公司官网, Eramet 主要经营 TiO<sub>2</sub> 含量在 54% 和 58% 的高品位钛铁矿, 24Q3 单季度 FOB 价格为 300 美元/吨, 相较于去年同期下降 15 美元/吨。

图表15: Eramet 在 3Q24 钛铁矿产量同比增长 41%



来源: Eramet 公司公告, 国金证券研究所

图表16: Eramet 钛铁矿 FOB 价格在 3Q24 同比下行



来源: Eramet 公司公告, 国金证券研究所



### 1.6、Image Resources: Atlas 项目建设有序推进, 预计 25 年 Q1 实现首批 HMC 生产

Image Resources 在 2023 年完成了原有 Boonanarring 项目的所有开采工作, 目前处于建设阶段的项目为 Atlas, 其他处于前期阶段的包括 Yandanooka 等项目。2024 年 10 月 29 日, Image Resources 发布三季度生产经营报告。Atlas 位于珀斯以北约 170 公里处 (Boonanarring 以北 80 公里处), 矿石储量为 550 万吨, 重矿物 (HM) 品位为 9.2%, HM 中钛铁矿占比 53%, 金红石占比 7.9%, 整个项目预计 HMC 总产量约为 44.6 万吨。Atlas 的许可申请程序于 2021 年开始, 但是由于监管部门的限制, 许审批可程序延迟了一年多, 但截至三季度 Atlas 的所有施工批准都已收到, 施工速度也在加快。根据公司公告, Atlas 项目将在 25 年一季度投产并产出首批 HMC 产品, 首批 HMC 的出货在 25 年 3-4 月。

图表17: Image Resources 主要项目资源储量情况

Project/Deposit	Ore Reserves Category	Tonnes (million)	In-situ HM Tonnes (millions)	Total HM grade (%)	HM Assemblage (% of total HM)					Slimes (%)	Oversize (%)
					Zircon	Rutile	Leuc.	Ilmenite	Monazite		
Bidamina	Probable	123	2.20	1.8	5.0	4.1	12.6	72	0.3	4.0	4.0
Sub-Total		123	2.20	1.8	5.0	4.1	12.6	72	0.3	4.0	4.0
Atlas	Proved	4.5	0.48	10.6	12.0	8.0	4.9	54	1.1	15	4.6
	Probable	0.9	0.02	2.1	8.1	5.2	4.7	29	0.8	15	8.1
Sub-Total		5.5	0.50	9.2	11.9	7.9	4.9	53	1.1	15	5.2
Yandanooka	Probable	30.0	1.17	3.9	14.0	3.3	27.0	46	0.2	15	14
Sub-Total		30.0	1.17	3.9	14.0	3.3	27.0	46	0.2	15	14
Total Ore Reserves		159	3.87	2.5	8.6	4.3	16.0	62	0.4	6.5	5.9

来源: Image Resources 公司公告, 国金证券研究所

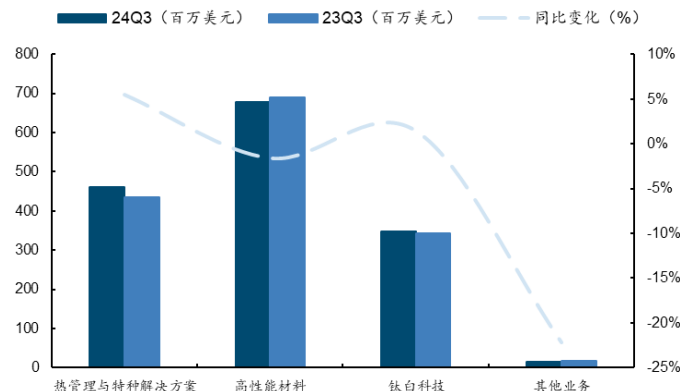
## 二、钛白粉: 需求相较去年复苏, 主要经营情况有所改善

### 2.1、Chemours: 3Q24 钛白科技业务营收同比微降, 盈利能力同环比均有提升

2024 年 11 月 4 日, Chemours 发布 2024 年三季报。根据公司公告, Chemours 在 3Q24 共实现净销售额 15.01 亿美元, 同比增长 0.9%, 其中热管理与特种解决方案/高性能材料/钛白科技业务分别实现净销售额 4.60/6.79/3.48 亿美元, 同比分别+5.5%/-1.6%/+1.5%。

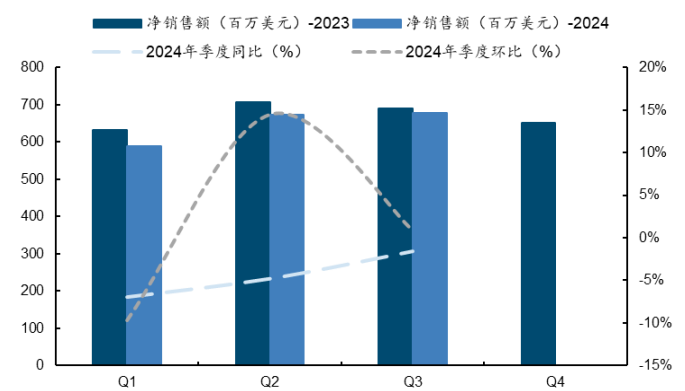
从钛白科技业务来看, 24 年前三季度累计净销售额为 19.40 亿美元, 同比下降 4.4%, 其中 Q3 单季度净销售额 6.79 亿美元, 同比下降 1.6%, 环比增长 0.9%; 累计调整后 EBITDA 为 2.35 亿美元, 同比增长 4.0%, 其中 Q3 单季度调整后 EBITDA 为 0.85 亿美元, 同比增长 23.2%, 环比增长 6.3%, 调整后 EBITDA 利润率为 13%, 为 23 年一季度以来单季度最高水平。根据公司公告, 24Q3 钛白科技业务净销售额的同比下滑主要是由于价格下降了 2%, 但同时销量提升了 1%, 汇率也对于盈利产生了一定影响。而 Chemours 利润的提升主要是由于实施钛技术转型计划 (Titanium Technologies Transformation Plan) 后实现了降本, 但是墨西哥 Altamira 工厂在 5 月由于干旱停产对于三季度成本产生了 1800 万美元的负面影响。

