

钛白粉未来有望享受高景气 利好业内相关企业

研究结论

- 2010 年 7 月以来，钛白粉价格自 13000 元/吨，涨至目前的 23500 元/吨，涨幅达到了 80%，成为今年以来最为炙手可热的品种。并且杜邦近期宣布钛白粉 9 月价格将再次上调 500—700 美元，调价幅度达到了 15%。其他国际巨头也纷纷同比例调整了 9 月产品价格。全球范围内新一轮的价格上涨狂潮再次掀起！
- 我们分析认为近一年来的钛白粉价格强势上涨，其实标志着一个大周期拐点的来临。基于以下三点原因，未来盈利持续超预期的可能性很大。
- 1. **供需严重失衡**：过去 20 年，钛白粉行业盈利都很差。而经济危机更使大量厂商难以为继，预计永久性关闭产能在 50 万吨以上。而需求端：欧美市场未来几年须维持 5% 以上的增速，至 15 年才能恢复到危机前的水平；而我国也有望维持过去十年平均 20% 的复合增长率。因此全球供需缺口已经非常明显，10 年下半年开始的价格一涨再涨就是明证。
- 2. **新增产能有限，且耗时很长**：由于环保问题，钛白粉建设周期很长，氯化法要 4 年以上，硫酸法也要 2 年半。国际厂商中仅有杜邦扩产 35 万吨，且最快要在 14 年后才能投产。而国内今明两年在建产能分别为 18 万吨和 32 万吨，规模有限。尤其是考虑本轮 10 年下半年开始的钛白粉上涨是在同期新投产产能 53 万吨的大背景下。未来几年如此有限的产能投放，应该难从根本上改变供需紧张的现状。
- 3. **成本转嫁能力很强**：钛白粉行业前六大厂商占到总产能的 65%，行业集中度高于上游矿山和下游涂料行业，有很强的议价能力。目前钛精矿仅占到钛白粉总成本的 25% 左右，成本的提升对盈利的影响有限。而钛白粉也只占到下游涂料成本的 13%，适当的涨价下游也能承受。

投资策略和建议：

- 综合而言我们预期至 2013 年钛白粉行业都将维持高景气。预计行业内相关企业如佰利联（未评级）、安纳达（未评级）和 ST 新材（未评级）有望受益。预测每千元价格上涨的业绩弹性分别约为 0.65、0.3、0.07 元。
- 我们对 2009—2013 年钛白粉行业价格、毛利统计及预测如下表：

（元/吨）	2009	2010	2011	2012	2013
金红石型价格	10924	11844	17280	19872	21860
钛精矿价格	481	779	1513	1816	2088
毛利	2472	1687	4742	6217	7096
毛利率	23%	14%	27%	31%	32%

风险因素：欧美经济增长低于预期；国内经济增速放缓



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰
8621-63325888×5101
Zhaochen1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

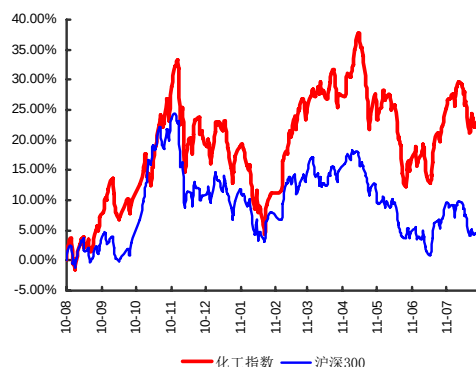
行业

石化行业

报告发布日期

2011 年 8 月 9 日

行业表现



资料来源：WIND

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。
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。
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。

目 录

1. 2010 年下半年以来钛白粉价格连续上涨	4
2. 钛白粉供需失衡是价格上涨的根本原因	5
2.1 经济危机后需求增长强劲.....	5
2.1.1 全球需求出现恢复性增长.....	5
2.1.2 我国需求一直呈现较快增长.....	6
2.2 供给受经济危机影响，国外产能大量关闭.....	7
2.3 出口拉动我国钛白粉价格上涨.....	8
3. 钛白粉行业未来几年还有望维持高景气	9
3.1 行业是否会在高景气阶段扩产？	9
3.1.1 国际厂商（除杜邦外）扩产在经济上并不可行.....	9
3.1.2 国内厂商扩产不影响供给紧张的大格局	10
3.2 钛白粉行业是否有向下游提价的能力？	12
3.3 钛白粉行业能否转嫁上游涨价？	12
3.4 总结.....	13
4. 受益企业.....	14
4.1 佰利联	14
4.2 安纳达	14
4.3 ST 新材	14

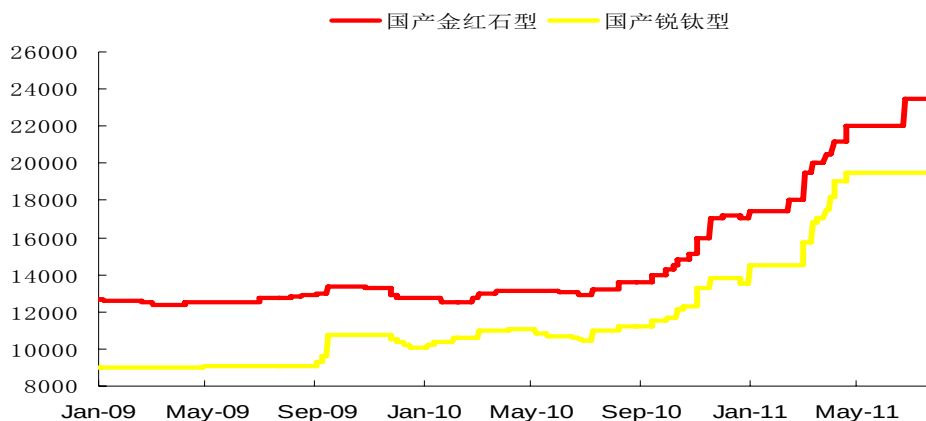
图表目录

图表 1 2010 年 6 月至今国内外钛白粉价格变化示意图（元/吨）	4
图表 2 2010 年 6 月至今钛白粉相关上市公司股价变化图	4
图表 3 钛白粉下游应用领域分类图	5
图表 4 2003-2011 年全球钛白粉消费量统计及预测（万吨）	5
图表 5 2005-2011 年美国涂料消费量 1 年及 2 年回归比较示意图	6
图表 6 2000-2010 年我国钛白粉消费量统计（万吨）	6
图表 7 世界主要经济体钛白粉人均消费量统计（千克/每人）	7
图表 8 1990-2015 年全球钛白粉产能增减变化情况统计（万吨）	8
图表 9 1991-2015 年全球钛白粉供需及开工率情况（千吨）	8
图表 10 2010-2011 年钛精矿价格变化（元/吨）	12
图表 11 2009-2011 1H 金红石系钛白粉价格及毛利变化（元/吨）	13
表格 1 经济危机期间全球关停钛白粉大厂列表	7
表格 2 2005—2011 年我国钛白粉净出口情况统计（万吨）	9
表格 3 国际钛白粉厂商产能统计（万吨）	9
表格 4 2009—2011 年国际钛白粉企业的盈利能力示意图	10
表格 5 2009—2012 年我国钛白粉行业产能、产量及开工率统计及预测（万吨）	11
表格 6 2010—2012 年我国钛白粉新增产能统计（万吨）	11
表格 7 2009—2013 年我国钛白粉新增产能统计（万吨）	13

1. 2010 年下半年以来钛白粉价格连续上涨

自 2010 年 7 月以来，国内外的钛白粉价格均大幅上涨。以国内金红石型为例，价格自 13000 元/吨上涨至 6 月底的 23000 元/吨，过去一年涨幅达到了 76%，为无机化工领域最炙手可热的品种之一。并且进入 7 月以来，国际钛白粉巨头纷纷调高钛白粉价格，如：杜邦、Cristal、Tronox 继 6 月份提价 10 美分/磅后，自 7 月 1 日起再次上调价格 25 美分/磅，调价幅度达到了 15% 以上；而 Kronos 更是在 7 月份直接上调价格达 35 美分/磅，全球范围内新一轮价格上涨的狂潮再次掀起！

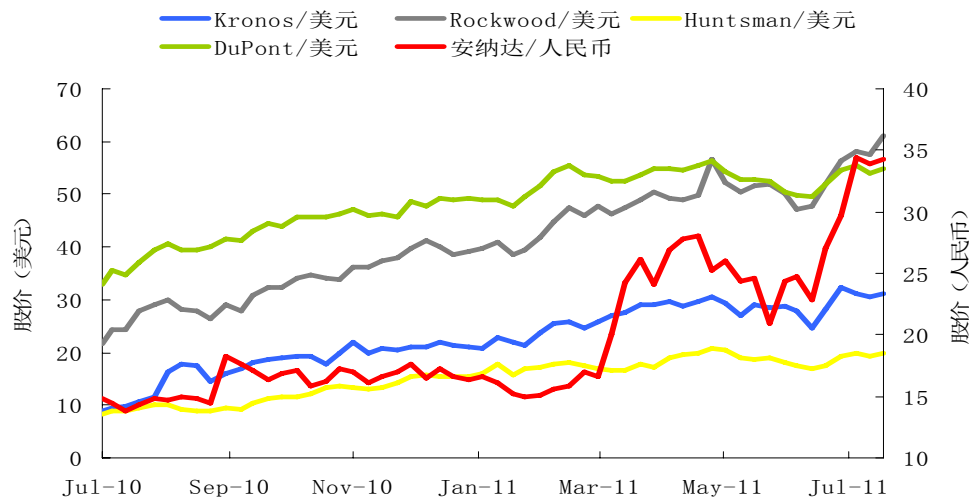
图表 1 2010 年 6 月至今国内外钛白粉价格变化示意图（元/吨）



资料来源：中华商务网

而与之相对应的是，钛白粉相关企业的股价也普遍上涨了 1 倍左右。如 Kronos、Huntsman、Rockwood、Dupont 和安纳达股价分别上涨了 2.5 倍、1.4 倍、1.8 倍、0.7 倍和 1.3 倍。

图表 2 2010 年 6 月至今钛白粉相关上市公司股价变化图

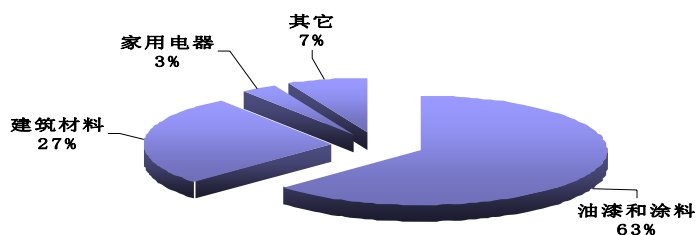


资料来源：东方证券整理

2. 钛白粉供需失衡是价格上涨的根本原因

钛白粉具有无毒、最佳的不透明性、最佳的白度和光亮度，被公认为世界上性能最好的白色颜料，占到其总使用量的 80%，主要用于油漆和塑料制品领域。钛白粉依照结晶形态可分为金红石型和锐钛型两大品种。由于金红石型具有更好的耐候性和遮盖力，因此应用领域更为高端、价格也更贵，占到全球钛白粉需求的 75%-80%，而锐钛型约占 20%-25%。

图表 3 钛白粉下游应用领域分类图



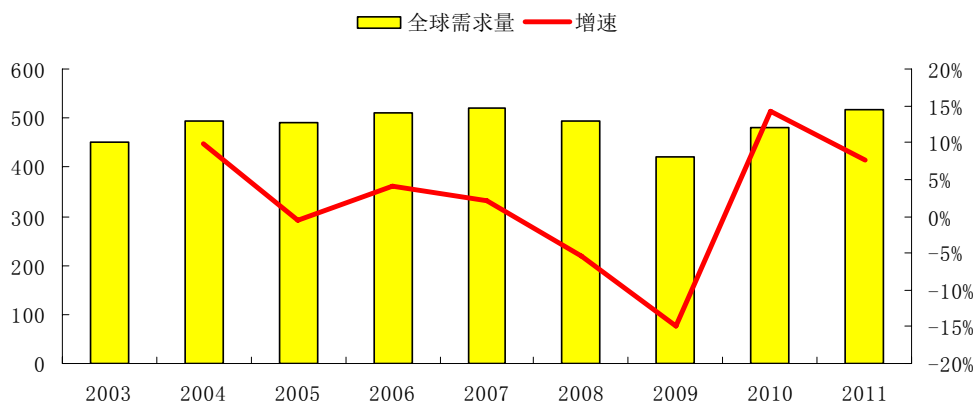
资料来源：东方证券统计

2.1 经济危机后需求增长强劲

2.1.1 全球需求出现恢复性增长

作为传统大宗无机化工品，钛白粉的需求相当稳定。在 03-07 年间，全球的年需求复合增长率为 3.7%。随着 08 年经济危机的爆发，当年需求量同比下降 5.34%，至 494.2 万吨。而 09 年降幅更是达到 15%，行业景气也降至冰点。但随着其后全球经济的复苏，钛白粉需求出现了恢复性增长。

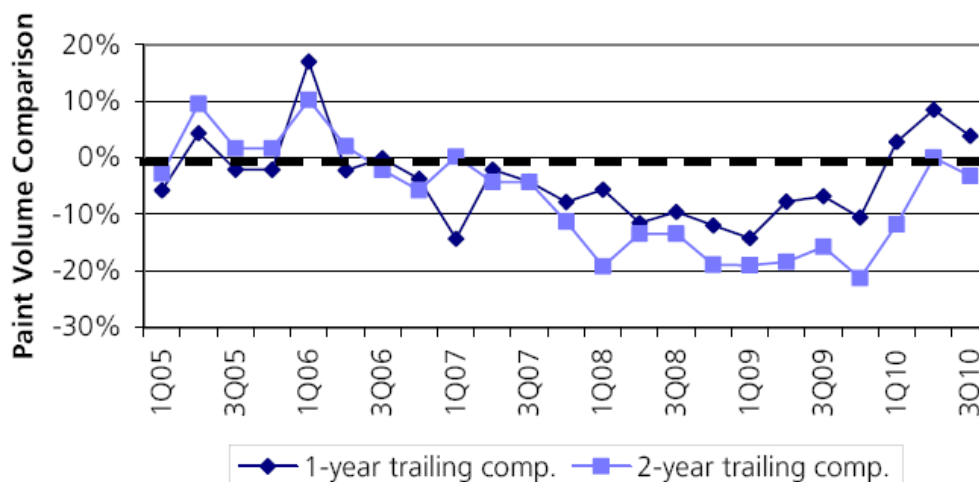
图表 4 2003-2011 年全球钛白粉消费量统计及预测（万吨）



资料来源：CMAI 统计

钛白粉主要用于涂料领域，而美国又是全球最大的消费市场。因此从历史上看，全球钛白粉需求与美国涂料市场需求高度相关。受经济危机影响，08、09年美国涂料市场需求分别同比下跌了19%和15%。受此影响全球钛白粉需求（剔除中国）在09年同比下降24%，降至315万吨。10年美国涂料需求恢复性上升了10%，相应的全球钛白粉需求（剔除中国）也同比增长了5.6%，达到了333万吨。考虑到目前的基数较低，我们判断未来5年全球需求（剔除中国）将会维持5%以上的增长，至2015年恢复到危机发生前03-07年需求平均值420万吨的水平。

图表 5 2005-2011 年美国涂料消费量 1 年及 2 年回归比较示意图

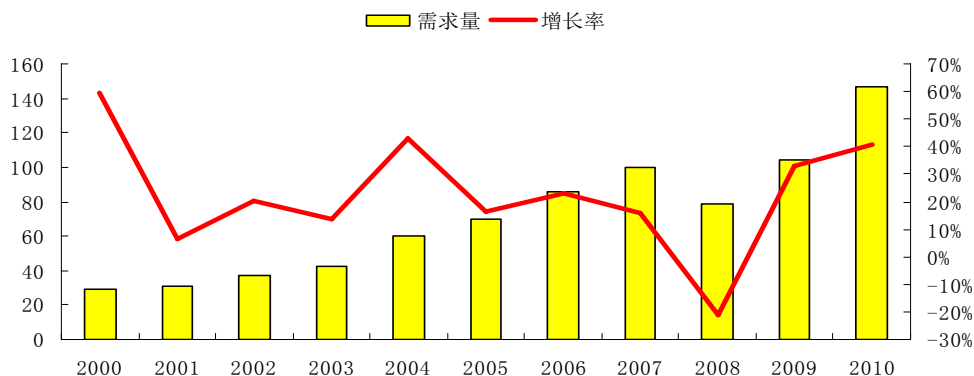


资料来源：美国统计局

2.1.2 我国需求一直呈现较快增长

作为世界上最大的新兴经济体，我国钛白粉消费一直保持了高速的增长。1999—2007年，我国钛白粉消费量年复合增长率为21%，基本为同期GDP增速的两倍。08年后受经济危机影响，需求一度下滑20%，但09、10年伴随着国家经济刺激计划，需求迅速恢复，增速都达到了30%以上。

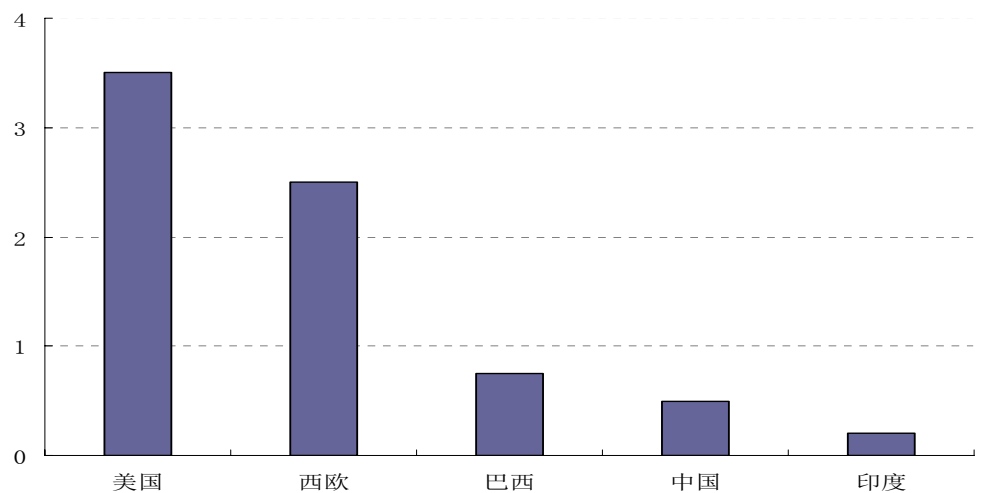
图表 6 2000-2010 年我国钛白粉消费量统计（万吨）



资料来源：CMAI 统计

钛白粉作为一种“有关百姓生活品质”的产品，其人均消费量是衡量一个国家经济发展水平的一个重要指标，目前我国年人均钛白粉消费量尚不足 1 千克，是美国的 25%，西欧的 32%。即使与亚太国家比较，也只能算中等偏下。如果我们以 14 亿人口计算，人均消费量达到 2 千克，则总需求将达到 280 万吨，这也就意味着翻倍的增长空间。由此我们推测未来几年，我国钛白粉行业还将有望维持 15% 以上的需求增速。

图表 7 世界主要经济体钛白粉人均消费量统计（千克/每人）



资料来源：CMAI 统计

2.2 供给受经济危机影响，国外产能大量关闭

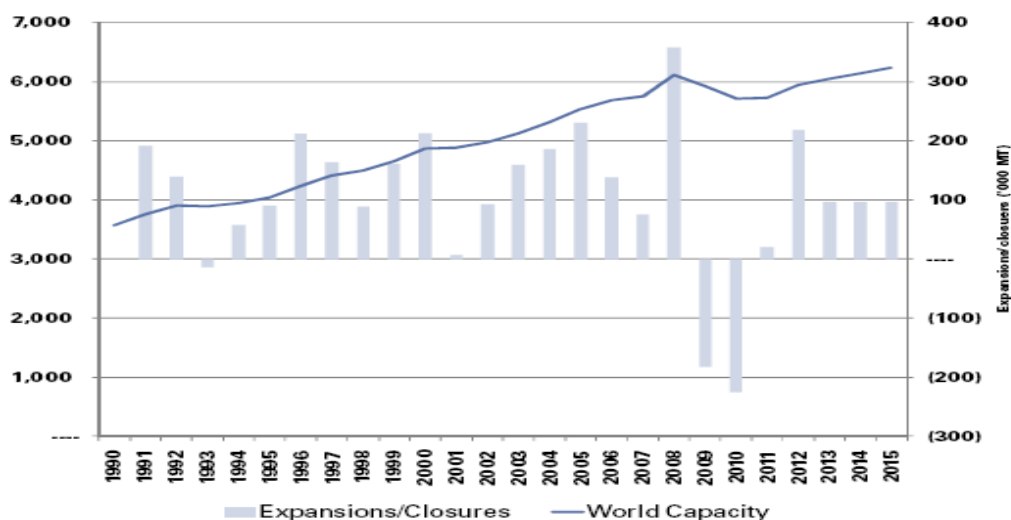
因为钛白粉应用的主要下游领域为建筑行业，08 年爆发的经济危机导致欧美的房地产泡沫破灭，对钛白粉的需求造成重大负面影响。大量企业入不敷出，08、09 年以来全球被迫永久性关停的产能高达 50 万吨，占到全球总产能的 9% 左右。国际产能急剧减少造成了 08、09 年产量的大幅下滑，也为日后的价格暴涨埋下了伏笔。

