

龙佰集团 (002601.SZ)

2023 年季度净利逐季提升，钛矿价格稳定高位

买入

核心观点

公司 2023 年四季度归母净利润同环比提升，2024 年一季度归母净利润同比提升。公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年营收 267.6 亿元（同比+11%），归母净利润 32.3 亿元（同比-6%）；其中四季度营收 65.0 亿元（同比+7%，环比-7%），归母净利润 10.8 亿元（同比+341%，环比+23%）。2024 年一季度营收 72.9 亿元（同比+5%，环比+12%），归母净利润 9.5 亿元（同比+64%，环比-12%）。2023 年季度归母净利润呈现逐季提升的态势。

钛白粉产销量同比提升，价格波动上行。2023 年公司钛白粉产量/销量分别为 119.1/115.9 万吨（同比+20%/+25%），国内/国际销量占比为 43.5%/56.5%。国内钛白粉产量增加、竞争力提升，2019-2023 年钛白粉出口增速 CAGR 达到 13%，出口目的地主要集中在亚洲和欧洲，预计未来钛白粉出口高增长的状况将进一步维持。据 Wind 数据，2023 年国内金红石型钛白粉均价约 15773 元/吨，同比-12%，但期间价格持续修复，波动上行；2024 年一季度均价约 16225 元/吨，环比-1.3%，但价格逐月提升。成本支撑叠加需求回暖，预期钛白粉价格稳中有升。

钛精矿产量同比提升，价格稳固高位。2023 年公司钛精矿产量 147.5 万吨，同比+26%，全部内部使用。据 Wind 数据，2023 年钛精矿（攀 46%）均价约 2187 元/吨，同比-1%，总体高位震荡；2024 年一季度均价约 2270 元/吨，环比+4%。2023 年中国钛矿市场震荡运行，国产钛矿及进口钛矿供需处于紧平衡状态，钛矿价格保持高位。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。同时，加快提收率项目建设，打通氯化法原料国产化与湿法提钒产业化的最后环节，以技术升级促进产业效能提升。

海绵钛产销量同比提升，铁精矿供需双强。2023 年公司海绵钛产量/销量分别为 5.2/4.7 万吨（同比+36%/+28%），铁精矿产量/销量分别为 424.1/433.8 万吨（同比+17%/-1%）。2024 年一季度海绵钛价格平稳运行。2023 年铁矿石市场波动，整体相对强势，供需双强。2024 年市场存在不确定性，主流铁矿石供应或将稳定，需求或有增加，但不排除阶段性下滑，价格波动增加。

风险提示：产品价格下跌；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 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，即 2024-2026 年归母净利润预测为 40.1/47.5/48.8 亿元，对应 EPS 为 1.68/1.99/2.05 元，当前股价对应 PE 为 11.5/9.7/9.5X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24,155	26,794	29,136	30,896	32,750
(+/-%)	17.2%	10.9%	8.7%	6.0%	6.0%
归母净利润(百万元)	3419	3226	4013	4750	4882
(+/-%)	-26.9%	-5.6%	24.4%	18.4%	2.8%
每股收益(元)	1.43	1.35	1.68	1.99	2.05
EBIT Margin	17.3%	15.9%	19.5%	21.1%	20.5%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	14.4%	17.3%	19.9%	19.8%
市盈率 (PE)	13.6	14.3	11.5	9.7	9.5
EV/EBITDA	14.0	12.6	10.1	8.9	8.7
市净率 (PB)	2.23	2.06	1.99	1.94	1.88

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

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

20.73 元

收盘价

总市值/流通市值

49468/48146 百万元

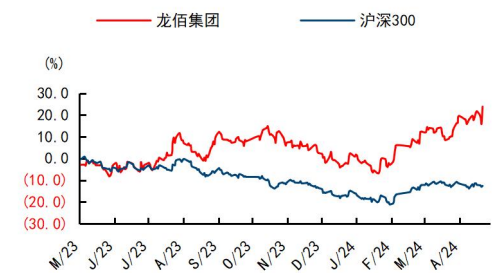
52 周最高价/最低价

20.74/15.12 元

近 3 个月日均成交额

293.43 百万元

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) - 季度盈利环比持续改善，钛矿自给率再提升》——2023-10-15

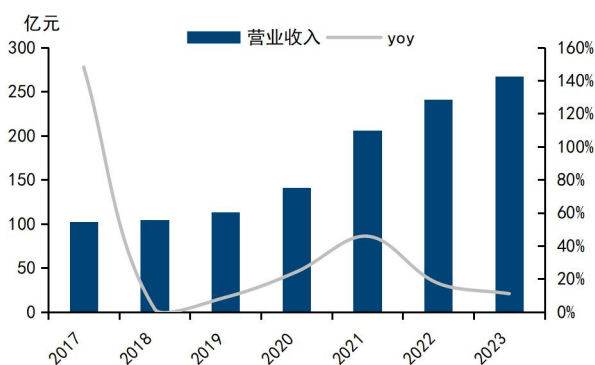
《龙佰集团 (002601.SZ) - 2023Q2 盈利环比改善，钛全产业链优势显著》——2023-08-27

《龙佰集团 (002601.SZ) - 行业景气度待回暖，矿产资源巩固核心竞争力》——2023-04-28

龙佰集团主要从事钛白粉生产、研发和销售，其产品广泛应用于涂料、塑料、造纸、油墨等领域，是国内也是全球钛白粉行业的龙头企业。除钛白粉外，公司还经营铁精矿、海绵钛、锆制品、锂电正负极材料等产品的生产与销售。目前公司拥有钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 5 万吨/年，规模均居世界前列；磷酸铁锂产能 5 万吨/年，磷酸铁产能 10 万吨/年，石墨负极产能 2.5 万吨/年，石墨化产能 5 万吨/年。公司钛产业基地布局河南、四川、湖北、云南、甘肃等五省六地，初步形成从钛的矿物采选加工，到钛白粉和钛金属制造，衍生资源综合利用的绿色产业链。

公司 2023 年四季度归母净利润同环比提升，2024 年一季度归母净利润同比提升。公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年营收 267.6 亿元（同比+11%），归母净利润 32.3 亿元（同比-6%）；其中四季度营收 65.0 亿元（同比+7%，环比-7%），归母净利润 10.8 亿元（同比+341%，环比+23%）。2024 年一季度营收 72.9 亿元（同比+5%，环比+12%），归母净利润 9.5 亿元（同比+64%，环比-12%）。2023 年季度归母净利润呈现逐季提升的态势。

图1：龙佰集团营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



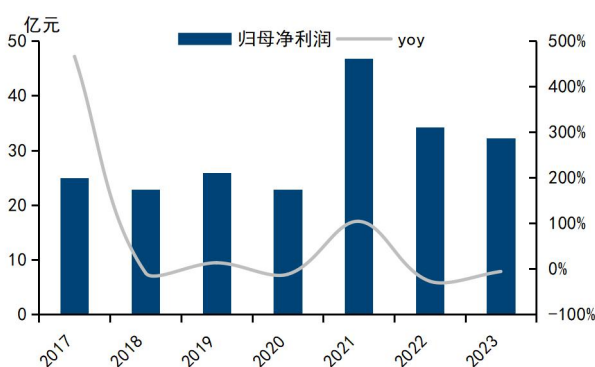
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：龙佰集团单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：龙佰集团归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



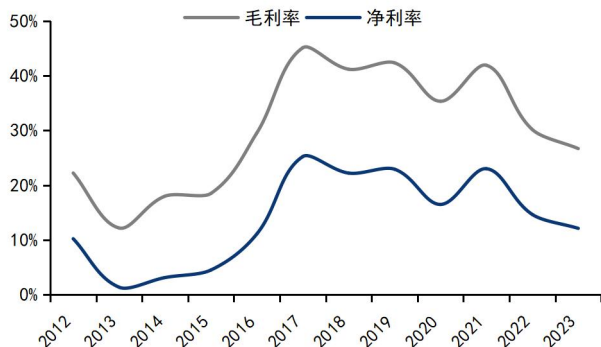
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：龙佰集团单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



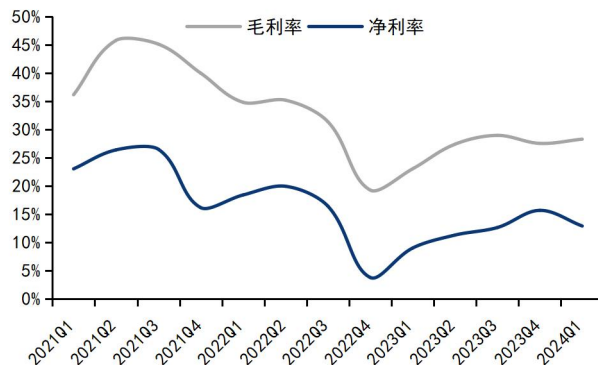
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 龙佰集团毛利率、净利率



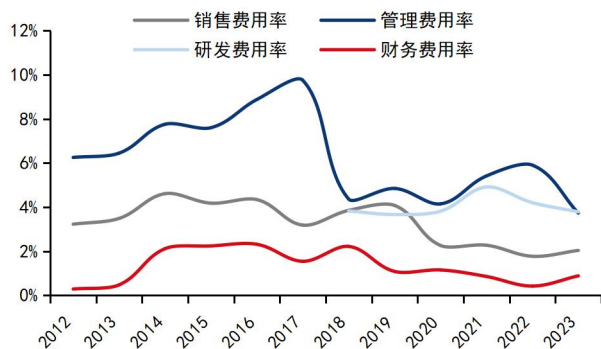
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 龙佰集团季度毛利率、净利率



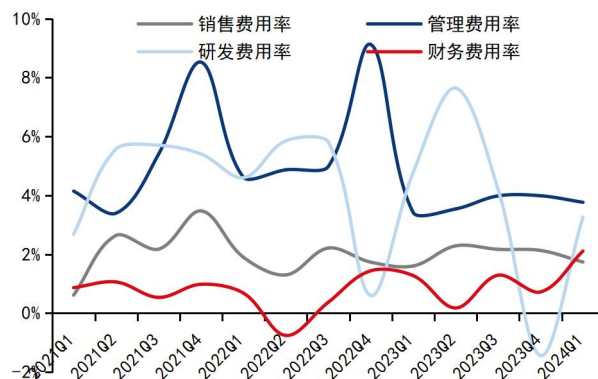
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 龙佰集团销售、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

图8: 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 年公司钛白粉产销量同比提升，价格波动上行。2023 年公司钛白粉产量/销量分别为 119.1/115.9 万吨（同比+20%/+25%），国内/国际销量占比为 43.5%/56.5%。其中氯化法钛白粉产量/销量分别为 38.7/36.3 万吨（同比+25%/+31%），硫酸法钛白粉产量/销量分别为 80.4/79.6 万吨（同比+18%/+22%）。国内钛白粉产量增加、竞争力提升，2019-2023 年钛白粉出口增速 CAGR 达到 13%，出口目的地主要集中在亚洲和欧洲，预计未来钛白粉出口高增长的状况将进一步维持。据 Wind 数据，2023 年国内金红石型钛白粉均价约 15773 元/吨，同比-12%，但期间价格持续修复，波动上行；2024 年一季度均价约 16225 元/吨，环比-1.3%，但价格逐月提升。成本支撑叠加需求回暖，预期钛白粉价格稳中有升。

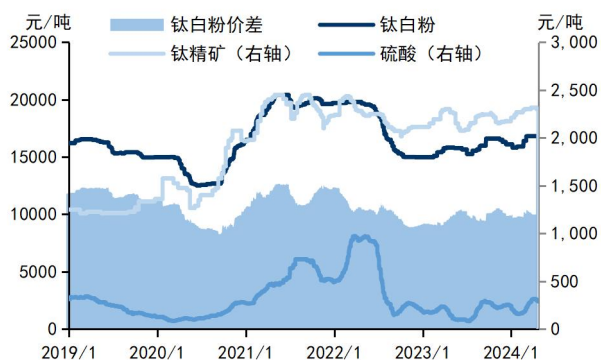
钛精矿产量同比提升，价格稳固高位。2023 年公司钛精矿产量 147.5 万吨，同比+26%，全部内部使用。据 Wind 数据，2023 年钛精矿（攀 46%）均价约 2187 元/吨，同比-1%，总体高位震荡；2024 年一季度均价约 2270 元/吨，环比+4%。2023 年中国钛矿市场震荡运行，国产钛矿及进口钛矿供需处于紧平衡状态，钛矿价格保持高位。

海绵钛产销量同比提升，一季度价格稳定。海绵钛产量/销量分别为 5.2/4.7 万吨（同比+36%/+28%）。2023 年全球海绵钛产能为 44.4 万吨，公司产能 5 万吨/年，全球市占率约 11%，另有 3 万吨在建产能即将建成。价格方面，2023 年二季度海

海绵钛价格出现大幅下降，三季度有所回升，四季度平稳运行。2023 年公司审议并披露关于分拆所属子公司云南国钛金属股份有限公司至深圳证券交易所主板上市的预案，启动分拆上市规划各项工作，云南国钛可通过独立上市扩大资金实力、拓宽融资渠道。

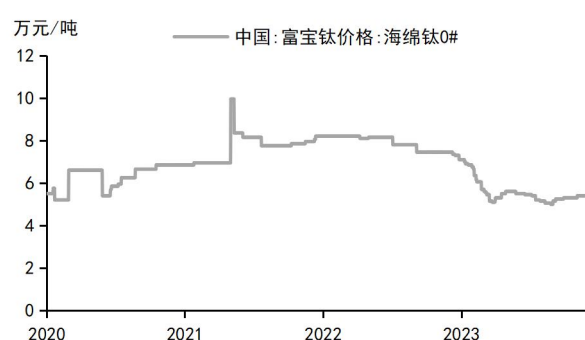
2023 年铁矿石市场波动，整体相对强势，供需双强。铁精矿产量/销量分别为 424.1/433.8 万吨（同比+17%/-1%）。2024 年市场存在不确定性，主流铁矿石供应或将稳定，需求或有增加，但不排除阶段性下滑，价格波动增加。

图9: 钛白粉市场价格及价差（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 海绵钛价格（万元/吨）



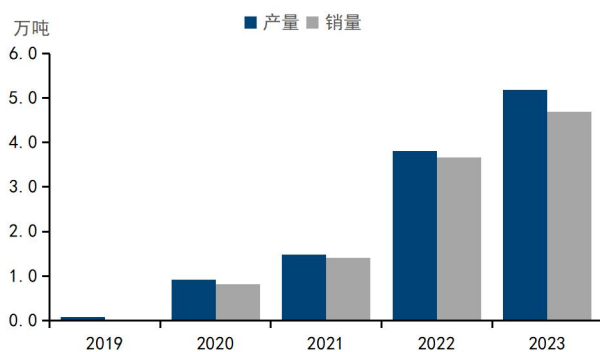
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 龙佰集团钛白粉产销量（万吨）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

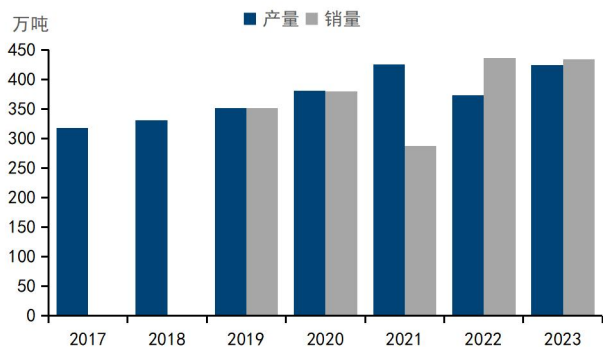
图12: 龙佰集团海绵钛产销量（万吨）



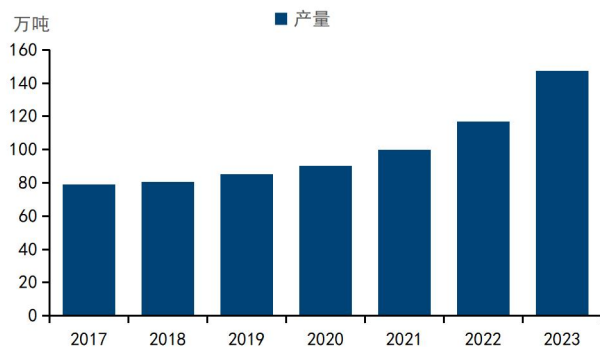
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 龙佰集团铁精矿产销量（万吨）

图14: 龙佰集团钛精矿产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新能源材料方面，公司将紧盯新能源产品未来利润增长点，制定对应策略。公司现有磷酸铁锂产能 5 万吨/年，磷酸铁产能 10 万吨/年，石墨负极产能 2.5 万吨/年，石墨化产能 5 万吨/年。2023 年公司磷酸铁产量/销量分别为 6.6/5.4 万吨（同比+158%/+164%）。年产 20 万吨电池材料级磷酸铁项目三期（10 万吨）正在进行部分厂房建设。

两矿联合开发加速，钛精矿自给率将进一步提升。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。同时，加快提收率项目建设，打通氯化法原料国产化与湿法提钒产业化的最后环节，以技术升级促进产业效能提升。

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 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，即 2024-2026 年归母净利润预测为 40.1/47.5/48.8 亿元，对应 EPS 为 1.68/1.99/2.05 元，当前股价对应 PE 为 11.5/9.7/9.5X，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	EPS			PE			PB 2023
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000629.SZ	钒钛股份	无评级	3.04	0.12	0.15	0.18	25.7	20.3	16.9	2.3
002978.SZ	安宁股份	无评级	31.93	2.34	2.80	3.20	13.7	11.4	10.0	2.1
002601.SZ	龙佰集团	买入	19.40	1.35	1.68	1.99	14.4	11.5	9.7	2.0

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 4 月 24 日，无评级公司盈利预测来源于 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8726	7007	8015	8992	10077	营业收入	24155	26794	29136	30896	32750
应收款项	2614	3551	3416	3687	4029	营业成本	16834	19617	19811	20697	22287
存货净额	6547	7328	7275	7501	8044	营业税金及附加	277	362	371	389	424
其他流动资产	1967	1978	2539	2496	2639	销售费用	428	546	590	601	656
流动资产合计	20110	20119	21582	22959	25081	管理费用	1424	999	1418	1425	1354
固定资产	23913	28275	28990	29605	29631	研发费用	1014	1014	1251	1264	1329
无形资产及其他	7042	6734	6464	6195	5926	财务费用	102	237	631	562	561
投资性房地产	7784	7830	7830	7830	7830	投资收益	(91)	(68)	(87)	(82)	(79)
长期股权投资	337	860	1077	663	772	资产减值及公允价值变动	(29)	(183)	(88)	(100)	(124)
资产总计	59186	63817	65942	67252	69240	其他收入	(885)	(864)	(1251)	(1264)	(1329)
短期借款及交易性金融负债	7510	11179	8244	8978	9467	营业利润	4086	3917	4888	5776	5936
应付款项	15030	10279	14408	14224	14166	营业外净收支	(13)	(0)	(16)	(10)	(9)
其他流动负债	3638	5156	5091	4934	5541	利润总额	4073	3917	4872	5766	5928
流动负债合计	26178	26614	27743	28136	29175	所得税费用	536	671	835	988	1016
长期借款及应付债券	8405	10757	10757	10757	10757	少数股东损益	117	20	24	29	30
其他长期负债	1336	1421	1634	1912	2104	归属于母公司净利润	3419	3226	4013	4750	4882
长期负债合计	9741	12179	12392	12669	12862	现金流量表 (百万元)					
负债合计	35919	38793	40135	40806	42036	净利润	3419	3226	4013	4750	4882
少数股东权益	2449	2543	2547	2551	2556	资产减值准备	(59)	160	35	5	1
股东权益	20818	22482	23260	23895	24648	折旧摊销	1688	2483	2877	3240	3482
负债和股东权益总计	59186	63817	65942	67252	69240	公允价值变动损失	29	183	88	100	124
关键财务与估值指标						财务费用	102	237	631	562	561
每股收益	1.43	1.35	1.68	1.99	2.05	营运资本变动	3301	(4770)	3952	(510)	(285)
每股红利	1.33	1.17	1.36	1.73	1.73	其它	68	(158)	(30)	(2)	3
每股净资产	8.71	9.43	9.75	10.02	10.34	经营活动现金流	8446	1126	10934	7584	8207
ROIC	11.21%	8.66%	10%	12%	12%	资本开支	0	(6419)	(3459)	(3693)	(3364)
ROE	16.42%	14.35%	17%	20%	20%	其它投资现金流	241	0	(80)	53	(9)
毛利率	30%	27%	32%	33%	32%	投资活动现金流	2220	(6942)	(3756)	(3226)	(3482)
EBIT Margin	17%	16%	20%	21%	20%	权益性融资	42	1057	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	29%	32%	31%	负债净变化	4606	2352	0	0	0
收入增长	17%	11%	9%	6%	6%	支付股利、利息	(3174)	(2790)	(3235)	(4115)	(4130)
净利润增长率	-27%	-6%	24%	18%	3%	其它融资现金流	(11133)	3916	(2935)	734	489
资产负债率	65%	65%	65%	64%	64%	融资活动现金流	(8227)	4096	(6170)	(3381)	(3640)
股息率	6.9%	6.0%	7.0%	8.9%	8.9%	现金净变动	2439	(1719)	1008	977	1085
P/E	13.6	14.3	11.5	9.7	9.5	货币资金的期初余额	6287	8726	7007	8015	8992
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	货币资金的期末余额	8726	7007	8015	8992	10077
EV/EBITDA	14.0	12.6	10.1	8.9	8.7	企业自由现金流	0	(5179)	8088	4441	5384
						权益自由现金流	0	1089	4630	4709	5409

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。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所提及的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