图表18: Chemours 在 3Q24 实现净销售额 15.01 亿美元



来源: Chemours 公司公告, 国金证券研究所

图表19: Chemours 钛白科技业务 3Q24 净销售额同比微降

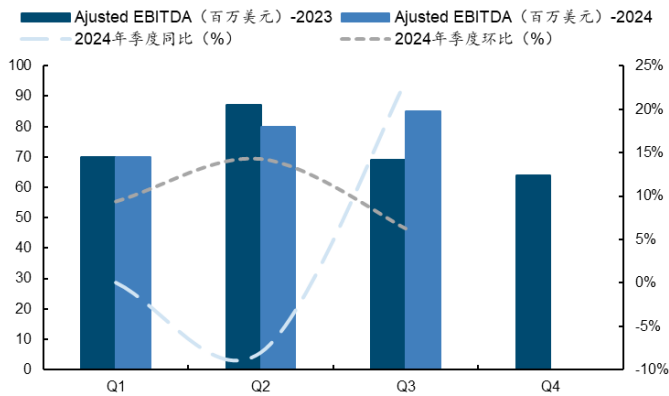


来源: Chemours 公司公告, 国金证券研究所



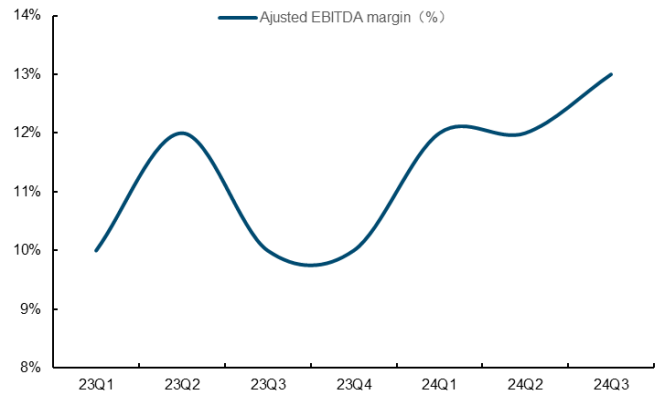


图表20: 钛白科技业务 3Q24 调整后 EBITDA 同比高增



来源: Chemours 公司公告, 国金证券研究所

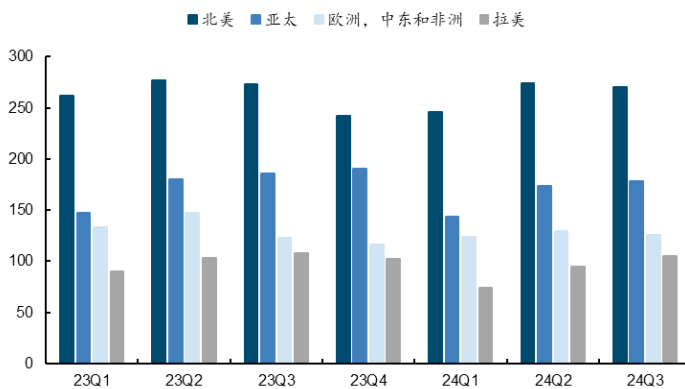
图表21: 钛白业务 3Q24 调整后 EBITDA 利润率同比上行



来源: Chemours 公司公告, 国金证券研究所

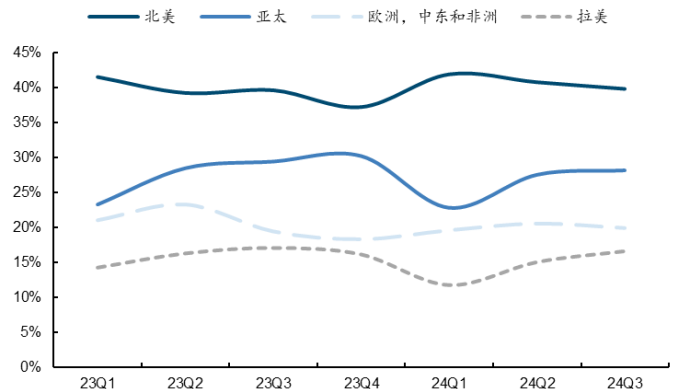
地区营收结构相对稳定, 24Q3 北美业务占比约为 40%。从地区结构看, 三季度 Chemours 钛白科技业务在北美、亚太、欧洲, 中东和非洲以及拉美四个业务区域的营收分别为 2.70/1.78/1.26/1.05 亿元, 营收占比分别为 40%/28%/20%/17%, 各业务区域季度同比分别 -1.1%/-4.3%/+2.4%/-2.8%, 环比分别-1.5%/2.3%/-3.1%/+10.5%。

图表22: Chemours 钛白科技业务各地区营收变化



来源: Chemours 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 北美地区钛白科技营收占比维持在 40%左右



来源: Chemours 公司公告, 国金证券研究所

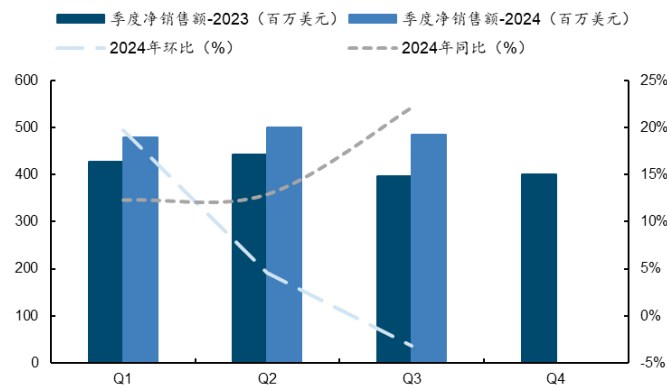
## 2.2、Kronos: 前三季度开工率同比大幅提升, 成本下降推动盈利修复

24 年前三季度开工率大幅提升, 加拿大 Varennes 硫酸法产能关闭。2024 年 11 月 6 日, Kronos 发布 2024 年三季报。根据 Kronos 公司公告, 由于 2023 年主要市场需求的下降, Kronos 在 2023 年全年整体开工率约为 72%, 相较于 2022 年下降 17%。但在 2024 年主要市场钛白粉需求有所复苏, 在此背景下 Kronos 钛白粉产销量与产能利用率显著提升。根据公司公告数据, 今年前三季度钛白粉产量为 39.9 万吨, 同比增长 35%; 实现钛白粉销量 39.4 万吨, 同比增长 26%。与此同时, 为优化生产并提高公司钛白粉业务的整体毛利率, Kronos 在今年三季度关闭了在加拿大 Varennes 硫酸法产线, 根据 Kronos 年报, 2023 年加拿大 Varennes 的硫酸法钛白粉产能约占公司钛白粉总产能的 3%, 因此关停对于 Kronos 钛白粉整体产能影响较为有限。

从单季度情况来看, 今年前三季度产能利用率分别为 87%、99%、92%, 单季度产量分别为 12.1/13.7/14.1 万吨, 同比分别+15%/+54%/+38%, 单季度销量分别为 13.0/13.4/13.0 万吨, 同比分别+27%/+29%/+21%, 单季度净销售额分别为 4.79/5.01/4.85 亿美元, 同比分别+12%/+13%/+22%, 相较于去年同期已经有明显改善。

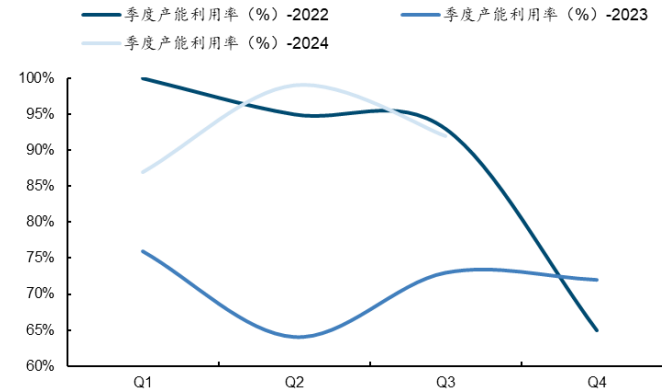


图表24: Kronos 在 24 年前三季度净销售额同比提升



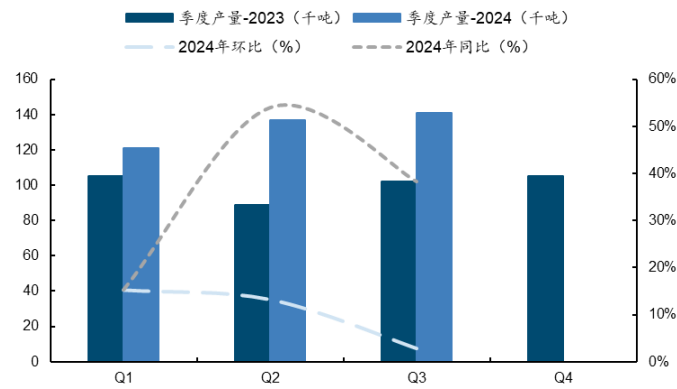
来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

图表25: Kronos 在 3Q24 的产能利用率约为 92%



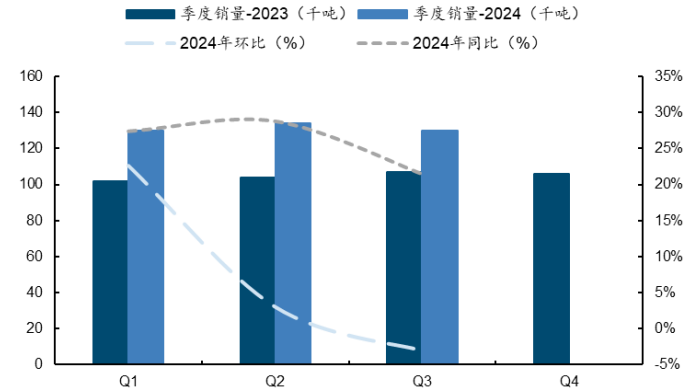
来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

图表26: Kronos 在 3Q24 钛白粉产量约为 14.1 万吨



来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

图表27: Kronos 在 3Q24 钛白粉销量约为 13 万吨

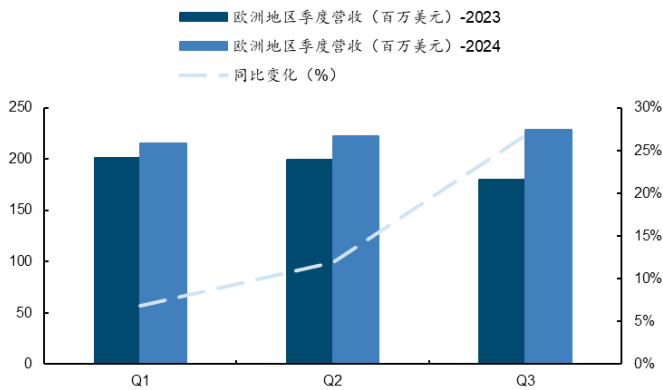


来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

三季度欧洲地区营收同比显著提升, 北美与欧洲营收占比合计超过 80%。Kronos 业务区域主要集中在欧洲和北美, 根据公司 2023 年年报, Kronos 在欧洲和北美的市场占有率分别约为 12%和 16%。Kronos 今年前三季度在欧洲和北美地区分别实现净销售额 6.66/5.28 亿美元, 同比分别+15%/+13%, 从单季度经营数据来看, 今年前三季度欧洲地区分别实现营收 2.15/2.23/2.28 亿元, 同比分别+7%/+12%/27%, 同比增幅呈现扩大趋势; 北美地区分别实现营收 1.66/1.83/1.80 亿美元, 同比分别+12%/+19%/9%。从结构来看, 24 年三季度欧洲和北美地区的营收占比分别为 47%和 37%, 环比上升 3%、1%。此外, Kronos 在今年 7 月完成了对于 Louisiana Pigment Company 的收购, Louisiana Pigment Company 原先是 Kronos 与 Venator 的合资公司, 两者均持股 50%, 目前已经成为 Kronos 的全资子公司。根据公司公告, 通过获得 Louisiana Pigment Company 的控制权及其约 7.8 万吨的 TiO<sub>2</sub> 年产量, Kronos 可以更好地服务北美市场。

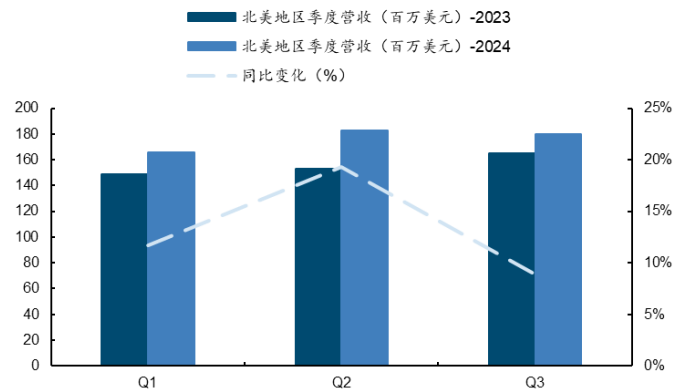


图表28: Kronos 在 3Q24 欧洲地区营收同比增长 27%



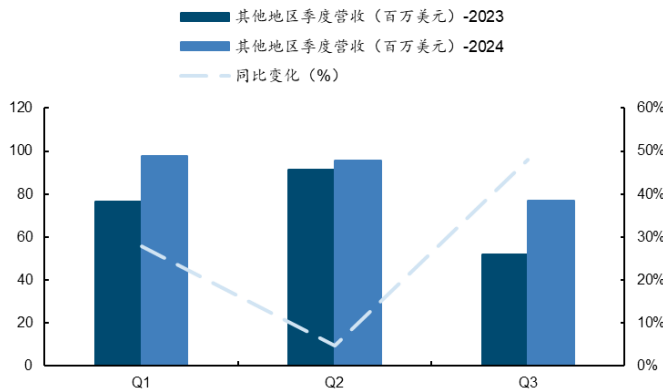
来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

图表29: Kronos 在 3Q24 北美地区营收同比增长 9%



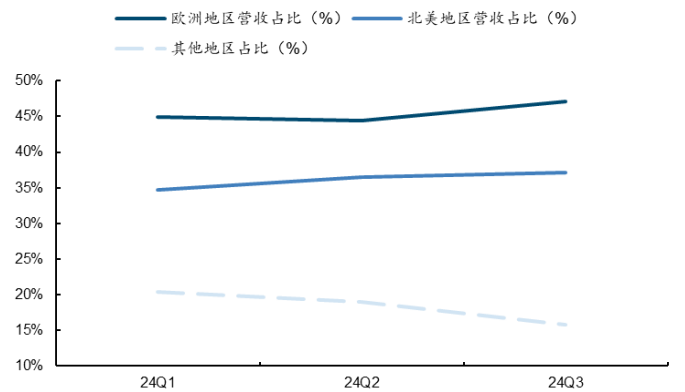
来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

