开源证券

龙佰集团（002601.SZ）

2023 年 10 月 16 日

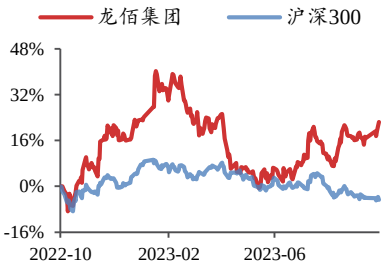
钛白粉盈利继续修复，Q3 业绩环比改善明显

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/13
当前股价(元)	19.26
一年最高最低(元)	23.13/14.77
总市值(亿元)	459.60
流通市值(亿元)	286.30
总股本(亿股)	23.86
流通股本(亿股)	14.87
近 3 个月换手率(%)	48.14

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《钛白粉景气度逐步修复，Q2 业绩环比改善—公司信息更新报告》-2023.8.28

《业绩短期承压，钛白粉盈利有望修复—公司信息更新报告》-2023.5.1

《钛白粉主业静待复苏，海绵钛与新能源多点开花—公司首次覆盖报告》-2023.1.11

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

蒋跨跃（联系人）
jiangkuayue@kysec.cn
证书编号：S0790122010041

● 2023Q3 公司归母净利润环比增长 28.84%，维持“买入”评级

公司发布 2023 年三季报，2023Q3 实现营业收入 70.14 亿元，同比增长 24.59%，环比增长 11.62%，实现归母净利润 8.80 亿元，同比下降 2.98%，环比增长 28.84%。考虑到钛白粉景气度修复超出预期，我们上调公司 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 29.87（+2.43）、39.30（+3.44）、52.95（+4.98）亿元，EPS 分别为 1.25（+0.10）、1.65（+0.15）、2.22（+0.21）元，当前股价对应 PE 分别为 15.4、11.7、8.7 倍。我们看好钛白粉盈利修复有望为公司带来业绩弹性以及公司上游矿山产能扩张的潜力，维持“买入”评级。

● 2023Q3 钛白粉盈利继续修复，海绵钛价格底部反弹

2023Q3，伴随下游补库以及需求的改善，钛白粉价格多次上调，盈利也继续修复。根据涂料经与钛资讯公众号消息，2023 年 7 月下旬、8 月下旬与 9 月下旬，钛白粉企业接连三次提价。百川盈孚数据显示，截至 2023 年 9 月底，钛白粉市场均价 16561 元/吨，较 7 月初上涨 7.54%。海绵钛方面，2023Q3 受下游需求疲软及新增产能释放影响，海绵钛价格整体承压。百川盈孚数据显示，2023Q3 海绵钛均价 5.37 万元/吨，环比下降 22.62%。但从单月来看，2023 年 9 月，钛白粉均价 5.18 万元/吨，环比 8 月提升 0.1 万元/吨。后续伴随下游需求企稳，海绵钛价格也有望继续底部反弹。

● 钛精矿价格维持高位，铁精矿价值有望得到重估

根据百川盈孚数据，2023Q3 国内钛精矿均价（47%品位）为 2308 元/吨，环比下降 0.99%，钛精矿价格整体维持稳定。此外，在铁精矿方面，伴随提钒需求的增长，铁精矿中含有的钒元素价值有望得到重估，铁精矿价格也有望逐步上行。根据公司投资者关系活动记录，预计截至 2025 年公司钛精矿、铁精矿产能将分别达到 248、760 万吨/年。作为公司当前主要的利润来源，钛精矿与铁精矿产能快速扩张，未来有望为公司贡献重要的业绩增量。

● 风险提示：经济复苏不及预期、产品价格大幅下滑、项目投产进程不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,566	24,113	26,798	31,844	35,464
YOY(%)	45.8	17.2	11.1	18.8	11.4
归母净利润(百万元)	4,676	3,419	2,987	3,930	5,295
YOY(%)	104.3	-26.9	-12.7	31.6	34.7
毛利率(%)	41.9	30.2	25.6	26.0	28.6
净利率(%)	23.0	14.7	11.7	13.0	15.7
ROE(%)	22.8	15.2	11.9	13.5	15.4
EPS(摊薄/元)	1.96	1.43	1.25	1.65	2.22
P/E(倍)	9.8	13.4	15.4	11.7	8.7
P/B(倍)	2.4	2.2	1.9	1.7	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15777	20110	23212	27173	29745
现金	6287	8726	11231	14429	15911
应收票据及应收账款	2250	2377	2495	2404	3052
其他应收款	38	236	0	229	0
预付账款	598	630	1156	966	1398
存货	4516	6547	6738	7551	7792
其他流动资产	2088	1593	1592	1594	1593
非流动资产	29554	39076	42747	44724	46132
长期投资	2317	337	377	382	387
固定资产	11053	18118	21496	22496	23132
无形资产	2770	7042	7728	8579	9555
其他非流动资产	13414	13580	13146	13267	13057
资产总计	45331	59186	65960	71897	75877
流动负债	19943	26178	27489	31571	32357
短期借款	4624	5617	5000	5000	5000
应付票据及应付账款	10087	15030	14711	18969	18816
其他流动负债	5232	5531	7778	7602	8541
非流动负债	4599	9741	12060	9779	7398
长期借款	3799	8405	10724	8443	6062
其他非流动负债	800	1336	1336	1336	1336
负债合计	24542	35919	39549	41350	39755
少数股东权益	1871	2449	2606	2813	3091
股本	2381	2390	2390	2390	2390
资本公积	14084	14542	14542	14542	14542
留存收益	4604	5164	8308	12444	18018
归属母公司股东权益	18918	20818	23805	27735	33030
负债和股东权益	45331	59186	65960	71897	75877

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4328	3197	6398	10580	8721
净利润	4735	3537	3144	4137	5574
折旧摊销	1486	1703	2449	2941	3351
财务费用	176	102	163	183	100
投资损失	104	91	100	100	100
营运资金变动	-2340	-2438	542	3219	-404
其他经营现金流	167	202	0	0	0
投资活动现金流	-5245	-5588	-6220	-5018	-4858
资本支出	2758	4679	6080	4913	4753
长期投资	-2146	-197	-40	-5	-5
其他投资现金流	-340	-713	-100	-100	-100
筹资活动现金流	1291	2893	2327	-2364	-2381
短期借款	528	993	-617	0	0
长期借款	330	4606	2319	-2281	-2381
普通股增加	349	9	0	0	0
资本公积增加	4505	458	0	0	0
其他筹资现金流	-4421	-3173	625	-83	0
现金净增加额	355	544	2505	3197	1482

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20566	24113	26798	31844	35464
营业成本	11943	16834	19926	23576	25316
营业税金及附加	272	277	268	318	355
营业费用	468	428	429	446	497
管理费用	1114	1424	1420	1497	1560
研发费用	1010	1014	1072	1210	1419
财务费用	176	102	163	183	100
资产减值损失	-51	-30	-50	-50	-50
其他收益	114	132	150	200	250
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	-104	-91	-100	-100	-100
资产处置收益	-7	-10	0	0	0
营业利润	5554	4086	3620	4764	6419
营业外收入	11	15	0	0	0
营业外支出	46	28	0	0	0
利润总额	5519	4073	3620	4764	6419
所得税	783	536	476	627	845
净利润	4735	3537	3144	4137	5574
少数股东损益	59	117	157	207	279
归属母公司净利润	4676	3419	2987	3930	5295
EBITDA	7347	6409	6419	7951	9869
EPS(元)	1.96	1.43	1.25	1.65	2.22

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.8	17.2	11.1	18.8	11.4
营业利润(%)	96.2	-26.4	-11.4	31.6	34.7
归属于母公司净利润(%)	104.3	-26.9	-12.7	31.6	34.7
获利能力					
毛利率(%)	41.9	30.2	25.6	26.0	28.6
净利率(%)	23.0	14.7	11.7	13.0	15.7
ROE(%)	22.8	15.2	11.9	13.5	15.4
ROIC(%)	17.3	11.0	8.1	9.8	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	60.7	60.0	57.5	52.4
净负债比率(%)	18.7	32.0	28.1	6.7	-4.7
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	10.3	11.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.8	3.6	6.9	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.96	1.43	1.25	1.65	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.34	2.68	4.43	3.65
每股净资产(最新摊薄)	7.93	8.72	9.98	11.62	13.84
估值比率					
P/E	9.8	13.4	15.4	11.7	8.7
P/B	2.4	2.2	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.0	8.7	8.7	6.4	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn