

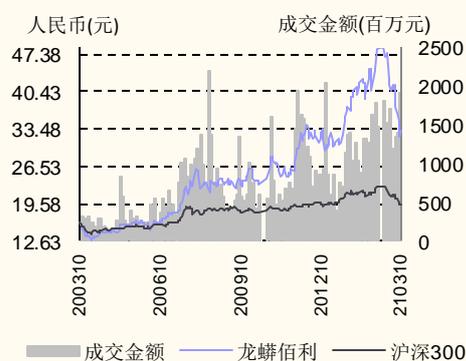
龙佰集团 (002601.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评(简报)

市场价格(人民币): 33.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	22.40
已上市流通A股(亿股)	14.18
总市值(亿元)	739.07
年内股价最高最低(元)	48.64/12.63
沪深300指数	5004
中小板综	12121



布局钛精矿及转子级海绵钛，持续优化升级上下游产业链

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,416	14,160	19,993	21,768	24,278
营业收入增长率	8.20%	24.04%	41.19%	8.88%	11.53%
归母净利润(百万元)	2,594	2,289	4,950	5,557	6,484
归母净利润增长率	13.49%	-11.77%	116.28%	12.26%	16.68%
摊薄每股盈利(元)	1.277	1.126	2.210	2.481	2.895
每股经营性现金流净额	0.92	1.51	1.96	3.86	4.37
净资产收益率	18.70%	16.12%	29.25%	27.35%	26.69%
市盈率(倍)	12.06	27.32	16.36	14.57	12.49
市净率(倍)	2.25	4.40	4.78	3.99	3.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

单击此处输入文字。

事件

- 公司8月4日公告,全资子公司四川龙蟒矿冶投资建设700万吨绿色高效选矿项目,新增铁精矿160万吨/年,钛精矿40万吨/年,硫钴精矿1.5万吨/年,投资估算6亿元,建设时间1年7个月;甘肃子公司拟投资建设3万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目,项目总投资18亿元,建设周期4年。

点评

- **公司新增40万吨/年钛精矿,钛矿景气度高位下成本优势继续加强。**公司现有硫酸法钛白粉产能65万吨/年,假设硫酸法钛白粉对钛精矿单耗2.35,公司新增40万吨/年钛精矿全部用于生产硫酸法钛白粉,测算硫酸法钛白粉理论需要钛精矿约152.75万吨/年,公司现有龙蟒矿冶和瑞尔鑫钛精矿合计80万吨/年,此次新增40万吨/年钛精矿后,公司钛精矿配套率将从52.37%提升至78.56%。中性假设公司自备矿山钛精矿单吨节省毛利1500元/吨,则公司收购矿山为公司硫酸法钛白粉单吨节约3450元/吨成本,新增40万吨钛精矿可增加公司毛利约6亿元。目前全球钛矿供应仍然偏紧,未来全球少有钛矿新增产能,预计钛矿高景气度继续维持,公司钛精矿产能提升将进一步增强公司钛白粉业务的成本优势。
- **公司建设3万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目,推动公司钛产业链优化升级。**海绵钛是生产精炼金属钛的基本原料,可制成钛锭、钛棒、钛粉等金属钛材。目前国内海绵钛生产工艺主要集中在中低端产品市场,转子级海绵钛是行业中的稀缺产品。3万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目建设完成后将推动公司钛精矿—氯化钛渣—氯化法钛白粉—海绵钛—钛合金全产业链的优化升级,实现“做深做精钛产品,做细做透钛衍生品”的发展目标。
- **投资建议:**公司继续扩产氯化法钛白粉产能、新增钛精矿继续降本增效、布局海绵钛升级产业链,并布局磷酸铁锂项目切入新能源材料领域,长期成长性强。预计公司2021-2023年净利润为49.50/55.57/64.84亿元,维持“增持”评级。
- **风险提示:**氯化法产能增加导致行业产能过剩;氯化法钛白粉技术风险以及项目释放进度不及预期;下游行业需求下行;钛矿景气度下行;存货和应收增速较快、股权质押风险、商誉减值风险、大股东减持风险等。

相关报告

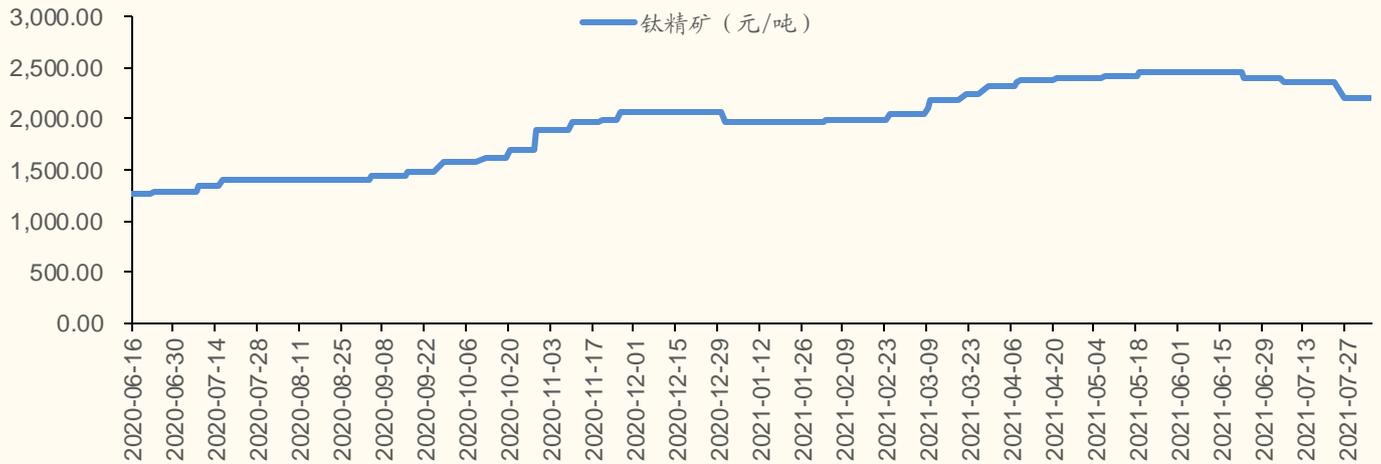
- 1.《成本优势构筑护城河,钛白粉行业未来航母-龙佰集团公司首次覆盖》, 2020.12.31

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

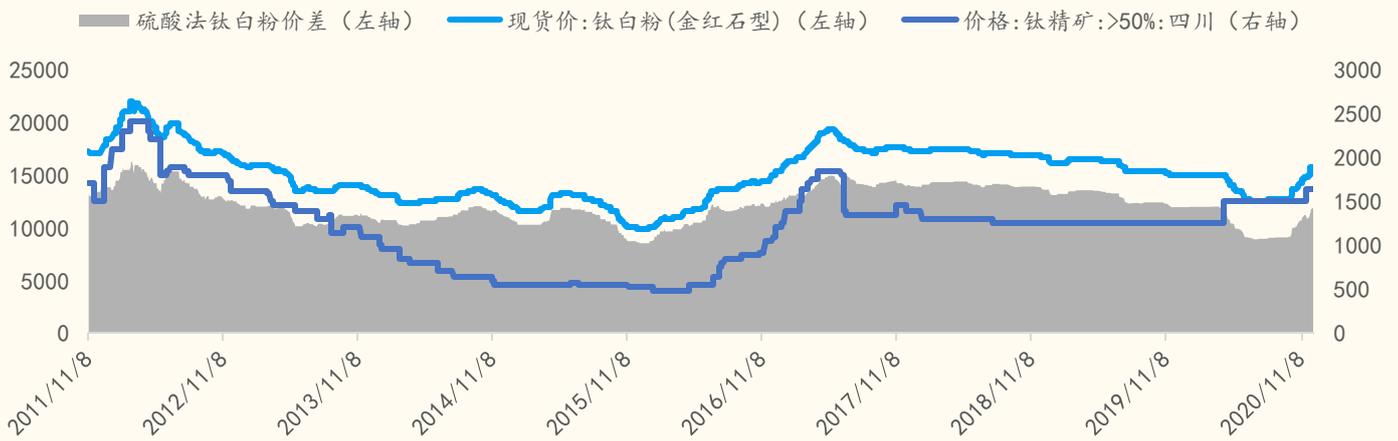
杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

图表 1: 钛精矿景气度预计继续维持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 钛精矿与钛白粉价差



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 龙佰集团产能列表

	产能 (万吨/年)	2020A	2021E
钛白粉总产能		89	101
硫酸法钛白粉		57	65
河南焦作硫酸法钛白粉		20	25
硫酸实际配套		60	60
硫酸理论需求		70	87.5
钛精矿实际配套		-	-
钛精矿理论需求		47	58.75
四川德阳硫酸法钛白粉		22	25
硫酸实际配套		80	80
硫酸理论需求		77	87.5
钛精矿实际配套			
钛精矿理论需求		51.7	58.75
湖北襄阳硫酸法钛白粉		15	15
硫酸实际配套		42	42

	硫酸理论需求	52.5	52.5
	钛精矿实际配套		
	钛精矿理论需求	35.25	35.25
	硫酸配套率	91.2%	80.0%
	钛精矿配套率	59.7%	52.4%
氯化法钛白粉		32	36
	河南焦作氯化法钛白粉	26	30
	河南焦作一期氯化法钛白粉	6	10
	河南焦作二期氯化法钛白粉	20	20
	云南新立氯化法钛白粉	6	6
	云南新立一期氯化法钛白粉	6	10
	云南新立二期氯化法钛白粉		
钛精矿		80	80
	龙蟒矿冶钛精矿	60	60
	瑞尔鑫钛精矿	20	20
高钛渣		38	38
	焦作总部高钛渣(暂时停产)	30	30
	云南新立高钛渣(复工中)	8	8
	龙蟒矿冶高钛渣(设备安装中)		
海绵钛		1	2.5
	云南新立海绵钛	1	1
	河南焦作海绵钛		1.5

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	10,551	11,416	14,160	19,993	21,768	24,278	货币资金	1,684	2,641	5,127	5,112	5,467	6,045
增长率		8.2%	24.0%	41.2%	8.9%	11.5%	应收款项	1,847	2,022	2,487	4,444	4,838	5,396
主营业务成本	-6,143	-6,546	-9,121	-11,332	-12,245	-13,593	存货	1,948	2,223	3,127	3,976	4,296	4,769
%销售收入	58.2%	57.3%	64.4%	56.7%	56.3%	56.0%	其他流动资产	1,271	1,235	1,759	1,271	1,333	1,424
毛利	4,408	4,870	5,039	8,661	9,524	10,685	流动资产	6,750	8,121	12,500	14,802	15,933	17,634
%销售收入	41.8%	42.7%	35.6%	43.3%	43.8%	44.0%	%总资产	32.3%	31.3%	36.0%	38.7%	39.4%	40.9%
营业税金及附加	-146	-133	-158	-212	-231	-257	长期投资	280	1,299	458	608	818	1,028
%销售收入	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	7,257	8,465	12,118	13,169	13,933	14,412
销售费用	-402	-463	-319	-600	-653	-728	%总资产	34.7%	32.6%	34.8%	34.4%	34.5%	33.5%
%销售收入	3.8%	4.1%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	6,285	7,248	8,731	9,015	9,286	9,544
管理费用	-456	-551	-585	-800	-871	-971	非流动资产	14,173	17,822	22,271	23,472	24,488	25,435
%销售收入	4.3%	4.8%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	67.7%	68.7%	64.0%	61.3%	60.6%	59.1%
研发费用	-399	-416	-539	-712	-775	-864	资产总计	20,924	25,943	34,771	38,274	40,421	43,069
%销售收入	3.8%	3.6%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	短期借款	4,211	3,009	5,583	7,138	5,179	2,802
息税前利润 (EBIT)	3,004	3,306	3,438	6,338	6,994	7,864	应付款项	2,597	4,846	8,141	7,865	8,499	9,435
%销售收入	28.5%	29.0%	24.3%	31.7%	32.1%	32.4%	其他流动负债	539	534	958	728	799	903
财务费用	-232	-123	-163	-685	-756	-592	流动负债	7,347	8,390	14,682	15,732	14,477	13,140
%销售收入	2.2%	1.1%	1.1%	3.4%	3.5%	2.4%	长期贷款	408	2,752	3,469	3,469	3,469	3,469
资产减值损失	-226	-191	56	-195	-109	-113	其他长期负债	535	729	783	510	517	527
公允价值变动收益	9	0	0	0	0	0	负债	8,290	11,871	18,934	19,711	18,463	17,137
投资收益	42	-51	-514	42	45	45	普通股股东权益	12,423	13,871	14,195	16,921	20,315	24,289
%税前利润	1.5%	n.a	n.a	0.8%	0.7%	0.6%	其中：股本	2,032	2,032	2,032	2,040	2,040	2,040
营业利润	2,688	3,050	2,831	5,500	6,174	7,204	未分配利润	963	1,658	1,662	4,714	8,109	12,083
营业利润率	25.5%	26.7%	20.0%	27.5%	28.4%	29.7%	少数股东权益	211	201	1,643	1,643	1,643	1,643
营业外收支	27	-28	-11	0	0	0	负债股东权益合计	20,924	25,943	34,771	38,274	40,421	43,069
税前利润	2,716	3,022	2,820	5,500	6,174	7,204	比率分析						
利润率	25.7%	26.5%	19.9%	27.5%	28.4%	29.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-396	-418	-492	-550	-617	-720	每股指标						
所得税率	14.6%	13.8%	17.5%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	1.125	1.277	1.126	2.210	2.481	2.895
净利润	2,320	2,605	2,328	4,950	5,557	6,484	每股净资产	6.114	6.826	6.985	7.555	9.071	10.845
少数股东损益	35	11	39	0	0	0	每股经营现金净流	0.999	0.922	1.506	1.955	3.862	4.365
归属于母公司的净利润	2,286	2,594	2,289	4,950	5,557	6,484	每股股利	0.750	0.750	1.010	0.930	1.060	1.230
净利率	21.7%	22.7%	16.2%	24.8%	25.5%	26.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.40%	18.70%	16.12%	29.25%	27.35%	26.69%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	10.92%	10.00%	6.58%	12.93%	13.75%	15.05%
净利润	2,320	2,605	2,328	4,950	5,557	6,484	投入资本收益率	14.75%	14.20%	11.25%	19.53%	20.55%	21.96%
少数股东损益	35	11	39	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,129	1,030	1,124	1,631	1,833	2,136	主营业务收入增长率	1.91%	8.20%	24.04%	41.19%	8.88%	11.53%
非经营收益	95	312	745	308	561	371	EBIT增长率	-7.35%	10.06%	3.97%	84.37%	10.35%	12.43%
营运资金变动	-1,514	-2,072	-1,137	-2,900	-74	-85	净利润增长率	-8.66%	13.49%	-11.77%	116.28%	12.26%	16.68%
经营活动现金净流	2,031	1,874	3,060	3,989	7,878	8,905	总资产增长率	0.37%	23.99%	34.03%	10.07%	5.61%	6.55%
资本开支	-452	-995	-935	-2,647	-2,660	-2,860	资产管理能力						
投资	-181	-1,065	-719	-35	-110	-110	应收账款周转天数	39.9	43.2	46.7	55.0	55.0	55.0
其他	40	57	0	-58	-55	-55	存货周转天数	104.3	116.3	107.0	130.0	130.0	130.0
投资活动现金净流	-592	-2,003	-1,653	-2,740	-2,825	-3,025	应付账款周转天数	66.7	91.2	94.4	90.0	90.0	90.0
股权募资	5	0	90	-329	0	0	固定资产周转天数	202.2	217.8	227.3	177.6	173.6	160.7
债权募资	277	1,215	2,228	1,557	-1,959	-2,377	偿债能力						
其他	-2,443	-1,656	-3,334	-2,493	-2,739	-2,925	净负债/股东权益	18.01%	22.18%	24.78%	29.60%	14.49%	0.88%
筹资活动现金净流	-2,161	-441	-1,016	-1,264	-4,698	-5,302	EBIT利息保障倍数	13.0	26.8	21.1	9.3	9.3	13.3
现金净流量	-723	-569	390	-15	355	578	资产负债率	39.62%	45.76%	54.45%	51.50%	45.68%	39.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	22	32	84
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.12	1.11	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价目标价
1	2020-12-31	买入	30.71 20.00 ~ 50.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402