

公司研究

布局磷酸铁项目，向新能源产业进发

——龙佰集团（002601.SZ）公告点评

要点

事件：公司发布《关于与湖北万润新能源成立合资公司建设 10 万吨磷酸铁生产线》的公告，公司下属子公司河南佰利新能源材料有限公司拟与湖北万润新能源科技股份有限公司成立合资公司，其中公司认缴注册资本为 5100 万元，湖北万润认缴注册 4900 万元。合资企业资金用于建设 10 万吨磷酸铁生产线。项目所需硫酸亚铁由公司子公司襄阳龙蟒钛业供应，湖北万润新能源提供技术指导和磷酸铁产品销售。此外，公司还发布了《关于与中铝高端制造等公司发起成立重庆高端轻合金研究院有限公司的公告》的公告，成为重庆高端轻合金研究院的发起人之一。

点评：政策支持新能源汽车行业的不断发展，推动锂离子电池材料行业景气度提升，磷酸铁锂电池因其安全性和质量提高重获市场青睐，前景广阔。项目中的磷酸铁是制造磷酸铁锂电池的重要中间产物，不仅符合向新能源产业链发展的战略，还能为公司打开成长空间。

综合利用钛白粉副产硫酸亚铁，原材料优势明显：公司是国内钛白粉龙头企业，其中，子公司襄阳龙蟒钛业拥有 15 万吨硫酸法钛白粉产能，硫酸法钛白粉工艺可副产大量七水硫酸亚铁，通常廉价外售或制作铁系颜料。本次合资项目为 10 万吨磷酸铁，以硫酸亚铁为铁源，襄阳龙蟒的硫酸亚铁产量能够充分保证项目铁源供应，同时提供部分配套设施，自有原料能有效降低磷酸铁的产品成本，项目的原材料和配套设施优势彰显。同时，本次合资项目进一步加深公司的资源综合利用能力，深化公司循环经济优势。

积累高端合金技术，向钛合金领域拓展：公司目前拥有海绵钛产能 1 万吨，另有 3 万吨在建产能和 1.5 万吨待复产产能。近几年，电子信息、航空航天、高端装备等行业不断发展，钛合金、铝合金等高端轻合金市场需求量不断增加，公司积极进行钛合金方面的技术积累，进一步强化海绵钛产品的用途，为打开钛合金市场做准备。

盈利预测、估值与评级：考虑公司主营产品盈利稳定提升，通过新增项目和兼并收购进行全产业链优化升级，核心竞争力持续提升，我们上调公司未来 3 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 49.18 亿(上调 25%)、54.29 亿(上调 14%)、60.29 亿(上调 9%)。公司是国内钛白粉龙头企业，拥有较强的规模优势和成本优势，叠加磷酸铁锂项目投产后，其成本优势和盈利能力将进一步增强，故上调为“买入”评级。

风险提示：新项目投产不及预期风险；下游需求复苏不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,359	14,108	18,109	21,878	25,043
营业收入增长率	8.79%	24.21%	28.36%	20.82%	14.47%
净利润(百万元)	2,594	2,289	4,918	5,429	6,029
净利润增长率	13.49%	-11.77%	114.88%	10.39%	11.05%
EPS(元)	1.28	1.13	2.07	2.28	2.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.70%	16.12%	25.29%	21.82%	19.51%
P/E	23	27	14	13	12
P/B	4.4	4.3	3.7	2.9	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-27

注：2019 年、2020 年公司总股本为 20.32 亿股，2021 年及以后总股本为 23.79 亿股。

买入（上调）

当前价：29.94 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.79
总市值(亿元)	712.17
一年最低/最高(元)	21.22/51.87
近 3 月换手率	76.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.88	-5.38	26.68
绝对	-17.41	-9.69	35.63

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,359	14,108	18,109	21,878	25,043
营业成本	6,546	9,121	10,113	12,756	14,955
折旧和摊销	956	1,105	1,379	1,496	1,634
税金及附加	133	158	208	251	287
销售费用	463	319	574	694	794
管理费用	551	585	815	984	1,127
研发费用	416	539	678	819	937
财务费用	123	163	165	76	-13
投资收益	-51	-514	0	0	0
营业利润	3,050	2,831	5,856	6,470	7,177
利润总额	3,022	2,820	5,859	6,473	7,180
所得税	418	492	916	1,012	1,122
净利润	2,605	2,328	4,943	5,461	6,057
少数股东损益	11	39	25	32	28
归属母公司净利润	2,594	2,289	4,918	5,429	6,029
EPS(元)	1.28	1.13	2.07	2.28	2.53

