

分析师：顾敏豪
登记编码：S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

钛白粉涨价带动业绩逐步改善，全产业链优势保障公司长期发展

——龙佰集团(002601)年报一季报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

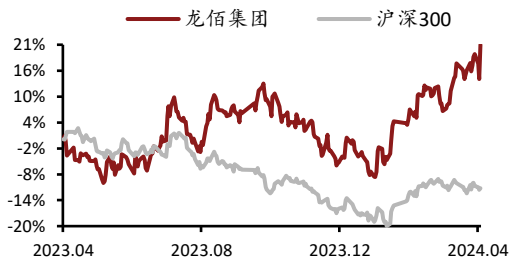
市场数据(2024-04-24)

收盘价(元)	20.73
一年内最高/最低(元)	20.73/15.60
沪深 300 指数	3,521.62
市净率(倍)	2.04
流通市值(亿元)	481.46

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	10.17
每股经营现金流(元)	0.14
毛利率(%)	28.29
净资产收益率_摊薄(%)	3.92
资产负债率(%)	59.95
总股本/流通股(万股)	238,629.33/232,250.8
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《龙佰集团(002601)中报点评：二季度业绩环比改善，产业链一体化优势显著》 2023-08-28

《龙佰集团(002601)年报点评：钛白粉业务底部复苏，新业务打开增长空间》 2023-05-05

《龙佰集团(002601)季报点评：行业景气下行拖累业绩，新能源及钛产业链打造新的增长点》 2022-10-27

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2024 年 04 月 25 日

投资要点：公司公布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 267.65 亿元，同比增长 11%，实现归属于上市公司股东的净利润 32.26 亿元，同比下滑 5.64%，扣非后的净利润 31.16 亿元，同比下滑 4.68%，基本每股收益 1.38 元。2024 年一季度，公司实现营业收入 72.88 亿元，同比增长 4.52%，实现净利润 9.51 亿元，同比增长 64.15%，扣非后的净利润 9.25 亿元，同比增长 67.21%，基本每股收益 0.41 元。

- **价格、毛利率同比下跌导致全年业绩下滑。**随着国内政策持续发力，海外需求快速增长等因素带动钛白粉需求底部复苏，2023 年钛白粉行业价格逐步上行。根据卓创资讯数据，2023 年国内钛白粉价格从 14967 元/吨上涨至的 16050 元/吨，上涨幅度 7.23%。但受去年上半年基数较高因素影响，钛白粉全年均价仍有所下滑。2023 年我国钛白粉均价为 15762 元/吨，同比下跌 11.77%。公司灵活调整销售策略，抓住钛白粉行业底部复苏的有利时机，同时积极开拓海绵钛市场，有效提高钛白粉、海绵钛产能利用率，产销再创新高，龙头地位进一步稳固。全年钛白粉产量 119.14 万吨，同比增长 20.36%；销量 115.89 万吨，同比增长 24.93%。钛白粉业务收入 177.68 亿元，同比增长 9.83%。海绵钛方面，全年海绵钛产量 5.18 万吨，同比增长 36.05%，销量 4.70 万吨，同比增长 28.15%，收入 22.68 亿元，同比增长 6.27%。其他业务方面，铁制品和锆制品分别实现收入 25.73 亿元和 11.02 亿元，同比增长 3.60%和 4.99%。新能源材料收入 10.47 亿元，增长 59.71%。在各项业务销量提升的带动下，全年公司实现收入 267.65 亿元，同比增长 11%。

盈利能力方面，2023 年公司综合毛利率 26.71%，同比下降 3.48 个百分点，净利率 12.13%，下降 2.54 个百分点。其中钛白粉业务毛利率 28.51%，同比下降 0.42 个百分点；铁系产品毛利率 49.15%，同比提升 4.36 个百分点；锆系产品毛利率 13.33%，同比下降 10.18 个百分点；海绵钛毛利率 17.87%，同比下降 10.58 个百分点；新能源材料毛利率-3.31%，同比下降 15.66 个百分点。受海绵钛、新能源材料等业务盈利能力下降的拖累，公司全年实现净利润 32.26 亿元，同比下滑 5.64%。

- **钛白粉价格回暖，公司业绩逐步改善。**2023 年钛白粉价格总体呈逐步回暖态势，1-4 季度国内钛白粉均价分别为

15152、15769、15724 和 16388 元/吨。在钛白粉回暖的推动下，下半年以来公司业绩逐步改善。1-4 季度公司分别实现收入 69.77、62.84、70.22 和 65.11 亿元，净利润 5.79、6.83、8.80 和 10.84 亿元，单季度利润连续 4 个季度回升。今年一季度钛白粉均价 16227 元/吨，同比提升 7.10%，环比下滑 0.98%，保持在较好位置。受此影响，一季度公司净利润 9.51 亿元，同比大幅增长。未来在出口快速增长以及国内汽车、工业等领域需求的带动下，钛白粉价格有望保持复苏态势，对公司盈利提供支撑。

- **持续推进产业链一体化，钛矿景气巩固公司竞争优势。**公司持续向上游延伸，推动产业链的一体化，先后收购了四川龙蟒钛业股份有限公司、云南冶金新立钛业有限公司、金川集团股份有限公司钛厂资产、湖南东方钨业股份有限公司等，又陆续投资建设了焦作年产 20 万吨氯化法钛白粉生产线、50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目、年产 30 万吨硫氯耦合钛材料绿色制造项目、年产 800 吨废酸提钒项目等。2021 年以来钛精矿供需紧张，价格高位运行，对钛白粉企业带来较大的成本压力。公司拥有多处钛矿资源，近年来原材料自给能力不断提高，推动公司的成本竞争力不断增强。2023 年公司自有矿山生产钛精矿 147.45 万吨，同比增长 26.14%，全部内部使用。钛矿的自给保障了公司在行业景气低位的盈利，巩固了公司的龙头地位和竞争优势。

在持续提升钛精矿、硫酸自给率的同时，公司向海绵钛、钛合金等领域延伸，进一步完善钛产业链。2022 年公司硫酸法和氯化法钛白粉分别扩产 20 万吨，钛白粉产能进一步提升至 151 万吨。公司海绵钛产能提升至 5 万吨，在建产能 3 万吨。随着我国大飞机、航天航空等高端装备产业的快速发展，未来我国海绵钛需求有望快速增长。公司钛产业链布局不断完善，有望成为新的利润增长点。

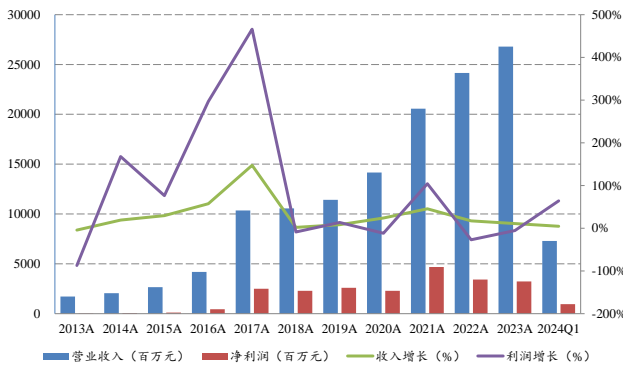
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2024、2025 年 EPS 为 1.66 元和 1.99 元，以 4 月 24 日收盘价 20.73 元计算，PE 分别为 12.51 倍和 10.44 倍。考虑到行业前景与公司的行业地位，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：行业竞争加剧、产品价格下跌、需求不及预期

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24,155	26,794	29,595	31,920	34,416
增长比率（%）	17.16	10.92	10.45	7.86	7.82
净利润（百万元）	3,419	3,226	3,955	4,740	5,371
增长比率（%）	-26.88	-5.64	22.59	19.84	13.32
每股收益(元)	1.43	1.35	1.66	1.99	2.25
市盈率(倍)	14.47	15.33	12.51	10.44	9.21

