

## 公司研究

## 新一批扩产开启，持续推进产业链优化升级和新能源布局

## ——龙佰集团（002601.SZ）公告点评

## 买入（维持）

当前价：36.42元

## 作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	23.79
总市值(亿元):	866.31
一年最低/最高(元):	22.00/51.87
近3月换手率:	78.81%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.36	23.98	16.66
绝对	19.37	19.37	19.37

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

公司发布《关于投资建设年产3万吨转子级海绵钛技术提升改造项目的公告》和《关于投资建设700万吨绿色高效选矿项目的公告》，公司控股子公司甘肃国钛拟投资建设3万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目，将甘肃国钛现有海绵钛生产线扩建至3万吨，建设周期为4年。公司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，新增处理原矿700万吨/年，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。项目建成后，公司原矿处理能力2200万吨/年，可生产铁精矿500万吨/年、钛精矿120万吨/年、硫钴精矿5万吨/年，建设周期为一年七个月。

公司发布《关于投资建设年产10万吨氯化法钛白粉扩能项目的公告》，对现有氯化法钛白粉生产线进行扩建，新增部分设备，实现产品专线生产，提高产品质量。

公司发布《关于投资建设年产20万吨电池材料级磷酸铁项目的公告》、《关于投资建设年产20万吨锂离子电池材料产业化项目的公告》、《关于投资建设年产10万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目的公告》，将新建设年产20万吨电池材料级磷酸铁生产线、年产20万吨磷酸铁锂生产线、年产10万吨锂离子电池用人造石墨负极材料生产线及相关配套设施。

## 点评：

## 氯化法钛白粉扩能，钛白粉龙头地位巩固

公司是国内氯化法龙头企业，拥有氯化法钛白粉产能36万吨，具有氯化法钛白粉生产线的设计、安装和开车能力。公司一期氯化法项目，是国内目前运行最为稳定、续建规模最大的大型沸腾氯化法项目，此次扩产将使公司的一期氯化法钛白粉产能从6万吨提升至10万吨，总产能达到40万吨，将进一步巩固钛白粉龙头地位，扩大公司的技术优势，发挥行业巨头引领产业转型升级的示范作用。

## 新增海绵钛和选矿产能，钛产业链全流程强化

海绵钛项目的建设将丰富公司的钛产品系列，依托公司已有的产业链，进一步发挥公司规模化优势，提升公司在钛材行业的地位；选矿项目建成后，公司原矿处理能力2200万吨/年，可生产铁精矿500万吨/年、钛精矿120万吨/年、硫钴精矿5万吨/年，将提高公司钛白粉原料的自给率，降低原材料价格风险，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。

### 电池材料项目开始建设，新能源产业链布局持续展开

继布局湖北襄阳 10 万吨磷酸铁项目后，本次公司在河南基地建设 20 万吨磷酸铁、20 万吨磷酸铁锂和 10 万吨负极材料项目，向新能源产业链下游进一步拓展。钛白粉企业大量副产硫酸亚铁，本次项目建设将进一步发挥公司自有铁源的原材料优势，有利于公司形成更加完整的产业体系，积极推进公司融入新能源材料生产制造供应链，增强公司综合竞争力。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 49.18、54.29、60.29 亿。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，叠加锂电材料项目投产后，其成本优势和盈利能力将进一步增强，故维持“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。

表 1：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	29	32	18	16	14
P/B	5.3	5.2	4.5	3.5	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-13

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

## 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

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	29	32	18	16	14
PB	5.3	5.2	4.5	3.5	2.8
EV/EBITDA	18.2	18.4	13.4	11.5	10.1
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