东兴证券 DONGXING SECURITIES

价格指标明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断

——钛白粉行业研究跟踪框架之二

2020 年 09 月 21 日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

市场始终会疑问自今年二季度以来钛白粉无论是价格还是价差均高于上一轮景气底部，也就是 2015Q4 的价格和价差，担心是否景气底部已夯实，**对此继续说明为什么依然判断景气底部可以基本确认：**

据 Wind 数据，最新国内金红石型钛白粉现货价（扣增值税，下同）约 11200 元/吨，价差（钛白粉-钛精矿*2.38-硫酸*4）约 7400 元/吨，虽然已较疫情前下跌了不小的幅度，但依然明显高出上一轮景气底部、也就是 2015 年四季度时的价格和价差，分别为 8400 元/吨和 6600 元/吨，高出的部分分别约 2800 元/吨和 800 元/吨，**简单从数据上看似乎价格战和下跌或还有空间。但我们详细拆分钛白粉行业内各个公司 2016 年以来的生产成本变动后，可以明显的发现：自 2016 年以来，各个公司单吨钛白粉的生产成本均有不同程度的增加，而将钛精矿和硫酸涨价带来成本增加贡献剔除后，其他生产成本也均有不同程度的增加，无一公司例外。**

判断核心原料（钛矿、硫酸）以外增加的成本主要为环保成本的增长：（1）符合 2016 年以后国内供给侧改革以及环保高压背景下的企业应对，尤其是 2017~2018 年多轮环保督察前后，行业内企业为能持续稳定开工选择完善环保配套，这将增加额外的一部分生产成本和管理费用；（2）以 2016 年为基准，龙蟒佰利、中核钛白、金浦钛业、安纳达、攀钢钒钛 2019 年除核心原材料以外的生产成本较 2016 年分别增长 276 元/吨、655 元/吨、1216 元/吨、1715 元/吨和 1984 元/吨，平均增幅 1169 元/吨、基本符合行业经验。

总结来看：（1）目前钛白粉价差虽然较 2015Q4 的历史最低价差仍然高出 800 元/吨，**但考虑到目前的环保成本较当时要高出测算的 1169 元/吨甚至以上，如果考虑类似安纳达、金浦钛业边际产能的环保增加幅度还要更高，实际上当前最新价格下的动态盈利空间并不会好于 2015Q4**，再考虑到目前的行业供需面下，中小企业无能力、也无意愿再像 2013~2015 年一样进行深度价格战，因此继续维持今年二季度以来行业景气底部基本已夯实的判断、未来基本不存在下跌空间；（2）从行业研究方法论和跟踪框架角度来讲，我们认为不能刻舟求剑，将目前的价格指标简单对标 2015~2016 年，需要动态更新不可变成本，以及跟踪行业边际产能的季度披露的利润率似乎更为有效。

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	17.9	14.0	3.93	强烈推荐
中核钛白	0.27	0.30	0.37	16.1	18.9	15.4	3.10	未评级

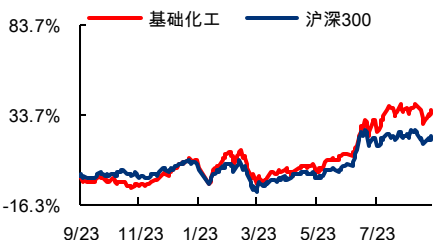
资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所；注：中核钛白来自 Wind 一致预期

未来 3-6 个月行业大事：

无

行业基本资料		占比%
股票家数	319	7.99%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	28736.86	3.54%
流通市值(亿元)	20854.9	3.49%
行业平均市盈率	81.36	/
市场平均市盈率	23.24	/

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

1. 钛白粉价格价差明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断

市场始终会疑问自今年二季度以来钛白粉无论是价格还是价差均高于上一轮景气底部，也就是 2015Q4 的价格和价差，担心是否景气底部已夯实。对此，我们承接前一篇报告《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》，继续说明为什么依然判断景气底部已基本确认。

