

公司研究

钛白粉产销创新高，新能源项目投产打开成长空间

——龙佰集团（002601.SZ）2022年半年报点评

买入（维持）

当前价：18.31元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	23.90
总市值(亿元)	437.66
一年最低/最高(元)	15.49/36.63
近3月换手率	64.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.83	-4.04	-31.32
绝对	-17.93	-2.24	-40.75

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，全产业链优势增厚利润——龙佰集团（002601.SZ）2021年度业绩预告点评（2021-12-09）

持续完善新能源材料布局，钛白粉龙头转型可期——龙佰集团（002601.SZ）投资建设石墨负极材料公告点评（2021-11-30）

量价齐升叠加全产业链优势助业绩大增，布局新能源强化竞争力——龙佰集团

（002601.SZ）2021年前三季度业绩预告点评（2021-10-11）

要点

事件：

2022年8月19日，公司发布2022年半年报。2022H1公司实现营业收入124亿元，同比+26%；实现归母净利润23亿元，同比-6.9%。2022Q2单季，公司实现营业收入63亿元，同比+22%，环比+4.4%；实现归母净利润12亿元，同比-12%，环比+13%。

点评：

钛白粉产销量提升提振收入，行业景气下行盈利承压

2022H1，公司焦作新增10万吨氯化法钛白粉生产线投产，使公司钛白粉总产能增至111万吨，公司抓住钛白粉出口景气机遇，积极开拓市场，提高产能利用率，钛白粉产销量均创新高。2022H1，公司生产钛白粉51.74万吨，同比+19%，其中生产硫酸法钛白粉34.10万吨，同比+8%，氯化法钛白粉17.64万吨，同比+49%；共销售钛白粉46.91万吨，同比+7.2%，其中，国内销量占比48.59%，国际销量占比51.4%，销售硫酸法钛白粉32.78万吨，同比+6%，销售氯化法钛白粉14.14万吨，同比+10%。

2022H1，国内钛白粉市场受下游地产等行业开工不足影响，需求下行，地缘政治危机和全球通胀推动原辅材料价格大涨。钛白粉价格在原料价格支撑下仍保持高位，根据Wind数据，2022H1国内金红石型钛白粉均价为19681元/吨，同比+5.7%，环比-0.2%。原材料价格方面，2022H1攀西46%钛精矿均价为2304元/吨，同比+3.2%，环比-0.5%；冶炼酸均价795元/吨，同比+146.0%，环比+32.8%；石油焦均价4534元/吨，同比+100.4%，环比+49.3%。需求下行叠加原材料价格上涨，公司钛白粉业务盈利能力承压，毛利率同比下降8.8pct至34.9%。

2022年下半年，公司子公司云南新立钛业20万吨氯化法产能将投产，预计公司2022年末钛白粉产能可达131万吨，钛白粉龙头地位将得到巩固。

加强钛产业链纵向深化布局，海绵钛产能稳步提升

公司深化钛产业链纵向扩展，加强氯化法钛白粉原料产能建设，同时向高附加值的金属钛产业链延伸。钛白粉原料方面，2022H1，公司50万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程运行稳定，产能逐月提升，2022年4月生产氯化钛渣超8000吨，并用于氯化法钛白粉生产；公司现有钛精矿产能90万吨，在建700万吨绿色选矿项目将于2023年建成，届时公司钛精矿产能将增至120万吨，原料自给率进一步提升。金属钛方面，2022H1公司海绵钛产能达到5万吨/年，跃居全球第一，公司计划通过建设年产3万吨高端钛合金新材料项目进入钛合金领域，进一步提高钛产品附加值。

新能源项目投产顺利，先发布局打开第二成长曲线

2022H1，公司锂电新能源材料磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极生产线均已建成投产，现有磷酸铁产能5万吨，磷酸铁锂产能5万吨，石墨负极产能2.5万吨。公司预计2022年三季度末新增5万吨石墨负极产能，四季度末新增5万吨磷酸铁锂产能。公司在建新能源材料项目将于2023年全部投产，届时将形成磷酸铁产能35万吨、磷酸铁锂产能35万吨、石墨负极产能30万吨。公司新能源项目投产顺利，充分发挥“钛锂耦合”和“大化工，低成本”优势，将助力公司打开第二成长曲线。

盈利预测、估值与评级

受钛白粉行业景气度下行的影响，2022H1 公司钛白粉盈利承压，但我们看好下半年钛白粉需求回暖，且公司新能源业务投产顺利，因此我们维持 22-23 年盈利预测，新增 24 年盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 54.29/60.29/67.68 亿元，对应的 EPS 分别为 2.27/2.52/2.83 元/股，仍维持“买入”评级。

风险提示：钛白粉需求波动风险、新能源材料项目投产进度不及预期、成本波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,108	20,566	29,005	40,191	53,812
营业收入增长率	24.21%	45.77%	41.04%	38.57%	33.89%
净利润 (百万元)	2,289	4,676	5,429	6,029	6,768
净利润增长率	-11.77%	104.33%	16.09%	11.07%	12.26%
EPS (元)	1.13	1.96	2.27	2.52	2.83
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.12%	24.72%	22.31%	19.86%	18.23%
P/E	16	9	8	7	6
P/B	2.6	2.3	1.8	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-19 注：2021 年公司总股本为 23.81 亿股。2022-24 年公司总股本为 23.90 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,108	20,566	29,005	40,191	53,812
营业成本	9,121	11,943	18,985	28,022	39,104
折旧和摊销	1,105	1,470	1,405	1,560	1,727
税金及附加	158	272	354	491	657
销售费用	319	468	658	912	1,221
管理费用	585	1,114	1,387	1,922	2,573
研发费用	539	1,010	1,266	1,755	2,349
财务费用	163	176	138	166	176
投资收益	-514	-104	0	0	0
营业利润	2,831	5,554	6,442	7,155	8,021
利润总额	2,820	5,519	6,444	7,157	8,024
所得税	492	783	967	1,074	1,204
净利润	2,328	4,735	5,478	6,084	6,820
少数股东损益	39	59	49	54	52
归属母公司净利润	2,289	4,676	5,429	6,029	6,768
EPS(元)	1.13	1.96	2.27	2.52	2.83

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,121	4,328	5,746	10,494	11,428
净利润	2,289	4,676	5,429	6,029	6,768
折旧摊销	1,105	1,470	1,405	1,560	1,727
净营运资金增加	-1,135	-18	4,362	1,359	2,245
其他	862	-1,800	-5,450	1,546	688
投资活动产生现金流	-1,653	-5,245	-2,091	-2,520	-3,020
净资本支出	-935	-2,749	-2,020	-2,520	-3,020
长期投资变化	211	2,317	0	0	0
其他资产变化	-929	-4,813	-71	0	0
融资活动现金流	-984	1,291	-238	-3,048	933
股本变化	0	349	10	0	0
债务净变化	3,291	789	-154	-2,970	1,000
无息负债变化	3,772	4,819	3,816	8,808	9,984
净现金流	451	355	3,417	4,927	9,341

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	35.3%	41.9%	34.5%	30.3%	27.3%
EBITDA 率	33.0%	36.0%	27.4%	22.2%	18.7%
EBIT 率	25.0%	28.8%	22.6%	18.3%	15.5%
税前净利润率	20.0%	26.8%	22.2%	17.8%	14.9%
归母净利润率	16.2%	22.7%	18.7%	15.0%	12.6%
ROA	6.7%	10.4%	10.1%	9.2%	8.1%
ROE (摊薄)	16.1%	24.7%	22.3%	19.9%	18.2%
经营性 ROIC	12.0%	17.6%	16.6%	17.7%	18.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	54%	54%	52%	51%	53%
流动比率	0.82	0.79	1.07	1.29	1.40
速动比率	0.60	0.56	0.77	0.92	1.01
归母权益/有息债务	1.57	1.92	2.51	4.52	4.81
有形资产/有息债务	2.85	3.66	4.66	8.50	9.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	34,771	45,331	54,458	66,380	84,184
货币资金	5,127	6,287	9,704	14,631	23,972
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,015	1,967	3,663	4,927	6,222
应收票据	0	283	165	260	464
其他应收款 (合计)	32	38	106	143	216
存货	3,127	4,516	6,762	10,200	14,429
其他流动资产	1,022	1,590	2,331	3,314	4,511
流动资产合计	11,995	15,777	24,481	35,743	52,648
其他权益工具	1	1	1	1	1
长期股权投资	211	2,317	2,317	2,317	2,317
固定资产	8,817	11,053	11,769	12,451	13,169
在建工程	2,884	5,264	4,998	5,061	5,371
无形资产	2,544	2,770	2,735	2,700	2,666
商誉	6,072	6,120	6,120	6,120	6,120
其他非流动资产	1,218	1,272	1,343	1,343	1,343
非流动资产合计	22,776	29,554	29,977	30,637	31,536
总负债	18,934	24,542	28,205	34,042	45,026
短期借款	4,097	4,624	3,803	0	0
应付账款	2,707	3,551	5,705	8,356	11,679
应付票据	5,023	6,536	9,274	14,818	20,393
预收账款	0	0	111	51	91
其他流动负债	149	-78	76	-19	48
流动负债合计	14,682	19,943	22,872	27,787	37,663
长期借款	3,469	3,799	4,466	5,299	6,299
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	321	372	439	528	636
非流动负债合计	4,252	4,599	5,333	6,255	7,363
股东权益	15,838	20,789	26,254	32,337	39,157
股本	2,032	2,381	2,390	2,390	2,390
公积金	10,459	15,260	15,270	15,270	15,270
未分配利润	1,662	3,427	8,837	14,866	21,634
归属母公司权益	14,195	18,918	24,333	30,363	37,131
少数股东权益	1,643	1,871	1,920	1,974	2,026

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.26%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%
管理费用率	4.15%	5.41%	4.78%	4.78%	4.78%
财务费用率	1.15%	0.86%	0.48%	0.41%	0.33%
研发费用率	3.82%	4.91%	4.37%	4.37%	4.37%
所得税率	17%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.54	1.82	2.40	4.39	4.78
每股净资产	6.99	7.94	10.18	12.70	15.53
每股销售收入	6.94	8.64	12.13	16.81	22.50

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	16	9	8	7	6
PB	2.6	2.3	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.5	7.5	6.9	5.7	4.7
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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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