图表30: Kronos 在 3Q24 其他地区营收同比增长 48%



来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

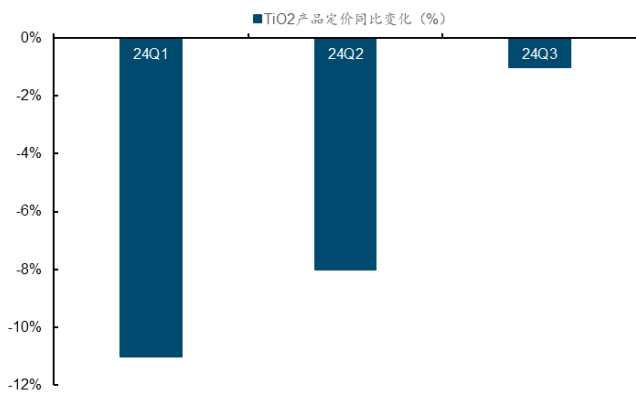
图表31: Kronos 在 3Q24 欧洲地区营收占比约为 47%



来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

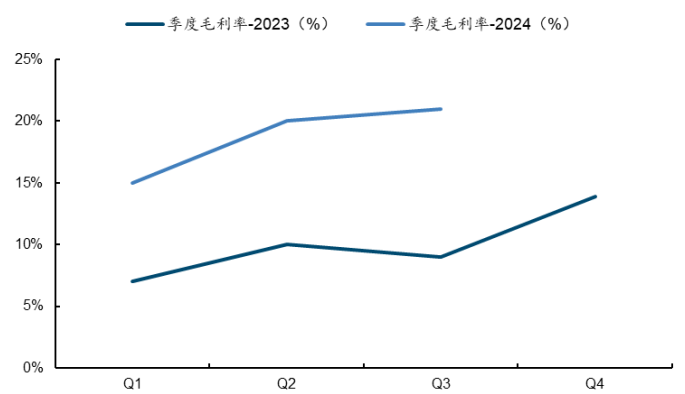
成本下行推动毛利率水平同比显著提升。根据公司公告, 在能源和原材料影响下, Kronos 在今年前三季度生产成本降低, 在此基础上虽然今年 Kronos 前三季度单季度钛白粉定价同比均有所下降, 但毛利率水平提升明显, 根据公司公告数据, 今年前三季度 Kronos 单季度毛利率分别为 15%/20%/21%, 相较于去年同期分别提升 8%、10%、12%。

图表32: Kronos 今年前三季度 TiO<sub>2</sub> 单季度定价同比下滑



来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所

图表33: Kronos 今年前三季度毛利率同比显著提升



来源: Kronos 公司公告, 国金证券研究所



### 2.3、Tronox：三季度钛白粉销量维持同比增长，预计四季度将有所下滑

根据 2023 年年报，Tronox 目前合计拥有钛白粉产能 107.8 万吨，其中氯化法产能 94 万吨，布局在美国、沙特、英国、澳大利亚以及荷兰基地；硫酸法产能 13.8 万吨，布局在巴西、中国和法国基地。

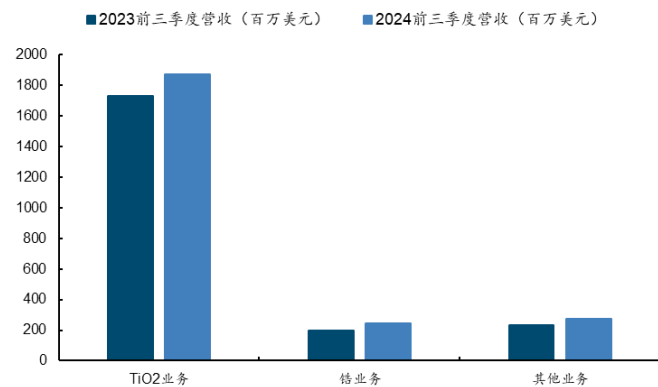
图表34：Tronox 全球钛白粉产能布局

生产基地	TiO2 产能(万吨)	生产工艺
Hamilton, Mississippi, USA	22.5	氯化法
Yanbu, Saudi Arabia	20.0	氯化法
Stallingborough, England, United Kingdom	16.5	氯化法
Kwinana, Western Australia	15.0	氯化法
Kemerton, Western Australia	11.0	氯化法
Botlek, the Netherlands	9.0	氯化法
Salvador, Bahia, Brazil	6.0	硫酸法
Fuzhou, Jiangxi Province, China	4.6	硫酸法
Thann, Alsace, France	3.2	硫酸法

来源：Tronox 公司公告，国金证券研究所

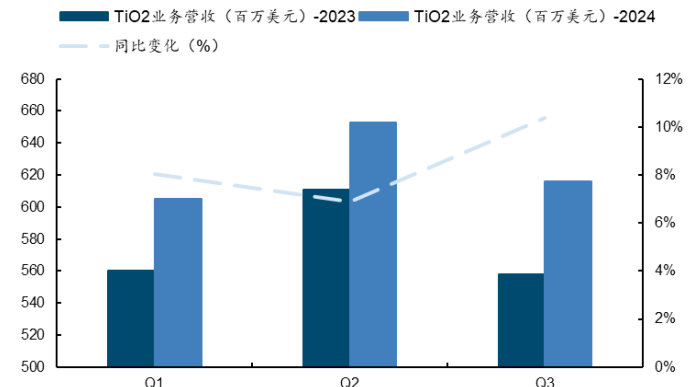
前三季度钛白粉销量同比提升，预计四季度将环比下滑 10-15%。2024 年 10 月 24 日，Tronox 发布 2024 年三季报。根据公司公告，由于钛白粉下游需求的复苏，今年前三季度 Tronox 钛白粉业务实现营业收入 18.74 亿美元，同比增长 8%，增长主要来源于钛白粉销量的提升但部分涨幅被销售均价的下降抵消。从单季度情况来看，今年前三季度 Tronox 分别实现营业收入 6.05/6.53/6.16 亿美元，同比分别+8%/+7%/+10%；单季度销量分别同比+18%/+16%/+12%，环比+18%/+8%/-7%，但三季度欧洲和亚太地区需求低于预期；单季度价格/组合 (Price/Mix) 分别同比-10%/-8%/-2%，环比-1%/0%/1%。根据公司公告，基于目前的下游客户情绪，北美等主要业务区域将经历较大的季节性需求下滑，Tronox 四季度钛白粉销量预计环比下滑 10-15%，但同比依旧能够维持中等个位数的增长。

图表35：Tronox 今年前三季度钛白粉营收同比增长 8%



来源：Tronox 公司公告，国金证券研究所

图表36：Tronox 在 3Q24 单季度钛白粉营收同比增长 10%

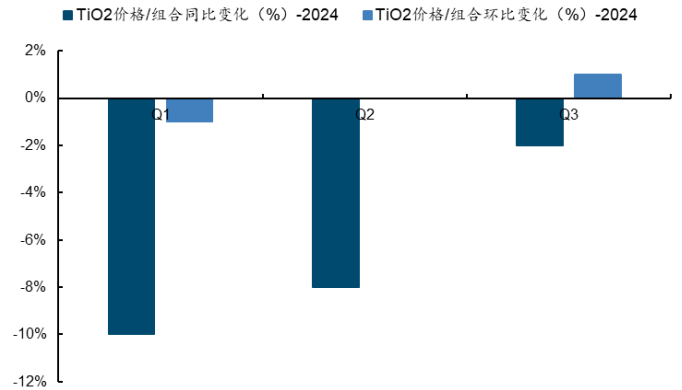
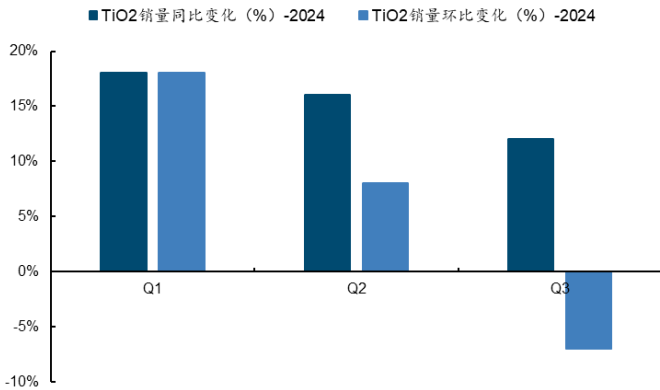


来源：Tronox 公司公告，国金证券研究所



图表37: Tronox 在 3Q24 单季度钛白粉销量同比增长 12%

图表38: Tronox 今年三季度钛白粉价格环比微增



来源: Tronox 公司公告, 国金证券研究所

来源: Tronox 公司公告, 国金证券研究所

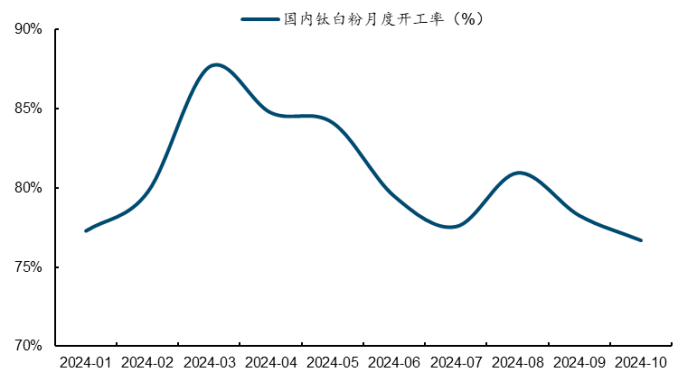
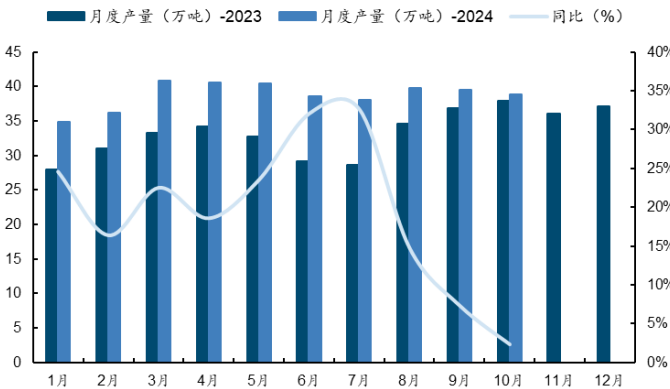
### 三、下半年国内钛白粉环节持续承压, 钛矿进口量同比增长

24 年国内钛白粉新增产能较多, 库存持续提升价格承压。根据百川盈孚数据, 截至今年 10 月, 国内钛白粉有效产能约为 607.8 万吨, 相较于 2023 年增长约 60.6 万吨, 增幅约为 11%。在此背景下, 今年前 10 月国内钛白粉产量约为 387.49 万吨, 较去年同期增加约 61 万吨, 同比增幅约为 19%。

从需求端来看, 根据国家统计局数据, 今年 1-10 月国内房地产竣工面积累计同比下降 23.9%, 对于钛白粉的内需造成了一定压力; 出口方面, 根据海关总署数据, 今年前 10 月国内钛白粉累计出口量约为 159.44 万吨, 较去年同期增加约 22 万吨, 增幅约为 16%。整体来看, 由于今年新增产能较多, 国内钛白粉供需矛盾依旧存在, 今年 5 月开始国内钛白粉市场库存持续增加, 在“金九银十”的传统旺季钛白粉价格继续承压, 根据百川盈孚数据, 今年三季度国内钛白粉市场均价为 15405 元/吨, 环比下降 762 元/吨, 降幅约为 4.7%。

图表39: 今年前 10 个月国内钛白粉产量同比增长 19%

图表40: 8 月以后国内钛白粉开工率持续下行

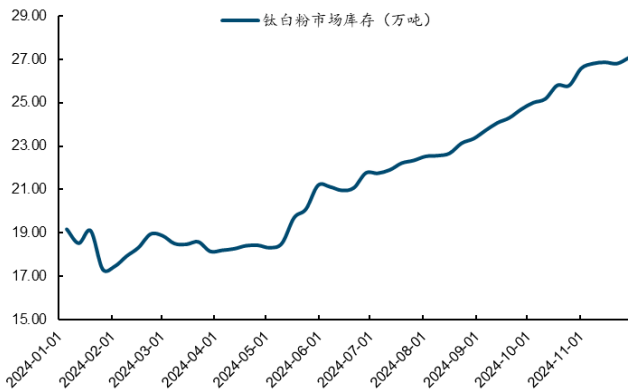


来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

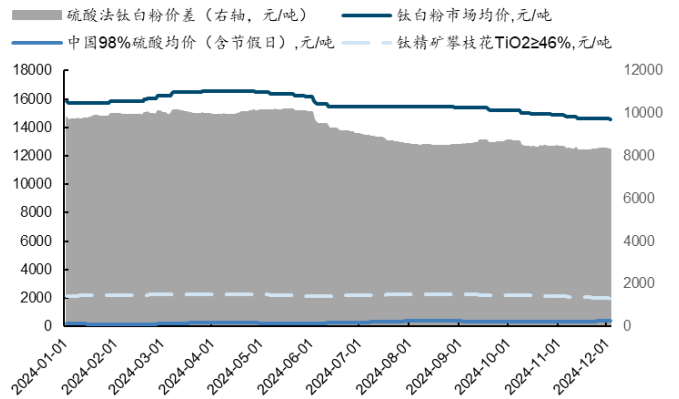


图表41: 今年5月开始钛白粉市场库存持续提升



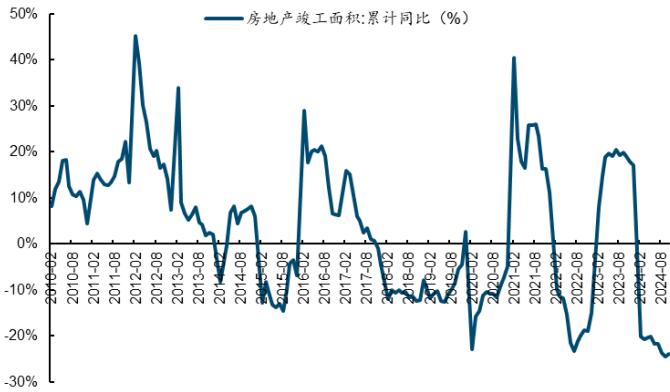
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表42: 今年下半年硫酸法钛白粉价差呈现收缩趋势



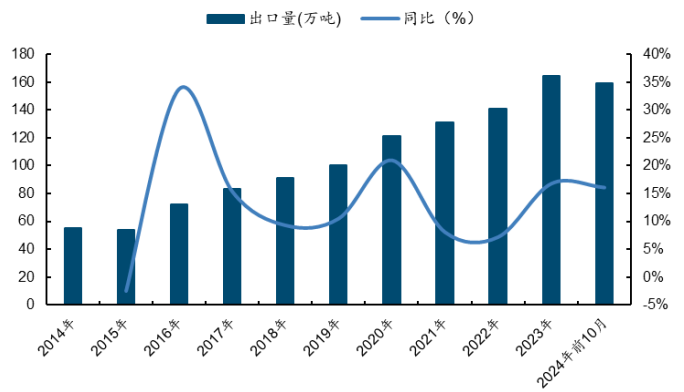
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表43: 今年前10月国内房地产竣工面积累计同比下滑



来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

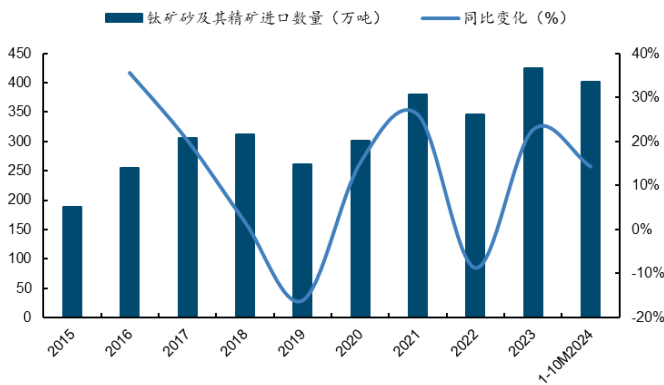
图表44: 今年前10月国内钛白粉出口量同比增长16%



来源: 卓创资讯, 海关总署, 国金证券研究所

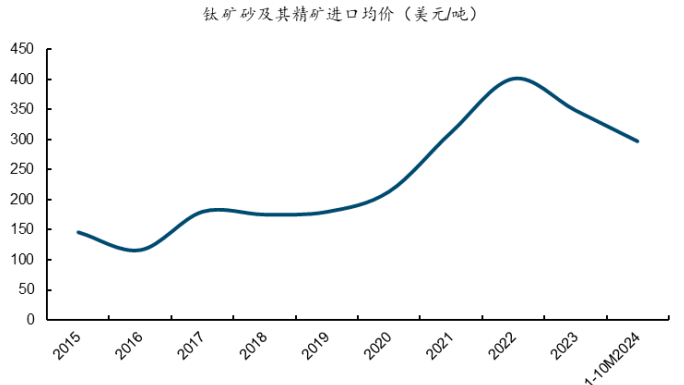
前10个月钛矿进口量维持同比正增长, 进口均价降幅明显。由于今年国内钛白粉产量同比维持增长, 拉动了上游钛矿的需求, 根据海关总署数据, 今年前10个月国内钛矿砂及其精矿进口数量为401.9万吨, 同比增长约14%, 但从价格来看前10月进口均价同比下降约为17%。

图表45: 今年前10个月国内钛矿进口量同比增长14%



来源: 海关总署, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表46: 今年前10个月钛矿进口均价延续下行趋势



来源: 海关总署, 同花顺 iFind, 国金证券研究所



## 四、投资建议

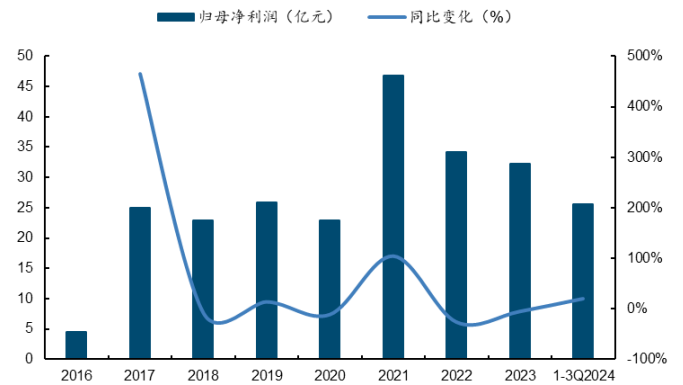
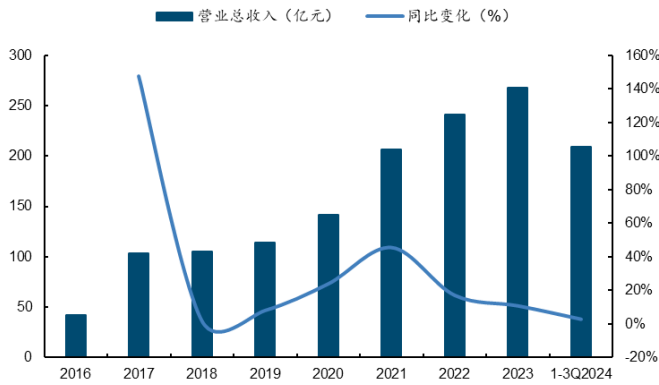
整体来看，短期内全球钛矿新增供应有限，我国作为全球钛白粉主要生产国对于钛矿的进口需求长期存在，钛矿作为钛白粉重要上游原材料的稀缺性也有望逐步凸显。与此同时，在国内钛白粉价格持续承压的背景下，具有上游资源布局以及规模、成本优势的龙头企业将具备明显的竞争优势，建议关注国内钛产业链一体化龙头企业：龙佰集团。

前三季度业绩同比提升，钛白粉产销量持续增长。2024 年前三季度，公司实现营业收入 208.85 亿元，同比增长 2.97%，实现归母净利润 25.64 亿元，同比增长 19.68%。根据 2024 年半年报，公司目前拥有钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 8 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。2024 年上半年，公司共生产钛白粉 64.96 万吨，同比增长 9.70%，其中生产硫酸法钛白粉 45.37 万吨，同比增长 16.31%，氯化法钛白粉 19.59 万吨，同比减少 3.07%；共销售钛白粉 59.96 万吨，同比增长 3.70%。

此外，24 年上半年公司共计生产铁精矿 154.82 万吨，对外销售铁精矿 154.86 万吨；生产钛精矿 104.56 万吨，全部内部使用，有效保障了公司原料供应。根据公司公告，“十四五”期间，公司将加强自有“粮仓”建设，推进红格矿区两矿整合、徐家沟开发等钛矿新项目建设，力争在“十四五”末期实现年产铁精矿 760 万吨，钛精矿 248 万吨。

图表47：龙佰集团营业收入稳步提升

图表48：龙佰集团归母净利润稳步提升



来源：龙佰集团公司公告，国金证券研究所

来源：龙佰集团公司公告，国金证券研究所

## 五、风险提示

- 1、下游需求不及预期风险。若钛白粉下游涂料、塑料等领域需求不及预期，可能会对于钛白粉价格产生不利影响，进而导致钛精矿价格也受到影响。
- 2、新增产能超预期的风险。若未来全球范围内钛矿或钛白粉产能大量新增，可能会导致行业竞争加剧与供需失衡，进而对于钛矿与钛白粉价格产生不利影响。
- 3、项目建设进度不及预期风险。若相关公司的钛矿新增产能建设进度不及预期可能会对未来的经营业绩产生一定影响。
- 4、海外钛白粉反倾销力度超预期风险。若未来全球范围内对于我国钛白粉反倾销力度加大，可能会对于我国钛白粉出口产生不利影响，进而影响钛白粉与钛精矿价格。
- 5、新技术的潜在冲击。若未来新型钛矿采矿和选矿技术以及包括盐酸法在内的新型钛白粉生产技术大规模应用，可能会对于目前钛矿和钛白粉的供需格局以及价格等方面产生较大影响。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究