- 据 Wind 数据，最新国内金红石型钛白粉现货价（扣增值税，下同）约 11200 元/吨，价差（钛白粉-钛精矿*2.38-硫酸*4）约 7400 元/吨，虽然已较疫情前下跌了不小的幅度，但依然明显高出上一轮景气底部、也就是 2015 年四季度时的价格和价差，分别为 8400 元/吨和 6600 元/吨，高出的部分分别约 2800 元/吨和 800 元/吨，简单从数据上看似乎价格战和下跌或还有空间，见图 1；
- 但我们详细拆分钛白粉行业内各个公司 2016 年以来的生产成本变动后，可以明显的发现：自 2016 年以来，各个公司单吨钛白粉的生产成本均有不同程度的增加，而将钛精矿和硫酸涨价带来成本增加贡献剔除后，其他生产成本也均有不同程度的增加，无一公司例外，见图 2；

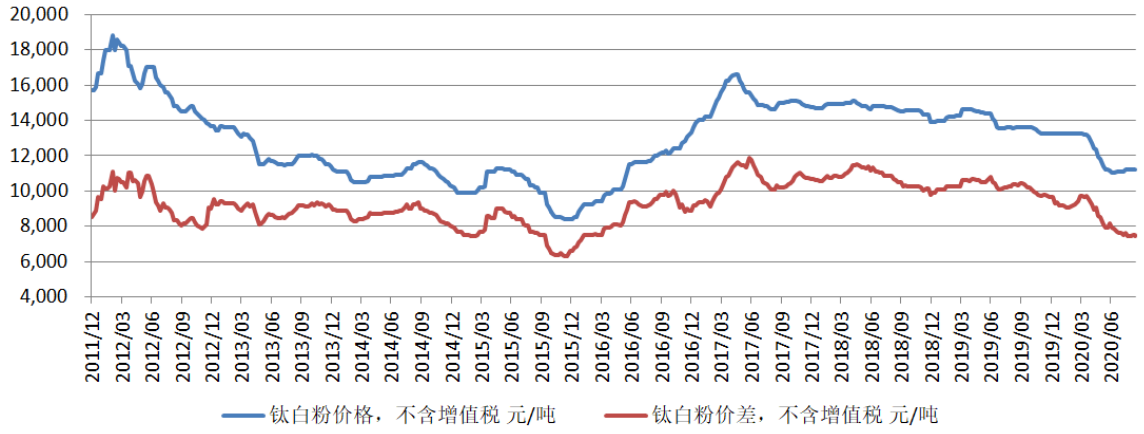
综合分析后，我们判断，核心原料（钛矿、硫酸）以外增加的成本主要为环保成本的增长：

- 符合 2016 年以后国内供给侧改革以及环保高压背景下的企业应对，尤其是 2017~2018 年多轮环保督察前后，行业内企业为能持续稳定开工选择完善环保配套，这将增加额外的一部分生产成本和管理费用，这里暂时忽略管理费用的增长；当然，增加的环保成本反映在各个企业报表中增加的是原材料、能源、人工折旧和管理费用科目中。
- 以 2016 年为基准，龙蟒佰利、中核钛白、金浦钛业、安纳达、攀钢钒钛 2019 年除核心原材料（钛矿+硫酸）以外的生产成本较 2016 年分别增长 276 元/吨、655 元/吨、1216 元/吨、1715 元/吨和 1984 元/吨，平均增幅 1169 元/吨、基本符合行业经验，但各企业由于 2016 年及以前在环保端的投入和完善度各有不同，各个省份当年的环保规格要求也略有不同，因此在 2016 年以后新增的投入也各有不同，可见以龙蟒佰利和中核钛白为代表的先进企业在 2017~2018 年间新增的环保成本并不高；
- 据统计，采用硫酸法生产 1 吨钛白粉，直接副产硫酸亚铁（七水）3~4 吨，浓度 20%的废硫酸 8~10 吨、酸性含尘废气 1.5~2 万 m3，废渣 0.2~0.3 吨，含硫酸废水（硫酸浓度小于 2%）100 吨；这其中废硫酸的处理是最主要的环保成本，主要是通过石灰中和后生产石膏（钛石膏或红石膏）并于渣场堆存，国内个别先进硫酸法钛白粉企业通过废酸浓缩利用降低了废酸排放量和石膏渣量。简单计算可知 1 吨 20%的废硫酸完全中和需要 0.08 吨生石灰，那么 1 吨钛白粉副产 8 吨 20%废硫酸+100 吨 2%含酸废水计，则需要约 1.4 吨生石灰，对应大概 400 元成本，其他环保成本包括装置投资折旧、废气废渣处理成本以及钛石膏堆渣成本等，据行业经验环保成本通常不低于 1000 元/吨，基本能够与我们刚才计算的平均 1169 元/吨增幅匹配。
- 按照我们的模型计算，各个企业 2019 年的环保成本较 2018 年有所下降，判断主要由于环保压力边际上的减弱以及开工提高下的单位成本摊低，但国内环保排放要求整体方向上仍然是趋严，我们认为环保投入和成本并非可逆。