表格 1 经济危机期间全球关停钛白粉大厂列表

工厂位置	国家	公司	工艺	产能/万吨
巴尔的摩	美国	Cristal	氯化法	5
萨凡纳	美国	Tronox	氯化法	11
格里姆斯比	英国	Huntsman	硫化法	4
勒阿弗尔	法国	Cristal	硫化法	6

资料来源：东方证券整理

图表 8 1990-2015 年全球钛白粉产能增减变化情况统计（万吨）

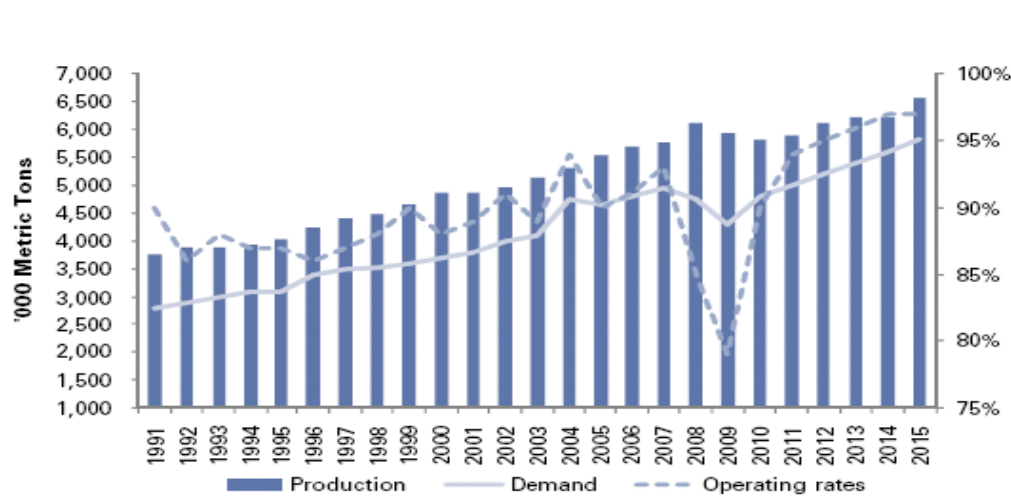


资料来源：CMAI 统计

2.3 出口拉动我国钛白粉价格上涨

我国钛白粉行业基本上都采用硫酸法工艺，产品档次低。因此高端产品主要是依赖进口，而出口产品则集中在中低端，与国外厂商形成错位竞争。随着 10 年欧美产能缺口出现并不断扩大，世界范围内的钛白粉呈现供不应求的局面。而欧美厂商新上项目基本都以氯化法为主，建设期一般在 4 年以上，“远水难解近渴”，因此从我国的进口大幅上升。10 年我国出口 26 万吨，相比 09 年增长了 158%。而 11 年上半年已经出口了 21 万吨，相比 10 年同期再次增长 118%。如果下半年也能同比例增长，则预计全年出口量将达到 60 万吨以上。出口为今年提供的增量需求将达到 34 万吨，占到 2010 年总需求的 23%。出口的大幅增长已成为推动我国钛白粉价格上涨的根本动因。

图表 9 1991-2015 年全球钛白粉供需及开工率情况（千吨）



资料来源：CMAI 统计

表格 2 2005—2011 年我国钛白粉净出口情况统计（万吨）

年份	进口量	出口量	净进口量
2005	22.8	15.7	7.0
2006	25.7	19.4	6.3
2007	27.6	13.8	13.8
2008	25.1	7.5	17.6
2009	24.5	10.4	14.1
2010	26.7	26.6	0.1
2011 1H	13.2	21	-7.8

资料来源：中国统计年鉴

3. 钛白粉行业未来几年还有望维持高景气

虽然目前钛白粉行业盈利能力良好，但市场还是存在以下几点担忧：1. 行业是否会在高景气阶段大量扩产；2. 目前的高价格是否会对下游需求造成负面影响；3. 原料钛精矿的价格上涨，钛白粉行业是否有足够的转嫁能力。我们以下将对三个问题分别展开回答：

3.1 行业是否会在高景气阶段扩产？

从钛白粉行业的产业格局上看，基本上可以分为三个梯队：1. 杜邦，100%采用氯化法路线，对钛精矿用矿品位不限，成本业内最低；2. 其他欧美厂商，如 HUN、ROC、TRO 和 KRO 等，产品质量好，但成本显著高于杜邦；3. 我国厂商，基本采用环保压力很大的硫酸法，产品档次相对较低，但可以提供国际普遍不生产的锐钛系产品。

表格 3 国际钛白粉厂商产能统计（万吨）

生产商	净产能/万吨	市场份额	氯化法	硫酸法
DuPont	114	19.2%	100.0%	0.0%
Cristal	86.5	14.5%	80.3%	19.7%
Tronox	58.7	9.9%	74.8%	25.2%
Huntsman	56	9.4%	39.3%	60.7%
Kronos	52.5	8.8%	74.5%	25.5%
Ishihara Sangyo Kaisha	22	3.7%	65.9%	34.1%
Kemira Pigments	12	2.0%	0.0%	100.0%
其它	193.6	32.5%	0.0%	100.0%
全球总产能	595.3	100.0%	51.5%	48.5%

资料来源：东方证券整理

3.1.1 国际厂商（除杜邦外）扩产在经济上并不可行

从国际厂商看，由于环保压力很大，基本上新投产能都会采用相对环保的氯化法。但氯化法的单位投资额很大，依照目前具备规模效应的最优配置 10 万吨来看，需要投资 5 亿美元以上。并且由于

副产的氯化废渣需要深度填埋，前期施工需要挖掘千米以上的填埋井，非常耗时，故而新增产能的建设期要长达 4-5 年。

虽然钛白粉去年以来盈利有大幅好转，但除杜邦外大多数钛白粉企业的 EBITDA Margin 只有 15%-20%。面对长达 5 年的建设期和巨大的投资成本，这个盈利水平显然还不足以催生新产能的投资冲动。依照 TZMI 的预测，未来钛白粉价格要从现有价位再翻一倍，除杜邦外的其他业内企业才有可能扩产。

表格 4 2009—2011 年国际钛白粉企业的盈利能力示意图

钛白粉企业	EBIT Margin		
	2009	2010	2011H1
Dupont	22%	26%	28%
Rockwood	15%	17%	19%
Huntsman	3%	18%	23%
Kronos	2%	15%	25%
Tronox	1%	16%	19%

资料来源：行业协会资料

而今年 5 月杜邦宣布了总规模达 35 万吨的钛白粉扩产计划：1/ 墨西哥 Altamira 的工厂增加一条 20 万吨的生产线，预计将于 2014 年底完成投产；2/ 杜邦全球各地的其他生产厂通过升级再增加 15 万吨的产能，这部分产能未来三年内(2012-2014)是陆续上马的。针对这一扩产规划，我们总体感觉是比较温和的。首先 35 万吨对于目前 520 万吨的市场需求来说，仅占 6%。更何况是在 4 年内分部投放，而且需求还以每年至少 3% 的速度在增长。并且本次投放的主体在墨西哥，应该还是瞄准拉美市场，对世界其他地区的钛白粉市场应该没有什么实质性影响。

3.1.2 国内厂商扩产不影响供给紧张的大格局

现在业内普遍担心的是国内厂商在目前高景气的大格局下大量扩产。但我们分析认为，情况并没有想象的那么严重。近三年来新增产能分布为：2010 年 70 万吨、2011 年 18 万吨、2012 年 32 万吨。10 年的产能投放最大，并且有 53 万吨都是在下半年投产。可钛白粉价格的大幅上涨也恰恰发生在下半年，可见供给的大幅增长，并没有扭转行业景气提升的大趋势。而未来两年的产能投放相比 10 年是非常温和的，因此我们判断行业供需紧张的局面会日益严重，而非缓和。

1. 开工率存在瓶颈：氯化法流程短、为连续法工艺，理论开工率可以达到 90%。但核心技术都掌握在几个国际巨头手中，很难转让。而国内仅锦州钛业有 3 万吨产能，其他厂商通过氯化法扩产的难度相当大。而硫酸法因为是在强酸环境下生产，采用的是间歇法工艺。目前国际上的开工率为 80%，但国内普遍在 70% 左右。

2010 年新增产能很大，其年化有效产能应在 185 万吨左右，对应的开工率应为 79%。从行业开工情况看，已经是在最高负荷运转。由此可见 80% 的开工率应该是个较难突破的瓶颈。

而展望未来，国内每年新增 15 万吨的需求。而我们预测 2011、2012 年我国要新增 25 万吨和 10 万吨出口来平衡国际需求缺口。因此综合而言，未来两年行业开工率还将维持在接近 80% 的高位，未来高景气仍将维持。

表格 5 2009—2012 年我国钛白粉行业产能、产量及开工率统计及预测（万吨）

	2009	2010	2011	2012
有效产能	160	185	240	265
产量	89.9	146.9	183.7	208.4
进口量	24.5	26.7	28.0	29.4
出口量	10.4	26.6	50	60
表观需求量	104	147	162	178
开工率	56%	79%	77%	79%

资料来源：行业协会资料

2. 项目审批难度大：钛白粉污染严重，硫酸法在国家产业政策中已被列为限制级，环保审批极其严格，新厂基本上是批不下来了。产能增加只能是在原有基础上扩产，这就基本杜绝了现有厂商外的其他企业进入该行业。（如杜邦于东营 20 万吨的氯化法钛白粉项目，申报已逾 3 年尚未得到审批）。

3. 建设周期长：氯化法国际上通行的建设期是 4-5 年。而我国普遍采用的硫酸法，其扩建基本需求 2 年以上，还要有 3-6 个月的调试期才能顺利开车，这也限制了产能的快速投放。

