

疫情拖累行业复苏，中长期格局利好中国企业

海外钛白粉企业 2020Q1 业绩总结

核心结论

Q1海外钛白粉企业业绩同比小幅下滑。目前全球钛白粉产能CR5=52%，我们跟踪了海外主要钛白粉企业Q1业绩情况。除特诺（Tronox）业绩增长外，科慕（Chemours）、泛能拓（Venator）、康诺斯（Kronos）20Q1营收同比分别下滑5.2%、5.3%、3.6%，经调整EBITDA同比分别下滑1.9%、5.0%、6.2%。我们认为钛白粉行业于19Q4起已进入需求回暖周期，但疫情打乱复苏节奏，20Q1欧洲地区需求下滑对泛能拓及康诺斯冲击较大，20Q2北美地区需求下滑将显现，重点关注科慕经营情况。

需重点关注海外钛白粉企业现金流及债务情况。20Q1部分企业经营性现金流表现不佳，经营杠杆上升。科慕20Q1净杠杆比率为3.1x（19Q1同期为2.1x），经营性现金流净额为-0.44亿美元。泛能拓20Q1净杠杆比率为4.1x（19Q1同期为2.0x），20Q1现金余额0.25亿美元（除19Q4外已连续7个季度下降，19Q1现金余额0.8亿美元）。鉴于20Q2需求恢复预期仍较悲观，需重点关注海外企业经营性现金流、新增负债及授信额度使用情况。

预计疫情对Q2海外需求冲击明显，降本控费成为行业共识。四家海外钛白粉企业均预计20Q2销量将环比下滑，其中特诺预计20Q2销量下滑20%、泛能拓预计下滑15%-20%。为应对疫情影响，科慕将削减全年资本开支1.25亿美元、泛能拓将削减0.25亿美元，仅特诺未宣布削减资本开支。各公司表示将采取灵活用工、人事冻结、控制非必要开支等手段降低费用。

钛矿核心价值凸显，行业继续加强整合。力拓于3月暂停南非RBM钛矿生产21天。Iluka 20Q1金红石销量同比下降37.6%至4.72万吨，已宣布放弃完成全年产量指引。Sheffield Resources于4月8日宣布终止Thunderbird项目内的钛精矿前期工作。特诺于5月14日宣布向Eramet SA购买TiZir钛铁冶炼（TTI）业务，交易对价约3亿美元。Q1海外钛矿价格坚挺，全球钛原料资源的整合继续，预计中长期资源趋紧，一体化钛白粉龙头将持续受益。

投资建议：我们认为疫情影响下海外钛白粉企业短期经营情况疲软，中长期或继续出让市场份额，同时钛矿资源价值进一步凸显。**继续重点推荐龙蟠佰利（002601.SZ）。**公司目前为全球第三大钛白粉企业，2020年将迎来焦作氯化法二期20万吨/年项目、人造金红石项目及攀西50万吨钛精矿升级转化项目的全面投产，公司计划开展新立基地20万吨氯化法钛白粉生产线建设项目，远期将实现60万吨/年氯化法布局、并有望完全配套所需氯化钛渣，保持全球范围内的领先成本优势。我们预计公司2020-2022年可实现归母净利润30.81/40.14/53.02亿元，同比增18.8%/30.3%/32.1%，目前股价对应PE为11.3x/8.7x/6.6x，维持“买入”评级及23.33元的目标价。

风险提示：海外疫情超预期；钛矿供应释放超预期；海外产能扩产超预期

行业评级

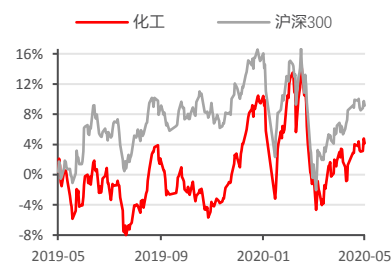
超配

前次评级

评级变动

首次

近一年行业走势



相对表现	1 个月	3 个月	12 个月
化工	1.12	-6.99	3.79
沪深 300	2.12	-5.05	8.77

分析师



杨晖 S0800520010003



yanghui@research.xbmail.com.cn

联系人



陈默



chenmo@research.xbmail.com.cn

相关研究

化工：贵氨酸甲酯、丙烯酸丁酯上涨，VE 价格或上行——化工行业周报（20200511-20200515）
2020-05-17

化工：MDI 挺价持续；春播进度佳，继续推荐农化板块——化工行业周报（20200504-20200508）
2020-05-11

化工：至暗时刻期待新生，农化、维生素相对强势——海外疫情对化工上市公司业绩影响专题研究
2020-05-10

索引

内容目录

核心观点：	3
Q1 海外钛白粉企业业绩同比小幅下滑，需关注现金流及债务情况	3
预计 Q2 海外需求萎缩较大，降本控费成为共识	3
钛矿核心价值凸显，行业继续加强整合	4
投资建议：看好一体化龙头成长，继续重点推荐龙蟒佰利	5
海外钛白粉企业 20Q1 业绩	6
科慕（CC.N）	6
特诺（TROX.N）	7
康诺斯（KRO.N）	8
泛能拓（VNTR.N）	9
风险提示	10

