

龙佰集团(002601)

报告日期: 2022年12月17日

房地产政策出台有望拉动钛白粉需求, 龙佰集团产能再创新高

——龙佰集团系列报告(一)

报告导读

龙佰集团是我国最大钛白粉生产企业, 主营产品为钛白粉, 公司拥有钛产业的完整产业链, 2022年下半年钛白粉行业景气度下行, 行业进入亏损状态, 公司凭借自身成本优势也能仍然保持盈利。目前公司成本平均领先行业, 同时公司利用自身优势积极延伸新材料项目, 规划产品包括海绵钛、磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极材料、五氧化二钒等。我们认为公司成本护城河深, 业绩安全边际高, 公司新材料项目有望在 23-24 年陆续投产, 打开公司的新成长空间。

投资要点

□ 龙佰集团是国内钛白粉龙头企业, 产能扩张剑指世界第一

龙佰集团是国内钛产业链最完整的企业, 公司前身可以追溯到 1955 年成立的焦作市硫磺矿, 经过几十年的发展, 目前拥有钛白粉产能 131 万吨(硫酸法 65 万吨, 氯化法 66 万吨), 产能再创新高。2011 年公司上市时营业收入/净利为 19.06/3.59 亿元, 到 2021 年营业收入/净利达到 205.66/46.76 亿元, 年复合增速分别为 26.85%/29.82%。同时公司现金流净额大幅领先同行, 2021 年公司现金流净额为 43.28 亿元, 高出同行一倍, 为公司的未来发展奠定了坚实的基础。

□ 钛白粉行业稳步发展, 竣工面积恢复拉动钛白粉需求

钛白粉下游 58%用于涂料, 22%用于塑料等。随着全球的涂料业、塑料业等稳定发展, 钛白粉需求量有望保持增长趋势。根据中国涂料工业协会, 2017 年我国涂料产量为 2036 万吨, 预计到 2025 年产量达到 3000 万吨, 21-25 年复合增速为 4.96%; 同时 2022 年 11 月开始国家出台相关房地产政策, 房地产企业授信、债权融资、股权融资得到宽松。根据百川盈孚数据, 2017 年我国的钛白粉消费量为 199.12 万吨, 预计到 2025 年我国的钛白粉消费量有望达到 292.33 万吨, 年复合增速 4.92%。由于政策的原因, 未来国内钛白粉新增产能条件苛刻, 但龙佰集团具备扩产的能力; 我们预计未来随着房地产景气度好转, 有望拉动钛白粉需求, 带动钛白粉价格上涨。

□ 成本同行业最低, 低景气度中保持盈利安全边际高

公司通过自备钛矿、硫酸等配套原料, 降低钛白粉的制备成本; 同时得益于公司的规模优势, 2021 年公司钛白粉完全成本为 9261 元/吨, 远低于行业平均水平。2022 年 11 月 25 日钛白粉行业平均毛利亏损为 -356 元/吨, 由于公司自备钛矿与硫酸等原材料, 我们预计公司在行业低景气度中仍然能保持盈利。我们认为未来随着生产规模不断扩张和工艺技术不断完善, 公司成本有望进一步降低, 捍卫成本护城河。

□ 拓展锂电新材料, 打开成长新空间

得益于公司的一体化产业链, 可以副产氢气、硫酸亚铁等产品; 同时公司生产的氧化锆、氧化钛、氧化钨也是很好的锂电池添加剂。于此公司规划了新能源材料、稀贵金属、智能制造等领域产品, 产品包含磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极材料、五氧化二钒、海绵钛等。我们预计未来随着新项目产能的不断投放, 公司有望打开新成长空间, 营收净利再上一个台阶, 成为大而全的平台型公司。

□ 盈利预测与估值

公司是国内钛产业龙头公司, 钛白粉和海绵钛产能不断扩张, 同时积极布局新能源材料。预计 2022-2024 营业收入分别为 251.7/389.35/482.83 亿元, 2022-2024 归属净利润分别为 39.44/53.05/65.84 亿元, 对应 EPS 分别为 1.65/2.22/2.75, 对应 PE 分别为 11.99/8.92/7.18 倍, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

新项目建设不及预期, 房地产景气度持续低迷, 政策变动等;

投资评级: 买入(首次)

分析师: 李辉
执业证书号: S1230521120003
lihui01@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 19.79 |
| 总市值(百万元) | 47,300.97 |
| 总股本(百万股) | 2,390.15 |

股票走势图



相关报告

- 《佰利联: 管理层全额认购, 看好公司中长期发展潜力》2015.01.29
- 《佰利联三季报点评: 钛白粉行业缓慢复苏, 公司业绩持续改善》2014.10.28
- 《佰利联深度报告: 内外兼修, 双轮驱动》2014.08.05

财务摘要

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 20565.78 | 25170.00 | 38935.00 | 48283.00 |
| (+/-) (%) | 45.77% | 22.39% | 54.69% | 24.01% |
| 归母净利润 | 4676.43 | 3944.02 | 5305.02 | 6583.75 |
| (+/-) (%) | 94.73% | -15.66% | 34.51% | 24.10% |
| 每股收益(元) | 2.12 | 1.65 | 2.22 | 2.75 |
| P/E | 9.33 | 11.99 | 8.92 | 7.18 |

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测**：公司是国内钛产业龙头公司，钛白粉和海绵钛产能不断扩张，同时积极布局新能源材料。预计 2022-2024 营业收入分别为 251.7/389.35/482.83 亿元，2022-2024 归属净利润分别为 39.44/53.05/65.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.65/2.22/2.75，对应 PE 分别为 11.99/8.92/7.18 倍，给予“买入”评级。
- 2) **目标价格**：25 元
- 3) **投资评级**：首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) **产品售价假设**：回顾历史行情及供需，预计明年钛白粉有望涨价；
- 2) **项目进度**：明后年新能源项目接连顺利落地；

● 我们与市场的观点的差异

市场担心：目前房地产整体需求较低，导致钛白粉持续低景气度，甚至存在进一步下跌空间；

区别于市场的认知：我们认为目前房地产景气已经见底，未来随着政策落地，景气度有望转好。同时钛白粉价格目前已经跌至底部，市场上仅有极少部分企业能够保持盈利，价格进一步下跌可能性不大。同时龙佰在低景气度中仍能保持部分盈利，构筑安全边际。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 钛白粉价格上涨；2) 新能源项目投产销售；

● 风险提示

新项目建设不及预期，房地产景气度持续低迷，政策变动等；

正文目录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 1 公司介绍：龙佰集团，世界级钛企龙头 | 6 |
| 1.1 公司拥有钛白粉完整产业链，股权结构清晰 | 6 |
| 1.2 公司产品矩阵丰富，产销快速增长 | 6 |
| 1.3 公司业绩不断上涨，四费率保持行业前列 | 8 |
| 2 钛白粉：竣工端带动钛白粉需求，行业有望受益 | 10 |
| 2.1 钛白粉是“经济发展晴雨表”，下游需求分布广 | 10 |
| 2.2 长期需求稳定增长，竣工面积恢复拉动钛白粉需求 | 11 |
| 2.3 钛白粉环保政策不断迭代，新增产线困难 | 14 |
| 3 成本端：多方优势成就行业最低，安全边际高 | 16 |
| 3.1 成本全行业最低，能在低景气中保持盈利 | 16 |
| 3.2 三大要素支撑公司发展，夯实成本护城河 | 17 |
| 4 拓展新材料项目，打开新成长空间 | 19 |
| 4.1 钛锂耦合向外拓展布局新产业 | 19 |
| 4.2 锂电材料积极扩张，产能有望快速投放 | 19 |
| 5 盈利及估值 | 20 |
| 5.1 业务拆分与盈利预测 | 20 |
| 5.2 估值分析及投资建议 | 22 |
| 6 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 龙佰集团发展历史..... | 6 |
| 图 2: 龙佰集团股权结构 (截至 12.13) | 6 |
| 图 3: 龙佰集团钛系列产品..... | 6 |
| 图 4: 公司钛白粉产销量..... | 7 |
| 图 5: 公司钛白粉产能..... | 7 |
| 图 6: 龙佰集团分产品营收情况 (亿元) (2011-2021) | 8 |
| 图 7: 龙佰集团分产品毛利情况 (亿元) (2011-2021) | 8 |
| 图 8: 龙佰集团归母净利润 (亿元) (2011-2021) | 8 |
| 图 9: 龙佰集团分地区营收情况 (亿元) (2011-2021) | 9 |
| 图 10: 龙佰集团分地区毛利情况 (亿元) (2011-2021) | 9 |
| 图 11: 龙佰集团分地区毛利率 (%) 变化图 (2011-2021) | 9 |
| 图 12: 龙佰集团分产品毛利率 (%) (2011-2021) | 9 |
| 图 13: 钛白粉公司四费率..... | 10 |
| 图 14: 钛全产业链..... | 10 |
| 图 15: 钛白粉市场产业链..... | 11 |
| 图 16: 全球钛白粉下游消费需求..... | 11 |
| 图 17: 中国涂料产量及预测 (2017-2025E) (万吨) | 11 |
| 图 18: 中国钛白粉消费量及预测 (2017-2025E) (万吨) | 11 |
| 图 19: 中国钛白粉进出口量及出口占比..... | 12 |
| 图 20: 国内外钛白粉售价及价差..... | 12 |
| 图 21: 中国钛白粉单月出口量 (万吨) | 12 |
| 图 22: 硫酸法制钛白粉工艺..... | 14 |
| 图 23: 氯化法制钛白粉工艺..... | 14 |
| 图 24: 我国钛白粉分工艺产能 (万吨) /氯化法产能占比 (%) | 15 |
| 图 25: 全球钛白粉产能 (2017-2025E) (万吨) | 15 |
| 图 26: 全球主要钛白粉企业产能 (2017-2021) (万吨) | 15 |
| 图 27: 钛白粉价格 (元/吨) | 16 |
| 图 28: 龙佰集团与同行企业成本对比 (元/吨) | 16 |
| 图 29: 龙佰集团与行业成本对比 (元/吨) | 16 |
| 图 30: 钛白粉行业价格及单吨毛利情况 (元/吨) | 17 |
| 图 31: 钛白粉行业价格及行业成本与龙佰集团成本对比 (元/吨) | 17 |
| 图 32: 钛白粉相关企业每年新增申请专利总数 (个) | 18 |
| 图 33: 钛白粉相关企业申请专利合计 (个) | 18 |
| 图 34: 钛白粉行业研发费用及研发费率对比 (亿元/%) | 18 |
| 图 35: 龙佰集团横向耦合绿色产业链..... | 19 |
| 图 36: 龙佰集团“钛锂耦合”产业链..... | 19 |
| 表 1: 龙佰集团产品汇总..... | 7 |
| 表 2: 2022 下半年房地产相关政策..... | 13 |
| 表 3: 2022 年 11 月房地产三支箭..... | 13 |
| 表 4: 我国钛白粉变化政策 (2010-2022) | 14 |
| 表 5: 新材料扩增公告及对应产能情况..... | 20 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 6: 龙佰集团钛白粉未来盈利情况假设 (单位: 百万元) | 21 |
| 表 7: 可比公司估值表..... | 22 |
| 表附录: 三大报表预测值..... | 23 |

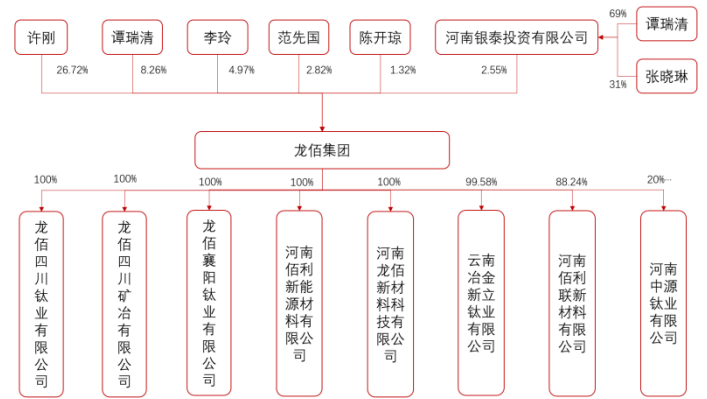
1 公司介绍：龙佰集团，世界级钛企龙头

1.1 公司拥有钛白粉完整产业链，股权结构清晰

龙佰集团是我国产业链最完善的钛企龙头：根据公司公告，公司目前拥有钛白粉产能131万吨，其中硫酸法65万吨，氯化法66万吨，现已经形成了河南、四川、湖北、云南、甘肃等产业基地。公司前身可以追溯到1955年成立的焦作市硫磺矿，1975年更名为焦作市化工总厂，2002年改制更名为河南佰利联化学股份有限公司，于2011年在深圳证券交易所上市，2016年并购成立龙蟒佰利集团，2021年更名龙佰集团股份有限公司。

图1：龙佰集团发展历史

图2：龙佰集团股权结构（截至12.13）



资料来源：龙佰集团官网、浙商证券研究所

资料来源：wind、浙商证券研究所

1.2 公司产品矩阵丰富，产销快速增长

公司在绿色发展总战略的指引下，进一步完善绿色“大化工”产业组合。形成了钛系列、铁系列、钽系列、钒系列、锆系列5大系列产品。

图3：龙佰集团钛系列产品

| | 涂料 | | | 塑料 | | | 油墨 | | 造纸 | |
|------------|--------|--------|------|-----|------|------|------|------|------|-----|
| | 室内建筑涂料 | 室外建筑涂料 | 工业涂料 | 聚烯烃 | 聚羧乙烯 | 其他塑料 | 高光油墨 | 里印油墨 | 表面涂层 | 装饰纸 |
| 雪莲®BLR-852 | | | | | | | | | ● | ● |
| 雪莲®BLR-886 | | | | ● | ○ | ○ | | | | |
| 雪莲®BLR-895 | ● | ○ | ● | | | | | | | |
| 雪莲®BLR-896 | ○ | ● | ● | | ○ | | | | | |
| 雪莲®BLR-688 | | | | ○ | ● | | | | | |
| 雪莲®BLR-698 | ● | ○ | ● | | | | ○ | ○ | ● | |
| 雪莲®BLR-699 | ● | ● | ○ | | | | | ○ | | |
| 雪莲®TR52 | | | | | | | ● | ● | | |
| 雪莲®TR53 | ○ | | | | | | | ● | | |
| 雪莲®LR-108 | | | | ● | ○ | | | | | |
| 雪莲®LR-952 | | | | | | | | | ● | ● |
| 雪莲®LR-961 | ○ | | ● | | | | | | | |
| 雪莲®LR-972 | ○ | ● | ● | | ● | | | | | |
| 雪莲®LR-982 | | | | | | | ● | | | |
| 雪莲®R-996 | ● | ○ | ● | | | | | ○ | | |
| 海绵钛 | | | | | | | | | | |
| 四氯化钛 | | | | | | | | | | |
| 钛精矿 | | | | | | | | | | |
| 雪莲®BLR501 | | | | | | | | | | |
| 雪莲®BLR601 | | | | | | | | | | |

资料来源：龙佰集团官网、浙商证券研究所

未来公司规划钛白粉产能超150万吨，海绵钛产能8万吨，同时还规划了新能源材料、稀贵金属、智能制造等领域产品，合计磷酸铁项目35万吨、磷酸铁锂项目35万吨、石墨负极材料项目10万吨、五氧化二钒3万吨。

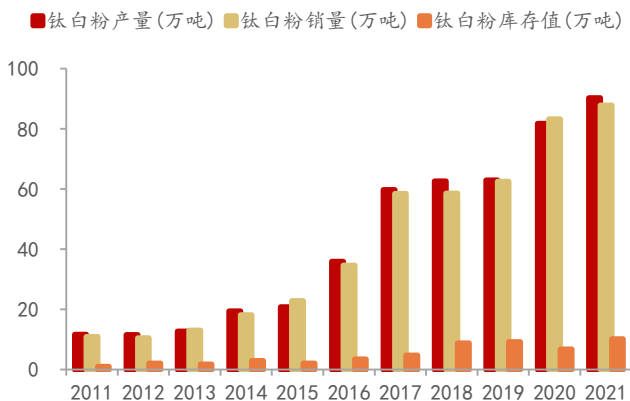
表1：龙佰集团产品汇总

| 公司产品情况汇总 | 产品 | 产能(万吨) | 备注 |
|----------|-------|--------|------------|
| 已有产能 | 钛白粉 | 131 | |
| | 海绵钛 | 5 | |
| | 磷酸铁锂 | 5 | |
| | 磷酸铁 | 10 | |
| | 石墨负极 | 2.5 | |
| 新增产能 | 钛白粉 | 20 | |
| | 海绵钛 | 1.5 | 云南国钛(二期) |
| | 海绵钛 | 1.5 | 甘肃国钛(二期) |
| | 磷酸铁锂 | 15 | 龙佰新材料(二三期) |
| | 磷酸铁 | 10 | 龙佰新材料(三期) |
| | 石墨负极 | 7.5 | 中炭新材料(二期) |
| | 磷酸铁锂 | 15 | 佰利万润 |
| | 磷酸铁 | 15 | 佰利万润 |
| | 五氧化二钒 | 3 | 龙佰四川矿冶 |
| | 石墨化 | 20 | 佰利新能源 |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

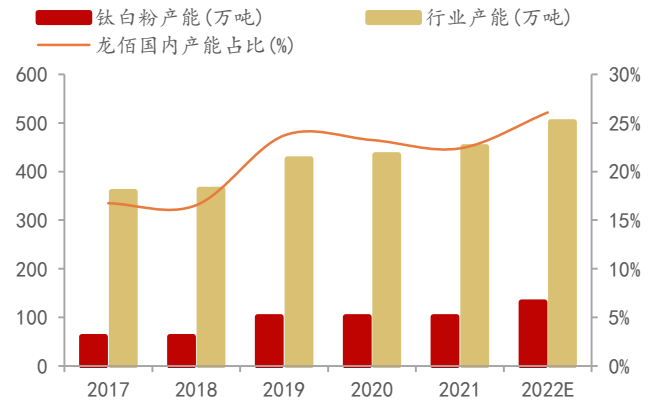
公司钛白粉产销不断提升，产能再创新高：龙佰集团是国内唯一一家同时掌握硫酸法和大型沸腾氯化法工艺的钛白粉生产企业，氯化法和硫酸法的能耗水平较高。公司钛白粉产量从2011年的11.64万吨扩增到2021年的90.22万吨，2022年龙佰集团项目投产新增30万吨氯化法产能，总钛白粉产能达到131万吨，产能再创新高。

图4：公司钛白粉产销量



资料来源：浙商证券研究所、公司公告

图5：公司钛白粉产能

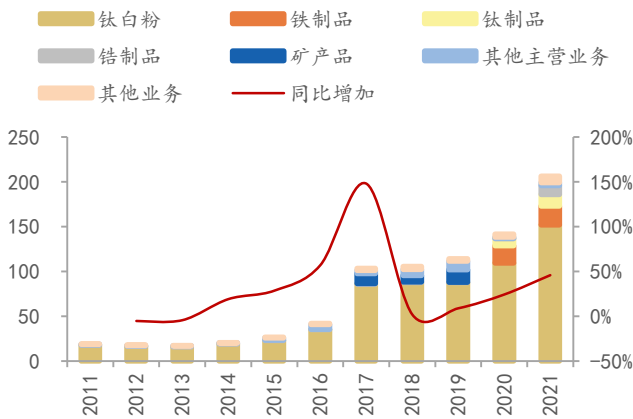


资料来源：浙商证券研究所、公司公告

1.3 公司业绩不断上涨，四费率保持行业前列

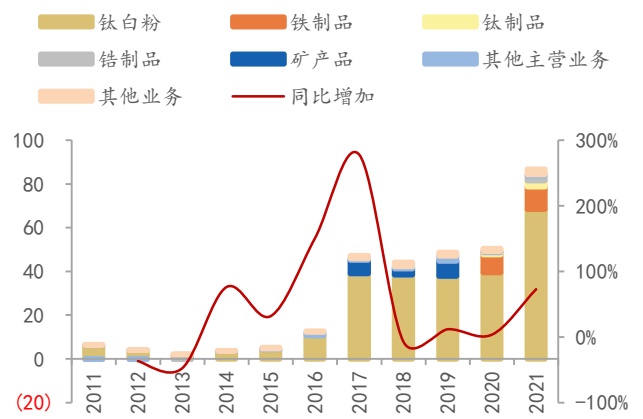
公司营收利润快速增长，钛白粉贡献主要业绩：2011 年公司上市时营业收入为 19.06 亿元，到 2021 年营业收入达到 205.66 亿元，年复合增速为 26.85%。公司毛利从 2011 年 6.34 亿元上涨到 2021 年 86.23 亿元，年复合增速 29.82%。公司归母净利润从 2011 年 3.59 亿元，提升到 2021 年 46.76 亿元，年复合增速 29.26%；其中钛白粉为公司营收、毛利占比最大的单品，2021 年营收/毛利分别占比 73.90%/79.36%。

图6： 龙佰集团分产品营收情况（亿元）（2011-2021）



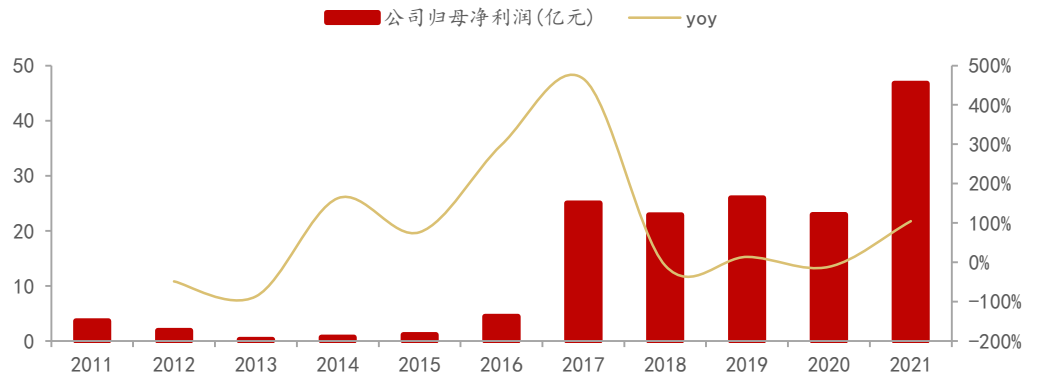
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图7： 龙佰集团分产品毛利情况（亿元）（2011-2021）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

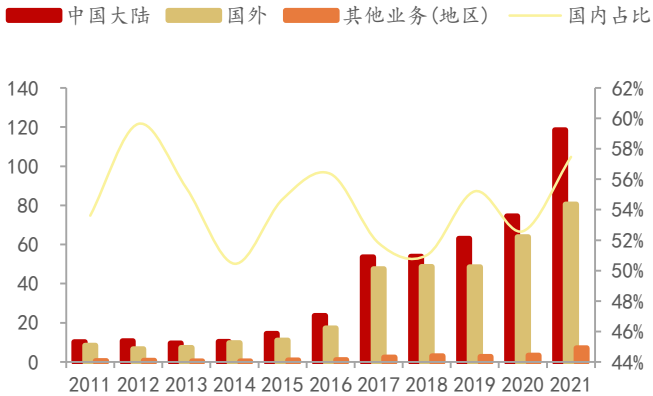
图8： 龙佰集团归母净利润（亿元）（2011-2021）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

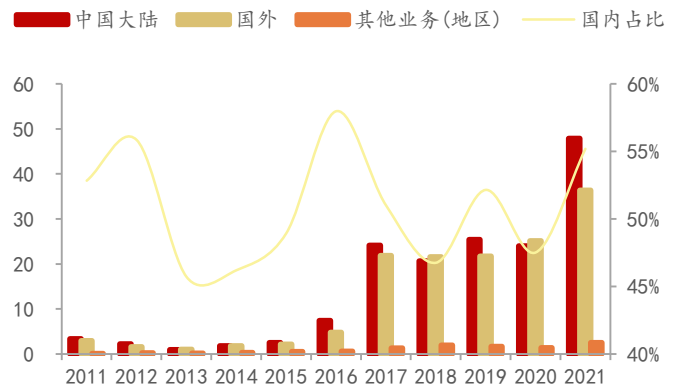
龙佰集团是国内最大的钛白粉出口企业，国外销售毛利率更高：2021 年公司对外出口销售钛白粉产品 42.88 万吨，占当年国内钛白粉出口量的 32.69%。2011 年大陆营收/毛利占比为 53.62%/52.84%，到 2021 年营收/毛利占比为 57.48%/55.20%。2011 年公司国内/国外毛利率分别为 32.78%/34.89%，2021 年国内/国外毛利率分别到 40.41%/45.09%，分别上涨 7.63PCT/10.2PCT，内外差值由 2.11PCT 上升到 4.68PCT，国内外毛利率出现差距主要是由于近年来出口的产品以高端钛白粉为主，提升海外毛利率。

图9： 龙佰集团分地区营收情况（亿元）（2011-2021）



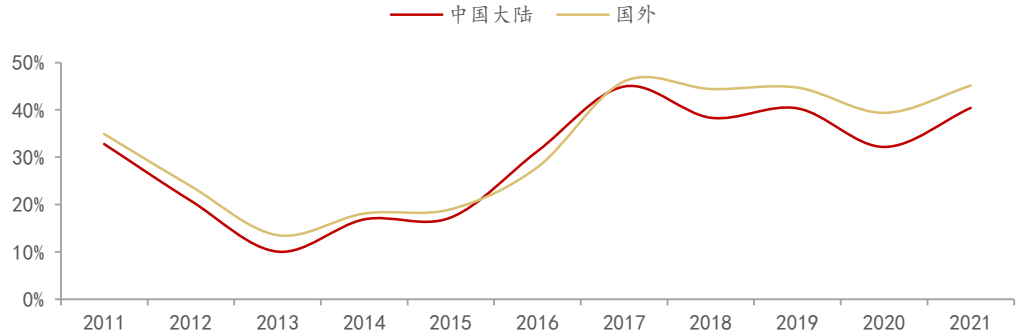
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图10： 龙佰集团分地区毛利情况（亿元）（2011-2021）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

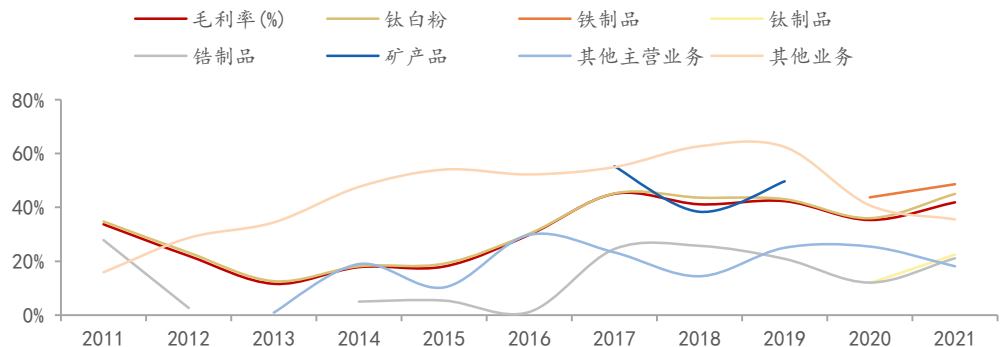
图11： 龙佰集团分地区毛利率（%）变化图（2011-2021）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

生产规模效益显现，公司整体毛利率上涨：公司钛白粉毛利率从 2011 年 34.76%提升到 2021 年的 45.02%，涨幅 10.26PCT，公司的总毛利率从 2011 年的 33.73%提高到 2021 年的 41.93%，涨幅 8.2PCT。变动原因是公司生产规模化，生产成本稳步降低，提升了钛白粉、铁制品、锆制品等单品毛利率，从而提升整个公司的毛利率。

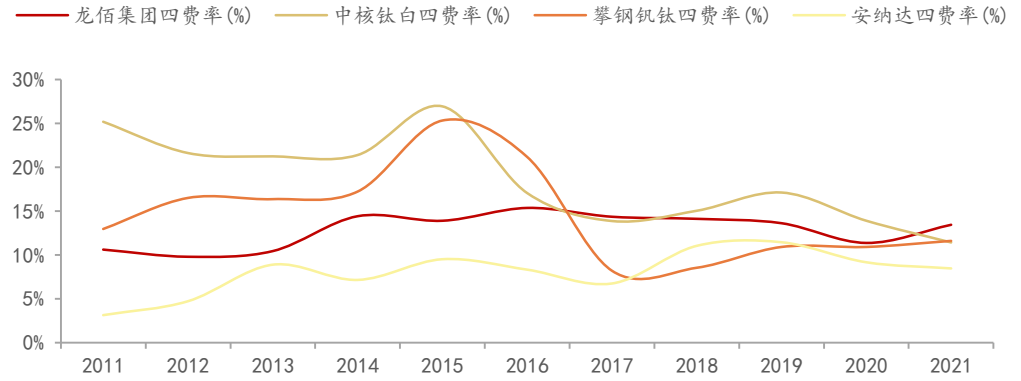
图12： 龙佰集团分产品毛利率（%）（2011-2021）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司四费率趋于稳定，研发投入行业第一：公司四费率长期保持在 10-15%；2021 年四费率为 13.43%，相比于中核钛白/攀钢钒钛/安纳达的 11.41%/11.59%/8.45%较高主要是因为公司在研发上的投入比同行更多。公司研发费用在 2021 年为 10.10 亿元，研发费用占比达到 4.90%，在对比公司中排名第一；

图13： 钛白粉公司四费率



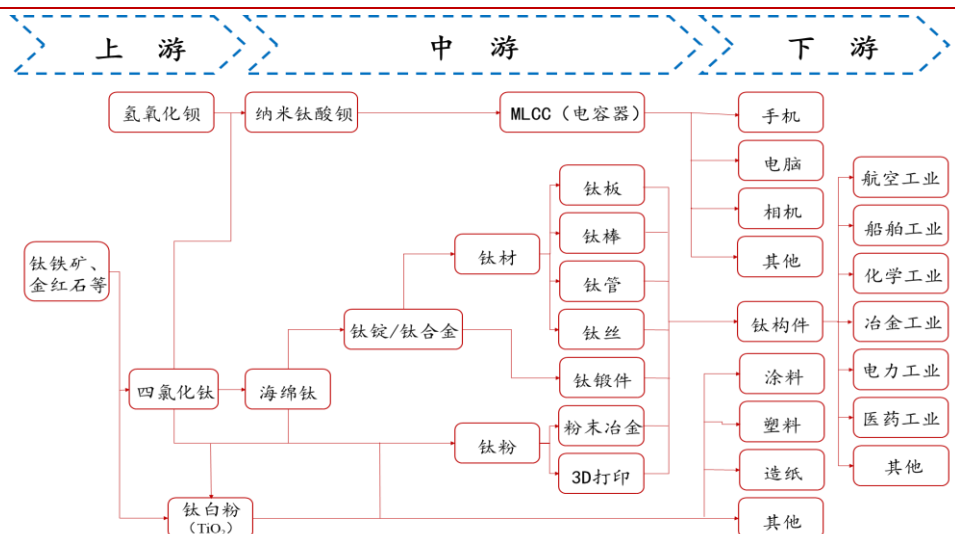
资料来源：wind、公司公告、浙商证券研究所

2 钛白粉：竣工端带动钛白粉需求，行业有望受益

2.1 钛白粉是“经济发展晴雨表”，下游需求分布广

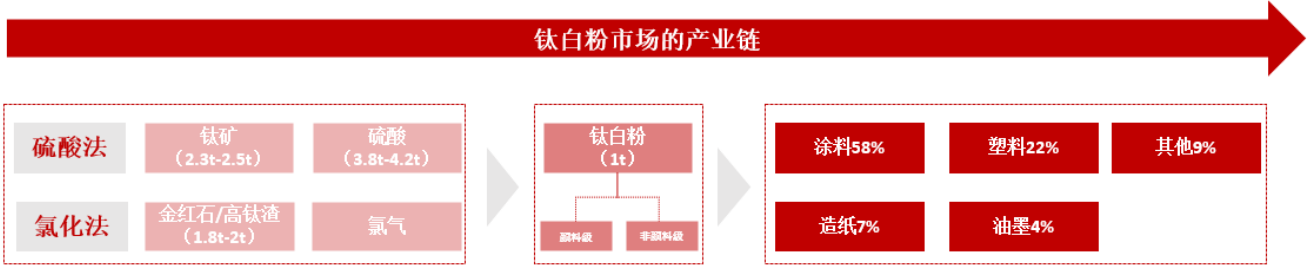
二氧化钛产业链丰富，覆盖应用面广：二氧化钛，商用名称为钛白粉，化学分子式为 TiO₂。钛白粉是一种性能优异的白色颜料，钛白粉有众多与国民经济息息相关的用途，被称为“经济发展的晴雨表”。钛白粉是整个钛行业的上游，其下中游又可以分为海绵钛、钛粉、钛锭/钛合金等，下游则分布在各个和我们生活相关的领域中，比如用在 3C 类产品中的 MLCC，制成钛构件被应用在航空工业、船舶工业、化学冶金工业、电力工业、医药工业等领域，又或者用在涂料、塑料、造纸等领域。

图14： 钛全产业链



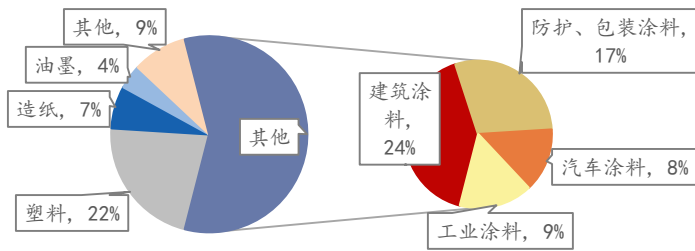
资料来源：新材料在线、浙商证券研究所

图15： 钛白粉市场产业链



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

图16： 全球钛白粉下游消费需求

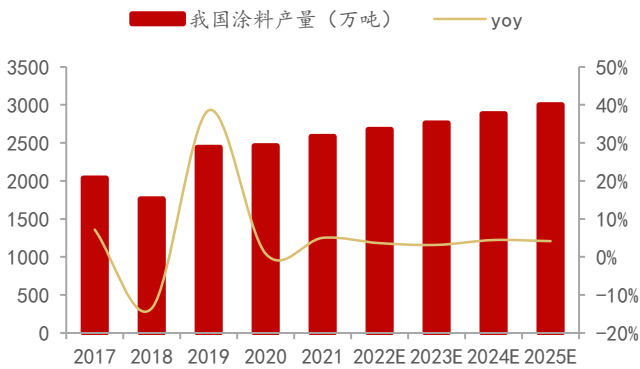


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.2 长期需求稳定增长，竣工面积恢复拉动钛白粉需求

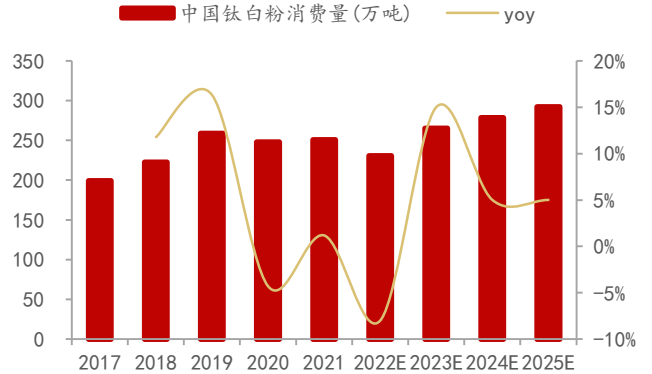
近年来涂料业、塑料业等快速发展，国内钛白粉需求量保持增长趋势：根据华经产业研究院，我国的涂料产业快速发展，2017年我国涂料产量为2036万吨，到2021年增长到2582万吨，我们根据历史增速，结合保守原则，给出小幅度增长，预计到2025年产量达到3000万吨，21-25年复合增速为3.82%；2017年我国的钛白粉消费量为199.12万吨，占全球市场消费量的29.72%，我们根据历史增速，结合保守原则，给出小幅度增长，预计到2025年我国的钛白粉消费量有望达到292.33万吨，年复合增速4.92%，约占全球市场消费量的32.85%。

图17： 中国涂料产量及预测（2017-2025E）（万吨）



资料来源：华经产业研究院、浙商证券研究所

图18： 中国钛白粉消费量及预测（2017-2025E）（万吨）

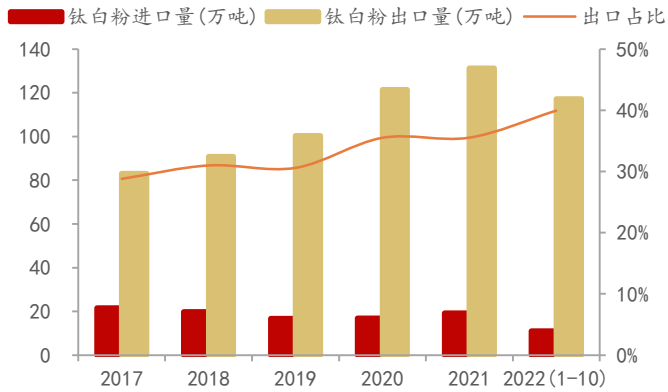


资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

我国钛白粉产能大于国内消费量，出口钛白粉占比逐年提高：2017年我国钛白粉出口量83万吨，占当年国内钛白粉产量28.81%，截止到2022(1-10月)我国钛白粉出口量

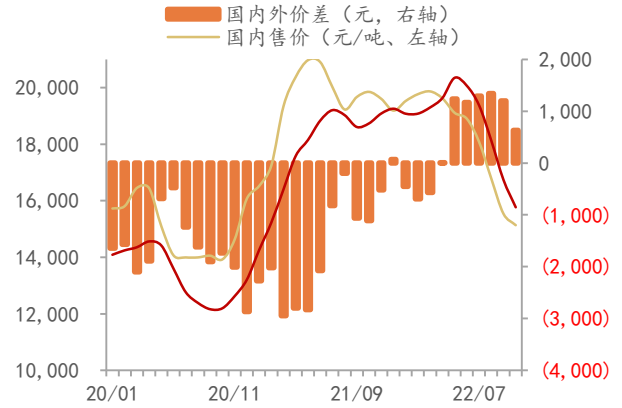
117.19 万吨，出口占比 39.94%，整体提升较大，这主要是因为国内疫情等问题大幅影响了钛白粉需求，并且国内钛白粉价格跌至低点，国内外价格差拉开，企业更多转向出口所导致。

图19：中国钛白粉进出口量及出口占比



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

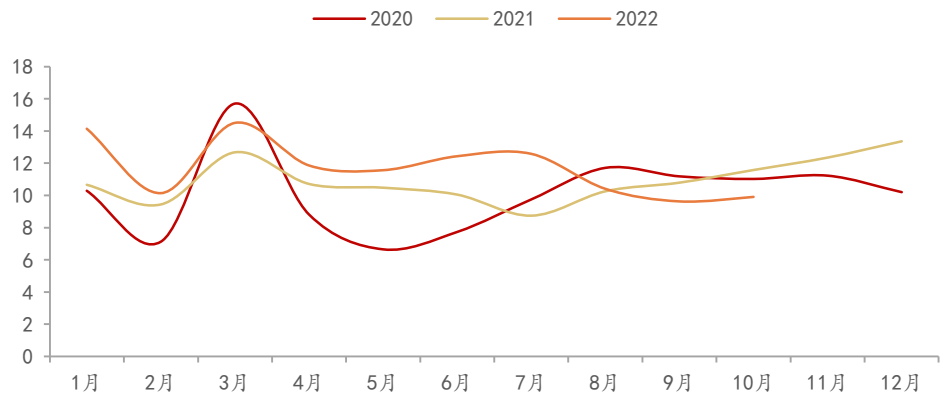
图20：国内外钛白粉售价及价差



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

近期国外需求疲弱，钛白粉出口同环比下滑：2022年10月我国钛白粉出口9.9万吨，同比下滑14.46%，进口钛白粉0.33万吨，同比下滑73.27%；从大趋势上来看，我国钛白粉的出口量在近几个月出现逐月环比下滑的趋势。目前出口价格大幅降低，内外价差出现下滑，2022年10月内外价差仅为630元/吨，环比下滑47.26%，相比高点下滑52.91%。

图21：中国钛白粉单月出口量（万吨）



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

财政部央行共同出手，释放房地产回暖信号：进入2022年下半年，国家相继出台了一系列房地产政策以缓和和市场情绪。2022年9月30日财政部、税务总局发布《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》2022年10月1日至2023年12月31日期间出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠；同时2022年9月30日，央行公告称自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%；

表2：2022下半年房地产相关政策

| 时间 | 出台部门 | 文件/会议 | 政策内容 |
|------------|--------------------|------------------------------|---|
| 2022/7/28 | 中共中央 | 中央政治局会议 | 要稳定房地产市场，坚持房住不炒定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。 |
| 2022/8/19 | 住建部、 财政部、 央行 | | 完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付；此次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。有关部门强调在做好“保交楼、稳民生”工作的同时，对逾期难交付背后存在的违法违规问题，依法依规严肃查处，对项目原有预售资金被挪用的，追究有关机构和人员责任。 |
| 2022/8/31 | 国务院常 务会议 | | 支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。 |
| 2022/9/29 | 央行、银 保监会 | 《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》 | 对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。符合条件的城市可自主决定的城市，在2022年阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。 |
| 2022/9/30 | 财政部、 税务总局 | 《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》 | 宣布自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。 |
| 2022/9/30 | 央行 | | 自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即5年以下（含5年）和5年以上利率分别不低于3.025%和3.575%。 |
| 2022/11/13 | 央行、银 保监会 | 《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》 | 涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度六大方面共十六条具体措施。 |

资料来源：政府网站，浙商证券研究所

“三支箭支持房地产稳定发展”，房地产曙光已经来临：2022年11月份，国家相继出台相关房地产政策。**第一箭（授信）：**国有六大行向房企提供万亿授信，“16条出台”。**第二箭（债权融资）：**支持房地产企业发圈融资，额度2500亿。**第三箭（股权融资）：**房地产股权融资被再次激活。我们预计随着政策的落地，房地产行业存在景气度上涨的可能性。

表3：2022年11月房地产三支箭

| 时间 | 出台部门 | 内容 |
|------------|----------------|--|
| 2022.11.08 | 银行间市场交 易商协会 | 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。 |
| 2022.11.23 | 央行、银保监 | 涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度六大方面共十六条具体措施。 |
| 2022.11.28 | 证监会 | 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。 |

资料来源：政府网站，浙商证券研究所

2.3 钛白粉环保政策不断迭代，新增产线困难

氯化法优势明显，是未来行业发展大趋势：氯化法工艺具有生产流程短、连续化操作、单系列装置规模大、“三废”排放少、产品性能高等优势。我国氯化法制钛白粉技术发展起步较晚，目前仍有较多技术壁垒没有突破；而硫酸法工艺在我国发展比较成熟，所以目前我国生产钛白粉仍以硫酸法为主；2010-2022年我国不断更迭对于钛白粉产业的政策，整体指导思路为鼓励新建氯化法和先进清洁硫酸法生产钛白粉工艺，淘汰产能少、耗能高、污染大、排放大的硫酸法钛白粉产能。后续我国新增钛白粉产能主要是龙佰集团的氯化法产能，其他生产企业新建产线难度较大。

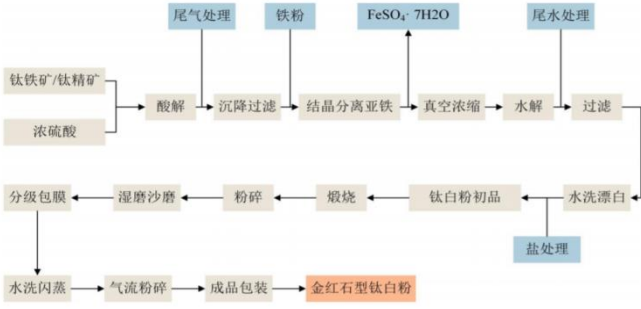
表4：我国钛白粉变化政策（2010-2022）

| 时间 | 政策 | 内容 |
|------|-----------------------------------|---|
| 2010 | 《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010年本）》 | 淘汰废物不能有效利用或三废排放不达标的钛白粉生产装置 |
| 2011 | 《产业结构调整指导目录（2011年）》 | 1. 鼓励氯化法钛白粉生产 2. 限制新建硫酸法生产装置 3. 淘汰不达标的硫酸法生产装置 |
| 2012 | 《钒钛资源综合利用和产业发展“十二五”规划》 | 1. 鼓励新建、改扩建氯化法钛白粉项目 2. 改造升级现有硫酸法钛白粉生产线 |
| 2013 | 《钛白粉行业准入条件》（修订版） | 1. 规定硫酸法钛白粉企业规模、产能 2. 规定氯化法钛白粉企业规模、产能 |
| 2014 | 《钛白粉工业污染防治技术政策》 | 1. 鼓励氯化法、联产硫酸法清洁钛白粉生产工艺 2. 淘汰传统硫酸法重污染生产工艺 |
| 2015 | 《钛白粉单位产品能耗限额》 | 规定了生产钛白粉单位产品能耗的限定值、准入值、先进值 |
| 2016 | 《中国钛白粉行业“十三五”规划》 | 1. 鼓励氯化法和先进清洁生产的硫酸法工艺并举的路线 2. 限制新建硫酸法生产装置 3. 淘汰不达标的硫酸法生产装置 |
| 2019 | 《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》 | 鼓励单线产能3万吨/年及以上氯化法钛白粉生产 |
| 2022 | 《钛白粉工业废水治理工程技术规范（征求意见稿）》 | 规定了钛白粉工业废水治理工程的污染物与污染负荷、总体要求、工艺设计、主要工艺设备和材料、检测与过程控制、主要辅助工程、劳动安全与职业卫生、施工与验收、运行与维护等 |

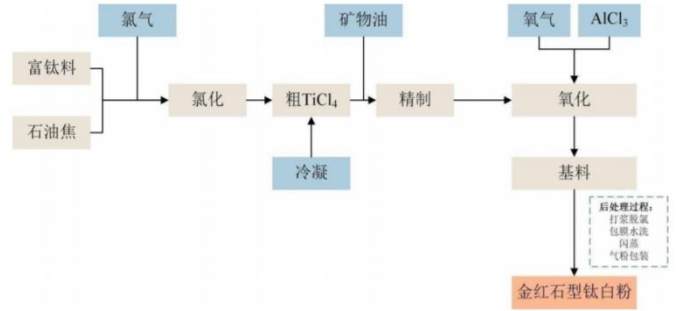
资料来源：政府网站，浙商证券研究所

图22：硫酸法制钛白粉工艺

图23：氯化法制钛白粉工艺



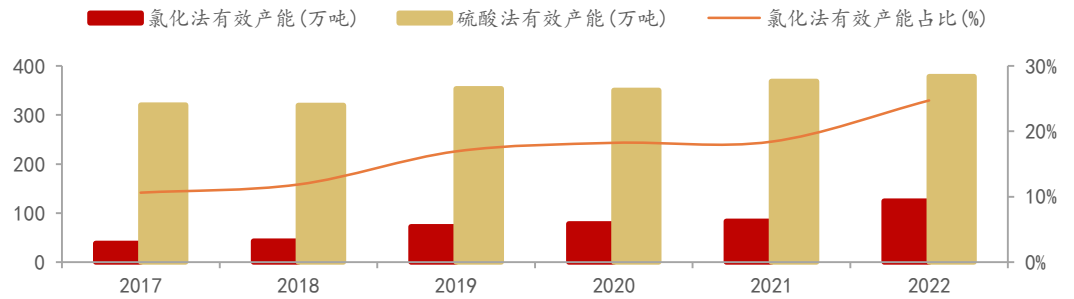
资料来源：公司公告、浙商证券研究所



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

全球氯化法为主要工艺，我国氯化法占比逐年提高：目前世界钛白粉产能大多数为氯化法，该方法中的产品主要来自于国外钛白粉大厂，其他国家包括中国在内是仍以硫酸法为主流钛白粉生产工艺。我国2017年氯化法有效产能占钛白粉有效产能为10.61%，到2022年比例提升到24.70%；主要是因为国家发改委2019年11月颁布并自2020年1月1日起施行的《产业结构调整指导目录（2019年本）》，限制新建硫酸法钛白粉，鼓励新建单线产能每年3万吨及以上的氯化法钛白粉生产线。

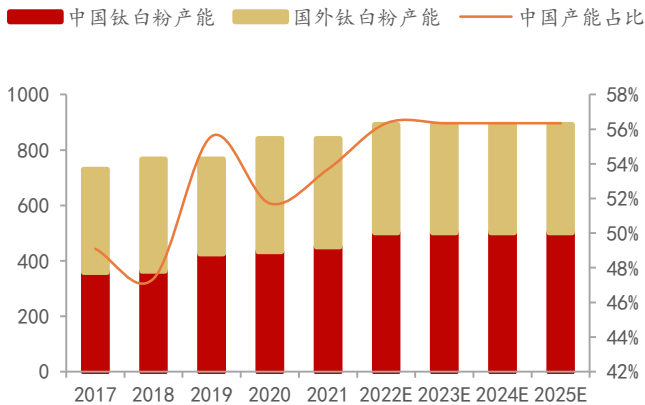
图24：我国钛白粉分工艺产能（万吨）/氯化法产能占比（%）



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

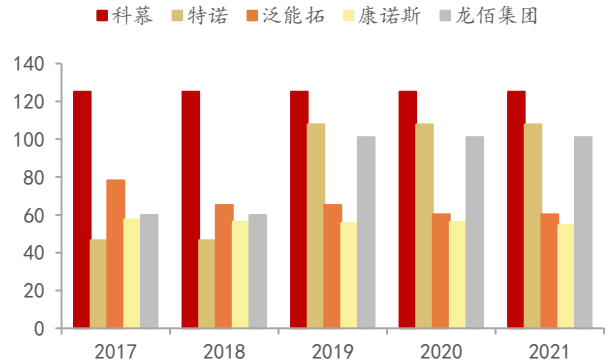
中国钛白粉产能高，龙佰集团产能再创新高：2021中国钛白粉产能为400万吨，约占全球产能的47.62%；全球的钛白粉产能2017年约为730万吨。21年全球前5家钛白粉企业分别是科慕公司/特诺公司/龙佰集团/泛能拓/康斯诺，对应产能分别125万吨/107.8万吨/101万吨/60.2万吨/54.5万吨；

图25：全球钛白粉产能（2017-2025E）（万吨）



资料来源：公司公告、百川盈孚、浙商证券研究所

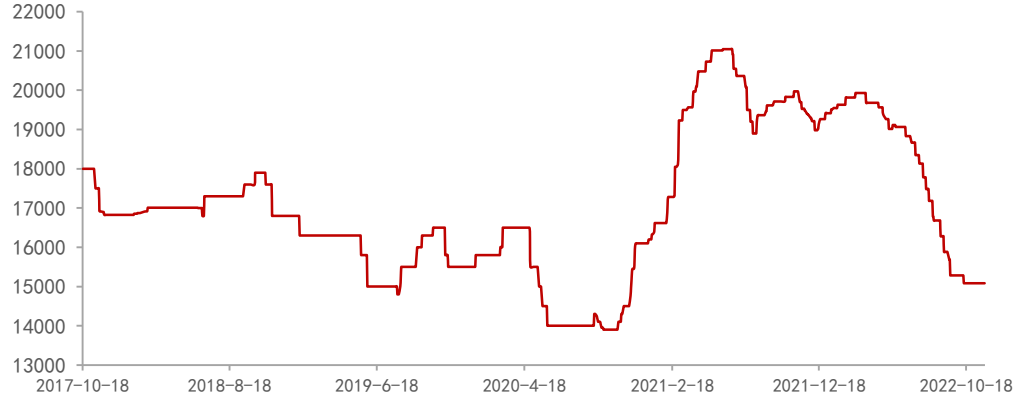
图26：全球主要钛白粉企业产能（2017-2021）（万吨）



资料来源：公司公告、百川盈孚、浙商证券研究所

2022年消费较差导致价格下调，未来房地产修复价格有望回升：2022年由于国内外房地产市场景气度较低，导致钛白粉消费出现下滑，于此2022年钛白粉价格从年初19417万元/吨，下降到最近15083万元/吨，下降幅度22.32%；我们预计未来随着国内房地产景气度好转，后续钛白粉价格有望回暖。

图27： 钛白粉价格（元/吨）



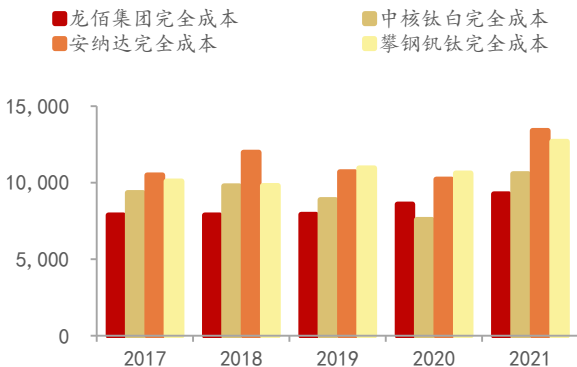
资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

3 成本端：多方优势成就行业最低，安全边际高

3.1 成本全行业最低，能在低景气中保持盈利

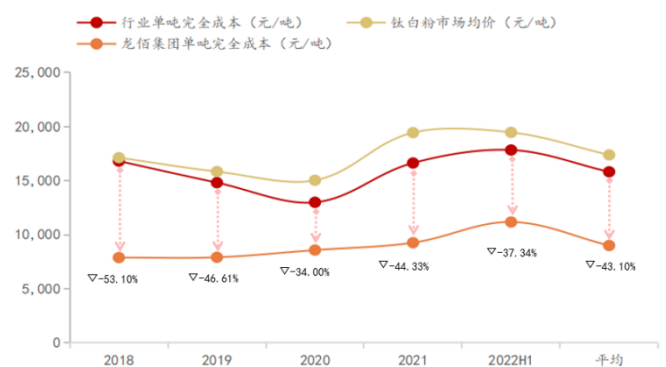
龙佰集团钛白粉完全成本多年保持全行业最低：2021年龙佰集团钛白粉完全成本为9261元/吨，相比同行10573/13397/12688元/吨低1312/4136/3427元/吨。对比2018-2022H1龙佰集团钛白粉完全成本和行业钛白粉完全成本，我们发现龙佰集团成本大幅领先行业，平均节省约43.17%；

图28： 龙佰集团与同行企业成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图29： 龙佰集团与行业成本对比（元/吨）

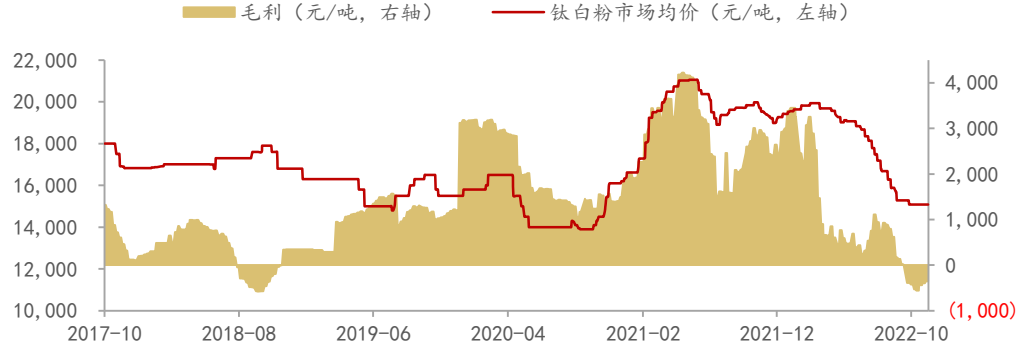


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

龙佰集团成本优势明显，可以在低景气度中保持盈利：目前钛白粉行业景气度低，2022年11月25日钛白粉市场均价为15083元/吨，行业单吨毛利为-355.51元/吨，行业处于

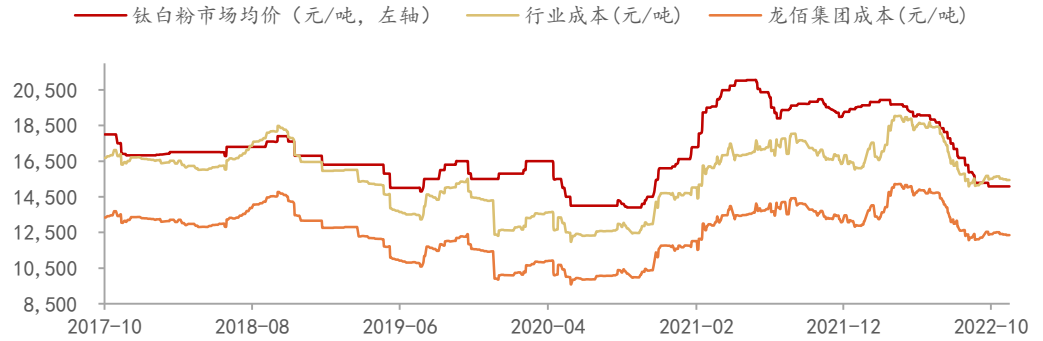
亏损状态。龙佰集团成本相比市场领先，根据历史数据，龙佰集团成本相对行业有部分优势，我们预测在目前状态下，龙佰集团依然能够凭借成本优势保持盈利。

图30： 钛白粉行业价格及单吨毛利情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

图31： 钛白粉行业价格及行业成本与龙佰集团成本对比（元/吨）



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

3.2 三大要素支撑公司发展，夯实成本护城河

龙佰集团钛白粉优势来自于多方优势的不断积累，我们认为龙佰集团经过几十年的发展，将钛白粉成本做到了行业最低，主要是依靠了：

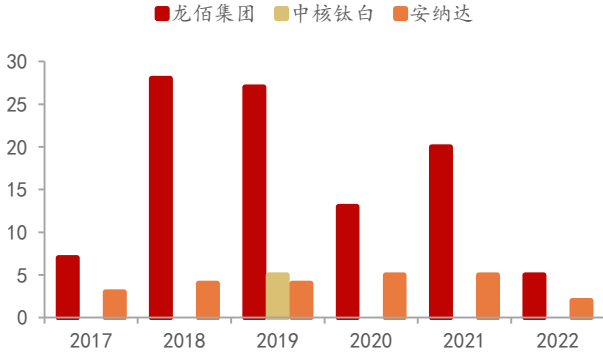
充足资源量保障原料供应，成本护城河显现：截至2021年末，龙佰集团保有钒钛磁铁矿资源量13,310.72万吨，其中含铁元素资源量3,565.94万吨，钛金属氧化物资源量1,393.57万吨，含钒金属氧化物资源量32.36万吨，同时公司自备热电厂等满足公司生产。

经过我们的测算，硫酸法制钛白粉目前外购原材料的钛白粉生产企业成本约为15049元/吨，根据百川盈孚，当前钛精矿外购价格为1980元/吨，生产成本为1877元/吨，硫酸外购价246元/吨，生产成本为220元/吨。龙佰集团资源充足可以自备原材料，同时叠加公司自备发电厂具备用电优势以及一体化产业链优势，公司整体成本小于同行，具备成本优势。

公司拥有强大研发能力和领先的技术优势，在未来发展中抢占先机：截止2022年上半年公司拥有专利780项，其中238件为发明专利，充分体现出公司的研发技术优势。

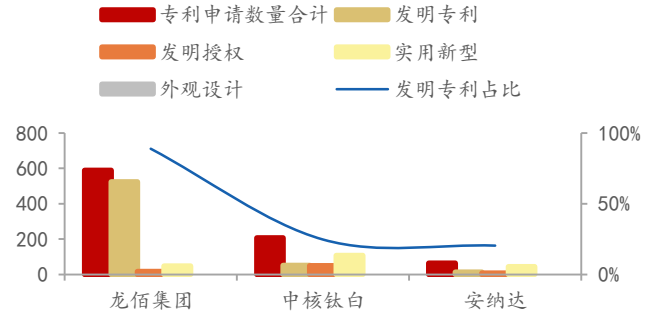
2019 年国家发改委颁布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，限制新建硫酸法钛白粉，鼓励新建单线产能每年 3 万吨及以上的氯化法钛白粉生产线。公司是目前国内唯一拥有大型氯化法钛白粉生产技术的公司，有望在未来的钛白粉行业发展中受益。

图32： 钛白粉相关企业每年新增申请专利总数（个）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所、IFIND

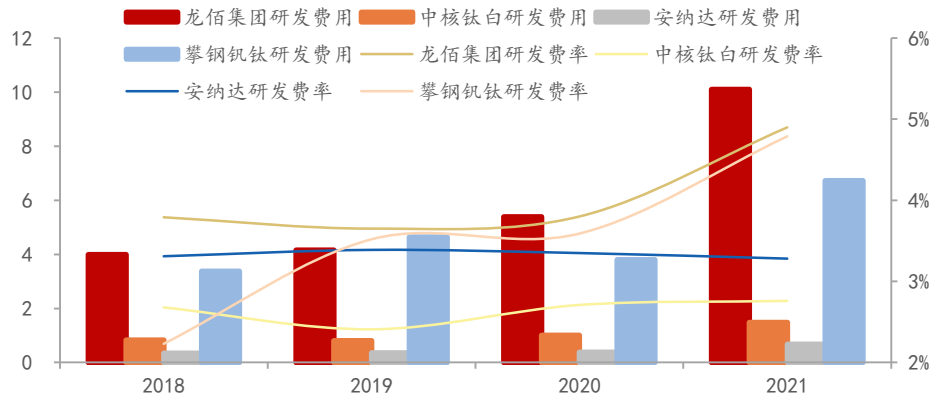
图33： 钛白粉相关企业申请专利合计（个）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所、IFIND

注重技术投入远超同行，研发费率再创新高：2021 年龙佰集团投入研发费用 10.10 亿元，较去年提高 4.71 亿元，总研发费用在对比公司中排行第一且大幅领先同行；公司在横向保持同行竞争优势的同时也在纵向不断的突破自己，2021 年公司研发费率占比 4.90% 为近几年新高，同比提升 1.1PCT，充分体现公司对于技术的重视程度，为公司未来的发展奠定了强大的信心，

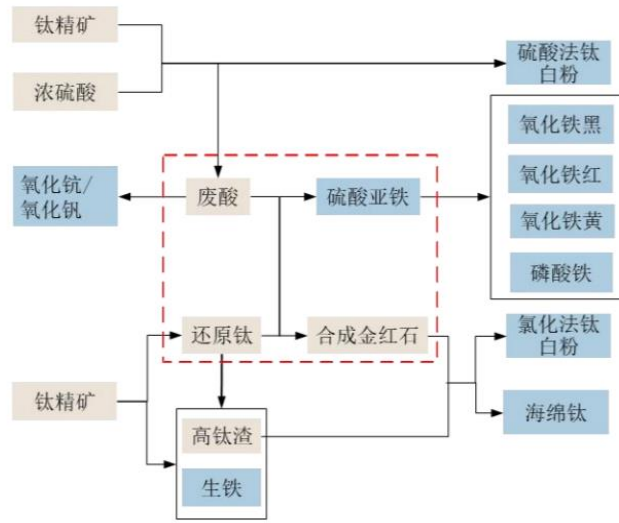
图34： 钛白粉行业研发费用及研发费率对比（亿元/%）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司拥有独特横向耦合绿色产业链，提高资源利用率：该模式使生产过程中的废副产品得以循环利用，在减少废弃物排放的同时供应原材料，降低公司环保成本和原材料成本。例如（1）利用硫酸法钛白粉工艺中产生的废酸生产合成金红石，作为氯化法钛白粉生产的原料；（2）利用生产合成金红石过程中的副产品硫酸亚铁生产铁系产品和磷酸铁等。

图35： 龙佰集团横向耦合绿色产业链



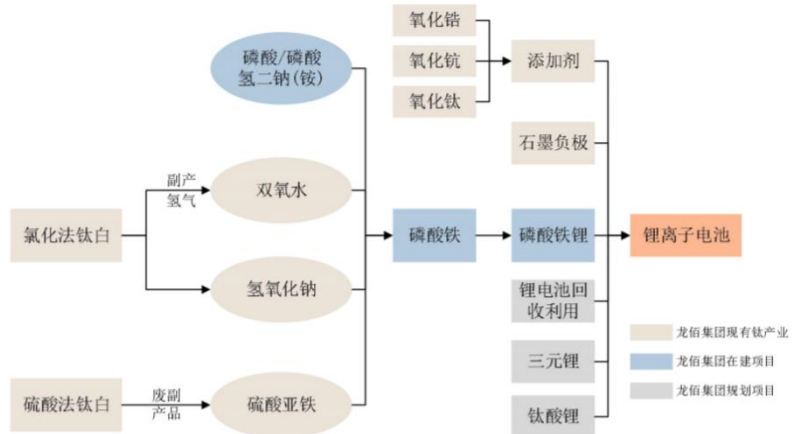
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

4 拓展新材料项目，打开新成长空间

4.1 钛锂耦合向外拓展布局新产业

依托优势资源，钛锂耦合布局新能源产业：得益于公司的一体化产业链，在生产钛白粉的同时可以副产氢气、硫酸亚铁等产品；同时公司生产的氧化锆、氧化钛、氧化钛也是很好的锂电池添加剂。公司顺应市场进行了战略转型进入了锂电新能源产业。

图36： 龙佰集团“钛锂耦合”产业链



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

4.2 锂电材料积极扩张，产能有望快速投放

向外拓展新材料项目，产品有望在未来两年投产：公司在绿色发展总战略的指引下，进一步完善绿色“大化工”产业组合，并且同时还规划了新能源材料、稀贵金属、智能制造等领域产品，合计磷酸铁项目合计 35 万吨、磷酸铁锂项目 35 万吨、石墨负极材料项目

20万吨、五氧化二钒3万吨。我们预计未来随着新项目产能的不断投放，公司有望打开新成长空间，营收净利再上一个台阶，成为大而全的平台型公司。

表5：新材料扩增公告及对应产能情况

| 时间 | 公告名称 | 涉及产品 | 产能情况 | | |
|------------|---------------------------------------|----------|----------------|----------------|---------------|
| 2021.07.26 | 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 | 磷酸铁 | 总共10万吨 | | |
| 2021.08.13 | 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 | 磷酸铁锂 | 一期5万吨(已投产) | 二期5万吨(2023E) | 三期10万吨(2024E) |
| 2021.08.13 | 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 | 石墨负极材料 | 一期2.5万吨(已投产) | 二期7.5万吨(2023E) | |
| 2021.08.13 | 关于投资建设年产20万吨电池材料级磷酸铁项目的公告 | 磷酸铁 | 一期5万吨(已投产) | 二期5万吨(已投产) | 三期10万吨(2024E) |
| 2021.11.30 | 关于投资建设年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目的公告 | 石墨负极材料 | 一期5万吨(2022末建成) | 二期5万吨(2023E) | 三期10万吨(2024E) |
| 2022.01.18 | 关于投资建设年产15万吨电子级磷酸铁锂项目的公告 | 磷酸铁锂、磷酸铁 | 总共15万吨(2023E) | | |
| 2022.07.13 | 关于投资建设钒钛铁精矿碱性球团湿法工艺年产3万吨五氧化二钒创新示范工程公告 | 五氧化二钒 | 一期1.5万吨(2023E) | 二期1.5万吨(2024E) | |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 盈利及估值

5.1 业务拆分与盈利预测

钛产业链不断完善，形成规模效应：公司通过不断扩建新产线完善自己的钛白粉产业链。2021年公司钛白粉产能101万吨，在2022年新增30万吨氯化法产能（其中龙佰禄丰20万吨，新材料公司10万吨），产能达到131万吨，届时有望成为全球产能最大的钛白粉生产制造企业。

综合历史数据以及经营情况，我们做出以下假设：

- 1、钛白粉：公司产能按时投产给予22-24年产能131/151/151万吨，由于新投产能存在产能爬坡等问题，给予22-24年产量为104.8/113.25/128.35万吨，对应满产满销。由于未来房地产景气度有望转好，给予22-24年销售均价1.75/1.80/1.80万元/吨。
- 2、海绵钛：公司产能按时投产给予22-24年产能5/5/8万吨，由于新投产能存在产能爬坡等问题，给予22-24年产量为3/4.5/6万吨，对应满产满销。由于未来整体供需格局稳定，给予22-24年销售均价7/7/7万元/吨。
- 3、磷酸铁：公司产能按时投产给予22-24年产能10/25/35万吨，由于新投产能存在产能爬坡等问题，给予22-24年产量为2/10/21万吨，对应满产满销。由于未来磷酸铁产能大量投放，市场供大于求，价格预计有所回落，给予22-24年销售均价2.4/2/1.8万元/吨。

- 4、磷酸铁锂：公司产能按时投产给予 22-24 年产能 10/25/35 万吨，由于新投产能存在产能爬坡等问题，且公司缺少锂矿资源，给予 22-24 年产量为 1/5/7 万吨，对应满产满销。预计未来磷酸铁价格下跌，锂矿价格有所回落，给予 22-24 年销售均价 15/13/12 万元/吨。
- 5、石墨负极材料：公司产能按时投产给予 22-24 年产能 7.5/20/20 万吨，由于新投产能存在产能爬坡等问题，给予 22-24 年产量为 1.5/8/10 万吨，对应满产满销。由于未来供需格局稳定，给予 22-24 年销售均价 5/5/5 万元/吨。
- 6、五氧化二钒：公司产能按时投产给予 22-24 年产能 0/1.5/3 万吨，由于新投产能存在产能爬坡等问题，给予 22-24 年产量为 0/0.75/1.5 万吨，对应满产满销。由于未来钒需求不会有太大变动，给予 22-24 年销售均价 12/12/12 万元/吨。

表6：龙佰集团钛白粉未来盈利情况假设（单位：百万元）

| 总表-收入拆分 | | | | |
|------------|------|--------|--------|--------|
| | | 2022E | 2023E | 2024E |
| 合计 | 营业收入 | 25,170 | 38,935 | 48,283 |
| | YOY | 22% | 55% | 24% |
| | 营业成本 | 17,881 | 27,275 | 33,924 |
| | 毛利率 | 29.0% | 29.9% | 29.7% |
| 收入拆分 1-分业务 | | | | |
| 钛白粉 | 营业收入 | 18,340 | 20,385 | 23,103 |
| | YOY | 21% | 11% | 13% |
| | 营业成本 | 12,576 | 12,458 | 14,119 |
| | 毛利率 | 31.4% | 38.9% | 38.9% |
| 海绵钛 | 营业收入 | 2,100 | 3,150 | 4,200 |
| | YOY | 62% | 50% | 33% |
| | 营业成本 | 1,575 | 2,363 | 3,150 |
| | 毛利率 | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 磷酸铁 | 营业收入 | 480 | 2,000 | 3,780 |
| | YOY | | 317% | 89% |
| | 营业成本 | 312 | 1,300 | 2,457 |
| | 毛利率 | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 磷酸铁锂 | 营业收入 | 1,500 | 6,500 | 8,400 |
| | YOY | | 333% | 29% |
| | 营业成本 | 1,455 | 6,305 | 8,148 |
| | 毛利率 | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 石墨负极材料 | 营业收入 | 750 | 4,000 | 5,000 |
| | YOY | | 433% | 25% |
| | 营业成本 | 563 | 3,000 | 3,750 |
| | 毛利率 | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 五氧化二钒 | 营业收入 | | 900 | 1,800 |
| | YOY | | | 100% |
| | 营业成本 | | 450 | 900 |
| | 毛利率 | | 50.0% | 50.0% |
| 其他业务 | 营业收入 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| | YOY | | 0% | 0% |
| | 营业成本 | 1,400 | 1,400 | 1,400 |
| | 毛利率 | 30.0% | 30.0% | 30.0% |

资料来源：浙商证券研究所

5.2 估值分析及投资建议

首次覆盖并给予“买入”评级。公司是国内钛产业龙头公司，钛白粉和海绵钛产能不断扩张，同时积极布局新能源材料。预计 2022-2024 营业收入分别为 251.7/389.35/482.83 亿元，2022-2024 归属净利润分别为 39.44/53.05/65.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.65/2.22/2.75，对应 PE 分别为 11.99/8.92/7.18 倍，给予“买入”评级。

我们选取大化工领域的其他龙头公司进行对比，22-24 年化工领域龙头公司对应 PE 为 12.56、10.72、9.06，我们基于审慎的原则，给予公司 2023 年 PE11.30，对应市值 597.5 亿，目标价 25 元。

表7：可比公司估值表

| 证券代码 | 可比公司 | 2022/12/15 总市值(亿元) | PE 估值 | | | | | PB |
|-----------|------|-----------------------|--------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 600309.SH | 万华化学 | 2869.73 | 28.47 | 12.87 | 15.50 | 12.34 | 10.34 | 3.88 |
| 600426.SH | 华鲁恒升 | 677.98 | 33.74 | 9.11 | 9.82 | 9.11 | 7.50 | 2.59 |
| 000683.SZ | 远兴能源 | 298.80 | 118.79 | 5.42 | 9.10 | 7.34 | 5.72 | 2.44 |
| 600486.SH | 扬农化工 | 319.57 | 33.82 | 33.27 | 16.02 | 14.25 | 12.80 | 3.81 |
| | 平均值 | | 53.71 | 15.17 | 12.61 | 10.76 | 9.09 | 3.18 |
| 002601.SZ | 龙佰集团 | 473.01 | 19.09 | 9.05 | 11.99 | 8.92 | 7.18 | 2.30 |

资料来源：Wind、浙商证券研究所

6 风险提示

- 1、新项目投产不及预期：**公司钛白粉和海绵钛新项目投产不及预期，钛白粉无法在 23 年达到预期的 151 万吨产能，海绵钛无法在 23 年达到预期的 8 万吨产能，导致公司产销减少，影响整体公司业绩；
- 2、房地产景气度持续低迷：**公司钛白粉业务和房地产关联度较高，如果房地产景气度持续低迷，将影响公司钛白粉产品的销售价格和单品毛利，从而影响整体公司业绩；
- 3、政策变动：**国家开始限制硫酸法钛白粉的生产 and 销售，公司部分产能开工受到影响，从而影响公司产销，拉低公司业绩；
- 4、原材料价格变动风险：**公司需大量采购钛矿和磷原料、锂原料，目前钛精矿和碳酸锂供给均偏紧，如果成本端上涨幅度过大，将拉低公司盈利水平。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 15777 | 22305 | 34551 | 44619 |
| 现金 | 6287 | 10111 | 16502 | 22536 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 2250 | 3319 | 4996 | 6000 |
| 其它应收款 | 38 | 68 | 88 | 110 |
| 预付账款 | 598 | 1180 | 1724 | 2027 |
| 存货 | 4516 | 6321 | 9768 | 12323 |
| 其他 | 2088 | 1305 | 1472 | 1622 |
| 非流动资产 | 29554 | 31104 | 34959 | 38531 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 2317 | 1156 | 1228 | 1567 |
| 固定资产 | 11053 | 13333 | 15773 | 18090 |
| 无形资产 | 2770 | 3127 | 3546 | 3822 |
| 在建工程 | 5264 | 5320 | 5708 | 6055 |
| 其他 | 8150 | 8168 | 8703 | 8997 |
| 资产总计 | 45331 | 53409 | 69510 | 83149 |
| 流动负债 | 19943 | 21815 | 32529 | 39503 |
| 短期借款 | 4624 | 3863 | 4194 | 4227 |
| 应付款项 | 10087 | 14108 | 22556 | 27823 |
| 预收账款 | 0 | 96 | 49 | 82 |
| 其他 | 5232 | 3748 | 5729 | 7371 |
| 非流动负债 | 4599 | 4570 | 4584 | 4584 |
| 长期借款 | 3799 | 3799 | 3799 | 3799 |
| 其他 | 800 | 771 | 785 | 785 |
| 负债合计 | 24542 | 26384 | 37112 | 44087 |
| 少数股东权益 | 1871 | 1936 | 2003 | 2084 |
| 归属母公司股东 | 18918 | 25089 | 30394 | 36978 |
| 负债和股东权益 | 45331 | 53409 | 69510 | 83149 |

现金流量表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 4328 | 5303 | 10960 | 11231 |
| 净利润 | 4735 | 4008 | 5373 | 6665 |
| 折旧摊销 | 1486 | 954 | 1155 | 1364 |
| 财务费用 | 176 | 226 | 193 | 160 |
| 投资损失 | 104 | 0 | 52 | 26 |
| 营运资金变动 | 4162 | 1706 | 7783 | 5649 |
| 其它 | (6335) | (1592) | (3596) | (2633) |
| 投资活动现金流 | (5245) | (2298) | (4999) | (5016) |
| 资本支出 | (4372) | (3469) | (4120) | (4126) |
| 长期投资 | (2149) | 1188 | (76) | (346) |
| 其他 | 1276 | (17) | (803) | (544) |
| 筹资活动现金流 | 1291 | 819 | 430 | (181) |
| 短期借款 | 528 | (761) | 332 | 33 |
| 长期借款 | 330 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 434 | 1581 | 98 | (214) |
| 现金净增加额 | 375 | 3824 | 6391 | 6034 |

利润表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 20566 | 25170 | 38935 | 48283 |
| 营业成本 | 11943 | 17881 | 27275 | 33924 |
| 营业税金及附加 | 272 | 277 | 460 | 580 |
| 营业费用 | 468 | 453 | 857 | 1062 |
| 管理费用 | 1114 | 956 | 1947 | 2414 |
| 研发费用 | 1010 | 944 | 1927 | 2390 |
| 财务费用 | 176 | 226 | 193 | 160 |
| 资产减值损失 | 82 | 10 | (16) | (42) |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | (104) | 0 | (52) | (26) |
| 其他经营收益 | 107 | 193 | 92 | 90 |
| 营业利润 | 5554 | 4616 | 6332 | 7860 |
| 营业外收支 | (35) | (9) | (11) | (19) |
| 利润总额 | 5519 | 4607 | 6321 | 7841 |
| 所得税 | 783 | 599 | 948 | 1176 |
| 净利润 | 4735 | 4008 | 5373 | 6665 |
| 少数股东损益 | 59 | 64 | 68 | 81 |
| 归属母公司净利润 | 4676 | 3944 | 5305 | 6584 |
| EBITDA | 7370 | 5964 | 7791 | 9435 |
| EPS (最新摊薄) | 2.12 | 1.65 | 2.22 | 2.75 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 45.77% | 22.39% | 54.69% | 24.01% |
| 营业利润 | 88.64% | -16.88% | 37.16% | 24.13% |
| 归属母公司净利润 | 94.73% | -15.66% | 34.51% | 24.10% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 41.93% | 28.96% | 29.95% | 29.74% |
| 净利率 | 23.03% | 15.93% | 13.80% | 13.80% |
| ROE | 25.54% | 16.50% | 17.86% | 18.43% |
| ROIC | 17.49% | 12.86% | 14.17% | 14.80% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 54.14% | 49.40% | 53.39% | 53.02% |
| 净负债比率 | 40.10% | 32.89% | 25.06% | 21.03% |
| 流动比率 | 0.79 | 1.02 | 1.06 | 1.13 |
| 速动比率 | 0.56 | 0.73 | 0.76 | 0.82 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.51 | 0.63 | 0.63 |
| 应收账款周转率 | 10.33 | 9.77 | 9.83 | 9.40 |
| 应付账款周转率 | 3.82 | 4.01 | 4.04 | 3.71 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 2.12 | 1.65 | 2.22 | 2.75 |
| 每股经营现金 | 1.81 | 2.22 | 4.59 | 4.70 |
| 每股净资产 | 7.94 | 10.50 | 12.72 | 15.47 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 9.33 | 11.99 | 8.92 | 7.18 |
| P/B | 2.49 | 1.89 | 1.56 | 1.28 |
| EV/EBITDA | 9.99 | 8.04 | 5.42 | 3.84 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>