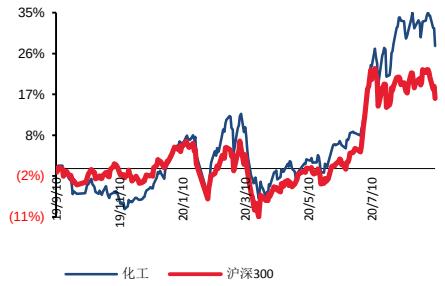
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-09-10
行业点评报告
看好/维持
化工

材料 材料 II

钛白粉行业触底回升，维持重点推荐龙蟒佰利和中核钛白

■ 走势比较



相关研究报告：

《【太平洋化工深度】龙蟒佰利：三维度对比思考，优质赛道上的加速赶超者》--2020/09/06

《【太平洋化工】齐翔腾达：C4 龙头再创业，多个项目即将进入收获期》--2020/09/01

《【太平洋化工】金禾实业：二季度业绩环比改善，受益代糖消费新趋势，维持“买入”》--2020/08/30

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL：zhaixl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520060001

前言：2020 年 H1，钛白粉行业上市公司相继披露中报，尽管受疫情影响，放眼全球，我们看到中国钛白粉龙头企业的崛起。

主要观点：

1. 钛白粉市场先扬后抑，二季度为行业低点

2020 年上半年，钛白粉行业先扬后抑，整体呈下行趋势。一季度由于春节前的备货期，以及国外客户担心国内疫情影响供应而出现的补库行情，使得钛白粉表现强势，价格上涨；但是进入二季度，随着海外疫情的蔓延，国内外需求下滑，价格快速下跌，6 月底降至近 4 年来最低水平。

价格下跌：2020 年一季度国内金红石型钛白粉均价 14981 元/吨，同比-8.83%；二季度均价进一步下滑至 13681 元/吨，同比-16.65%。上半年金红石型钛白粉均价为 14286 元/吨，同比-12.77%。6 月底降至 12500 元/吨，较 3 月底的 15000 元/吨快速下跌 2500 元/吨，平均单月下跌近 1000 元/吨，**为自 2016 年下半年以来，近 4 年的价格低点。**可以说二季度是钛白粉行业近年来的低点。

产量增长：据涂多多统计，1-6 月份国内钛白粉产量为 163.54 万吨，同比增长 5%。2 月份国内疫情影响最大，单月产量 24.8 万吨，同比下滑 8.4%。尽管需求下滑，但除 2 月份之外，其他单月产量均同比增加，主要是有新增产能释放，所以整体产量较去年同比提升，这也加剧了价格的下跌。

2. 钛白粉行业艰难时刻已过，景气度回升

二季度钛白粉价格快速下跌，已经逼近部分企业的成本线，甚至出现亏损，不得不减产控量，直至 6 月底，伴随着国内外需求的逐渐恢复，以及钛白粉上游钛矿成本的支撑，行业涨价潮开启，景气度回升。

国内需求回暖：2020 年 1-7 月份，全国房地产开发投资 75325 亿元，同比增长 3.4%，上半年为同比增长 1.9%。1-7 月份，房屋新开工面积 120032 万平方米，同比下降 4.5%，降幅较前值收窄 3.1 个百分点；商品房销售面积 83631 万平方米，同比下降 5.8%，降幅较前值收窄 2.6 个百分点。同时，随着下半年基建持续发力及各地

雨季陆续结束，国内钛白粉也将迎来消费旺季。

出口逐步恢复：如前所述，一季度受国外补库行情影响，国内钛白粉出口33.13万吨，同比+42.4%。进入二季度海外疫情爆发，主要出口目的地印度封国，4、5月份钛白粉出口分别为8.81万吨、6.65万吨，环比大幅下滑，6月份随着疫情缓解，印度等国解封，钛白粉出口7.73万吨，环比+16.24%，呈现出止跌回升趋势。1-6月份累计出口56.38万吨，同比+17.04%，排名前三的国家分别是印度、巴西和韩国，占比分别为10%、7%和6%。7月份中国钛白粉出口9.75万吨，同比+10.07%，环比+26.17%。

我们认为随着疫情逐步得到控制，需求将逐渐恢复，同时钛矿端成本高压导致价格易涨难跌，行业环比改善，将迎来复苏期。

3. 疫情使国际巨头本就艰难的财务状况雪上加霜

近年来海外巨头由于受龙蟒佰利等国内企业冲击、资产负债率高、折旧摊销大多方因素影响，财务状况很不乐观，2019 年科慕、泛能拓、特诺的净利润分别为-0.52 亿美元、-1.7 亿美元、-0.97 亿美元，均陷入亏损境地。2020 年上半年，受全球疫情影响，钛白粉量价齐跌，科慕、泛能拓、特诺、康诺斯营收同比分别为-13.9%、-13.3%、-16.0%、-47.8%，归母净利润同比分别-34.4%、-166.7%、129.0%、-23.7%，资产负债率进一步攀升至 90.63%、71.5%、86.72%、57.91%，或将加快海外钛白粉产能收缩的步伐。