总结来看，（1）目前钛白粉价差虽然较 2015Q4 的历史最低价差仍然高出 800 元/吨，但考虑到目前的环保成本较当时要高出测算的 1169 元/吨甚至以上，如果考虑类似安纳达、金浦钛业边际产能的环保增加幅度还要更高，实际上当前最新价格下的动态盈利空间并不会好于 2015Q4，再考虑到目前的行业供需面下，中小

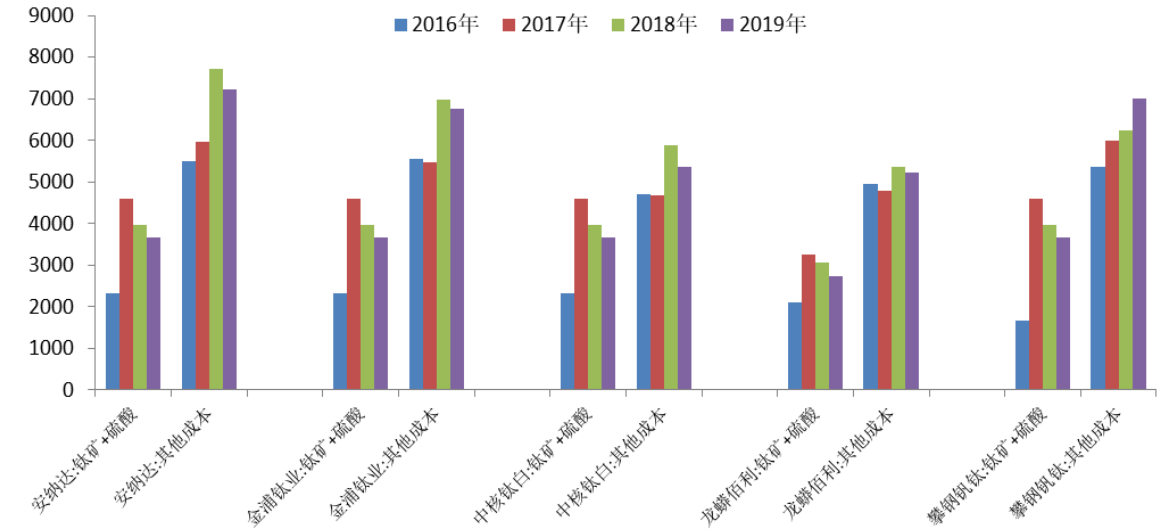
企业无能力、也无意愿再像 2013~2015 年一样进行深度价格战，因此继续维持今年二季度以来行业景气底部基本已夯实的判断、未来基本不存在下跌空间；（2）从行业研究方法论和跟踪框架角度来讲，我们认为不能刻舟求剑，将目前的价格指标简单对标 2015~2016 年，需要动态更新不可变成本，以及跟踪行业边际产能的季度披露的利润率似乎更为有效。

图1：边际成本角度当前价格处于底部



资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

图2：边际成本角度当前价格处于底部



资料来源：涂多多，Wind，东兴证券研究所

2. 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；建议关注国内钛白粉第二龙头中核钛白。

3. 风险提示

疫情二次冲击下的需求风险等。

4. 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