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,004	3,121	3,994	8,114	7,965
净利润	2,594	2,289	4,918	5,429	6,029
折旧摊销	956	1,105	1,379	1,496	1,634
净营运资金增加	-893	-1,236	3,583	67	626
其他	-653	962	-5,886	1,122	-323
投资活动产生现金流	-2,003	-1,653	-2,545	-2,520	-3,020
净资本支出	-995	-935	-2,020	-2,520	-3,020
长期投资变化	941	211	0	0	0
其他资产变化	-1,949	-929	-525	0	0
融资活动现金流	-449	-984	-1,181	-1,345	1,003
股本变化	0	0	347	0	0
债务净变化	1,142	3,291	-1,340	-1,257	1,000
无息负债变化	2,439	3,772	-1,069	3,052	1,975
净现金流	-440	451	268	4,249	5,948

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	42.4%	35.3%	44.2%	41.7%	40.3%
EBITDA 率	38.7%	33.0%	40.0%	37.0%	35.3%
EBIT 率	30.1%	25.0%	32.4%	30.1%	28.7%
税前净利润率	26.6%	20.0%	32.4%	29.6%	28.7%
归母净利润率	22.8%	16.2%	27.2%	24.8%	24.1%
ROA	10.0%	6.7%	13.1%	12.2%	11.2%
ROE (摊薄)	18.7%	16.1%	25.3%	21.8%	19.5%
经营性 ROIC	15.1%	12.3%	17.3%	18.8%	19.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	46%	54%	44%	41%	39%
流动比率	0.93	0.82	1.17	1.58	1.88
速动比率	0.67	0.60	0.88	1.23	1.53
归母权益/有息债务	2.41	1.57	2.52	3.85	4.15
有形资产/有息债务	3.20	2.85	3.72	5.57	6.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	25,943	34,771	37,643	44,899	53,931
货币资金	2,641	5,127	5,396	9,645	15,592
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,605	2,015	2,354	3,032	3,460
应收票据	37	0	432	198	275
其他应收款 (合计)	45	32	83	110	134
存货	2,223	3,127	3,376	4,344	5,102
其他流动资产	804	1,022	1,339	1,638	1,889
流动资产合计	7,843	11,995	13,597	19,855	27,470
其他权益工具	0	1	1	1	1
长期股权投资	941	211	211	211	211
固定资产	6,811	8,817	8,960	9,255	9,727
在建工程	1,206	2,884	3,213	3,722	4,367
无形资产	1,552	2,544	2,513	2,482	2,452
商誉	5,637	6,072	6,072	6,072	6,072
其他非流动资产	857	1,218	1,743	1,743	1,743
非流动资产合计	18,100	22,776	24,046	25,045	26,461
总负债	11,871	18,934	16,525	18,321	21,295
短期借款	2,867	4,097	2,090	0	0
应付账款	2,012	2,707	2,728	3,716	4,276
应付票据	2,407	5,023	3,743	5,478	6,731
预收账款	130	0	119	131	105
其他流动负债	-48	149	198	355	441
流动负债合计	8,390	14,682	11,620	12,594	14,579
长期借款	2,752	3,469	4,136	4,969	5,969
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	330	321	308	295	285
非流动负债合计	3,481	4,252	4,905	5,726	6,716
股东权益	14,072	15,838	21,118	26,579	32,636
股本	2,032	2,032	2,379	2,379	2,379
公积金	10,135	10,459	10,768	10,768	10,768
未分配利润	1,658	1,662	6,270	11,699	17,728
归属母公司权益	13,871	14,195	19,450	24,879	30,907
少数股东权益	201	1,643	1,668	1,700	1,728

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.08%	2.26%	3.17%	3.17%	3.17%
管理费用率	4.85%	4.15%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	1.09%	1.15%	0.91%	0.35%	-0.05%
研发费用率	3.66%	3.82%	3.74%	3.74%	3.74%
所得税率	14%	17%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.99	1.54	1.68	3.41	3.35
每股净资产	6.83	6.99	8.18	10.46	12.99
每股销售收入	5.59	6.94	7.61	9.20	10.53

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	23	27	14	13	12
PB	4.4	4.3	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	15.2	15.5	11.3	9.6	8.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE