东兴证券 DONGXING SECURITIES

从海外钛白大厂的式微看国产龙头的进击

——钛白粉行业研究跟踪框架之三

2020 年 10 月 12 日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

钛白粉近 10 年来的发展经验表明，每一轮行业下行周都会伴随着行业竞争格局的大幅变动：上一轮由于中国硫酸法突破导致的产能过剩主导的超过 5 年（2012~2016H1）的下行周期中，海外大量硫酸法产能退出，取而代之的是中国钛白粉总产能大幅增长，中国钛白粉的全球份额从 2011 年的33%增长至 2016 年的 45%。2018Q2 以来由库存周期主导的最近一轮下行周期中，在国内以龙蟒佰利、中核钛白为代表的龙头企业引领下，通过低成本氯化法以及清洁化硫酸法产品进一步替代海外大厂份额。

国内行业总产销、进出口、龙头企业产销与海外大厂产销多口径数据互洽，进而验证国内龙头加速抢占市场份额。科慕、特诺、泛能拓、康诺斯四家海外大厂 2019 年销量增速分别为-24%、-0.2%、+7%、+15%，2020H1 销量增速分别为+5%、-12%、-11%和-14%，在这一年半的时间跨度来看，四家海外大厂的销量总体均是下滑的，以此计算最近 1 年半时间海外四家大厂市占率下滑约 6 个百分点，国内企业的替代速度较上一轮更快。面对经营困境，海外大厂已有战略收缩的迹象，康诺斯预计将在 2020 年底或 2021 年初关闭位于德国 Leverkusen 工厂的 3.5 万吨硫酸法钛白粉生产线。

综合考虑需求自然增长+替代海外硫酸法+替代海外氯化法+替代国内硫酸法小厂，认为龙蟒佰利每年获得 15~20 万吨的新增份额。远期来说，以 2027 年为例，假设需求复合增速 2.8%、龙蟒年销量增长 15 万吨/年，则 2027 年全球消费达到 800 万吨/年，预计龙蟒佰利有望获得全球 20%的市场份额，即 160 万吨/年（超过科慕 120 万吨并不是结束）。

未来景气复苏和国产龙头抢占份额会同时发生、并不矛盾，当然阶段时间内可能会发生此消彼长的情况。目前海外大厂不足 5%的净利率（其中泛能拓 Venator 亏损），意味着单吨合人民币 1000 元/吨的净利润，70~90%的开工率，在此情况下：假设海外大厂选择价格下调 500 元/吨，单吨净利润下滑一半，而产能瓶颈下销量无论如何也不可能提升 100%，综合利润无论如何也不可能高于价格下调之前，若价格下调 1000 元/吨则无盈利，因此海外大厂在不扩张基础上、在实现以获得更高的当期利润目的下一定是选择控量保价，至于价格保在何种水平取决于中国钛白粉最终的价格博弈水平；况且即使海外大厂即使下调 1000 元/吨，其性价比依然低于国产钛白粉、难以扭转局势。

投资策略：持续强烈推荐**龙蟒佰利**，建议关注**中核钛白**。

风险提示：疫情二次冲击下的需求风险等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
龙蟒佰利	1.29	1.44	1.84	20.3	18.4	14.5	4.03	强烈推荐
中核钛白	0.27	0.24	0.28	16.1	25.2	21.8	2.44	未评级

资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所；注：中核钛白来自 Wind 一致预期

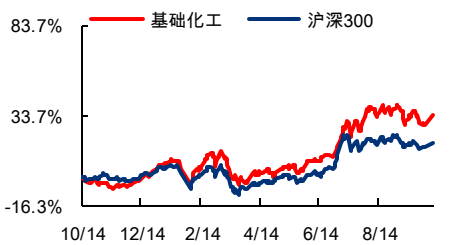
未来 3-6 个月行业大事：

2020-10-31 龙蟒佰利披露三季报

2020-10-28 中核钛白披露三季报

行业基本资料		占比%
股票家数	316	8.02%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	29121.82	3.56%
流通市值(亿元)	21162.02	3.48%
行业平均市盈率	82.45	/
市场平均市盈率	23.42	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张明烨

0755-82832017 zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517120002

目 录

1. 历史经验表明，钛白粉每一轮行业下行周期都会伴随着行业格局的大幅变动 3
2. 海外大厂产销持续下滑，国产龙头加速抢占市场份额 4
2.1 国内行业总产销、进出口、龙头企业产销与海外大厂产销多口径数据互洽，进而验证国内龙头加速抢占市场份额 4
2.2 海外大厂已有战略收缩的迹象 5
3. 如何看待国产龙头后续市场份额持续增长的确定性和空间 7
3.1 国内龙企在享受需求自然增长带来份额提升的同时将持续替代海外份额 7
3.2 国内第一大钛白粉龙头龙蟒佰利远期有望做到 20%全球市占率 10
3.3 持续替代与景气复苏并不矛盾 11
4. 投资建议 12
5. 风险提示 13
6. 相关报告汇总 13

插图目录

图 1： 钛白粉行业复盘 3
图 2： 科慕 2015Q2 以来逐季度销量增速、价格增速（季度累计增速）以及利润率变动（前 X 季度累计利润率） 6
图 3： 特诺 2017Q4 以来逐季度销量增速、价格增速（单季度同比）以及利润率变动（单季度利润率） 6
图 4： 泛能拓 2016Q4 以来逐季度销量增速、价格增速（季度累计增速）以及利润率变动（前 X 季度累计利润率） 6
图 5： 康诺斯 2016Q1 以来逐季度销量增速、价格增速（季度累计增速）以及利润率变动（前 X 季度累计利润率） 7
图 6： 全球钛白粉需求档次分布（泛能拓） 8
图 7： 全球钛白粉需求档次分布（科慕） 8
图 8： 龙蟒佰利钛白粉全球市占率推演 11

表格目录

表 1： 上一轮行业下行调整期中，中国硫酸法钛白粉崛起 3
表 2： 海外与国内产销对比简易平衡表显示两家龙头产销数据能够与国内总产销、进出口、海外大厂产销数据互相匹配 5
表 3： 泛能拓钛白粉产能明细（公吨/年） 9
表 4： 康诺斯氯化法和硫酸法钛白粉装置分布 9
表 5： 国内硫酸法各规模产能基地数量和总产能占比（暂不考虑氯化法） 10
表 6： 几种主要的基础化工大宗品种比较 10
表 7： 相关上市公司盈利预测与投资评级 12

1. 历史经验表明，钛白粉每一轮行业下行周期都会伴随着行业格局的大幅变动

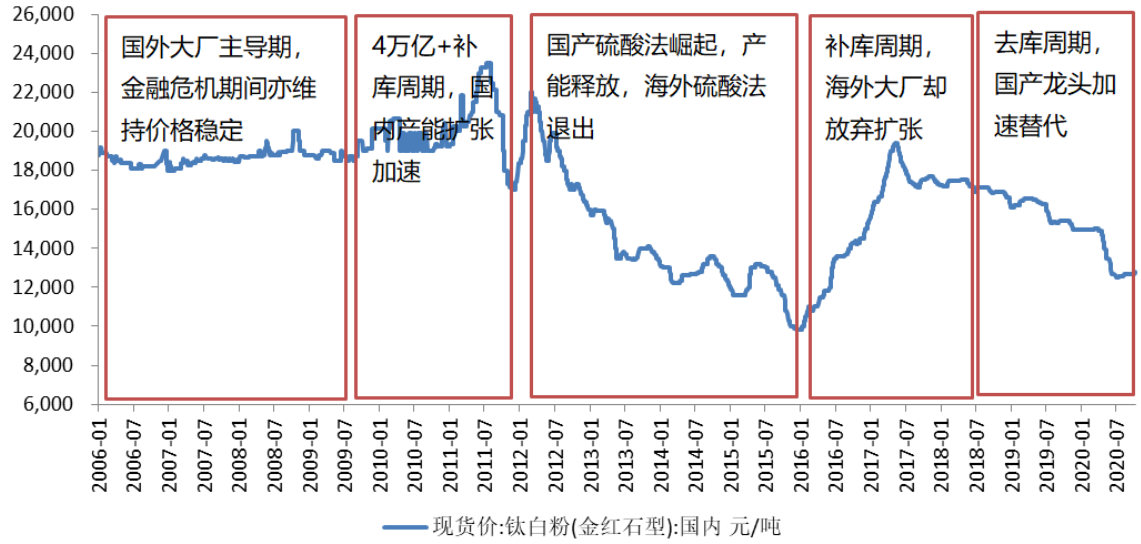
钛白粉近 10 年来的发展经验表明，每一轮行业下行周期（无论是产能周期、还是库存周期）都会伴随着行业竞争格局的大幅变动：上一轮由于中国硫酸法突破导致的产能过剩主导的超过 5 年（2012~2016H1）的下行周期中，海外大量硫酸法产能退出（总产能从 2011 年的 470 多万吨/年降至 2016 年的 400 万吨/年出头），取而代之的是中国钛白粉总产能增长约 100 万吨/年至 2016 年的约 360 万吨/年，产量增长约 80 万吨至 2016 年的 260 万吨，中国钛白粉的全球份额从 2011 年的 33%增长至 2016 年的 45%。着眼当前，2018Q2 以来由库存周期主导的最近一轮下行周期中，在国内以龙蟒佰利、中核钛白为代表的龙头企业引领下，通过低成本氯化法以及清洁化硫酸法产品进一步替代海外大厂份额；展望未来，预计 3~5 年内，海外硫酸法装置将全部退出，氯化法产品份额也将被大幅挤占（主要为应用在涂料和塑料领域的氯化法钛白粉）。

表1：上一轮行业下行调整期中，中国硫酸法钛白粉崛起

排名	1993		2001		2005		2010		2014		2019	
	企业	产能	企业	产能	企业	产能	企业	产能	企业	产能	企业	产能
1	杜邦	80	杜邦	102.5	杜邦	120	杜邦	116	杜邦	116	科慕	125
2	ICI	55	美礼联	71.5	美礼联	72	科斯特	74.5	亨斯迈	91.5	特诺	107.8
3	SCM	44.6	亨斯迈	57	科美基	62.6	亨斯迈	60	科斯特	77.8	龙蟒佰利	86
4	康诺斯	40.5	康诺斯	43	亨斯迈	57	康诺斯	53.2	康诺斯	55.5	泛能拓	65.2
5	凯米拉	28	科美基	34	康诺斯	49.5	特诺	46.8	特诺	46.8	康诺斯	56.5
6	石原	19.7	凯米拉	30	石原	22.3	萨其宾	24	龙蟒钛业	30	中核钛白	33
7	拜耳	17	石原	22.3	凯米拉	12	石原	22.3	石原	15.5	英力士	24.5
8	科美基	17	萨其宾	10	萨其宾	10					石原	15.5
9	罗纳普朗克	12.5										
10	萨其宾	8.5										
海外其他	41		64		50.6		61.2		33		12.5	
海外合计	364		434		456		458		436		407	
海外 CR6	73%		78%		84%		82%		93%		97%	
全球产能	364		464		536		638		780		790	
全球 CR6	73%		73%		72%		59%		54%		60%	

资料来源：CNKI，公司公告，东兴证券研究所

图1：钛白粉行业复盘



资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

2. 海外大厂产销持续下滑，国产龙头加速抢占市场份额

2.1 国内行业总产销、进出口、龙头企业产销与海外大厂产销多口径数据互洽，进而验证国内龙头加速抢占市场份额

市场存在部分疑虑，担心国内氯化法产品能否与国外高品质氯化法钛白粉竞争，顺利的抢占市场份额。从海外四家大厂的近 3~4 年的产销变动情况来看，容易得出的结论是：自 2018Q2 进入去库存周期至今，四家大厂无一例外都经历了产销量以及盈利能力的大幅下滑，但由于本身钛白粉存在着每年 2.5%~3%的自然需求增长，因此实际上 2018 年以来全球钛白粉虽处去库周期、但表观消费总体基本持平，因此不难看出海外四家龙头企业的市场份额大幅下滑：

- 科慕、特诺、泛能拓、康诺斯四家海外大厂 2019 年销量增速分别为-24%、-0.2%、+7%、+15%，2020 年上半年销量增速分别为+5%、-12%、-11%和-14%，在这一年半的时间跨度来看，四家海外大厂的销量总体均是下滑的，2019 年销量实现正增长的泛能拓和康诺斯在 2020 年上半年销量也大幅下滑、2020 全年也大概率下滑，2019 年大幅度下滑的科慕虽然在今年上半年销量增速转正、但整体来看 2019-2020H1 或 2019-2020 依然是下滑；据涂多多钛资讯，2018 年全球钛白粉销量约 660 万吨，综合考虑去库存因素和消费自然增长因素的叠加，假设表观消费总体持平，以此计算最近 1 年半时间海外四家大厂市占率下滑约 6 个百分点，从 51.4%将至 45.4%；
- 国内钛白粉 2019 年产量 318 万吨，同比+7.69%，2020 年上半年产量 162.2 万吨，同比+5%，市占率从 2018 年的 47.6%提升至 52.3%；相应的自 2019 年出口同比提升 11%、约 10 万吨后，今年 1~8 月份出口累计同比+18.3%、约 12 万吨，基本上能够与公司近一两年的销量增速匹配；

- 中国企业在龙头企业带动下加速抢占海外市场份额，在 2012-2016H1 长达 5 年多的调整期中，中国企业的钛白粉全球市占率从 33%提升至 45%，而自 2018H2 至今的短短 2 年时间里，中国企业的钛白粉全球市占率提升了接近 6 个百分点，替代速度较上一轮更快。

表2：海外与国内产销对比简易平衡表显示两家龙头产销数据能够与国内总产销、进出口、海外大厂产销数据互相匹配

项目	产能	2018 开工率*产销率	2018 销量	2019 销量同比	2019 销量同比	2019 销量	20H1 销量同比	20H1 销量同比	备注
单位	万吨	%	万吨	%	万吨	万吨	%	万吨	
科慕	125.00	90.00%	112.50	-24.00%	-27.00	85.50	5.00%	2.14	销量
特诺	110.00	90.00%	99.00	-0.20%	-0.20	98.80	-12.00%	-5.93	销量
泛能拓	65.20	90.00%	58.68	7.00%	4.11	62.79	-11.00%	-3.45	销量
康诺斯	56.50	86.90%	49.10	15.00%	7.37	56.60	-14.00%	-3.96	销量
四家合计	356.70		319.28	-4.88%	-15.70	303.69	-7.38%	-11.21	销量
英力士	24.50								
日本石原	25.00								
海外其他	16.00								
海外合计	422.20		377.91	-4.92%	-18.58	359.46	-7.94%	-14.27	销量
中国产量	413.30		295.43	7.69%	22.72	318.15	5.00%	7.72	产量
龙蟒佰利	90.00		58.56	8.50%	4.98	63.54	16.13%	5.00	销量
中核钛白	33.00		20.81	21.10%	4.39	25.20	31.82%	3.50	销量
出口			90.80	10.51%	9.54	100.34	16.91%	8.14	
进口			19.75	-15.39%	-3.04	16.71	2.90%	0.22	
净出口			71.05	17.71%	12.58	83.63	19.51%	7.92	

资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

另一方面，各个口径数据上的互相匹配，基本可以说明国内龙头企业，尤其是对于大幅扩张氯化法的龙蟒佰利来说，市场此前对于其（1）氯化法装置能否顺利开工并放量、（2）公司氯化法产品品质如何以及能否顺利实现销售和产能消化这两个问题的担心基本可消除。

2.2 海外大厂已有战略收缩的迹象

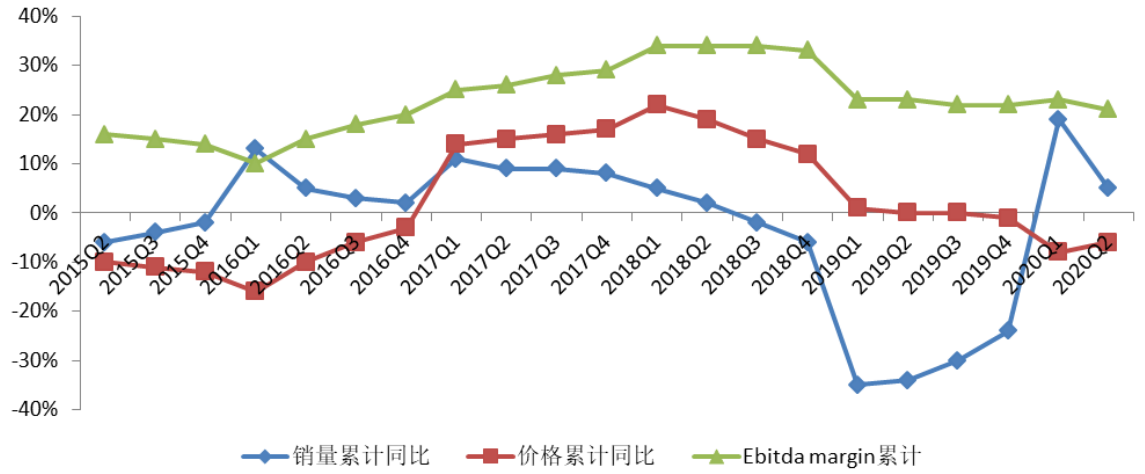
海外钛白粉大厂陷入困境，突出的表现就是面对国内成本不断降低、品质不断提升的钛白粉竞争，海外四家大厂在 2018-2019 两年间，“量”和“价”只能保住一个，尤其在特诺、泛能拓和康诺斯三家企业上体现的非常充分，见图 2 至图 4（2020 年以来由于疫情的极端影响，除科慕外三家企业量价齐跌、表现出行业下行期见底迹象，科慕主要由于 2019 年销量基数过低导致今年销量增速转正）；最终由于今年疫情的极端情况出现，导致上半年海外大厂的“量”和“价”都没有保住。

- 海外四家大厂中三家 2019 年以来均采取保价战略，即科慕“TVS，Value Stabilization Strategy”，特诺“win-win margin stability program”，泛能拓“Value Stability”，意在通过锚定价格、与下游客户签订长约等措施致力于价格与盈利的稳定；但执行并不顺利，2019 年仅有科慕对该战略执行较为坚决，全年

几乎没有降价，然而其代价就是全年销量下滑达到惊人的 24%，于是在今年上半年也放弃对价格的执著，价格下调 6%，销量增速转正；通过四家公司季度披露数据推算，2019-2020H1 期末价格较期初价格大致下调幅度范围在 7%-10%，远远低于国内钛白粉 18%的下降幅度；

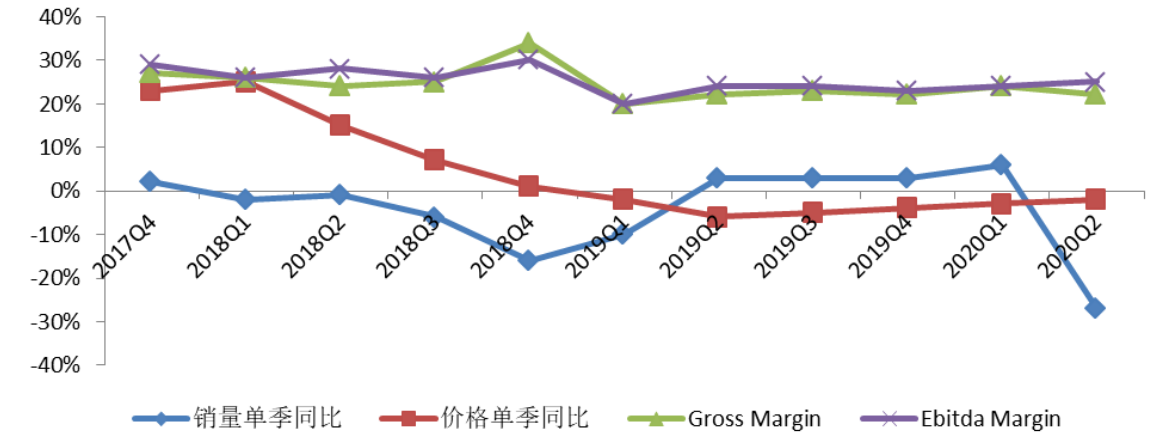
- 面对经营困境，海外大厂已有战略收缩的迹象，科慕曾在 2019 年初表示可能新建一套 20 万吨的氯化法装置，现不了了之；泛能拓波兰 Pori 工厂火灾后，最初计划是迁址重建，后考虑市场情况和投资回报决定放弃；康诺斯预计将在 2020 年底或 2021 年初关闭位于德国 Leverkusen 工厂 的 3.5 万吨硫酸法钛白粉生产线；而特诺目前业务主要聚焦点也在于和原科斯特资产的融合，原特诺和科斯特均具备钛原料配套，特诺收购科斯特后主要进行供应链的优化，没有扩产新建的计划。

图2：科慕 2015Q2 以来逐季度销量增速、价格增速（季度累计增速）以及利润率变动（前 X 季度累计利润率）



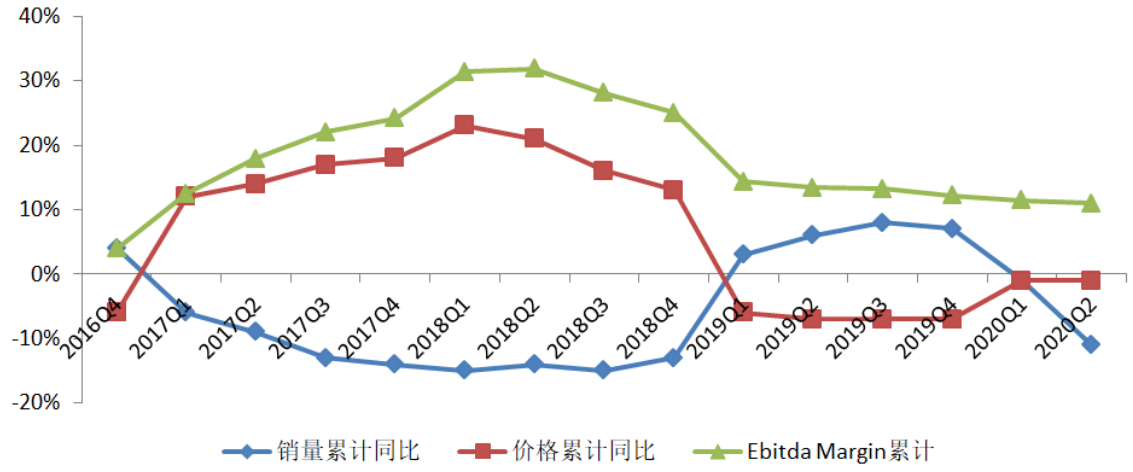
资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

图3：特诺 2017Q4 以来逐季度销量增速、价格增速（单季度同比）以及利润率变动（单季度利润率）



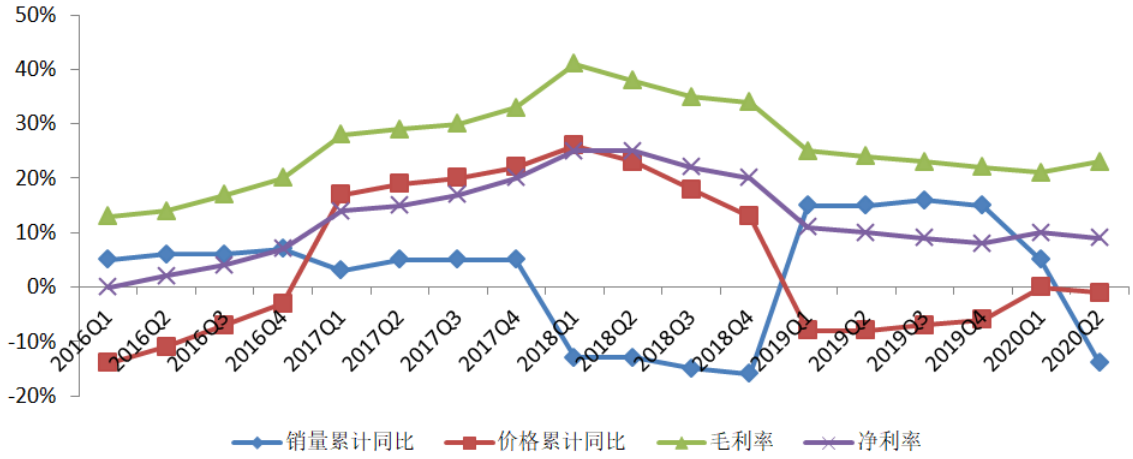
资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

图4：泛能拓 2016Q4 以来逐季度销量增速、价格增速（季度累计增速）以及利润率变动（前 X 季度累计利润率）



资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

图5：康诺斯 2016Q1 以来逐季度销量增速、价格增速（季度累计增速）以及利润率变动（前 X 季度累计利润率）



资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

3. 如何看待国产龙头后续市场份额持续增长的确定性和空间

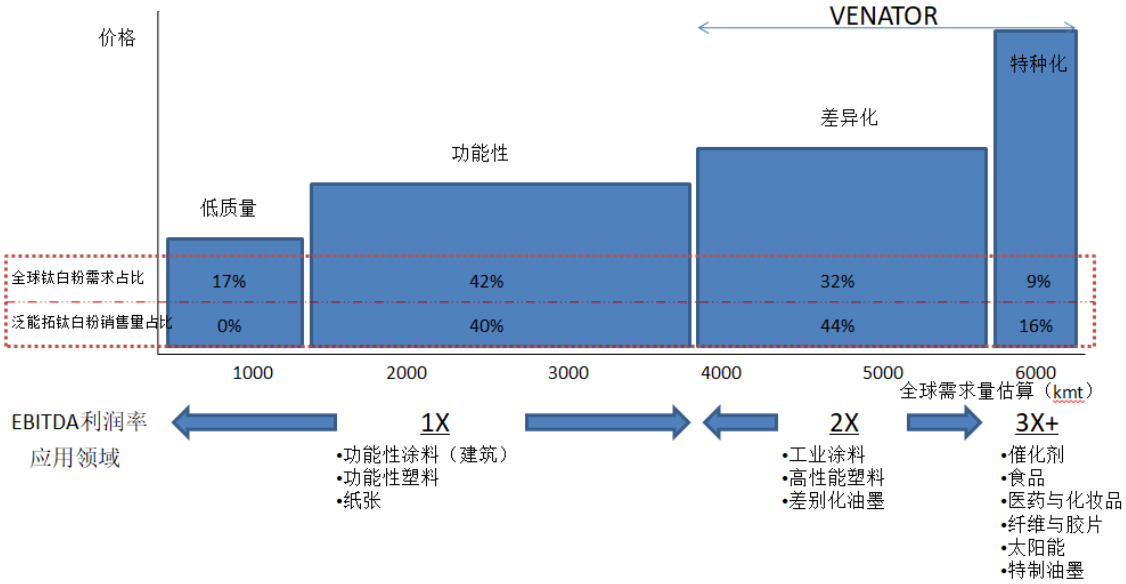
3.1 国内龙企在享受需求自然增长带来份额提升的同时将持续替代海外份额

对于以龙蟒佰利为代表的国内钛白粉龙头企业来说，未来国内龙企市占率提升主要来自以下四个方面：

- 由于海外大厂与国内小厂无论是在扩张能力还是扩张意愿上都比较缺乏，因此未来全球钛白粉的自然增长的市场将主要由正在扩张的国内龙企占据，尤其是扩张氯化法的企业：目前全球 660 万吨左右总消费，每年需求自然增长接近 3%，对应约 20 万吨，扣掉 9%的短时间内产品品质还无法做到的高端特种钛白粉、以及 17%的低端钛白粉（锐钛型，用于造纸化纤油墨等），其余约 74%的需求均为占领市场，对应 20*74%=15 万吨；从另一个角度看，目前新增产能有效放量的企业基本就以龙蟒佰利和中核钛白分为主，综合考虑两家的产能释放进度，认为每年 20 万吨新增需求里（考虑到步入补库存周期，预计 2021 和

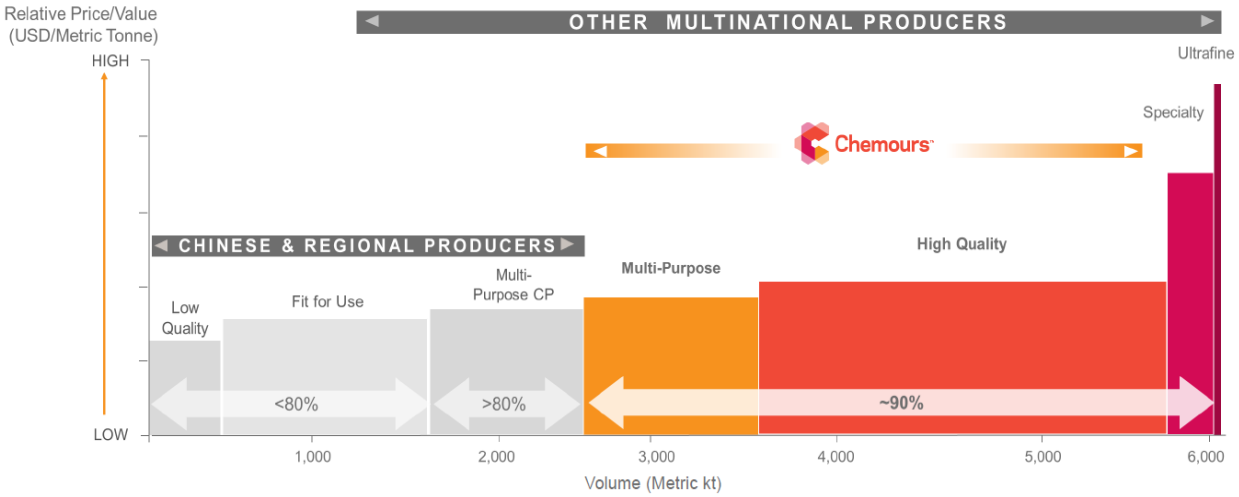
2022 年的实际需求增长超过 20 万吨），龙蟒获得 10~15 万吨的份额是合理的。这部分是我们认为无论行业景气处于何处，对于正在扩张的企业来说，都是较为容易获得的新增份额。

图6：全球钛白粉需求档次分布（泛能拓）



资料来源：venator，东兴证券研究所（注：各分类规模按其全球钛白粉市场需求总量占比测算；EBITDA 利润率倍数指以低质和功能性钛白粉利润率为基准，差异化和特种化市场利润率的倍数）

图7：全球钛白粉需求档次分布（科慕）



资料来源：Chemours，东兴证券研究所；注：<80%、>80%意为价格低于、高于超细钛白粉价格的80%；~90%意为价格约为超细钛白粉价格的90%

- 替代海外大厂氯化法份额：这一块目前龙蟒佰利氯化法开工、产品品质、单位成本持续优化，我们测算目前毛成本已低于 10000 元/吨（~9500 元/吨），完全成本已低于 12000 元/吨（约 11500 元/吨~12000

元/吨），售价 16000~16500 元/吨；而海外氯化法毛成本预计不低于人民币 15000~16000 元/吨，完全成本不低于 18000~19000 元/吨，平均售价约 20000 元/吨。因此比较来看，虽然国内氯化法品质确实仍有差距，平均售价低于海外约 4000 元/吨，但完全成本预计至少低于海外 6000 元/吨，因此在氯化法应用领域最广、下游客户选择因素中性价比仍然占据主导因素的建筑涂料和塑料的偏通用型的领域，国内氯化法将能够实现有效替代、并且获得高于海外大厂的单位盈利。

表3：泛能拓钛白粉产能明细（公吨/年）

国家（公吨/年）	EAME	北美	APAC	总计	工艺
Greatham（英国）	150,000			150,000	氯化法
Uerdingen（德国）	107,000			107,000	硫酸法
Duisburg（德国）	100,000			100,000	硫酸法
Huelva（西班牙）	80,000			80,000	硫酸法
Scarlino（意大利）	80,000			80,000	硫酸法
Lake Charles（路易斯安那）		75,000		75,000	氯化法
Teluk Kalung（马来西亚）			60,000	60,000	硫酸法
合计	517,000	75,000	60,000	652,000	

资料来源：Venator，东兴证券研究所

- 替代海外大厂硫酸法份额：保守预计未来 3~5 年内海外硫酸法装置基本全部退出，目前泛能拓 33 万吨硫酸法装置，康诺斯 15 万吨硫酸法装置，日本石原预计大概 10~15 万吨左右硫酸法装置（总产能 25 万吨，兼具氯化法与硫酸法），因此海外合计仍有约 60 万吨硫酸法装置。由于（1）国内硫酸法较海外硫酸法具备较强的成本与价格优势，锐钛型品种的需求可以被国内硫酸法替代，（2）国内以龙蟒佰利为代表的的氯化法产品价格与海外硫酸法基本相当，海外硫酸法金红石型品种的需求可以被国内氯化法替代，因此这 60 万吨对应的市场份额预计绝大部分将被国内龙头企业占据、且是首要替代对象，2019~2020H1 的进出口和海外大厂产销数据说明这一进程正在开始，康诺斯退出 3.5 万吨硫酸法装置也仅仅是开始。

表4：康诺斯氯化法和硫酸法钛白粉装置分布

工厂	描述	产能占比	
		氯化法	硫酸法
德国 Leverkusen	TiO2 production, chloride and sulfate process, co-products	30%	6%
德国 Nordenham	TiO2 production, sulfate process, co-products		10%
比利时 Langerbrugge	TiO2 production, chloride process, coproducts, titanium chemicals products	16%	
挪威 Fredrikstad	TiO2 production, sulfate process, coproducts		7%
加拿大 Varennes	TiO2 production, chloride and sulfate process, slurry facility, titanium chemicals products	15%	3%
美国 Lake Charles, LA	TiO2 production, chloride process	13%	

合计	74%	26%

资料来源：Kronos，东兴证券研究所

- 替代国内小厂硫酸法份额：当前价格景气度下，以安纳达、金浦钛业、攀钢钛业为代表的单厂规模8万吨/年以上的上市公司还在盈亏线附近，那么国内一些单厂规模低于5万吨/年的装置更加难以盈利，我们统计国内单厂规模不高于5万吨的产能合计63.5万吨/年。

表5：国内硫酸法各规模产能基地数量和总产能占比（暂不考虑氯化法）

硫酸法	基地数量	占比	合计产能	占比
2～5万吨	**17**	**39%**	**63.5**	**18%**
6～10万吨	17	39%	129.5	37%
>10万吨	10	23%	161	45%

资料来源：涂多多，公司公告，东兴证券研究所

3.2 国内第一大钛白粉龙头龙蟒佰利远期有望做到20%全球市占率

考虑3.1节以上四点，认为龙蟒佰利每年获得15~20万吨的新增份额基本合理。远期来说，以2027年为例，假设需求复合增速2.8%、龙蟒年销量增长15万吨/年，则2027年全球消费达到800万吨/年，预计龙蟒佰利有望获得全球20%的市场份额，即160万吨/年（即超过科慕120万吨并不是结束）。

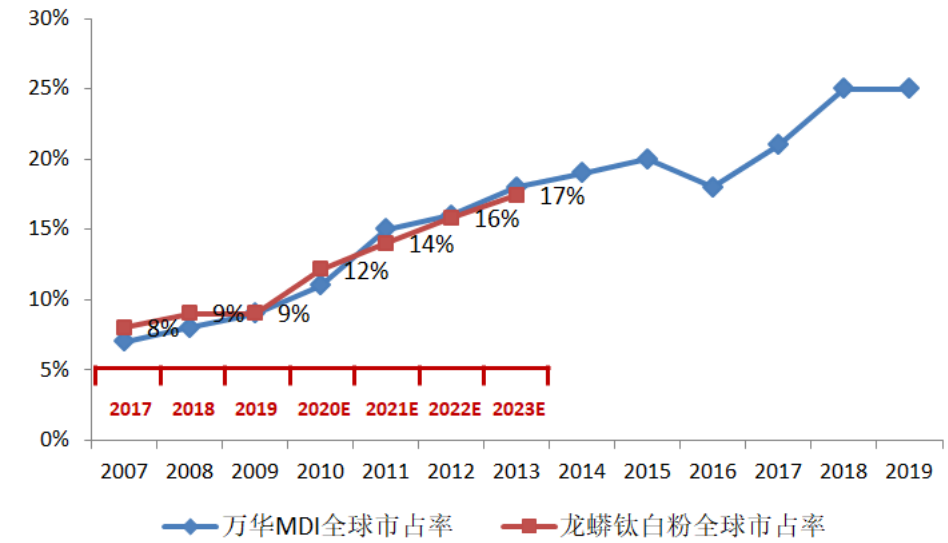
- 所有的化工单一品种中，唯有钛白粉这个子行业与MDI类似。市场空间都是1000亿左右，氯化法也具有很高的技术壁垒；龙蟒与万华类似，在各自行业都相对全球范围的竞争对手在盈利上有显著的α，同时龙蟒当前市占率更低，未来发展空间更大。
- 从市占率和发展路径来看，龙蟒类似10年前的万华：10年前万华全球市占率为11%，与当前龙蟒12接近。之后万华通过不断扩产，通过成本优势抢占市场份额，形成了目前MDI行业的龙头地位，并且对MDI价格形成比较强的控制力。以龙蟒现有的扩产计划，未来三年市占率提升类似于万华当年，并且远期打算继续扩产氯化法钛白粉。
- 与MDI相比，钛白粉的劣势在于其原料钛矿分布地域性较强，全球主产区主要为澳大利亚、南非和中国，而国产钛矿品质相对低端，龙蟒的成本优势来源中钛矿配套是非常重要的一部分，假设龙蟒远期销量160万吨/年，对应国产47%钛矿需求约370万吨/年，假设公司配套率维持此前的50%的配套率，则需自给180万吨/年，公司远期通过扩产或者收购兼并是有可能达到的，但目前来看也很难突破至200万吨/年以上；比较而言，MDI的主要原材料为石油化工或煤化工下游品种，不存在很强的地域性限制，因此远期来说达到万华MDI目前25%的全球市占率是有难度的，我们判断龙蟒在持续布局钛矿配套的同时，将主要依赖通过人造金红石、或者国产钛矿制氯化钛渣来继续保持成本上的竞争力。

表6：几种主要的基础化工大宗品种比较

品种	市场空间	单价	消费量（万吨）	技术壁垒	投资门槛	政策壁垒	国内公司情况
MDI	1200 亿	1.8 万/吨	700	高	1-3 万/吨，50-60 亿	光气没有新增资质	万华市占率 25%，相比竞争对手有 1500-2500 元/吨成本优势
钛白粉	1000 亿	1.5 万/吨	660	硫酸法低，氯化法高	1-3 万/吨，10-20 亿	禁止硫酸法，鼓励氯化法	龙蟒市占率 12%，相比竞争对手有 2000-3000 元/吨成本优势
乙二醇	1500 亿	0.5 万/吨	3000	低，国外有成熟工艺包	0.5 万/吨，10 亿	无	煤头工艺大幅扩张，格局十分分散
PTA	2000 亿	0.5 万/吨	4000	低，国外有成熟工艺包	0.15-0.2 万/吨，30-40 亿	无	新产能优于老产能
涤纶长丝	3000 亿	0.8 万/吨	4000	低	0.3-0.4 万/吨，10-20 亿	无	各企业间差距不大
有机硅	1000 亿	2 万/吨	500	低	1-2 万/吨，10-20 亿	无	国内公司在高端品/技术、规模与国外龙头公司道康宁、瓦克差距很大
染料	500 亿	4 万/吨	120	高，主要是废水的合规处理	2-3 万/吨，2-3 亿	环保要求高	龙盛市占率 21%，但由于小公司环保成本低，龙头公司没有成本优势

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图8：龙蟒佰利钛白粉全球市占率推演



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

3.3 持续替代与景气复苏并不矛盾

在此前报告《龙蟒佰利（002601）深度报告：成本全球领先、大型氯化法国内破局》、《钛白粉行业研究跟踪框架之一：当前仍处景气底部，未来复苏弹性大，持续推荐龙蟒佰利》和《钛白粉行业研究跟踪框架之二：

价格指标明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断》中，我们明确观点钛白粉行业处于景气底部，未来看多价格，而同时我们判断龙蟒将持续抢占海外大厂份额，海外大厂是否会选择打价格战，从而与我们判断景气方向的结论相悖呢？我们认为不会：

- 我们上文判断每年龙蟒从自然需求增长中获得 10~15 万吨/年份额，叠加替代海外大厂份额，假设每年销量增长 15~20 万吨/年，实为保守估计，已经将景气复苏纳入考虑范围之内；如果未来景气程度维持当前不变，考虑抢占海外大厂硫酸法、氯化法、国内小厂硫酸法三点，则销量增速预计更高。
- 纵观 2010 年以来钛白粉行业演变历史，自从国内钛白粉硫酸法、氯化法相继突破，行业景气运转实际被国内主导，海外大厂相对而言其实为价格接受者，从无论是景气上行段还是下行段，海外大厂价格变动的滞后性、以及低波幅（价格波动幅度不足国内一半）即可看出这一点；
- 我们认为行业深度价格战（类似 2013-2015 年）的必要条件是大量新进入者、或者存量厂家中大部分扩产（类似 2013-2015 年国内）、亦或是需求大幅下滑（类似 2008 年），而目前海外大厂如前文所述已无扩张意愿、需求上也不存在继续下滑的基础（极端的疫情压力测试逐步结束），国内小厂既无扩张能力也无扩张意愿（硫酸法批文限制，氯化法技术难度高）；
- 目前海外大厂不足 5%的净利率(其中泛能拓 Venator 亏损)，意味着单吨合人民币 1000 元/吨的净利润，70~90%的开工率，在此情况下：假设海外大厂选择价格下调 500 元/吨，单吨净利润下滑一半，而产能瓶颈下销量无论如何也不可能提升 100%，综合利润无论如何也不可能高于价格下调之前，若价格下调 1000 元/吨则无盈利，因此海外大厂在不扩张基础上、在实现以获得更高的当期利润目的下一定是选择控量保价，至于价格保在何种水平取决于中国钛白粉最终的价格博弈水平；况且即使海外大厂即使下调 1000 元/吨，其性价比依然低于国产钛白粉、难以扭转局势。

因此，我们认为未来景气复苏和国产龙头抢占份额会同时发生、并不矛盾，当然阶段时间内可能会发生此消彼长的情况，但对于以龙蟒佰利为代表的企业来说几乎立于不败之地，“量”和“价”至少有一个是在持续边际向好的。同时，我们认为对于钛原料环节的把控未来仍是十分重要的，海外四家大厂中只有特诺在近 2 年中利润率实现了平稳、其余三家均明显下滑，其原因就在于特诺和科斯特合并后，其钛原料配套率仍然是全球最高的，并且通过供应链的融合优化实现了成本的进一步下降，在 2020 年上半年利润率竟也保持平稳，这一点值得国内企业注意。

4. 投资建议

强烈推荐产能规模亚洲第一、全球第三以及配套最全、成本最低的全球性龙头龙蟒佰利，公司不仅具备强价格弹性、受益于行业景气复苏，同时凭借氯化法技术优势持续扩张，长期看好公司（1）成长为全球第一钛白粉龙头，（2）向钛原料、钛金属行业延伸成长为全球性钛产业链龙头，（3）向锆、钪领域储备延伸，进一步提升中远期潜在增长动力；建议关注国内钛白粉第二龙头中核钛白。

表7：相关上市公司盈利预测与投资评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
龙蟒佰利	1.29	1.44	1.84	20.3	18.4	14.5	4.03	强烈推荐
中核钛白	0.27	0.24	0.28	16.1	25.2	21.8	2.44	未评级

资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所；注：中核钛白来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

疫情二次冲击下的需求风险等。

6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业点评	钛白粉行业研究跟踪框架之二：价格指标明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断	2020-09-21
行业点评	钛白粉行业研究跟踪框架之一：当前仍处景气底部，未来复苏弹性大，持续推荐龙蟒佰利	2020-09-17
公司点评	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）2019 年报点评：业绩符合预期，氯化法稳步放量	2020-03-25
行业点评	[东兴化工]海外钛白粉行业跟踪：从海外龙头三季报看行业库存变化	2019-11-26
公司点评	[东兴化工]泛能拓（VNTR）三季报跟踪：单季盈利继续下滑，幅度低于预期	2019-11-18
公司点评	海外化工龙头之科慕（CC.N）三季报跟踪：景气下滑业绩承压，推出油墨钛白粉新产品	2019-11-05
公司深度	海外化工系列研究之【科慕（Chemours）——景气下行拖累业绩，坚定执行价值稳定战略】	2019-10-31
公司点评	海外化工系列研究之【康诺斯（Kronos）经营情况跟踪】	2019-10-31
公司深度	海外化工系列研究之【泛能拓（VNTR）经营情况跟踪—致力于推进业务改善计划和钛白粉价值稳定计划】	2019-10-28
公司深度	海外基础化工研究之【特诺（Trox.N）经营情况跟踪——收购 Cristal 致收入体量大增，期待垂直整合下的协同效应】	2019-10-22
公司深度	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）深度报告：成本全球领先、大型氯化法国内破局	2019-07-15
公司点评	[东兴化工]龙蟒佰利（002601）年报及一季报点评：一季度产销创历史新高，二期氯化法年中投产值得期	2019-04-24
公司深度	基础化工公司深度报告之龙蟒佰利：具有全球影响力的钛白粉巨头	2018-08-14
行业深度	周期品系列研究之钛白粉：有涂有料有真相	2017-09-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队推荐平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526