

2022 年 10 月 25 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

17.5

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2022/10/25)	15.06
深证成指(2022/10/25)	10639.82
股价 12 个月高/低	28.96/14.77
总发行股数(百万)	2390.15
A 股数(百万)	1659.33
A 市值(亿元)	249.90
主要股东	许刚(26.12%)
每股净值(元)	8.80
股价/账面净值	1.71

一个月 三个月 一年

股价涨跌(%) -7.2 -26.1 -46.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021.10.26	36.74	买进
2022.08.22	18.31	区间操作

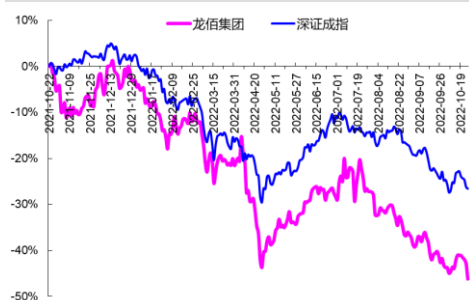
产品组合

钛白粉	71.7%
铁系产品	10.7%
海绵钛及四氯化钛	7.5%
其他	5.5%
锆制品	4.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.5%
一般法人	8.3%

股价相对大盘走势



龙佰集团 (002601.SZ) Trading Buy 区间操作

Q3 业绩承压，在建项目带来新增长

结论与建议：

公司发布22年三季报，22年前三季度实现营收180.30亿元，yoy+18.08%，归母净利润31.73亿元，yoy-17.17%，不及预期。其中Q3单季实现营收56.30亿元，yoy+2.95%，qoq-11.10%，归母净利润9.07亿元，yoy-35.02%，qoq-24.55%。此外公司公告，拟向全体股东每10股派发人民币现金股利2.00元。

公司是国内钛白粉龙头企业，全球第三大及亚洲与中国最大的钛白粉生产商。22年受地产低迷影响，钛白粉景气下行，价格下滑，但公司积极布局钛材料全产业链和新能源板块，未来有望形成新的业绩增长点。考虑到钛白粉景气度仍弱，维持“区间操作”评级。

■ **地产行业低迷，钛白粉景气下滑：**22 年 H1 年受地产行业低迷影响，钛白粉行业景气下降，价格同比下滑。2022 年 Q3 钛白粉均价 1.68 万元/吨，yoy-14.4%，qoq-12.5%。原料钛精矿价格虽有下降，但降幅较小，Q3 钛精矿均价 2031 元/吨，yoy-5.2%，qoq-3.5%；钛白粉-钛精矿价差减小。海绵钛版块，受益于高精尖新材料的带动，海绵钛价格稳定，年内价格维持在 7.8 万元/吨，目前公司海绵钛产能已达 5 万吨/年，产能全球第一。随着大型飞机国产化进程的加快，未来对优质海绵钛的需求将快速增加，将为公司持续贡献利润。

■ **毛利同比下滑，费用控制合理：**主营产品价格下行拖累公司毛利，22 年 Q3 公司毛利率同比下滑 13.73pct 至 31.37%。费用方面，公司整体费用维持合理，研发费用率同比增加 0.11pct 到 5.81%，销售费用率同比增加 0.04pct 至 2.21%；管理费用率同比降低 0.42pct 至 4.98%；汇率变动，汇兑收益增加使得财务费用率同比降低 0.17pct 至 0.37%。

■ **在建项目丰富，有望带来二次成长：**钛白粉版块，公司 20 万吨氯化法钛白粉项目二期预计年内建设完成，公司氯化法钛白粉产能占比增加，将进一步优化产品结构，有望带来毛利修复。钛材料版块，公司 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣、年产 30 万吨硫氯耦合钛材、年产 20 万吨合成金红石、3 万吨海绵钛扩建产能均在有序推进，公司在钛材料版块的布局进一步完善；公司还成立合资公司河南中钛，持股 20%，计划投资 31.44 亿元建设年产 6 万吨钛合金新材料项目。同时，公司计划受让钒钛资源股权投资中心份额，完成后将持有其 99.9667% 份额，实现控股并表，将进一步推进丰源矿业的收购，完善钛产业链相关企业的整合。新能源材料版块，公司年产 20 万吨电池材料级磷酸铁项目一期 5 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 5 万吨石墨负极已进入量产阶段。未来两年将形成 35 万吨磷酸铁、35 万吨磷酸铁锂和 10 万吨石墨负极的产能，新能源版块产能逐步释放，有望为公司带来新的业绩增长。

■ **盈利预测：**考虑到钛白粉景气仍弱，我们下修盈利预测，预计公司 2022/2023/2024 年实现净利润 41.90/53.58/64.43 亿元，yoy-10.41%/+27.88%/+20.25%，（前值 44.7/57.5/65.8 亿元，yoy-4%/+29%/+15%），折合 EPS 为 1.75/2.24/2.70 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 9/7/6 倍，维持“区间操作”评级。

■ **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022E	2023E	2024E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,289	4,676	4,190	5,358	6,443
同比增减		-11.77%	104.33%	-10.41%	27.88%	20.25%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.13	1.96	1.75	2.24	2.70
同比增减		-11.77%	74.35%	-10.73%	27.88%	20.25%
A 股市盈率(P/E)	X	13.37	7.67	8.59	6.72	5.59
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14108	20566	23125	25440	28508
经营成本	9121	11943	14760	15391	16766
研发费用	539	1010	1113	1200	1318
营业税金及附加	158	272	306	337	378
销售费用	319	468	526	579	648
管理费用	585	1114	1252	1378	1544
财务费用	163	176	198	218	245
资产减值损失	-5	-51	-5	-5	-5
投资收益	-514	-104	-88	-79	-72
营业利润	2831	5554	4990	6369	7649
营业外收入	20	11	11	12	13
营业外支出	31	46	46	46	46
利润总额	2820	5519	4945	6323	7604
所得税	492	783	702	898	1079
少数股东损益	39	59	53	68	81
归属于母公司股东权益	2289	4676	4190	5358	6443

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5127	6287	8240	12307	18119
应收账款	2015	2250	2405	2542	2688
存货	3127	4516	4606	5067	5574
流动资产合计	11995	15777	20027	24982	31758
长期股权投资	211	2317	2432	2554	2682
固定资产	8817	11053	11606	12186	12795
在建工程	3301	5436	5708	6279	6907
非流动资产合计	22776	29554	30612	32066	33633
资产总计	34771	45331	50639	57048	65391
流动负债合计	14682	19943	20817	21476	22863
非流动负债合计	4252	4599	4429	4291	4166
负债合计	18934	24542	25246	25767	27030
少数股东权益	1643	1871	2286	2816	3453
股东权益合计	15838	20789	25393	31281	38361
负债及股东权益合计	34771	45331	50639	57048	65391

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	3121	4328	3679	4047	4654
投资活动产生的现金流量净额	-1653	-5245	-3147	-1259	-503
筹资活动产生的现金流量净额	-984	1291	1420	1278	1662
现金及现金等价物净增加额	451	355	1953	4067	5813

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。