4、国内钛白粉行业集中度持续提升

相比较于国外钛白粉巨头寡头垄断的格局，国内钛白粉行业集中度偏低，截至 2019 年底，我国具有钛白粉产能约 404 万吨/年，其中龙蟒佰利产能 86 万吨/年，占比为 21.3%，位居第一，中核钛白产能 33 万吨/年，占比为 8.2%，位居第二，CR4 为 40%。2020 年，龙蟒佰利新增产能投产，总产能达到 101 万吨/年，中核钛白后处理项目也将投产，总产能有望达到 40 万吨/年，行业集中度提升趋势明显。

从最新发布的产能规划来看，龙蟒佰利后续将逐步在云南新立和四川攀枝花分别新建 20 万吨/年氯化法钛白粉产能，中核钛白也计划在甘肃白银新增 40 万吨/年硫酸法钛白粉产能，两大龙头企业纷纷扩产，不仅体现出对钛白粉行业发展前景的信心，对于国内钛白粉行业集中度的进一步提升，以及各自企业规模效应和成本优势的凸显将产生重大影响。

5、钛白粉行业上市公司中报汇总

龙蟒佰利（002601）：2020 年上半年实现营业收入 63.25 亿元，同比+17.98%；归母净利润 12.93 亿元，同比+1.84%。其中二季度单季度实现营业收入 26.5 亿元，同比+2.06%，环比-28.44%；归母净利润 3.92 亿元，同比-39.43%，环比-56.55。对比一季度业绩增长超预期，公司二季度业绩下滑较多，预计主要由于：（1）钛白粉市场先扬后抑，二季度钛白粉价格及毛利率下滑。（2）公司产能增加，为培育及抢占市场，提高市占率，预计有部分让利。（3）二季度三费营收占比环比有所提升。（4）二季度增加了研发费用。

产量方面，受益于焦作氯化法二期 20 万吨/年生产线的试产和新立钛业 6 万吨/年氯化法钛白粉的复产，**上半年公司共生产钛白粉 40.53 万吨，同比+32.1%，其中硫酸法钛白粉 31.02 万吨，同比+3.51%，氯化法钛白粉 9.51 万吨，同比+183.17%，占总产量的比例不断提升，达到 23.46%。**销量方面，尽管上半年受疫情影响行业整体需求萎靡，公司仍然实现逆势增长，共**销售钛白粉 35.55 万吨，同比+15.62%，其中出口 19.72 万吨，同比增长 23.13%。**矿产品版块维持稳定，上半年共采选铁精矿 190.74 万吨，同比+7.56%，钛精矿 43.73 万吨，同比减少 0.71%。

中核钛白（002145）： 2020 年上半年实现营业收入 16.38 亿元，同比-0.91%；归母净利润 2.45 亿元，同比+14.82%。二季度单季度实现营业收入 8.11 亿元，同比-2.79%，环比-1.93%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比-21.27%，环比-48.77%。二季度业绩下滑较多，主要由于国外疫情爆发，出口量下滑，同时国内下游需求复苏缓慢，对价格造成冲击。2020 年 Q2，国内金红石型钛白粉现货价 13681 元/吨，环比一季度 14981 元/吨下跌 8.68%，同比去年同期的 16414 元/吨下跌 16.65%。公司二季度综合毛利率随之下降 6.38 pcts 至 27.18%，净利率下降 9.35 pcts 至 10.25%。

攀钢钒钛（000629）：2020 年上半年实现营业收入 50 亿元，同比降低 31%；实现归母净利润 0.86 亿元，同比降低 93%，单季度实现归母净利润 0.71 亿元和 0.15 亿元。营业收入下滑的原因主要是钒制品、钛白粉价格回落。上半年钒产品营收为 18 亿元，同比下滑 54%，钛产品营收 19 亿元，同比下滑 6.9%。上半年由于疫情对需求影响，钒产品价格延续了 2019 年底的低迷状态，五氧化二钒、50#钒铁、钒氮合金平均价格分别为 10.5 万元、10.6 万元、16.5 万元，同比分别-47%、-46%和-45%。报告期内公司钒制品产量 1.2 万吨，同比增长 8.2%。钒产品毛利率下降 20 pcts 至 12.6%。钛白粉方面，上半年产量 11.4 万吨，同比下降 0.7%。二季度海外疫情发酵影响钛白粉出口需求，二季度钛白粉价格持续回落，降幅创近三年最大，公司上半年钛白粉营业收入同比下降 15%，毛利率下降

1.5 个百分点至 14.5%。

金浦钛业(000545)：2020 年上半年公司实现营业收入 7.96 亿元，同比减少 11.47%，归母净利润为亏损 862 万元，同比下滑 122.17%。分季度来看，一季度归母净利润为 252 万元，同比下滑 89.91%，二季度由于价格迅速下跌，亏损 1114 万元，同比下滑 180.06%。上半年钛白粉毛利率仅为 9.61%，同比下降 7.75 pcts。同时公司披露 2020 年前三季度业绩预告，预计归属于上市公司股东的净亏损 3673.15 万元-5509.72 万元，上年同期盈利 5247.35 万元。

安纳达（002136）：2020 年上半年公司实现营业收入 4.84 亿元，同比下滑 4.75%；实现归母净利润 3694 万元，同比增长 44.19%。销售毛利率 16.85%，同比上升 2.16 pcts，销售净利率 8.13%，同比上升 2.84 pcts。其中，钛白粉实现营收 4.18 亿元，同比减少 10.18%，毛利率为 15.75%，同比提升 1.48 pcts，金红石型钛白粉销售收入占主营业务收入比例为 84.97%，锐钛型钛白粉销售收入占主营业务收入比例为 2.30%，磷酸铁锂销售收入占主营业务收入比例为 12.73%。

6、投资建议

新冠疫情的突然袭击对各行各业带来了不同程度的影响，2020 年上半年，钛白粉行业先扬后抑，整体呈下行趋势。一季度由于春节前的备货期，以及国外客户担心国内疫情影响供应而出现的补库行情，使得钛白粉需求强势，价格上涨；但是进入二季度，随着海外疫情的蔓延，国内外需求下滑，价格快速下跌，6 月底降至近 4 年来最低水平，已经逼近部分企业的成本线，甚至出现亏损。直至 6 月底，伴随着国内外需求的逐渐恢复，以及钛白粉上游钛矿成本的支撑，行业涨价潮开启，景气度回升。在全球钛矿资源日益紧张，国内行业集中度逐步提升的背景下，具备原料优势、技术优势、规模优势的龙头企业的盈利能力将继续提升，同时市场份额逐步扩大，维持重点推荐龙蟒佰利和中核钛白。

龙蟒佰利：主要逻辑（1）新产能陆续释放，公司焦作基地 20 万吨/年氯化法试产顺利，并购新立钛业之后复产工作顺利，新增 6 万吨/年氯化法产能。（2）氯化法产能继续扩张，巩固钛白粉龙头地位。公司现有钛白粉产能 101 万吨/年，全球第三。后续产能规划包括云南新立和四川攀枝花两处分别 20 万吨/年氯化法钛白粉产能，巩固龙头地位的同时，不断优化产品结构。（3）焦作和攀枝花两处原料保障项目的实施将进一步完善公司产业链，扩大成本优势，增强盈利能力，提升整体竞争力。**我们预计公司 2020-2022 年**

归母净利润分别为 30.6/39.3/46.1 亿元，对应 EPS 1.51/1.93/2.27 元， PE 15/12/10 倍。维持“买入”评级。

中核钛白：主要逻辑（1）公司目前具备钛白粉粗品产能 33 万吨/年，成品年产能超过 40 万吨/年，继续保持我国钛白粉行业第二的地位。（2）公司计划在甘肃白银采用分阶段建设的模式建成 50 万吨清洁生产工艺资源综合利用项目，预计总投资规模 60 亿元。该项目建成后将诞生全球单体规模最大的钛白粉生产基地，做大做强公司钛白粉主业，巩固行业优势地位。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.78 亿元、5.33 亿元、6.02 亿元，对应 EPS 0.30 元、0.33 元、0.38 元，PE 19X、17X、15X。维持“买入”评级。**

风险提示：全球经济下滑，钛白粉需求及价格下滑，新产能投放不及预期。

附表：重点推荐公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS（元）				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002601.SZ	龙蟒佰利	471	23.19	1.29	1.51	1.93	2.27	18	15	12	10
002145.SZ	中核钛白	94	5.90	0.27	0.30	0.33	0.38	21	19	17	15

资料来源：WIND，太平洋证券研究院；备注：市值及股价基础为 2020 年 9 月 9 日

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。