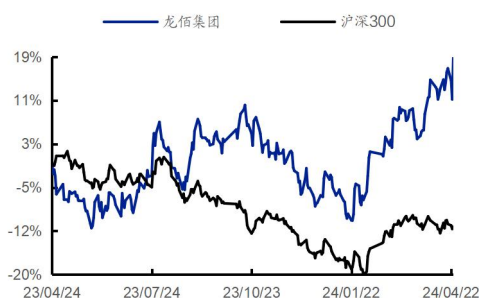


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

2023 年产销量再创新高，钛铁矿景气高位延续 ——龙佰集团（002601）2023 年年报及 2024 年一季度报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/24		
表现	1M	3M	12M	
龙佰集团	14.2%	31.2%	19.0%	
沪深 300	-0.7%	7.5%	-11.6%	

市场数据		2024/04/24
当前价格(元)		20.73
52 周价格区间(元)		15.12-20.74
总市值(百万)		49,467.86
流通市值(百万)		48,145.60
总股本(万股)		238,629.33
流通股本(万股)		232,250.85
日均成交额(百万)		804.24
近一月换手(%)		1.36

相关报告

《龙佰集团（002601）点评报告：三季度业绩持续改善，全产业链布局优势显著（买入）*基础化工*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-10-16
 《龙佰集团（002601）2023 中报点评：二季度业绩环比改善，一体化龙头未来可期（买入）*基础化工*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-09-01
 《龙佰集团（002601）三季报点评：三季度业绩承压，新能源材料逐步贡献增量（买入）*化学原料*李永磊，董伯骏》——2022-10-26

事件：

2024 年 4 月 23 日，龙佰集团发布 2023 年年度报告及 2024 年一季度报：2023 年实现营业收入 267.94 亿元，同比上升 10.9%；实现归母净利润 32.26 亿元，同比降低 5.6%；实现扣非归母净利润 31.16 亿元，同比降低 4.7%；销售毛利率 26.7%，同比下降 3.5 个 pct，销售净利率 12.1%，同比降低 2.5 个 pct；经营活动现金流净额为 34.04 亿元。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 65.11 元，同比+6.9%，环比-7.3%；实现归母净利润为 10.84 亿元，同比+340.6%，环比+23.2%；扣非后归母净利润 10.59 亿元；经营活动现金流净额为 11.23 亿元。销售毛利率为 27.5%，同比+8.3pct，环比-1.4pct；销售净利率为 15.7%，同比上升 11.9pct，环比上升 3.0pct。

2024Q1，公司实现营收 72.94 亿元，同比+3.17 亿元，实现归母净利润 9.51 亿元，同比+64.2%，实现扣非归母净利润 9.25 亿元，同比+67.2%。

投资要点：

■ 2023 年产销量再创新高，两矿联合开发加速

2023 年实现营业收入 267.94 亿元，同比上升 10.9%；实现归母净利润 32.26 亿元，同比-1.93 亿元，同比降低 5.6%。2023 年公司实现毛利润 71.48 亿元，同比-1.31 亿元，管理费用 9.99 亿元，同比-4.25 亿元，财务费用 2.37 亿元，同比-1.35 亿元，信用减值损失-1.83 亿元，同比-1.53 亿元，信用减值损失-0.65 亿元，同比-0.73 亿元。
 分板块来看，2023 年公司钛白粉实现营收 177.68 亿元，同比+9.83%，铁制品实现营收 25.73 亿元，同比+3.60%，钛制品实现营收 22.68 亿元，同比+6.27%，锆制品实现营收 11.02 亿元，同比+4.99%，新能源材料实现营收 10.47 亿元，同比+59.71%。产销量方面，2023 年公司生产钛白粉 119.14 万吨，同比增长 20.36%，其中生产硫酸法钛白粉 80.40 万吨，同比增长 18.18%，氯化法钛白粉 38.74 万吨，同比增长 25.18%；共销售钛白粉 115.89 万吨，同比增长 24.93%，其中，国内销量占比 43.53%，国际销量占比 56.47%，销

售硫酸法钛白粉 79.64 万吨，同比增加 22.15%，销售氯化法钛白粉 36.25 万吨，同比增加 31.48%。2023 年，公司积极推进“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”两大核心项目，致力于提升自有资源供给能力，确保产业稳定与发展。2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额 34.04 亿元，同比+6.49%。期间费用方面，2023 年公司销售费用率为 2.04%，同比+0.27 个 pct，管理费用率为 3.91%，同比-2.17 个 pct，研发费用率为 3.79%，同比-0.41%，财务费用率为 0.89%，同比+0.46 个 pct。

2023 年 Q4 公司实现归母净利润 10.84 亿元，环比+2.04 亿元，实现毛利润 17.91 亿元，环比-2.40 亿元，研发费用-0.94 亿元，环比-3.88 亿元，其他收益 1.28 亿元，环比+1.03 亿元，资产减值损失-1.84 亿元，环比-1.81 亿元，信用减值损失-0.28 亿元，环比-0.36 亿元。

■ 2024Q1 钛白粉、铁矿石维持高景气，归母净利润同比高增

2023 年钛白粉市场价格整体上涨，其中一季度钛白粉企业市场信心较好，价格上涨；二季度成本支撑减弱，需求一般，价格下调；三季度，需求上升，市场好转交投情绪活跃，价格上涨；四季度，国内终端市场行情清淡，市场价格下跌。进入 2024 年，钛白粉及铁矿石维持高景气。据百川盈孚，2024Q1，钛白粉季度均价 16063.75 元/吨，截至 2024 年 4 月 23 日，4 月钛白粉价格为 16577.82 元/吨，较 2023 年 12 月增加 660.53 元/吨。据 Wind，2024Q1，铁矿石季度均价 911.87 元/吨，2024 年 4 月 23 日，铁矿石价格为 849 元/吨，较 4 月初上涨 81 元/吨。

2024Q1，公司实现营收 72.94 亿元，同比+3.17 亿元，实现归母净利润 9.51 亿元，同比+64.2%，实现扣非归母净利润 9.25 亿元，同比+67.2%。

■ 国产钛白粉逐步扩大全球份额，东南亚及欧洲出口空间广阔

根据涂多多统计，2023 年全球钛白粉产能在 981.9 万吨，产能增长主要为中国钛白粉产能增加，目前中国产能占全球产能 55%；受国际市场需求及钛白市场行业运行情况影响，科慕、泛能拓部分产能退出，中国钛白产能份额继续逐步扩大。海外钛白粉企业的关停将对未来全球钛白粉竞争格局产生影响，未来随着国内氯化法钛白粉产能扩产，国内钛白粉企业在技术、成本、环保等方面均具有优势。根据钛白粉产业技术创新战略联盟秘书处统计，2023 年我国钛白粉行业总产量再创历史新高，达到 416 万吨，同比增加 25 万吨，增幅为 6.3%。

2023 年钛白粉出口量达到 164 万吨，2019-2023 年，钛白粉出口量 CAGR 达到 13.09%。从钛白粉出口目的地看，主要集中在亚洲和欧洲，亚洲占比 52%，欧洲占比 21%，南美洲占比 12%，非洲占比 11%，北美及大洋洲占比 4%，亚洲和欧洲占比多主要是因为亚洲作为钛白粉消费的新兴地区，其中印度、越南、印尼等建筑等行业快速发展对钛白粉需求旺盛，而欧洲受制于环保和成本影响，欧洲本土钛白粉企

业竞争力下降，从而进口钛白粉量增多。据百川盈孚，2024Q1，我国钛白粉出口量 49.00 万吨，同比+12.11%，其中 2024 年 3 月份，我国钛白粉出口量 19.62 万吨，同比+29.64%。

■ 2023 年股息支付率达 67%，兼顾股东回报与公司长期发展

公司按产能计是全球最大的钛白粉生产商。是钛白粉行业为数不多的同时具有硫酸法工艺和氯化法工艺的钛白粉供应商。在钛产业领域，现已形成钛白粉 151 万吨/年的产能，海绵钛 5 万吨/年的产能，即将形成 8 万吨/年，双双位居全球第一。

2023 年公司一如既往地坚持稳定、持续、科学的分红理念，于 2023 年 5 月实施了 2023 年第一季度权益分派，向全体股东每 10 股派 6 元人民币现金（含税），派发人民币现金 14.34 亿元；于 2023 年 11 月实施了 2023 年第三季度权益分派，向全体股东每 10 股派 3 元人民币现金（含税），派发人民币现金 7.16 亿元。公司 2024 年第一季度利润分配方案为以公司 2024 年 3 月 31 日总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 6 元人民币（含税）。上市以来累计分红超过 160 亿元，以良好的分红回馈支持公司发展的广大股东。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司价格及价差情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营收分别为 310.80、342.27、364.17 亿元，归母净利润分别为 41.36、50.74、59.52 亿元，当前股价对应 PE 分别 12、10、8 倍，公司是全球钛白粉龙头，氯化法钛白粉生产技术比肩国际领先水准，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示 新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26794	31080	34227	36417
增长率(%)	11	16	10	6
归母净利润(百万元)	3226	4136	5074	5952
增长率(%)	-6	28	23	17
摊薄每股收益(元)	1.35	1.73	2.13	2.49
ROE(%)	14	16	16	16
P/E	12.41	11.96	9.75	8.31
P/B	1.82	1.86	1.56	1.31
P/S	1.53	1.59	1.45	1.36
EV/EBITDA	8.18	6.72	5.00	4.09

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

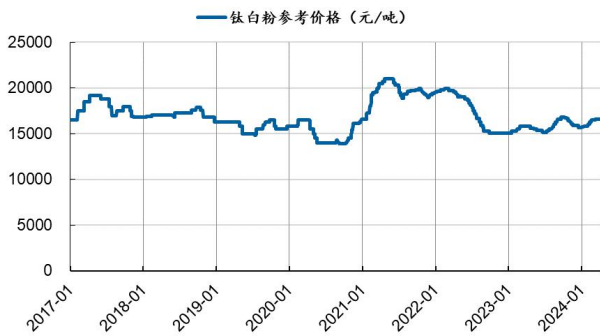
表 1：龙佰集团主要产品经营数据

产品/项目		2023H2	2023H1	2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2022	2021
钛白粉	营业收入(亿元)	89.79	87.89	72.9	88.88	80.91	71.08	161.78	151.99
	毛利润(亿元)	27.95	22.71	15.75	31.05	37.36	31.07	46.8	68.43
	销售毛利率	31.13%	25.84%	21.60%	34.94%	46.17%	43.72%	28.93%	45.02%
铁系产品	营业收入(亿元)	12.92	12.81	11.58	13.26	8.56	12.54	24.84	21.10
	毛利润(亿元)	7.50	5.15	4.99	6.14	3.73	6.52	11.13	10.25
	销售毛利率	58.02%	40.21%	43.09%	46.28%	43.55%	51.99%	44.79%	48.57%
海绵钛	营业收入(亿元)	11.82	10.86	12.03	9.31	6.99	5.93	21.34	12.92
	毛利润(亿元)	0.62	3.43	4.14	1.93	1.24	1.65	6.07	2.89
	销售毛利率	5.27%	31.62%	34.41%	20.69%	17.79%	27.81%	28.45%	22.39%
锆系制品	营业收入(亿元)	5.75	5.27	4.73	5.76	5.55	4.22	10.49	9.77
	毛利润(亿元)	0.51	0.96	0.73	1.74	1.41	0.65	2.47	2.06
	销售毛利率	8.86%	18.21%	15.41%	30.23%	25.41%	15.32%	23.51%	21.07%
营业收入(亿元)		135.17	132.48	117.13	124	107.28	98.38	241.13	205.66
营业成本(亿元)		96.95	99.22	87.74	80.60	61.61	57.82	168.34	119.43
毛利率		28.27%	25.11%	25.09%	35.00%	42.57%	41.23%	30.19%	41.93%
毛利润(亿元)		38.22	33.26	29.39	43.64	45.66	40.56	72.79	86.23
净利率		13.96%	10.11%	9.88%	19.20%	21.39%	24.80%	14.67%	23.03%
净利润(亿元)		18.87	13.39	11.57	23.80	22.95	24.40	35.37	47.35

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

2、主要产品价格、价差及出口情况

图 1：钛白粉价格



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：钛精矿价格



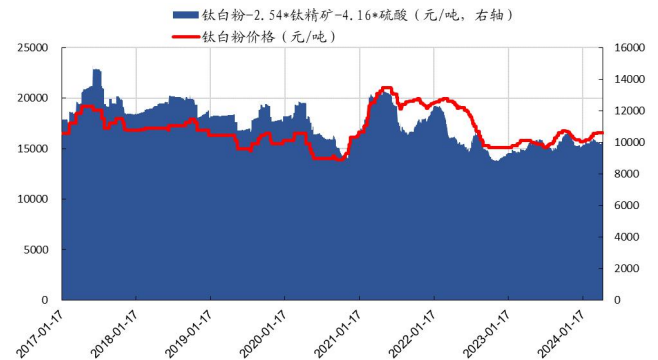
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：铁矿石价格



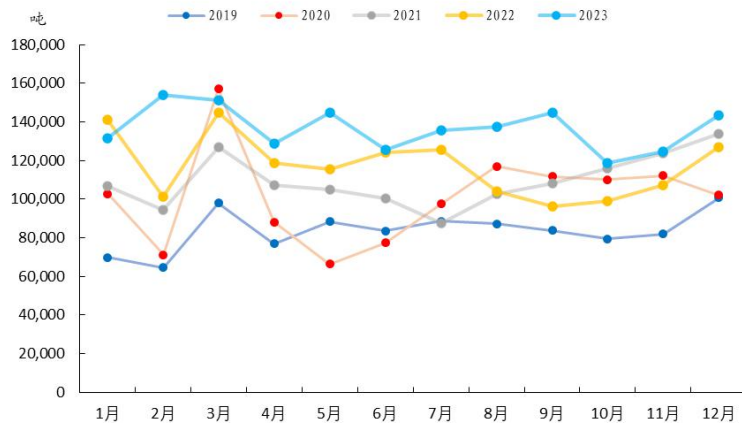
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：钛白粉价差



资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：钛白粉出口情况



资料来源：wind，国海证券研究所

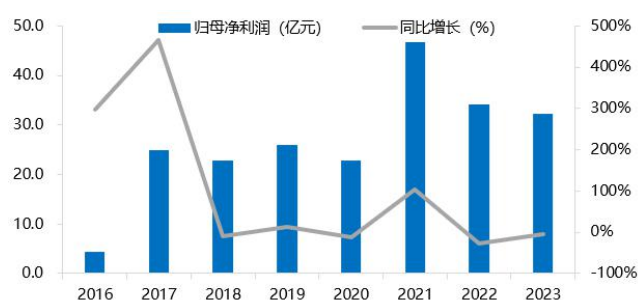
3、公司财务数据

图 6：2023 年营收同比上升 10.92%



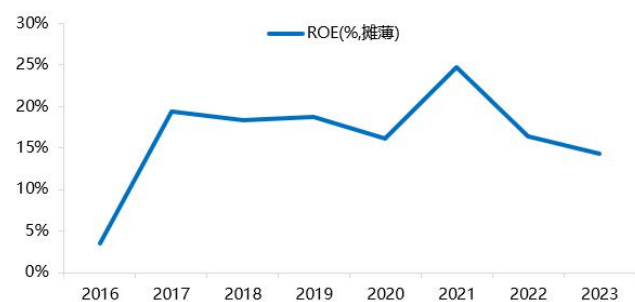
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年归母净利润同比下降 5.64%



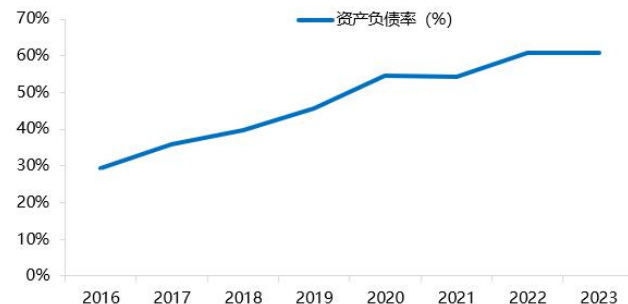
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年净资产收益率下滑



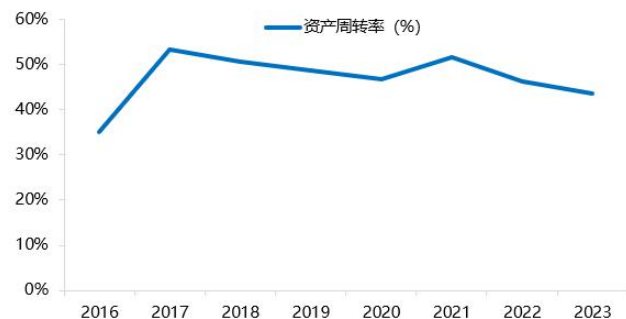
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年资产负债率



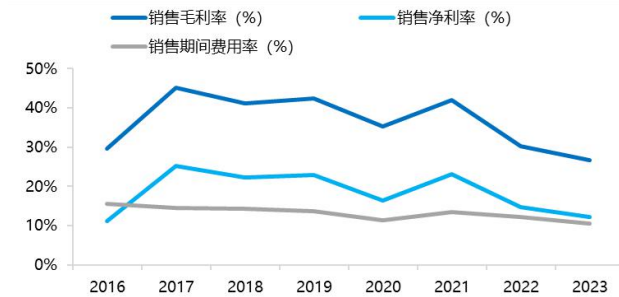
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年资产周转率为 43.57%



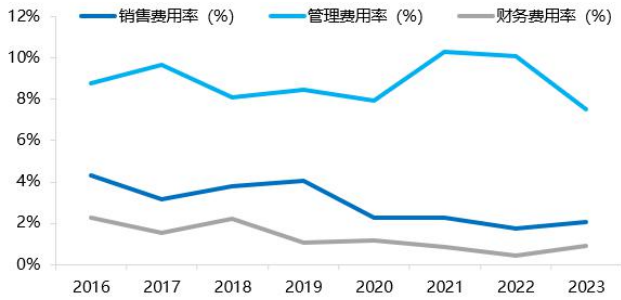
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年毛利率为 26.71%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 12: 2023 年期间费用率基本维持



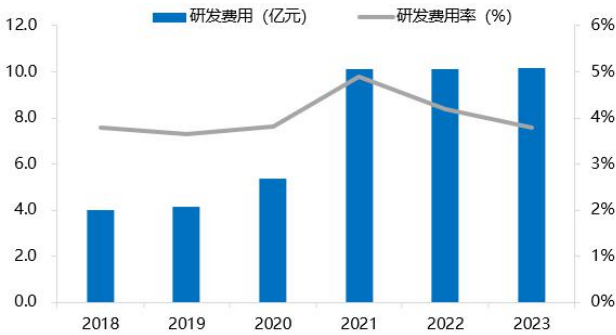
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年经营活动现金流净额 34.04 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年研发费用达 10.14 亿元



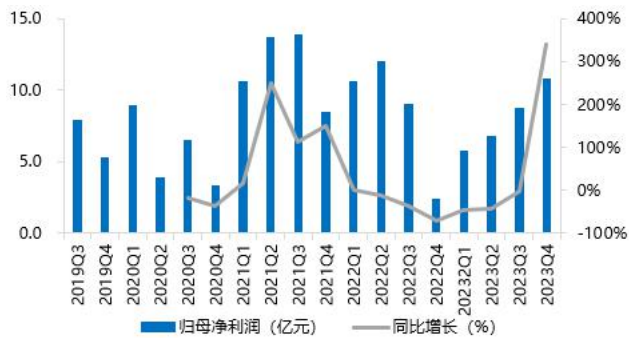
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年 Q4 营收环比下降 7.28%



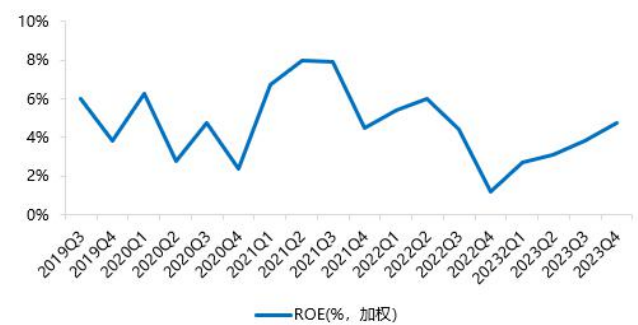
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023 年 Q4 归母净利润环比上升 23.23%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度净资产收益率



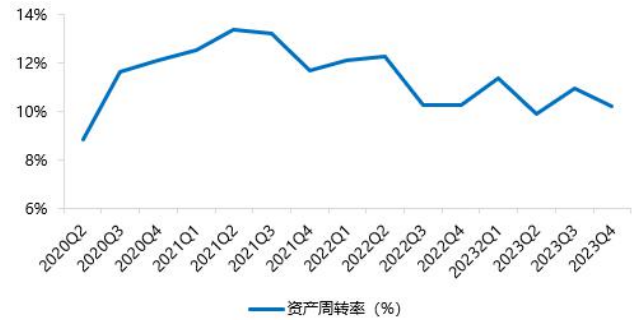
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产负债率



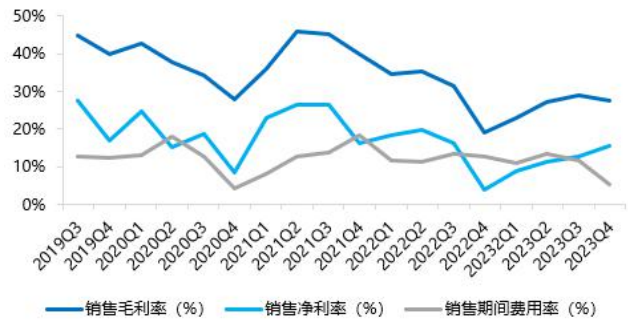
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度资产周转率



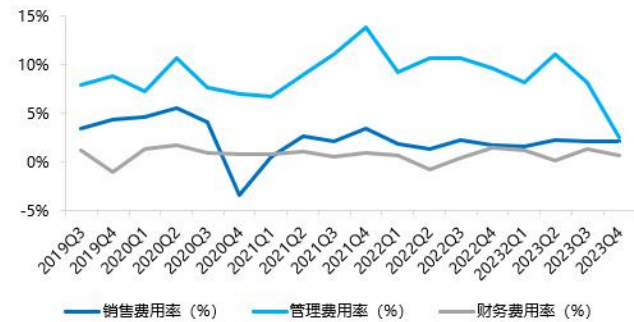
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度毛利率及净利率



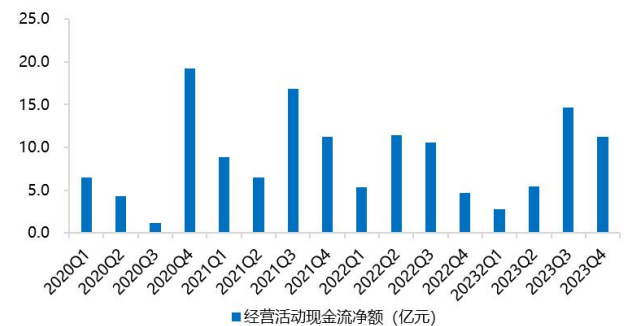
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 11.23 亿元



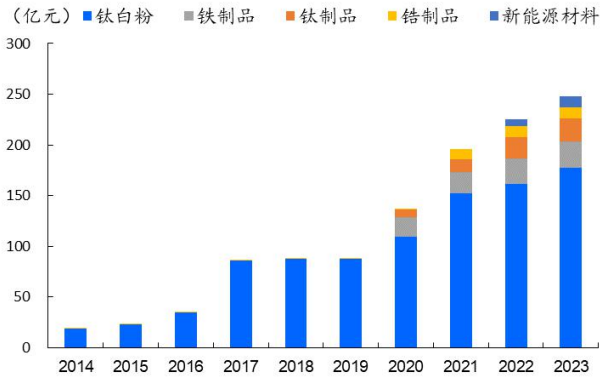
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 季度研发费用情况



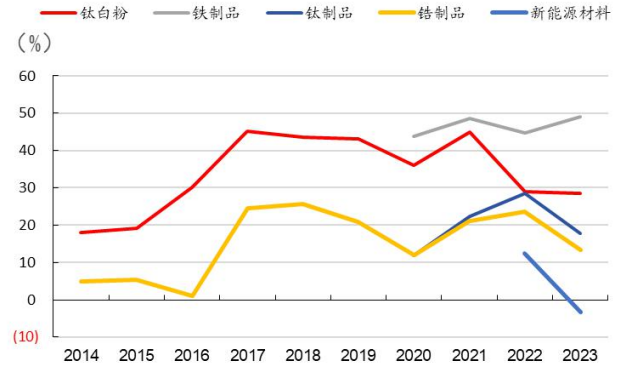
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 公司主要产品收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 公司主要产品毛利情况



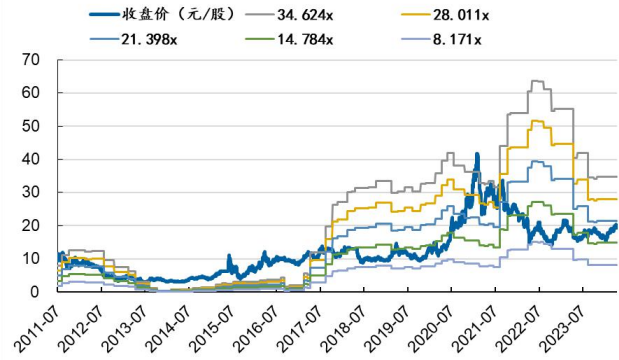
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 收盘价及 PE (TTM)



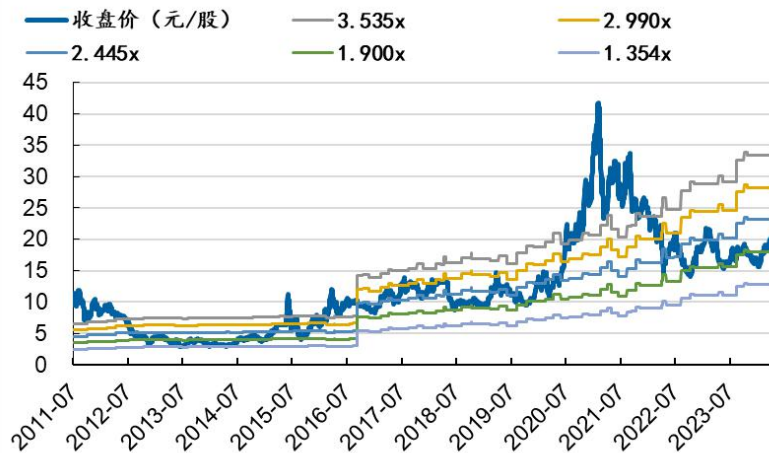
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/23)

图 27: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/23)

图 28: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/23)

4、盈利预测与评级

综合考虑公司价格及价差情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司2024-2026年营收分别为310.80、342.27、364.17亿元，归母净利润分别为41.36、50.74、59.52亿元，当前股价对应PE分别12、10、8倍，公司是全球钛白粉龙头，氯化法钛白粉生产技术比肩国际领先水准，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

5、风险提示

新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

附表：龙佰集团盈利预测表

证券代码:	002601				股价:	20.73				投资评级:	买入				日期:	2024/04/24			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	14%	16%	16%	16%	EPS	1.38	1.73	2.13	2.49										
毛利率	27%	30%	31%	32%	BVPS	9.42	11.15	13.28	15.78										
期间费率	7%	9%	8%	7%	估值														
销售净利率	12%	13%	15%	16%	P/E	12.41	11.96	9.75	8.31										
成长能力					P/B	1.82	1.86	1.56	1.31										
收入增长率	11%	16%	10%	6%	P/S	1.53	1.59	1.45	1.36										
利润增长率	-6%	28%	23%	17%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.42	0.47	0.50	0.49	营业收入	26794	31080	34227	36417										
应收账款周转率	8.89	10.26	11.21	12.08	营业成本	19617	21873	23759	24754										
存货周转率	3.66	4.28	4.71	5.08	营业税金及附加	362	435	479	510										
偿债能力					销售费用	546	653	685	728										
资产负债率	61%	55%	50%	46%	管理费用	999	1243	1335	1420										
流动比	0.76	0.83	0.99	1.18	财务费用	237	830	678	577										
速动比	0.44	0.51	0.65	0.87	其他费用/(-收入)	1014	1181	1301	1384										
					营业利润	3917	5033	6175	7243										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	0	0	0	0										
现金及现金等价物	7007	8293	11247	18342	利润总额	3917	5033	6175	7243										
应收款项	3393	3410	3435	3404	所得税费用	671	856	1050	1231										
存货净额	7328	7254	7266	7174	净利润	3246	4178	5126	6012										
其他流动资产	2391	2452	2473	2454	少数股东损益	20	42	51	60										
流动资产合计	20119	21409	24421	31372	归属于母公司净利润	3226	4136	5074	5952										
固定资产	23511	25294	25916	26619															
在建工程	4764	3695	2926	1993	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	14563	14208	13861	13490	经营活动现金流	3404	8336	10051	10881										
长期股权投资	860	960	1060	1160	净利润	3226	4136	5074	5952										
资产总计	63817	65565	68184	74635	少数股东损益	20	42	51	60										
短期借款	8198	7198	6198	8198	折旧摊销	2561	3064	4086	3934										
应付款项	10279	10379	10345	10283	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	3	2	3	3	营运资金变动	-3151	67	-65	82										
其他流动负债	8134	8105	8131	8132	投资活动现金流	-2977	-3615	-3794	-3540										
流动负债合计	26614	25684	24677	26616	资本支出	-2914	-3379	-3570	-3303										
长期借款及应付债券	10757	9257	7757	6257	长期投资	-709	-158	-138	-146										
其他长期负债	1421	1421	1421	1421	其他	646	-78	-86	-91										
长期负债合计	12179	10679	9179	7679	筹资活动现金流	-1220	-3435	-3303	-245										
负债合计	38793	36363	33856	34295	债务融资	3250	-2500	-2500	500										
股本	2385	2385	2385	2385	权益融资	1057	0	0	0										
股东权益	25025	29202	34328	40340	其它	-5526	-935	-803	-745										
负债和股东权益总计	63817	65565	68184	74635	现金净增加额	-804	1286	2954	7095										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。