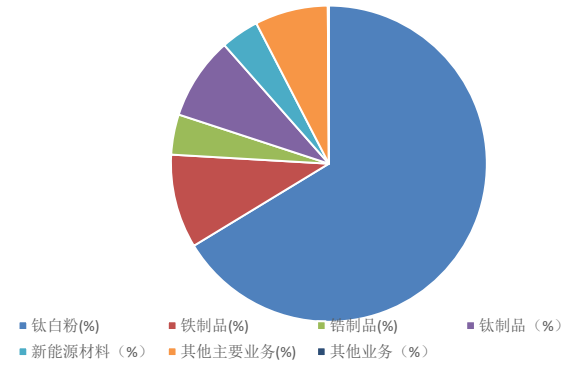
资料来源：中原证券、聚源数据

图 1: 公司历年业绩增长



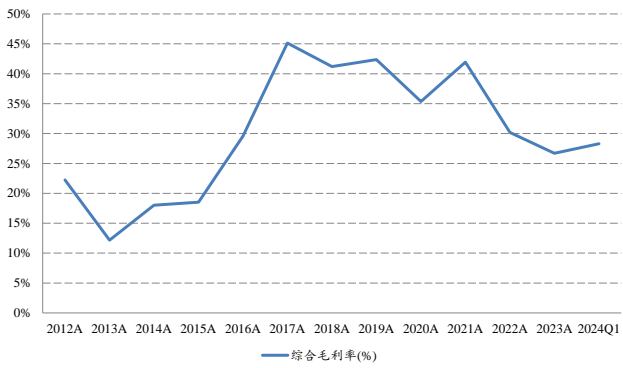
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



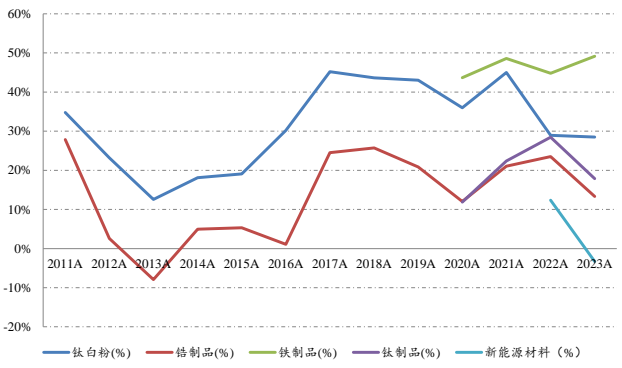
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 5: 金红石型钛白粉价格走势



资料来源: 中原证券、卓创资讯

图 6: 钛精矿（46%）价格走势



资料来源: 中原证券、卓创资讯

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,110	20,119	24,858	28,029	31,774
现金	8,726	7,007	10,528	12,969	15,746
应收票据及应收账款	2,377	3,393	3,286	3,500	3,774
其他应收款	236	158	246	221	191
预付账款	630	309	787	827	883
存货	6,547	7,328	7,978	8,385	8,954
其他流动资产	1,593	1,925	2,033	2,126	2,227
非流动资产	39,079	43,698	45,715	47,103	48,279
长期投资	337	860	860	860	860
固定资产	18,118	23,511	25,773	27,678	29,266
无形资产	7,042	6,734	6,614	6,494	6,374
其他非流动资产	13,583	12,593	12,469	12,071	11,779
资产总计	59,189	63,817	70,573	75,131	80,053
流动负债	26,178	26,614	28,683	29,213	30,091
短期借款	5,617	8,198	8,698	8,898	8,998
应付票据及应付账款	15,030	10,279	10,815	11,180	11,938
其他流动负债	5,531	8,137	9,171	9,135	9,155
非流动负债	9,744	12,179	14,134	14,934	15,434
长期借款	8,405	10,757	12,757	13,557	14,057
其他非流动负债	1,338	1,421	1,377	1,377	1,377
负债合计	35,922	38,793	42,817	44,147	45,525
少数股东权益	2,449	2,543	2,603	2,675	2,757
股本	2,390	2,385	2,385	2,385	2,385
资本公积	14,542	14,413	14,546	14,546	14,546
留存收益	5,168	6,245	8,777	11,933	15,394
归属母公司股东权益	20,818	22,482	25,153	28,309	31,771
负债和股东权益	59,189	63,817	70,573	75,131	80,053

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,197	3,404	7,163	8,119	9,199
净利润	3,537	3,246	4,016	4,812	5,453
折旧摊销	1,725	2,561	2,507	2,722	2,933
财务费用	248	406	791	843	852
投资损失	91	68	89	96	103
营运资金变动	-2,445	-3,151	-269	-400	-190
其他经营现金流	42	275	29	46	47
投资活动现金流	-5,588	-2,977	-4,708	-4,251	-4,260
资本支出	-4,518	-2,914	-4,625	-4,126	-4,127
长期投资	-206	-709	30	0	0
其他投资现金流	-865	646	-114	-126	-133
筹资活动现金流	2,893	-1,220	1,060	-1,397	-2,132
短期借款	993	2,581	500	200	100
长期借款	4,606	2,352	2,000	800	500
普通股增加	9	-5	0	0	0
资本公积增加	458	-129	133	0	0
其他筹资现金流	-3,173	-6,018	-1,572	-2,397	-2,732
现金净增加额	544	-804	3,521	2,441	2,777

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24,155	26,794	29,595	31,920	34,416
营业成本	16,834	19,617	21,275	22,360	23,877
营业税金及附加	277	362	340	367	396
营业费用	428	546	562	606	653
管理费用	1,424	999	1,124	1,212	1,307
研发费用	1,014	1,014	1,124	1,212	1,307
财务费用	102	237	516	585	558
资产减值损失	-30	-183	-20	-20	-20
其他收益	132	224	148	159	172
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	-91	-68	-89	-96	-103
资产处置收益	-10	-8	-15	-16	-17
营业利润	4,086	3,917	4,679	5,606	6,351
营业外收入	15	33	15	15	15
营业外支出	28	33	25	25	25
利润总额	4,073	3,917	4,669	5,596	6,341
所得税	536	671	654	783	888
净利润	3,537	3,246	4,016	4,812	5,453
少数股东损益	118	20	60	72	82
归属母公司净利润	3,419	3,226	3,955	4,740	5,371
EBITDA	6,012	6,820	7,692	8,903	9,832
EPS (元)	1.43	1.35	1.66	1.99	2.25

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	17.16	10.92	10.45	7.86	7.82
营业利润 (%)	-26.43	-4.12	19.45	19.80	13.29
归属母公司净利润 (%)	-26.88	-5.64	22.59	19.84	13.32
获利能力					
毛利率 (%)	30.19	26.71	28.05	29.89	30.57
净利率 (%)	14.18	12.05	13.38	14.86	15.62
ROE (%)	16.42	14.35	15.73	16.74	16.91
ROIC (%)	9.50	7.52	8.44	9.31	9.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.69	60.79	60.67	58.76	56.87
净负债比率 (%)	154.39	155.02	154.26	142.48	131.85
流动比率	0.77	0.76	0.87	0.96	1.06
速动比率	0.46	0.44	0.53	0.61	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.44	0.44	0.44	0.44
应收账款周转率	11.43	10.17	9.91	10.38	10.38
应付账款周转率	3.61	3.35	3.54	3.64	3.72
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.43	1.35	1.66	1.99	2.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.34	1.43	3.00	3.40	3.85
每股净资产 (最新摊薄)	8.72	9.42	10.54	11.86	13.31
估值比率					
P/E	14.47	15.33	12.51	10.44	9.21
P/B	2.38	2.20	1.97	1.75	1.56
EV/EBITDA	8.72	8.18	8.32	7.03	6.14

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。