

2023年08月31日

龙佰集团（002601.SZ）

公司快报

钛白粉有望触底回暖，强化钛全产业链优势

投资要点

◆ **事件：** 龙佰集团发布半年报，上半年实现收入 132.61 亿元，同比 6.75%；归母净利润 12.62 亿元，同比-44.31%；扣非归母净利润 11.96 亿元，同比-46.23%；毛利率 25.11%同比-9.89pct；净利率 10.11%同比-9.09pct。单季度看，Q2 实现收入 62.84 亿元，同比-0.95%环比-9.93%；归母净利润 6.83 亿元，同比-43.21%环比 17.96%；扣非归母净利润 6.43 亿元，同比-45.77%环比 16.27%；毛利率 27.40%同比-7.79pct 环比 4.36pct；净利率 11.32%同比-8.63pct 环比 2.30pct。

◆ **景气回落拖累业绩，钛白粉有望回暖。**2022 年下半年以来受终端需求较弱和供应增加影响，公司主营产品钛白粉价格持续回落拖累业绩。2023 年上半年钛白粉收入 87.89 亿元同比-5.34%，毛利率 25.84%同比-9.10pct，销量 57.82 万吨同比 23.26%；海绵钛收入 10.86 亿元同比 1.59%，毛利率 31.62%同比 11.27pct，销量 1.92 万吨同比 32.30%；铁精矿收入 12.81 亿元同比-1.03%，毛利率 40.21%同比-6.07pct，销量 254.43 万吨同比 15.27%；生产钛精矿 60.44 万吨同比增 25.50%全部内部使用保障了原料供应强化了成本优势。根据 wind 和百川数据，23H1 钛白粉均价 15610 元/吨同比-23.25%环比 22H2 下滑 2.36%，其中 23Q2 均价 15949 元/吨同比-20.58%环比 4.47%，呈现底部企稳回升态势。随着国家稳增长和房地产政策发力，需求有望复苏，带动公司产品回暖。

◆ **深化一体化布局，巩固龙头地位和成本优势。**龙佰集团当前具备钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 5 万吨/年，规模均居世界前列。公司掌握优质矿产资源及深加工能力，贯通钛全产业链，不断深化一体化布局。拥有多处矿权确保稳定供应钛精矿，加工生产硫酸法钛白粉、富钛料及生铁，富钛料进一步加工生产四氯化钛、海绵钛、氯化法钛白粉。2016 年收购四川龙蟒钛业大幅提升钛白粉产能且拥有了自己的矿山资源；2019 年收购云南新立钛业巩固氯化法钛白粉地位，将海绵钛纳入产品组合，同时矿山资源拥有量进一步提升；2020 年收购金川集团海绵钛资产扩大海绵钛产能；2022 年并表攀枝花振兴矿业，使公司控制的钒钛磁铁矿资源量翻倍。公司将推进红格矿区两矿整合、徐家沟开发等钛矿新项目建设，力争在“十四五”末期实现年产铁精矿 760 万吨，钛精矿 248 万吨。

◆ **耦合发展新能源材料，陆续步入收获期。**公司依托优势资源并借鉴钛产业成功经验，形成钛产业与新能源产业耦合发展的全产业链。废副产品硫酸亚铁，富余产能烧碱、硫酸、蒸汽、氢气等可直接或间接用于锂电池正负极材料的生产，降低生产成本。同时将为钛白粉企业处理大量副产品硫酸亚铁提供新途径，可有效利用资源，拓宽发展空间，培育新的增长曲线。筹划年产 20 万吨电池材料级磷酸铁项目、年产 20 万吨锂离子电池材料产业化项目、年产 10 万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目、年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目、15 万吨/年电子级磷酸铁锂项目，其中年产 20 万吨电池材料级磷酸铁项目（一期二期合计 10 万吨磷酸铁）、年产 20 万吨锂离子电池材料产业化项目（一期 5 万吨磷酸铁锂）、年产 10 万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目（一期 2.5 万吨石墨负极）、年产 20 万吨锂离子电池

基础化工 | 钛白粉III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2023-08-31)

18.13 元

交易数据

总市值（百万元）	43,317.41
流通市值（百万元）	27,027.01
总股本（百万股）	2,389.27
流通股本（百万股）	1,490.73
12 个月价格区间	22.51/15.55

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.91	17.96	14.82
绝对收益	-2.79	16.07	7.2

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn

相关报告



负极材料一体化项目（一期 5 万吨石墨化）已进入量产阶段。2023 上半年生产、销售磷酸铁 3.00、2.79 万吨，同比大幅增长 756.58%， 2727.46%。

◆ **投资建议：**龙佰集团为国内钛白粉龙头，并形成了从钛产业一体化产业链，龙头地位和成本优势持续巩固，钛白粉景气有望自底部回暖，战略布局的新能源材料陆续爬坡步入收获期，看好公司盈利持续增长。预测公司 2023-2025 年收入分别为 268.90 /313.21 /350.29 亿元，同比增长 11.3% /16.5% /11.8% ，归母净利润分别为 26.55 / 38.79 /47.88 亿元，同比增长-22.4% /46.1% /23.5% ，对应 PE 分别为 16.3x /11.2x /9.0x；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**需求持续低迷；项目建设和产能释放不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,617	24,155	26,890	31,321	35,029
YoY(%)	45.6	17.2	11.3	16.5	11.8
净利润(百万元)	4,676	3,419	2,655	3,879	4,788
YoY(%)	104.3	-26.9	-22.4	46.1	23.5
毛利率(%)	42.1	30.3	26.5	28.8	29.7
EPS(摊薄/元)	1.96	1.43	1.11	1.62	2.00
ROE(%)	22.8	15.2	10.4	13.2	14.0
P/E(倍)	9.3	12.7	16.3	11.2	9.0
P/B(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.3
净利率(%)	22.7	14.2	9.9	12.4	13.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

钛白粉：预计价格承压后续跟随经济修复有所回暖，产能爬坡销量稳步增长，钛精矿自产提升成本进一步优化。预计 2023-2025 年收入增速分别为 6.1%、11.5%、3.9%，毛利率分别为 25.7%、29.7%、31.8%。

钛制品：海绵钛投产销量快速增长，利用率提升带动毛利率改善。预计 2023-2025 年收入增速分别为 21.8%、22.7%、17.2%，毛利率分别为 29.2%、29.1%、30.0%。

铁制品：铁精矿产销量维持较快增长，价格经历下行后有望企稳，毛利率稳中有增。预计 2023-2025 年收入增速分别为-8.2%、9.7%、10.0%，毛利率分别为 41.5%、44.0%、45%。

新能源材料：价格和加工费下行，公司产能爬坡利用率提升，磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极销量快速增长，预计 2023-2025 年收入增速分别为 218.4%、76.3%、57.3%，毛利率分别为 13.1%、15.1%、16.4%。

表 1：公司业务分拆和预测

龙佰集团	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计					
收入（百万元）	20617	24155	26890	31321	35029
YoY(%)	45.6%	17.2%	11.3%	16.5%	11.8%
毛利(百万元)	8674	7321	7124	9011	10393
YoY(%)	72.0%	-15.6%	-2.7%	26.5%	15.3%
毛利率(%)	42.1%	30.3%	26.5%	28.8%	29.7%
钛白粉					
收入（百万元）	15199	16178	17168	19140	19880
YoY(%)	38.8%	6.4%	6.1%	11.5%	3.9%
毛利(百万元)	6842	4680	4408	5676	6319
毛利率(%)	45.0%	28.9%	25.7%	29.7%	31.8%
钛制品					
收入（百万元）	1292	2134	2599	3190	3740
YoY(%)	59.0%	65.1%	21.8%	22.7%	17.2%
毛利(百万元)	289	607	759	928	1122
毛利率(%)	22.4%	28.4%	29.2%	29.1%	30.0%
铁制品					
收入（百万元）	2110	2484	2279	2500	2750
YoY(%)	10.7%	17.7%	-8.2%	9.7%	10.0%
毛利（百万元）	1025	1113	946	1100	1238
毛利率(%)	48.6%	44.8%	41.5%	44.0%	45.0%
新能源材料					
收入（百万元）		656	2088	3680	5790
YoY(%)			218.4%	76.3%	57.3%
毛利（百万元）		81	273	556	951
毛利率(%)		12.3%	13.1%	15.1%	16.4%
其他合计					
收入（百万元）	2016	2704	2756	2811	2869
YoY(%)	307.5%	34.1%	1.9%	2.0%	2.1%
毛利（百万元）	517	840	739	751	764

龙佰集团	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率(%)	25.7%	31.1%	26.8%	26.7%	26.6%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、估值对比

我们选择钛产业链公司钒钛股份、宝钛股份、安宁股份作为可比公司, 2023-2025 平均 PE 分别为 17.7x/14.4x/10.9x; 同时选取化工龙头公司万华化学、华鲁恒升、合盛硅业作为可比公司, 2023-2025 平均 PE 分别为 14.3x/11.0x/9.3x, 龙佰集团对应 PE 分别为 16.3x /11.2x /9.0x。公司为国内钛白粉龙头, 有望受益于经济复苏触底回暖, 不断横向纵向拓展打造钛产业一体化优势, 优化成本提高附加值和抗风险能力, 业务延展至新能源材料陆续迎来投产爬坡收获期。

表 2: 可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000629.SZ	钒钛股份	3.76	349	0.16	0.20	0.27	23.5	19.1	14.0
600456.SH	宝钛股份	32.44	155	1.70	2.17	2.75	19.1	15.0	11.8
002978.SZ	安宁股份	30.45	122	2.92	3.40	4.43	10.4	9.0	6.9
钛产业公司平均值							17.7	14.4	10.9
600309.SH	万华化学	93.75	2,944	6.31	7.81	9.10	14.9	12.0	10.3
600426.SH	华鲁恒升	33.10	703	2.51	3.29	3.84	13.2	10.1	8.6
603260.SH	合盛硅业	61.76	730	4.14	5.62	6.96	14.9	11.0	8.9
化工龙头公司平均值							14.3	11.0	9.3
002601.SZ	龙佰集团	18.13	433	1.11	1.62	2.00	16.3	11.2	9.0

资料来源: 数据截止日期 2023 年 8 月 31 日, wind (可比公司采用 wind 一致预期), 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15777	20110	20148	23853	25858
现金	6287	8726	8532	9672	11772
应收票据及应收账款	2250	2377	2774	3226	3484
预付账款	598	630	737	855	926
存货	4516	6547	6442	8219	7971
其他流动资产	2126	1829	1662	1880	1705
非流动资产	29554	39076	40994	43776	45607
长期投资	2317	337	328	318	312
固定资产	11053	18118	19701	21731	22850
无形资产	2770	7042	7728	8579	9555
其他非流动资产	13414	13580	13236	13148	12890
资产总计	45331	59186	61142	67629	71465
流动负债	19943	26178	26896	30792	31324
短期借款	4624	5617	5617	5617	5617
应付票据及应付账款	10087	15030	14460	18827	17930
其他流动负债	5232	5531	6819	6348	7778
非流动负债	4599	9741	8280	6913	5328
长期借款	3799	8405	6944	5578	3993
其他非流动负债	800	1336	1336	1336	1336
负债合计	24542	35919	35176	37705	36653
少数股东权益	1871	2449	2494	2572	2672
股本	2381	2390	2390	2390	2390
资本公积	14084	14542	14542	14542	14542
留存收益	4604	5164	7863	11820	16709
归属母公司股东权益	18918	20818	23473	27352	32140
负债和股东权益	45331	59186	61142	67629	71465

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4328	3197	5947	8088	8604
净利润	4735	3537	2700	3957	4889
折旧摊销	1486	1703	2357	2802	3273
财务费用	176	102	58	-134	-276
投资损失	104	91	190	224	152
营运资金变动	-2340	-2438	643	1239	567
其他经营现金流	167	202	-0	-0	-1
投资活动现金流	-5245	-5588	-4464	-5808	-5257
筹资活动现金流	1291	2893	-1676	-1141	-1248

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.96	1.43	1.11	1.62	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.34	2.49	3.39	3.60
每股净资产(最新摊薄)	7.92	8.71	9.82	11.45	13.45

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20617	24155	26890	31321	35029
营业成本	11943	16834	19765	22310	24636
营业税金及附加	272	277	319	374	425
营业费用	468	428	538	626	701
管理费用	1114	1424	1506	1754	1962
研发费用	1010	1014	1156	1378	1576
财务费用	176	102	58	-134	-276
资产减值损失	-82	-23	-172	-120	-133
公允价值变动收益	0	2	0	0	1
投资净收益	-104	-91	-190	-224	-152
营业利润	5554	4086	3185	4668	5722
营业外收入	11	15	13	15	13
营业外支出	46	28	35	35	36
利润总额	5519	4073	3163	4648	5699
所得税	783	536	464	691	810
税后利润	4735	3537	2700	3957	4889
少数股东损益	59	117	45	78	100
归属母公司净利润	4676	3419	2655	3879	4788
EBITDA	7347	6409	5855	7724	9149

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.6	17.2	11.3	16.5	11.8
营业利润(%)	96.2	-26.4	-22.0	46.6	22.6
归属于母公司净利润(%)	104.3	-26.9	-22.4	46.1	23.5
获利能力					
毛利率(%)	42.1	30.3	26.5	28.8	29.7
净利率(%)	22.7	14.2	9.9	12.4	13.7
ROE(%)	22.8	15.2	10.4	13.2	14.0
ROIC(%)	17.4	11.1	7.9	10.4	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	60.7	57.5	55.8	51.3
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	9.7	10.4	10.4	10.4	10.4
应付账款周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
估值比率					
P/E	9.3	12.7	16.3	11.2	9.0
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	6.6	8.3	8.8	6.4	5.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn