

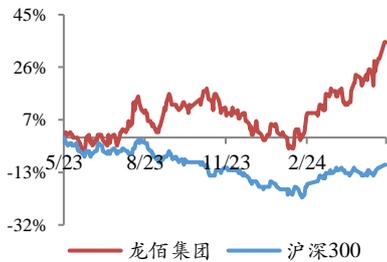
一季度业绩同比大幅改善，钛产业景气度持续向好

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-07

收盘价(元)	21.88
近12个月最高/最低(元)	22.47/15.12
总股本(百万股)	2,385
流通股本(百万股)	2,323
流通股比例(%)	97.33
总市值(亿元)	522
流通市值(亿元)	508

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 钛白粉景气低点已过，静待盈利修复 2023-08-28
- 钛白粉产能持续扩张，新能源产业实现全面突破 2023-05-09

主要观点：

● 事件描述

2024年4月23日晚，龙佰集团发布2023年年报及2024年一季报，2023年实现营业收入267.94亿元，同比增加10.93%；归母净利润32.26亿元，同比减少5.64%。其中2024Q1实现营收72.94亿元，同比增长4.54%，环比增长12.03%，实现归母净利润9.51亿元，同比增长64.15%，环比下降12.27%，销售毛利率28.29%，环比改善+0.75pct。

● 钛白粉产销提升，价格触底提升，公司业绩逐步修复

2023年，钛白粉行业景气度从底部逐步复苏，价格有所反弹，公司有效提高钛白粉、海绵钛产能利用率，钛白粉、海绵钛产销量提升明显。根据百川数据，2023Q4、2024Q1钛白粉均价分别为16361.69、16063.75元/吨，环比分别变化+4.40%、-1.82%。2023年，公司生产钛白粉119.14万吨，同比增长20.36%，其中硫酸法钛白粉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%。2023年生产海绵钛5.18万吨，同比增长36.05%，销售海绵钛4.70万吨，同比增长28.15%。2023年生产铁精矿424.08万吨，同比增加16.63%，销售铁精矿433.82万吨，同比减少0.65%；生产钛精矿147.45万吨，同比增长26.14%，全部内部使用，有效保障了公司原料供应。

● 出口景气度提升，新产能持续推进，助力成长空间

近年来，海外钛白粉厂商在成本及环保压力下，竞争力逐渐不占优势，国内钛白粉企业技术及产能双双提升，出口量逐年提升。2023年全年，国内钛白粉出口量164.2万吨，同比增长16.75%。2024.03，钛白粉出口量达到19.6万吨，同比增长29.64%，环比增长46.76%，出口价格2264.64美元/吨，环比2月增加63.29美元/吨，出口景气度进一步提升。新产能方面，龙佰矿冶公司20万吨/年氯化法钛白粉建设项目目前处于环评批复阶段，云南国钛年产3万吨转子级海绵钛智能制造技改项目二期（1.5万吨）正在进行设备调试；甘肃国钛3万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目二期（1.5万吨）正在进行设备调试。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，公司的一体化布局将进一步夯实在钛产业的地位及优势。

● 投资建议

公司垂直一体化钛产业链成本优势显著，加速布局高端海绵钛以及锂电新能源材料项目有序推进，将为公司带来第二成长空间，目前钛白

粉行业景气度向好，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 39.02、44.90、53.15 亿元（2024-2025 前值分别为 35.90、43.23 亿元），同比增速为 21.0%、15.0%、18.4%。当前股价对应 PE 分别为 13、12、10 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26794	31718	35044	40261
收入同比 (%)	10.9%	18.4%	10.5%	14.9%
归属母公司净利润	3226	3902	4490	5315
净利润同比 (%)	-5.6%	21.0%	15.0%	18.4%
毛利率 (%)	26.7%	30.9%	31.0%	31.6%
ROE (%)	14.4%	14.7%	14.5%	14.6%
每股收益 (元)	1.38	1.64	1.88	2.23
P/E	12.41	13.38	11.63	9.82
P/B	1.82	1.97	1.68	1.44
EV/EBITDA	8.18	6.07	5.39	4.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20119	27525	31943	40761
现金	7007	11381	16690	25081
应收账款	3013	3267	3777	4243
其他应收款	158	249	241	297
预付账款	309	583	512	657
存货	7328	9740	8063	7645
其他流动资产	2304	2305	2660	2838
非流动资产	43698	49451	52964	56683
长期投资	860	813	634	615
固定资产	23511	27966	31703	34706
无形资产	6734	8715	9552	10961
其他非流动资产	12593	11957	11075	10400
资产总计	63817	76976	84906	97444
流动负债	26614	34679	37038	43158
短期借款	8198	9198	12198	14198
应付账款	5929	7071	7558	8740
其他流动负债	12487	18410	17282	20221
非流动负债	12179	13146	14149	15144
长期借款	10757	11757	12757	13757
其他非流动负债	1421	1389	1392	1387
负债合计	38793	47825	51187	58302
少数股东权益	2543	2621	2679	2767
股本	2385	2385	2385	2385
资本公积	14413	14546	14546	14546
留存收益	5684	9600	14109	19444
归属母公司股东权益	22482	26530	31040	36375
负债和股东权益	63817	76976	84906	97444

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3404	13671	11616	17288
净利润	3246	3981	4548	5402
折旧摊销	2561	4467	4663	5602
财务费用	406	1899	2264	2709
投资损失	68	-95	-116	-133
营运资金变动	-3151	3426	261	3703
其他经营现金流	6672	549	4283	1704
投资活动现金流	-2977	-10195	-8066	-9203
资本支出	-2914	-10323	-8335	-9331
长期投资	-709	27	154	-4
其他投资现金流	646	100	116	133
筹资活动现金流	-1220	891	1739	286
短期借款	2581	1000	3000	2000
长期借款	2352	1000	1000	1000
普通股增加	-5	0	0	0
资本公积增加	-129	133	0	0
其他筹资现金流	-6018	-1241	-2261	-2714
现金净增加额	-804	4374	5309	8391

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26794	31718	35044	40261
营业成本	19617	21916	24189	27522
营业税金及附加	362	397	457	514
销售费用	546	605	692	781
管理费用	999	1529	1499	1831
财务费用	237	1618	1809	2041
资产减值损失	-183	2	16	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-68	95	116	133
营业利润	3917	4691	5423	6404
营业外收入	33	0	0	0
营业外支出	33	0	0	0
利润总额	3917	4691	5423	6404
所得税	671	710	875	1002
净利润	3246	3981	4548	5402
少数股东损益	20	78	58	88
归属母公司净利润	3226	3902	4490	5315
EBITDA	6820	10777	11895	14047
EPS (元)	1.38	1.64	1.88	2.23

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	10.9%	18.4%	10.5%	14.9%
营业利润	-4.1%	19.7%	15.6%	18.1%
归属于母公司净利润	-5.6%	21.0%	15.0%	18.4%
获利能力				
毛利率 (%)	26.7%	30.9%	31.0%	31.6%
净利率 (%)	12.1%	12.3%	12.8%	13.2%
ROE (%)	14.4%	14.7%	14.5%	14.6%
ROIC (%)	7.5%	10.0%	9.7%	10.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	60.8%	62.1%	60.3%	59.8%
净负债比率 (%)	155.0%	164.1%	151.8%	149.0%
流动比率	0.76	0.79	0.86	0.94
速动比率	0.44	0.47	0.61	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.45	0.43	0.44
应收账款周转率	10.17	10.10	9.95	10.04
应付账款周转率	3.35	3.37	3.31	3.38
每股指标 (元)				
每股收益	1.38	1.64	1.88	2.23
每股经营现金流 (摊薄)	1.43	5.73	4.87	7.24
每股净资产	9.42	11.12	13.01	15.24
估值比率				
P/E	12.41	13.38	11.63	9.82
P/B	1.82	1.97	1.68	1.44
EV/EBITDA	8.18	6.07	5.39	4.18

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。