表格 6 2010—2012 年我国钛白粉新增产能统计（万吨）

项目名称	产能	竣工或计划竣工日期	备注
山东东佳技改扩能	5	2010.1 投产	
河南佰利联技改扩能	5	2010.3 投产	
湖北潜江方圆新建	2	2010.5 投产	硫酸法金红石
云浮惠运钛白金红石型工程	5	2010.5 投产	硫酸法金红石
安徽马鞍山金星太白原址新建	8	2010.8 投产	硫酸法金红石
山东道恩钛业二、三线扩建	7	2010.9 投产	
西昌瑞康钛业新建	6	2010.10 投产	硫酸法金红石
云南泽昌钛业新建	5	2010.11 投产	硫酸法金红石
富民龙腾钛业新建	2.5	2010.11 投产	
四川龙蟒新建和技改扩能	10	2010 底/2011 年初投产	
济南裕兴化工搬迁工程	10	2010 底/2011 年初投产	
江西添光化工新建金红石型	5	2010 底/2011 年初投产	硫酸法金红石
宁波新福扩建	4	2011 上半年投产	
云南隆源钛业新建	6	2011 年投产	
昆明新立有色金属公司	6	建设中，计划 2011 年建成	
攀钢集团锦州钛业有限公司	3	计划 2011 年建成，3 年内达产	
山东道恩钛业二期工程	10	2012 年前	
广西嘉华钛业新建	5	2012 年	
江西金浦新建徐州钛白粉工程	7	2012 年	
新安万基控股集团有限公司	10	2010 年 5 月开工建设	总计划 20 万 t/a，一期 10 万 t/a

资料来源：中国钛白网

3.2 钛白粉行业是否有向下游提价的能力？

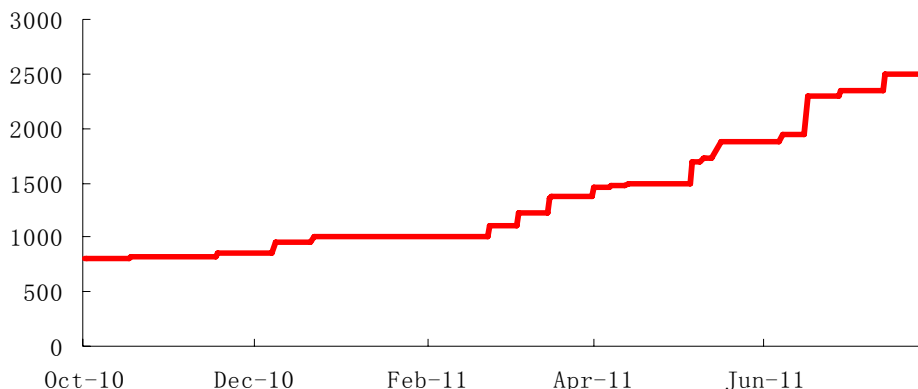
本轮钛白粉价格自谷底反弹了近 50%，这不能不让人担心，下游行业是否能承受如此快速上涨的价格。由于钛白粉下游主要用于涂料，涨价前其占到涂料成本的 13%左右。因此本轮 50%的价格上涨，涂料企业只消上浮产品价格 6.5%(50%×13%=6.5%)，就能保证其吨毛利不变。而实际上像 Sherwin Williams 这样的涂料巨头，今年 1 月份的时候已经提价了 8%，5 月初又宣布再次提价，哪怕考虑到钛白粉涨价，其实际的毛利额也在提升，因此即使未来钛白粉继续涨价，涂料行业也应该能够承受。

并且相比钛白粉行业，涂料行业的集中度明显较低。钛白粉行业前六大厂商市场占比为 74%，Herfindahl 指数为 0.093；而涂料行业仅为 37%，Herfindahl 指数为 0.032。在目前钛白粉明显供不应求的大背景下，涂料行业的议价能力其实是弱于钛白粉行业的。并且目前国际涂料企业的平均 EBITDA MARGIN 也能维持在 15%左右。因此钛白粉行业如果进一步提价的话，下游涂料企业也有足够的利润空间可以调节。而对于最终消费者来说，其实涂料中最大的成本来自于超市铺货费用。对于一桶 30-40 美金的涂料来说，钛白粉成本也不会超 3 美元。就算是价格再翻一倍，其实对消费者的购买决策也不会造成实质性的影响。

3.3 钛白粉行业能否转嫁上游涨价？

自去年下半年以来，钛白粉上游钛精矿的价格其实也有较大幅度的上涨。从 800 元/吨上涨至目前的 2400 元/吨左右，上涨了 200%，并且未来预期还有进一步上涨的动力，那么钛白粉行业是否有能力转嫁上游的涨价呢？

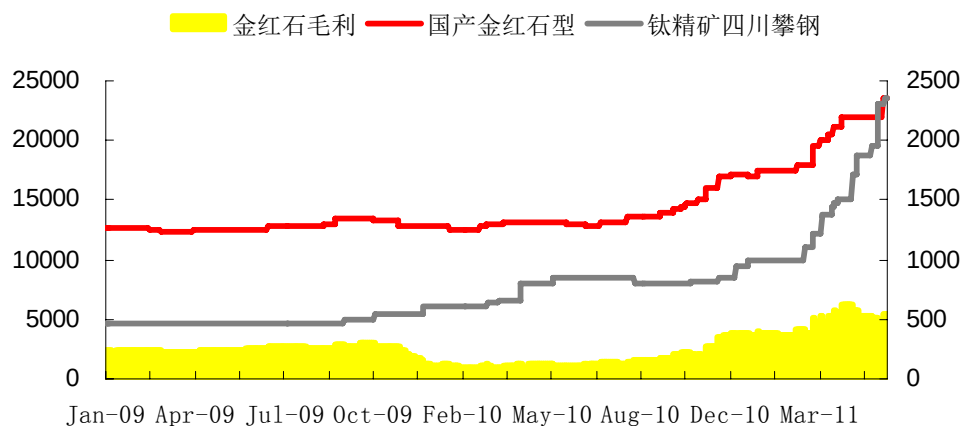
图表 10 2010-2011 年钛精矿价格变化（元/吨）



资料来源：中华商务网

目前我国钛白粉行业对钛精矿的吨耗基本为 2.5 吨左右，其在涨价前占到成本的 15%左右。因此这就意味着钛精矿每 10%的价格上涨，钛白粉行业只需提价 1.5%就可以覆盖。本轮钛精矿价格从谷底上涨了 200%（1600 元/吨），需要钛白粉行业相应提价 30%来覆盖成本（1600×2.5=4000 元/吨）。但实际提价幅度达到 60%以上。钛白粉行业借钛精矿涨价之机大幅提价，行业盈利能力有了显著改善。因此展望未来，如果钛精矿的价格呈现稳步上涨的趋势，则下游钛白粉行业绝对有能力转嫁成本的提升，而不影响行业整体的盈利水平。

图表 11 2009-2011 1H 金红石系钛白粉价格及毛利变化（元/吨）



资料来源：东方证券整理

并且对市场普遍担心的越南年底停止向我国出口钛精矿问题。我们分析认为由于执行力的原因，真正完全停止出口，可能性较小，更多的影响应该是减小出口量，进而提高钛精矿的价格。并且我国钛精矿进口的选择余地较大，也可从其他地区进口，主要的影响是会提高物流成本，其落地地也还是体现在价格的上涨，完全的断供是不太可能发生的。而前文已经分析过，在未来两年，钛白粉行业供求紧张的大背景下，矿价的有序上涨，并不会对行业的盈利能力造成实质性伤害。

3.4 总结

综合以上分析，我们认为钛白粉行业在经历了经济危机的重创后，确实等到了行业大周期的拐点，2011、2012 两年的开工率都将维持在高位，对应的行业高景气有望维持在 2013 年。因此未来两年该产业链的特征就是钛精矿—钛白粉—涂料不断的提价。

我们假设 2012、2013 年钛精矿价格涨幅为 20%和 15%；钛白粉价格涨幅 15%和 10%，则对钛白粉行业盈利的拟合如下：

表格 7 2009—2013 年我国钛白粉新增产能统计（万吨）

	2009	2010	2011	2012	2013
红石型价格	10924	11844	17280	19872	21860
钛精矿价格	481	779	1513	1816	2088
毛利	2472	1687	4742	6217	7096
毛利率	23%	14%	27%	31%	32%

资料来源：东方证券整理

由此可见，钛白粉行业因为供需紧张且行业集中度最高，在全产业链价格上涨的大背景下，有充分的成本转嫁能力，行业内企业的毛利率水平也将不断的提升。

4. 相关企业

A 股市场，现有三家钛白粉相关上市公司，分别为佰利联、安纳达和 ST 新材。这三家公司每万元市值的钛白粉产能为 0.1 吨、0.16 吨和 0.08 吨。与之相对应的国际厂商 Dupont、Rockwood、Huntsman 和 Kronos 该项数值和本轮股价涨幅为 0.035 吨（70%）、0.07 吨（180%）、0.14 吨（140%）和 0.32 吨（250%）。

4.1 佰利联（未评级）

河南佰利联公司现有钛白粉产能 10 万吨，锆化合物 0.5 万吨，硫酸 30 万吨，硫酸铝 1 万吨。是我国钛白粉行业龙头企业之一，产能仅次于山东东佳，居行业第二位。并且因为所有产品都为金红石法，产品等级较高，有 50%以上出口到海外。

因为公司地处河南焦作，周边煤炭、电力和天然气等资源丰富，并且单套设备规模大，因此无论是能耗还是物耗都有较强的成本优势。依照我们的测算，今年上半年金红石型钛白粉单吨盈利在 4500-5000 元左右，盈利状况良好。

公司上市后，将新增 6 万吨/年氯化法钛白粉项目和 2x30 万吨/年硫磺制酸项目。依照规划，2012 年公司将新增 60 万吨硫酸产能，2013 年将新增 6 万吨钛白粉产能。届时，公司的产业链将得到进一步完善，竞争力也将得到相应的提升。

4.2 安纳达（未评级）

公司现有锐钛系钛白粉产能 1.5 万吨、金红石系钛白粉产能 4 万吨，是国内前十大的钛白粉生产商。作为铜陵有色下属企业，在钛白粉重要原料硫酸的采购上有一定的优势。公司增发募投的 4 万吨金红石型钛白粉产能将于 2012 年底投产，届时公司的产能将有接近翻倍的增长。

4.3 ST 新材（未评级）

公司下属广西大华钛白粉厂，产能 3.4 万吨。后经扩建，目前产能达到 6 万吨。今年以来钛白粉行业的高景气，也在一定程度上提升了公司的业绩。

分析师声明

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn