

龙佰集团 (002601. SZ)

季度盈利环比持续改善，钛矿自给率再提升

买入

核心观点

公司 2023Q3 盈利环比改善。公司发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度营收 202.62 亿元（同比+12.4%），归母净利润 21.42 亿元（同比-32.5%）；其中 2023Q3 单季度营收 70.14 亿元（同比+24.6%，环比+11.8%），归母净利润 8.80 亿元（同比-3.0%，环比+28.9%），扣非归母净利润 8.61 亿元（同比-1.7%，环比+33.9%）。2023Q3 销售毛利率为 29.0%（同比-2.4pct，环比+1.6pct），销售净利率为 12.6%（同比-3.8pct，环比+1.3pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.2%、4.0%、4.2%、1.3%，总费用率 11.6%（同比-1.7pct，环比-2.0pct）。2023Q3 盈利环比继续改善，总费用率降低。

2023 年前三季度公司主营产品销量同比提升。2023 年前三季度公司主营产品钛白粉/海绵钛/铁精矿/磷酸铁产量为 87.65/3.79/262.34/4.89 万吨，同比+18.13%/+54.84%/-0.87%/+322.53%；销量为 88.57/3.48/342.87/4.02 万吨，同比+23.41%/+40.06%/+24.87%/+262.94%。公司新增产能顺利释放，主营产品销量同比提升明显，龙头地位巩固。

成本支撑叠加需求回暖，预期钛白粉价格稳中有升，海绵钛价格企稳回升。据 Wind 数据，2023Q3 国内金红石型钛白粉均价约 15715 元/吨，环比持稳；成本端钛精矿（攀 46）价格约 2193 元/吨，环比持稳；金联创硫酸价格指数约 191，环比+47%。成本支撑叠加需求回暖，预期钛白粉价格稳中有升。海绵钛价格触底反弹，2023 年 9 月国产海绵钛均价约 5.3 万元/吨，环比 8 月均价+3%，呈现企稳回升态势。

超微细粒级钛铁矿强化回收项目投运，钛精矿自给率再提升。公司持续提升自有矿山钛精矿产能，提高原料自给率。2023 年 9 月，公司超微细粒级钛铁矿强化回收创新示范工程生产线正式投运。该项目攻破了技术难题，实现了尾矿中钛资源的高效回收，显著减少尾矿排放，节能减排，助力“双碳”目标，不仅提高了公司自身钛矿供给，而且对循环经济发展、生态文明建设等均具有重要意义。

风险提示：产品价格下跌；原材料价格上涨；项目投产不及预期；下游需求不及预期等。

投资建议：公司钛白粉行业龙头地位稳固，钛精矿自给率逐步提升，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 32.4/40.1/47.5 亿元，同比增速-5.2%/+23.8%/+18.4%，对应 EPS 为 1.36/1.68/1.99 元，当前股价对应 PE 为 14.2/11.5/9.7X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,617	24,155	29,015	32,729	37,638
(+/-%)	45.6%	17.2%	20.1%	12.8%	15.0%
净利润(百万元)	4676	3419	3241	4013	4752
(+/-%)	104.3%	-26.9%	-5.2%	23.8%	18.4%
每股收益(元)	1.96	1.43	1.36	1.68	1.99
EBIT Margin	28.2%	17.3%	14.8%	15.9%	15.8%
净资产收益率(ROE)	24.7%	16.4%	15.2%	18.2%	20.9%
市盈率(PE)	9.8	13.5	14.2	11.5	9.7
EV/EBITDA	9.7	14.0	13.0	11.2	10.4
市净率(PB)	2.42	2.21	2.16	2.09	2.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

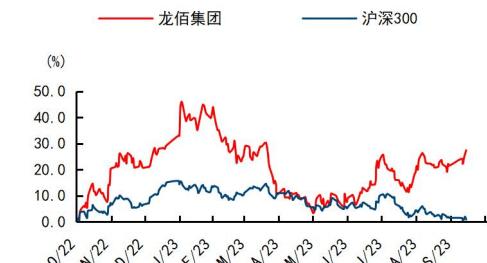
基础化工·化学原料

证券分析师：杨林 联系人：余双雨
010-88005379 021-60375485
yanglin6@guosen.com.cn yushuangyu@guosen.com.cn
S0980520120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.26 元
收盘价	45960/28630 百万元
总市值/流通市值	23.13/14.77 元
52 周最高价/最低价	220.66 百万元
近 3 个月日均成交额	

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《龙佰集团 (002601. SZ) -2023Q2 盈利环比改善，钛全产业链优势显著》——2023-08-27
《龙佰集团 (002601. SZ) -行业景气度回暖，矿产资源巩固核心竞争力》——2023-04-28
《龙佰集团-002601-2021 年三季报点评：业绩符合预期，加码布局 20 万吨氯化钛白》——2021-10-26

公司 2023Q3 盈利环比改善。公司发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度营收 202.62 亿元（同比+12.4%），归母净利润 21.42 亿元（同比-32.5%）；其中 2023Q3 单季度营收 70.14 亿元（同比+24.6%，环比+11.8%），归母净利润 8.80 亿元（同比-3.0%，环比+28.9%），扣非归母净利润 8.61 亿元（同比-1.7%，环比+33.9%）。2023Q3 销售毛利率为 29.0%（同比-2.4pct，环比+1.6pct），销售净利率为 12.6%（同比-3.8pct，环比+1.3pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.2%、4.0%、4.2%、1.3%，总费用率 11.6%（同比-1.7pct，环比-2.0pct）。2023Q3 盈利环比继续改善，总费用率降低。

图1: 龙佰集团单季营业收入（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 龙佰集团单季归母净利润（亿元）及同比增速



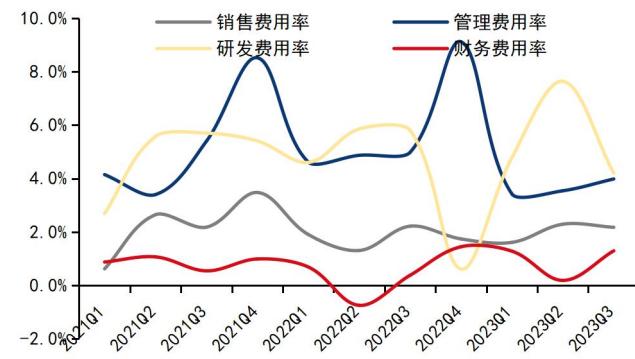
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 龙佰集团季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 龙佰集团季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2023 年前三季度公司主营产品销量同比提升。2023 年前三季度公司主营产品钛白粉 / 海绵钛 / 铁精矿 / 磷酸铁产量为 87.65/3.79/262.34/4.89 万吨，同比+18.13%/+54.84%/-0.87%/+322.53%；销量为 88.57/3.48/342.87/4.02 万吨，同比+23.41%/+40.06%/+24.87%/+262.94%。公司新增产能顺利释放，主营产品销量同比提升明显，龙头地位巩固。

成本支撑叠加需求回暖，预期钛白粉价格稳中有升，海绵钛价格企稳回升。据 Wind 数据，2023Q3 国内金红石型钛白粉均价约 15715 元/吨，环比持稳；成本端钛精矿（攀 46）价格约 2193 元/吨，环比持稳；金联创硫酸价格指数约 191，环比+47%。成本支撑，需求回暖，预期钛白粉价格稳中有升。海绵钛价格触底反弹，2023 年

9月国产海绵钛均价约5.3万元/吨，环比8月均价+3%，呈现企稳回升态势。

图5: 钛白粉与海绵钛(右轴)价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 钛精矿(攀46)价格(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

超微细粒级钛铁矿强化回收项目投运，钛精矿自给率再提升。公司持续提升自有矿山钛精矿产能，提高原料自给率。2023年9月，公司超微细粒级钛铁矿强化回收创新示范工程生产线正式投运。该项目攻破了技术难题，实现了尾矿中钛资源的高效回收，显著减少尾矿排放，节能减排，助力“双碳”目标，不仅提高了公司自身钛矿供给，而且对循环经济发展、生态文明建设等均具有重要意义。

投资建议：公司钛白粉行业龙头地位稳固，钛精矿自给率逐步提升，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测32.4/40.1/47.5亿元，同比增速-5.2%/+23.8%/+18.4%，对应EPS为1.36/1.68/1.99元，当前股价对应PE为14.2/11.5/9.7X，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6287	8726	11229	13046	15716	营业收入	20617	24155	29015	32729	37638
应收款项	2288	2614	3140	3572	4085	营业成本	11943	16834	20802	23208	26743
存货净额	4516	6547	7690	8752	10175	营业税金及附加	272	277	333	376	432
其他流动资产	2190	1967	2972	3165	3520	销售费用	468	428	586	620	737
流动资产合计	15777	20110	25282	28869	33775	管理费用	1114	1424	1399	1734	1841
固定资产	16490	23913	23837	22478	21025	研发费用	1010	1014	1587	1582	1939
无形资产及其他	2770	7042	6760	6479	6197	财务费用	176	102	387	301	178
投资性房地产	7977	7784	7784	7784	7784	投资收益	(104)	(91)	(20)	(72)	(61)
长期股权投资	2317	337	387	487	587	资产减值及公允价值变动	(51)	(29)	(28)	(36)	(31)
资产总计	45331	59186	64050	66096	69368	其他收入	(935)	(885)	(1587)	(1582)	(1939)
短期借款及交易性金融负债	6043	7510	5000	5000	5000	营业利润	5554	4086	3873	4801	5676
应付款项	10087	15030	17914	20007	23437	营业外净收支	(35)	(13)	(13)	(20)	(15)
其他流动负债	3814	3638	4651	5783	6150	利润总额	5519	4073	3860	4780	5660
流动负债合计	19943	26178	27564	30790	34586	所得税费用	783	536	508	629	745
长期借款及应付债券	3799	8405	11405	9405	8205	少数股东损益	59	117	111	138	163
其他长期负债	800	1336	1346	1356	1366	归属于母公司净利润	4676	3419	3241	4013	4752
长期负债合计	4599	9741	12751	10761	9571	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	24542	35919	40315	41551	44157	净利润	4676	3419	3241	4013	4752
少数股东权益	1871	2449	2464	2491	2513	资产减值准备	26	(59)	6	(1)	(2)
股东权益	18918	20818	21270	22054	22698	折旧摊销	1470	1688	2321	2605	2705
负债和股东权益总计	45331	59186	64050	66096	69368	公允价值变动损失	51	29	28	36	31
						财务费用	176	102	387	301	178
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	2645	3301	1241	1548	1515
每股收益	1.96	1.43	1.36	1.68	1.99	其它	(4)	68	10	28	24
每股红利	1.23	1.33	1.17	1.35	1.72	经营活动现金流	8865	8446	6847	8230	9025
每股净资产	7.94	8.71	8.90	9.23	9.50	资本开支	0	(8811)	(2000)	(1000)	(1000)
ROIC	18.99%	11.21%	10%	13%	17%	其它投资现金流	(496)	241	5	(84)	54
ROE	24.72%	16.42%	15%	18%	21%	投资活动现金流	(2602)	(6591)	(2045)	(1184)	(1046)
毛利率	42%	30%	28%	29%	29%	权益性融资	(20)	541	0	0	0
EBIT Margin	28%	17%	15%	16%	16%	负债净变化	330	4606	3000	(2000)	(1200)
EBITDA Margin	35%	24%	23%	24%	23%	支付股利、利息	(2924)	(3174)	(2789)	(3230)	(4109)
收入增长	46%	17%	20%	13%	15%	其它融资现金流	105	(2821)	(2510)	0	0
净利润增长率	104%	-27%	-5%	24%	18%	融资活动现金流	(5103)	584	(2299)	(5230)	(5309)
资产负债率	58%	65%	67%	67%	67%	现金净变动	1160	2439	2503	1817	2671
股息率	6.4%	6.9%	6.1%	7.0%	8.9%	货币资金的期初余额	5127	6287	8726	11229	13046
P/E	9.8	13.5	14.2	11.5	9.7	货币资金的期末余额	6287	8726	11229	13046	15716
P/B	2.4	2.2	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	0	(193)	5304	7677	8383
EV/EBITDA	9.7	14.0	13.0	11.2	10.4	权益自由现金流	0	1592	5458	5416	7028

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032