图表目录

图 1：特诺认为其于南非运营的 Namakwa 与 KZN 钛渣工厂已具备显著的成本优势	4
图 2：科慕单季业绩基本符合预期（单位：百万美元）	6
图 3：科慕钛板块营收及盈利能力有所好转（单位：百万美元）	6
图 4：科慕现金流及负债变化情况（单位：百万美元）	7
图 5：截止 20Q1 季末，科慕在手现金为 7.14 亿美元	7
图 6：特诺业绩实现同比增加（单位：百万美元）	8
图 7：特诺钛白粉业绩实现同比增加（单位：百万美元）	8
图 8：康诺斯 Q1 业绩同比下滑（单位：百万美元）	8
图 9：康诺斯产销基本保持正常（单位：万吨）	8
图 10：泛能拓业绩同比下滑（单位：百万美元）	9
图 11：泛能拓钛白粉业务同比下滑（单位：百万美元）	9
图 12：泛能拓加强成本控制以对冲业务疲软的影响（单位：百万美元）	9
图 13：泛能拓现金流及杠杆情况（单位：百万美元）	10
表 1：全球钛白粉龙头中仅特诺、龙蟒佰利于 20Q1 实现营收增长	3
表 2：全球 5 家钛白粉上市企业历史业绩对比（除龙蟒佰利外，货币单位为美元）	5

核心观点：

Q1海外钛白粉企业业绩同比小幅下滑，需关注现金流及债务情况

目前全球钛白粉产能 CR5=52%，我们跟踪了海外主要钛白粉企业 Q1 业绩情况。除特诺（Tronox）业绩增长外，科慕（Chemours）、泛能拓（Venator）、康诺斯（Kronos）20Q1 营收同比分别下滑 5.2%、5.3%、3.6%，经调整 EBITDA 同比分别下滑 1.9%、5.0%、6.2%。

我们认为原因如下：

1. 在经历自 2018 年以来的去库周期后，钛白粉市场需求如期回暖。我们观察到科慕 Q1 业绩同比下滑主要受到氟化工板块拖累，公司钛技术（Titanium Technologies）板块 20Q1 营收同比增长 10.5%、经调整 EBITDA 同比增长 9.5%。特诺于 2019 年收购科斯特（Crsital）带来了更好的协同效应并加强了原料控制，备考口径下公司 20Q1 营收同比增长 0.3%、经调整 EBITDA 增长 23.4%，EBITDA margin 同比提升 4 pct。
2. 但新冠疫情破坏了需求复苏节奏，欧洲钛白粉市场 Q1 需求萎靡，对泛能拓及康诺斯业绩影响较大。由于自 2 月下旬起欧洲地区疫情进入爆发阶段，欧洲市场需求有明显萎缩。以 2019 年为例，欧洲地区销售额占泛能拓、康诺斯营收比重分别为 49%、46%，我们预计其 20Q1 欧洲营收受冲击明显。北美地区疫情爆发时间略晚，对 Q1 需求影响相对较小，但 Q2 影响将显现。

表 1：全球钛白粉龙头中仅特诺、龙蟠佰利 20Q1 实现营收增长

公司	全球产能份额	20Q1 营收同比	20Q1 经调整 EBITDA 同比
科慕（Chemours）	16%	-5.2%	-1.9%
特诺（Tronox）	12%	0.3%	23.4%
龙蟠佰利	9%	32.83%	-
泛能拓（Venator）	8%	-5.3%	-5.0%
康诺斯（Kronos）	7%	-3.6%	-6.2%
其他	48%		

资料来源：Kronos，各公司公告，西部证券研发中心

建议重点关注海外钛白粉企业资产负债及现金流情况。由于疫情影响、其他业务板块拖累等因素，部分企业经营性现金流表现不佳，经营杠杆上升。科慕 20Q1 净杠杆比率为 3.1x（19Q1 同期为 2.1x），经营性现金流净额为-0.44 亿美元。泛能拓 20Q1 净杠杆比率为 4.1x（19Q1 同期为 2.0x），20Q1 现金余额 0.25 亿美元（除 19Q4 外已连续 7 个季度下降，19Q1 现金余额 0.8 亿美元）。鉴于 20Q2 需求恢复预期仍较悲观，需密切关注海外企业经营性现金流、新增负债及授信额度使用情况。

预计Q2海外需求萎缩较大，降本控费成为共识

四家海外钛白粉企业均预计 20Q2 销量将环比下滑，其中特诺预计 20Q2 销量环比下滑 20%、泛能拓预计环比下滑 15%-20%。为应对疫情影响，科慕将削减全年资本开支 1.25 亿美元、泛能拓将削减 0.25 亿美元，仅特诺未宣布削减资本开支计划。此外各公司表示将采取灵活用工、人事冻结、减少管理层薪酬、控制非必要开支等手段减少支出。

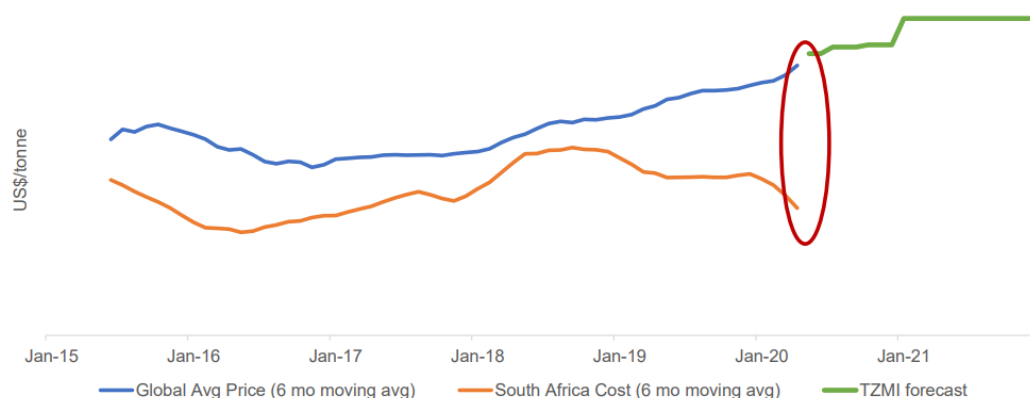
钛矿核心价值凸显，行业继续加强整合

Q1 海外部分矿企发运困难，海外钛矿供应仍然偏紧。3月24日力拓宣布自3月26日起南非RBM钛矿因疫情影响暂停生产21天。受物流影响，Iluka 20Q1金红石销量同比下降37.6%至4.72万吨，人造金红石销量同比降23.6%至5.1万吨，公司已宣布放弃完成全年产量指引。

进入 Q2，多个钛矿勘探工作完全停止或延期。谢菲尔德资源公司(Sheffield Resources)于4月8日宣布中止西澳雷鸟(Thunderbird)矿砂的钛铁矿项目，而该项目为TZMI评估的全球最有潜力钛矿项目之一。此外 Iluka 于5月8日宣布其于新南威尔士州的 Balranald 项目和在塞拉利昂的 Sembehun 的采矿试验已被推迟。

龙头企业继续整合原料资源，特诺于5月14日宣布向 Eramet SA 购买其拥有的 TiZir 钛铁冶炼(TTI)业务，交易对价约3亿美元。TiZir 位于挪威的冶炼设施可年产23万吨高钛渣及9万吨生铁。值得注意的是特诺此次仅购买冶炼设施，TiZir 配套的塞内加尔 GCO 钛矿仍属于 Eramet，Eramet 承诺 GCO 将于未来两年满足挪威 TTI 工厂的矿砂供应。特诺预计全球高等级矿石价格将继续上行，而本次收购冶炼设施可进一步降低公司外采钛渣比例进而降低成本。

图1：特诺认为其于南非运营的 Namakwa 与 KZN 钛渣工厂已具备显著的成本优势



资料来源：Tronox，西部证券研发中心

投资建议：看好一体化龙头成长，继续重点推荐龙蟒佰利

我们认为疫情影响下海外钛白粉企业短期经营情况疲软，中长期或继续出让市场份额，利好中国钛白粉企业。自 2016 年起全球钛白粉市场景气复苏，但全球 5 大钛白粉上市企业中，营收连续增长、且未出现年度业绩亏损的仅有龙蟒佰利，充分反映了竞争格局的变化。特诺 2017-2019 年营收保持增长但 2016-2019 年处于持续亏损状态；康诺斯、泛能拓的近年营收规模基本持平，销售价格及原料成本的小幅变化即导致利润的大幅波动。换言之，此轮已长达 4 年的景气周期中仅有龙蟒佰利把握机会实现了规模、盈利能力及一体化配套程度的全面提升。

钛矿资源价值凸显，一体化龙头抗风险能力及成长能力突出。伴随中国钛白粉产能的扩张、海外优质钛矿资源的减少以及疫情冲击下的短期疲软需求，掌握原料（包括钛精矿、金红石及氯化钛渣）一体化布局的公司才能抵御行业利润下行的风险，并继续扩大成本竞争优势。

表 2：全球 5 家钛白粉上市企业历史业绩对比（除龙蟒佰利外，货币单位均为美元）

代码	证券简称	市值（亿元）	营收（百万元）					归母净利润（百万元）				
			2016	2017	2018	2019	2020 Q1	2016	2017	2018	2019	2020 Q1
002601.SZ	龙蟒佰利	348.3	4184	10353	10554	11420	3703	442	2502	2286	2594	901
CC.N	科慕	20.2	5400	6183	6638	5526	1305	7	746	995	(52)	100
TROX.N	特诺	9.2	1309	1698	1819	2642	722	(61)	(285)	(7)	(109)	40
VNTR.N	泛能拓	1.5	2139	2209	2265	2130	532	(85)	136	(157)	(170)	7
KRO.N	康诺斯	9.9	1364	1729	1662	1731	421	43	355	205	87	27
同比变化			2016	2017	2018	2019	2020 Q1	2016	2017	2018	2019	2020 Q1
002601.SZ	龙蟒佰利		57.3%	147.5%	1.9%	8.2%	32.82%	296.7%	466.0%	-8.7%	13.5%	44.68%
CC.N	科慕		-5.5%	14.5%	7.4%	-16.8%	-5.1%	107.8%	10557.1%	33.4%	-105.2%	6.4%
TROX.N	特诺		-13.3%	29.7%	7.1%	45.2%	0.3%	81.5%	-367.2%	97.5%	-1457.1%	322.2%
VNTR.N	泛能拓		-1.1%	3.3%	2.5%	-6.0%	-5.3%	76.5%	260.0%	-215.4%	-8.3%	333.3%
KRO.N	康诺斯		1.1%	26.7%	-3.9%	4.2%	-3.6%	124.9%	718.7%	-42.2%	-57.5%	-10.9%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心，数据截止 2020 年 5 月 20 日

注 1：科慕、特诺、泛能拓、康诺斯营业收入及归母净利润均为未经调整口径

注 2：特诺于 2019 年并购科斯特（Cristal），故其 2020 Q1 营收及归母净利润数据为备考口径

我们继续重点推荐全钛产业龙头龙蟒佰利(002601.SZ)。公司目前为全球第三大钛白粉企业，2020 年将迎来焦作本部氯化法钛白粉 20 万吨/年项目、人造金红石项目及攀西 50 万吨/年钛精矿升级转化项目的全面投产，公司产能规模及一体化程度将继续迎来大幅提升。同时公司计划开展新立基地 20 万吨/年氯化法钛白粉生产线建设项目，远期将实现 120 万吨/年钛白粉产能布局（含 60 万吨/年氯化法产能）并有望完全配套所需氯化钛渣，于全球范围内保持领先的成本优势。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 30.81/40.14/53.02 元，同比增 18.8%/30.3%/32.1%，对应 EPS 为 1.52/1.98/2.61 元，目前股价对应 PE 为 11.3x/8.7x/6.6x，维持“买入”评级及 23.33 元的目标价。

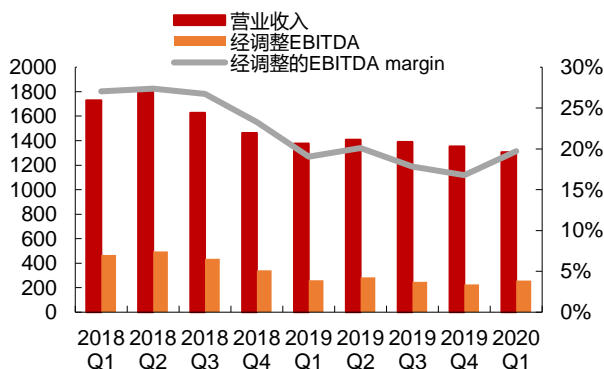
海外钛白粉企业20Q1业绩

科慕 (CC.N)

科慕 20Q1 业绩基本符合预期。公司 20Q1 实现营业收入 13.05 亿美元(同比-5.2%,环比-3.5%), 经调整净利润 1.18 亿元 (同比+8%), 单季经调整摊薄 EPS 0.71 美元 (同比+13%), 单季 DPS 0.25 美元较 Q1 持平。公司氟化学 (Fluoro products)、化学溶液 (Chemical Solutions) 板块营收下降较明显, 仅钛技术 (Titanium Technologies) 板块有明显增长。

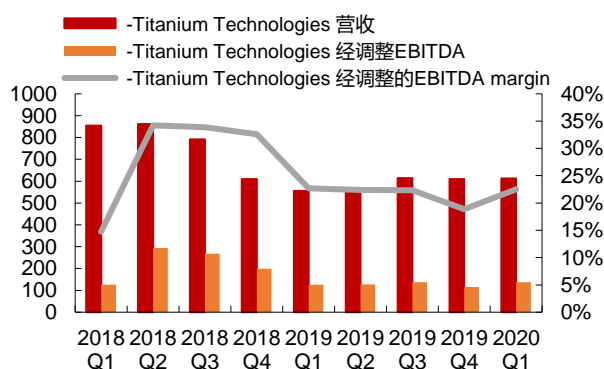
- (1) 氟产品: 板块 Q1 实现营收 6 亿美元 (同比-12.7%, 环比-2.3%), 单季 EBITDA 1.4 亿美元 (同比-11.9%, 环比+19.7%)。由于全球主要市场需求下降、欧盟针对非法使用 HFC 类制冷剂活动的查处以及含氟制冷剂配额制度的执行, 公司销量下滑且平均销售价格下降 4%。但因公司位于德州 Corpus Christi 的 Opteo YF 新工厂于 2019 年 2 月投用, 生产成本有所优化, 部分抵消了营收下滑的影响。
- (2) 化学溶液: 板块 Q1 实现营收 0.92 亿美元 (同比-31.3%, 环比-28.7%), 单季 EBITDA 0.15 亿美元 (同比持平, 环比-40%)。由于 2019 年公司出售 MAP (甲苯及甲酰胺) 业务以及全球需求趋弱, 板块销量同比下滑 7%、平均销售单价下滑 4%。
- (3) 钛技术: 板块 Q1 实现营收 6.13 亿美元, 同比+10%, 主因销量增长而销售价格下滑。公司 Q1 销量同比增加 19%、环比增加 2%, 全球平均销售价格同比下滑 8%、环比下滑 2%。与公司 19Q3 预期一致, 钛白粉行业在持续超一年的去库周期后, 终端需求于 19Q4 及 20Q1 有所恢复。20Q1 公司钛技术板块实现经调整 EBITDA 1.38 亿元(同比+9.5%, 环比+20%), 经调整 EBITDA margin 为 23% (同比+1 pct, 环比+4 pct)。

图 2: 科慕单季业绩基本符合预期 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

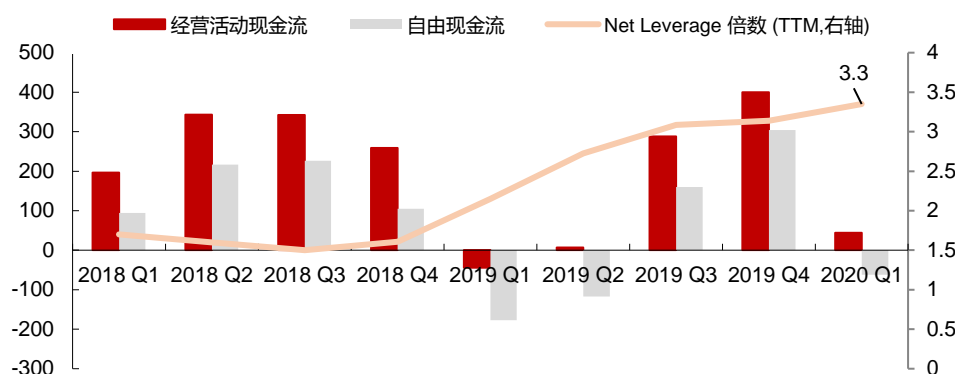
图 3: 科慕钛板块营收及盈利能力有所好转 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

我们认为需重点关注公司现金流及负债情况。公司 Q1 经营性现金流为 0.44 亿美元 (环比下降 89%), 自由现金流 (即 CFO-CAPEX) 为-0.62 亿美元 (环比下降 120%)。由于 1 季度为公司传统获现淡季, 需重点关注 Q2 经营性现金流恢复情况。截止 20Q1, 公司总负债 41 亿美元、净负债 34 亿美元, 净杠杆比率上升至 3.3x。公司 20Q1 通过小幅削减资本开支压缩了现金支出, 公司季末在手现金为 7.14 亿美元 (较 19Q4 减少 2.29 亿美元)。虽然公司 2020-2022 年无资产抵押类债券到期, 出于对于未来环境的预防考虑, 公司已从目前 6.99 亿美元的授信额度中提取 3 亿美元。

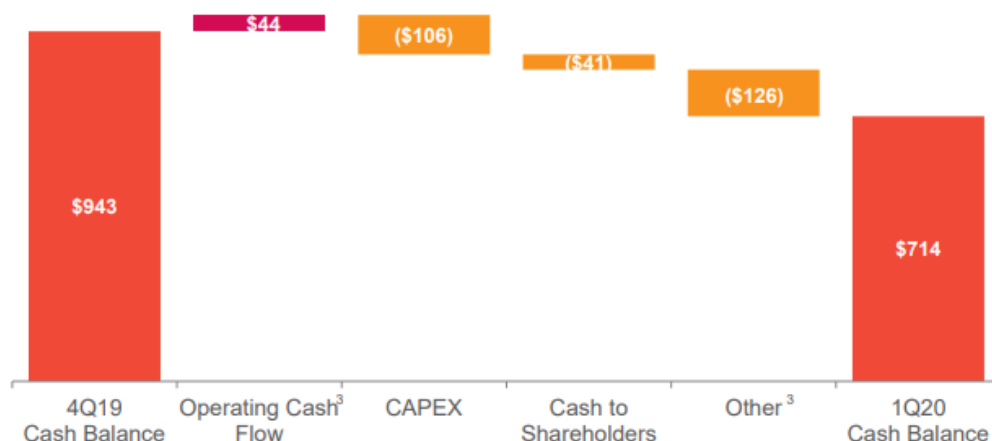
图 4：科慕现金流及负债变化情况（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

备注：Net Leverage = 扣除现金及现金等价物后的负债净额 / 经调整后 EBITDA (TTM)

图 5：截止 20Q1 季末，科慕在手现金为 7.14 亿美元



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

为了应对新冠疫情的冲击，科慕计划年内削减 1.6 亿美元的费用（具体措施包括冻结非关键岗位招聘、减少额外支出、优化固定成本及采取轮值 CEO 及管理层薪酬管理措施）。此外公司将 2020 年 CAPEX 计划从此前预期的 4 亿美元削减至 2.75 亿美元。

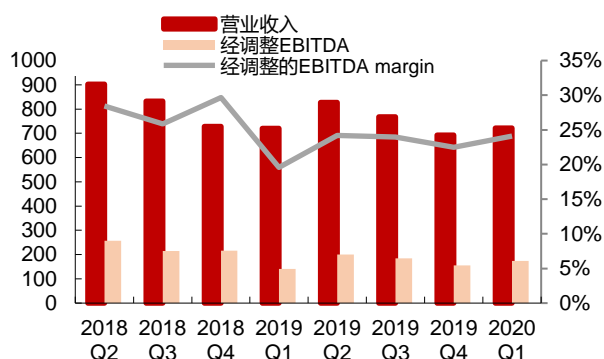
特诺 (TROX.N)

特诺 20Q1 业绩符合市场预期。备考口径下，特诺 20Q1 实现营收 7.22 亿美元（同比持平，环比 4%），实现经调整 EBITDA 1.74 亿美元（同比+23%），经调整 EBITDA margin 24%（同比+4 pct.）。公司业绩增长主因：

- 公司于 2019 年并购 Cristal（科斯特）后实现钛白粉产品销量提升，Q1 钛白粉板块实现营收 5.8 亿美元。备考口径下，公司 Q1 钛白粉销量同比增长 6%但销售价格下降 1%。此外公司 Q1 钛白粉销售较 Q4 环比增长 7%，主因北美、欧洲、中东、非洲的需求增长以及 Q1 季末中国需求的迅速恢复。

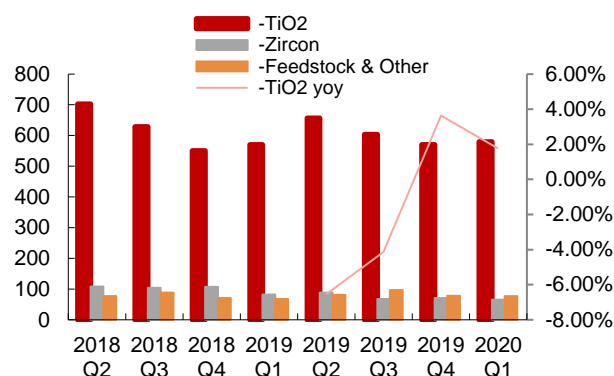
(2) 公司于2019年并购Cristal后增加了配套原矿及副产品收入,全球范围内协同效应增强。原矿及副产物20Q1实现营收0.77亿美元,备考口径下同比+13%或0.09亿美元。

图6: 特诺业绩实现同比增加(单位:百万美元)



资料来源:公司公告,西部证券研发中心,以上为备考口径

图7: 特诺钛白粉业绩实现同比增加(单位:百万美元)



资料来源:公司公告,西部证券研发中心,以上为备考口径

公司于20Q1完成5亿美元优先担保票据发行(票息6.5%,2025年到期),公司总负债35亿美元、净负债28亿美元,净杠杆比率3.8x较19Q4持平(19Q1为2.0x)。公司将持续推进去杠杆,预计净杠杆比率目标为2-3x的区间。

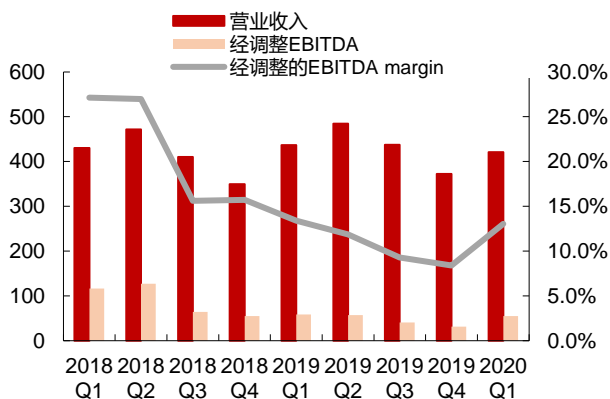
特诺预计受疫情影响Q2公司钛白粉销量环比Q1下降20%左右。公司目前所有设施保持正常开工,将继续加强员工保护、灵活办公等方面管理。特诺未有削减资本开支的计划。

康诺斯(KRO.N)

康诺斯Q1业绩符合市场预期。公司20Q1实现营收4.21亿美元(同比-3.6%,环比+13%),实现归母净利(GAAP口径下)0.27亿美元(同比-11%,环比+187.2%),单季经调整EBITDA 0.55亿美元(同比-6.2%,环比+75.4%)。

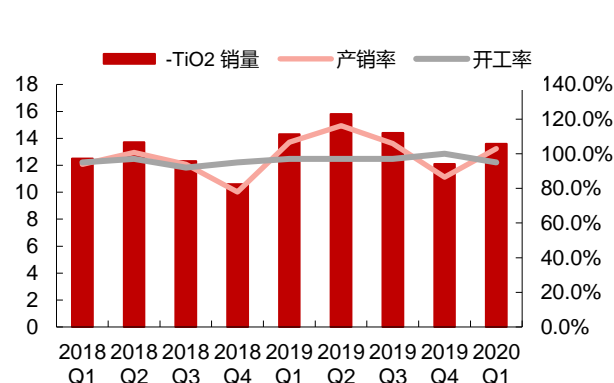
业绩同比下滑主因钛白粉产品价格齐跌。公司20Q1钛白粉平均销售单价同比下降1%、环比下降2%。公司于北美、南美的销量降低但出口欧洲销量增加,Q1实现销量13.6万吨(同比下降5%)。公司产销经营稳定,20Q1开工率维持于95%,较19Q1小幅下降2pct。

图8: 康诺斯Q1业绩同比下滑(单位:百万美元)



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图9: 康诺斯产销基本保持正常(单位:万吨)



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

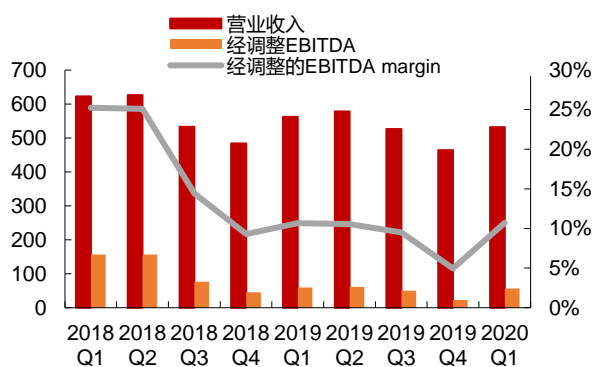
泛能拓 (VNTR.N)

泛能拓 20Q1 业绩略好于预期。实现营收 5.32 亿美元（同比-5.3%，环比+14.7%），单季归母净利润（GAAP 口径）700 万美元（去年同期亏损 300 万美元），单季经调整 EBITDA 0.57 亿美元（同比-5.0%、环比+147.8%）。

公司钛白粉业务 20Q1 实现营收 4.02 亿美元（同比-5.4%，环比+13.6%）。公司 20Q1 全球钛白粉平均销售价格及销量均同比小幅下降 1%，经调整 EBITDA 同比下滑 24.6%。由于 Q1 为公司季节性销售旺季，公司钛白粉销量较 19Q4 增长 13%，带动了业绩环比改善。

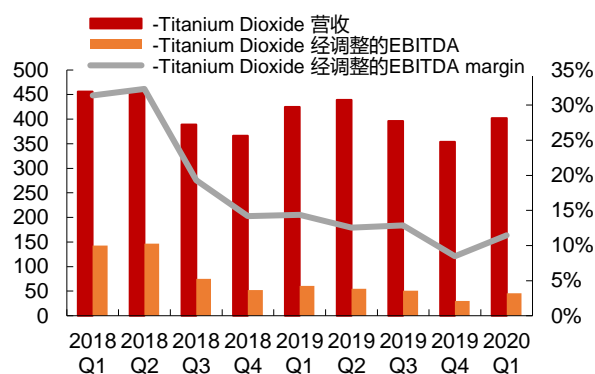
公司预计全年钛白粉价格保持平稳，预计受疫情影响 20Q2 钛白粉销量环比下滑 15%-20%，对疫情结束后需求恢复到正常增速保持乐观。公司计划削减全年 CAPEX 0.25 亿美元并加强成本控制及现金管理，以期达到全年实现经调整 EBITDA 2 亿美元的目标（较 2019 年持平）。

图 10：泛能拓业绩同比下滑（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

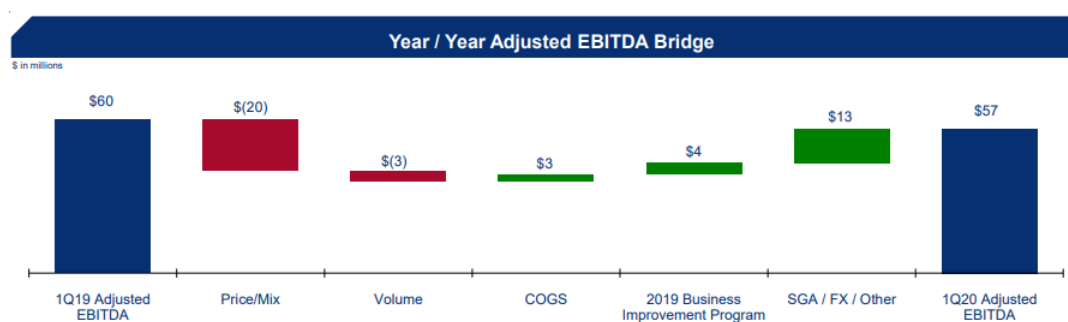
图 11：泛能拓钛白粉业务同比下滑（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

盈利同比下滑幅度较小，得益于费用优化。在钛白粉量价齐跌的背景下，自 2018 年 Q3 起公司盈利能力下滑至较低水平。对比 19Q1，公司 20Q1 生产成本小幅改善，主要通过费用控制及汇兑管理提升了 1300 万美元 EBITDA；此外通过持续推进业务改善计划（Business Improvement Program）提升 400 万美元 EBITDA。以上举措有效对冲了 20Q1 钛白粉销售量价齐跌的负面影响。

图 12：泛能拓加强成本控制以对冲业务疲软的影响（单位：百万美元）

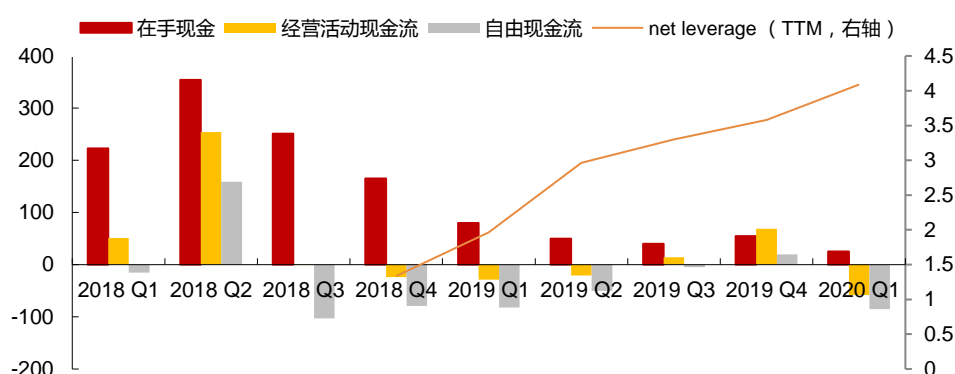


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

我们认为公司现金流短期承压，需关注流动性管理情况。由于经营性现金流的补充不足，目前公司净杠杆比率已自 18Q4 的 1.3x 上升至目前的 3.3x，单季现金付息 0.14 亿美元。除 19Q4 外，公司在手现金已连续 7 个季度减少，20Q1 现金余额为 0.25 亿美元(环比减少 0.3 亿美元、同比减少 0.55 亿美元)，这基本与公司钛白粉业务的疲软周期一致。公司下一笔主要债务到期日为 2024 年，规模为 3.51 亿元。

公司计划 2020 全年现金支出较 2019 年降低 1 亿美元，其中削减全年 CAPEX 计划至 0.6 亿美元 (20Q1 已实现 CAPEX 0.3 亿美元)。此外由于公司在 2018 年 9 月决定关停于 2017 年发生火灾的芬兰波里 (Pori) 工厂，2018-2019 年为关停支出的现金费用为 0.6 亿、0.64 亿美元，预计 2020 年仍需支出 0.15 亿美元。

图 13：泛能拓现金流及杠杆情况（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

风险提示

1. 海外疫情影响程度超预期
2. 钛矿供应释放超预期
3. 海外钛白粉企业扩产超预期

西部证券—行业投资评级说明

超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。