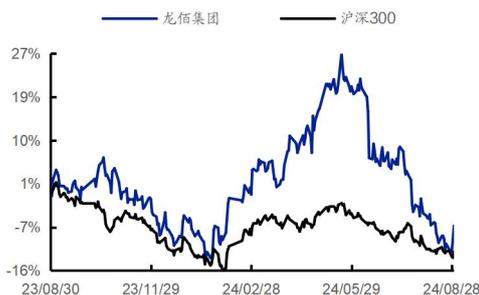


研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022  
 zhongyh@ghzq.com.cn

## 钛白粉产销量再创新高, 钛精矿景气延续

### ——龙佰集团(002601)2024年中报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
龙佰集团	-2.0%	-22.6%	-7.1%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

#### 市场数据

市场数据	2024/08/30
当前价格(元)	16.30
52周价格区间(元)	15.12-23.20
总市值(百万)	38,896.58
流通市值(百万)	32,401.40
总股本(万股)	238,629.33
流通股本(万股)	198,781.58
日均成交额(百万)	464.97
近一月换手(%)	0.61

#### 相关报告

《龙佰集团(002601)2023年年报及2024年一季报点评报告: 2023年产销量再创新高, 钛铁矿景气高位延续(买入)\*化学原料\*李永磊, 董伯骏》——2024-04-24

《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

#### 事件:

2024年8月28日, 龙佰集团发布2024年半年度报告: 2024年上半年公司实现营业收入137.92亿元, 同比增长4.10%; 实现归属于上市公司股东的净利润17.21亿元, 同比增长36.40%; 加权平均净资产收益率为7.19%, 同比增长1.45个百分点。销售毛利率27.53%, 同比增长2.43个百分点; 销售净利率12.42%, 同比增长2.31个百分点。

其中, 公司2024Q2实现营收65.04亿元, 同比+3.64%, 环比-10.75%; 实现归母净利润7.70亿元, 同比+12.85%, 环比-19.00%; ROE为3.24%, 同比增加0.13个百分点, 环比下降0.83个百分点。销售毛利率26.68%, 同比下降0.71个百分点, 环比下降1.60个百分点; 销售净利率11.86%, 同比增加0.54个百分点, 环比下降1.06个百分点。

#### 投资要点:

##### ■ 钛白粉产销量再创新高, 2024年上半年业绩同比高增

2024年上半年公司实现归母净利润17.21亿元, 同比增长36.40%, 实现毛利润37.97亿元, 同比+4.71亿元。公司业绩增长主要得益于: 钛白粉、海绵钛市场占有率提升、产销再创新高; 积极应对反倾销、战争、袭击等不可抗力带来的海运周期增加及费用暴涨, 完成了上半年发运要求。2024年上半年, 钛白粉平均单价16109.35元/吨, 同比增长4.03%, 价差为10157.86元/吨, 同比增长2.08%; 钛精矿平均单价2085.42元/吨, 同比增长3.51%; 铁矿石平均单价879.99元/吨, 同比增长7.38%。2024年上半年, 公司生产钛白粉64.96万吨, 同比增长9.70%, 其中生产硫酸法钛白粉45.37万吨, 同比增长16.31%, 氯化法钛白粉19.59万吨, 同比减少3.07%。

分板块来看, 2024上半年, 公司钛白粉产品实现营业收入93.85亿元, 同比增长6.78%, 毛利率33.51%, 同比增加7.67个百分点; 铁系产品实现营业收入10.57亿元, 同比减少17.54%, 毛利率42.10%, 同比增加1.89个百分点; 锆系产品实现营业收入4.33亿元, 同比下降17.81%, 毛利率15.01%, 同比下降3.20个百分点; 海绵钛产品实现营业收入13.19亿元, 同比增长21.47%, 毛利率10.49%, 同比下降21.13个百分点; 新能源材料实现营业收入4.14

亿元，同比下降 25.48%，毛利率-2.58%，同比增加 12.19 个百分点。2024H1，公司重要参控股公司情况：其中，龙佰四川（主营业务为钛白粉），实现营收 17.12 亿元，同比-21.55%，环比+15.00%，实现净利润 2.01 亿元，同比+54.48%，环比-15.49%；龙佰矿冶（主营业务为矿产品），实现营收 35.79 亿元，同比+10.60%，环比-1.41%，实现净利润 12.90 亿元，同比+27.80%，环比-15.29%。

期间费用方面，2024 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.65%/3.36%/4.26%/1.55%，同比-0.27/-0.11/-1.87/+0.80pct，财务费用增加主要系汇兑收益减少所致。2024 年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额为 13.71 亿元，同比增加 67.20%。

### ■ 钛精矿景气延续，看好公司全年业绩增长

2024Q2，公司实现归母净利润 7.70 亿元，同比+0.88 亿元，环比-1.81 亿元；其中实现毛利润 17.36 亿元，同比+0.16 亿元，环比-3.26 亿元。受欧盟反倾销事件影响，欧盟地区钛白出口受限，厂家库存压力增加，二季度价格有所回落。据 Wind 数据，2024Q2 钛白粉均价为 16166.29 元/吨，同比+3.52%，环比+0.71%，价差为 10061.04 元/吨，同比-1.57%，环比-1.89%；钛精矿均价为 2094.31 元/吨，同比+3.75%，环比+0.86%；铁矿石均价 848.12 元/吨，同比+11.33%，环比-6.99%。期间费用方面，2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 1.02/1.89/3.51/0.61 亿元，同比-0.42/-0.33/-1.29/+0.49 亿元，环比-0.25/-0.85/+1.13/-0.93 亿元。

据 Wind 数据，2024 年三季度以来（截至 2024 年 8 月 22 日），钛白粉价格为 15444 元/吨，同比+0.87%，环比-4.47%，价差 8882.06 元/吨，同比-11.43%，环比-11.72%；钛精矿价格为 2109.58 元/吨，同比+6.07%，环比+0.73%；铁矿石价格为 780.92 元/吨，同比-3.15%，环比-7.92%。钛白粉同比价格上升，铁精矿趋势良好，看好公司三季度业绩。

### ■ 全球钛产业领域佼佼者，控股股东不减持承诺彰显信心

公司是全球最大的钛白粉生产商。公司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。按照产能计，公司是全球最大硫酸法钛白粉生产商，全球第三大、中国第一大氯化法钛白粉生产商。公司位于河南省焦作市的生产基地是全球单一厂区产能最大的钛白粉生产基地，钛白粉年产能 65 万吨。公司氯化法钛白粉生产技术比肩国际领先水准的同时，又能有效降低生产成本，实现了国产氯化法钛白粉产品在中国及全球市场的份额增长。2024 年上半年，公司生产铁精矿 154.82 万吨，对外销售铁精矿 154.86 万吨；生产钛精矿 104.56 万吨，全部内部使用，有效保障了公司原料供应。

2024 年 8 月 28 日，公司发布关于公司股东承诺一定期限不减持公

司股票的公告，公司副董事长、控股股东、实际控制人许冉女士、王霞女士（代未成年人许某某先生管理）承诺函披露之日起 18 个月内（即 2024 年 8 月 28 日至 2026 年 2 月 27 日），不以集中竞价和大宗交易等方式减持所持有的公司股票，包括承诺期间因送股、公积金转增股本等权益分派产生的新增股份，展现对公司未来发展的信心及公司长远健康发展的底气。

### ■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 295、327、354 亿元，归母净利润分别为 36、43、47 亿元，对应 PE 分别 10.8、9.0、8.3 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平，在国内外拥有多处钛矿资源，看好公司成长性，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26794	29503	32653	35416
增长率(%)	11	10	11	8
归母净利润（百万元）	3226	3602	4307	4693
增长率(%)	-6	12	20	9
摊薄每股收益（元）	1.35	1.51	1.80	1.97
ROE(%)	14	15	17	17
P/E	12.41	10.80	9.03	8.29
P/B	1.82	1.65	1.52	1.40
P/S	1.53	1.32	1.19	1.10
EV/EBITDA	8.18	6.22	4.92	4.41

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、公司主要经营数据

表 1：公司主要产品经营数据

产品/项目		2024H1	2023H2	2023H1	2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2022	2021
钛白粉	营业收入（亿元）	93.85	89.79	87.89	72.9	88.88	80.91	71.08	161.78	151.99
	毛利润（亿元）	31.45	27.95	22.71	15.75	31.05	37.36	31.07	46.8	68.43
	销售毛利率	33.51%	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）	10.57	12.92	12.81	11.58	13.26	8.56	12.54	24.84	21.10
	毛利润（亿元）	4.45	7.50	5.15	4.99	6.14	3.73	6.52	11.13	10.25
	销售毛利率	42.10%	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）	13.19	11.82	10.86	12.03	9.31	6.99	5.93	21.34	12.92
	毛利润（亿元）	1.38	0.62	3.43	4.14	1.93	1.24	1.65	6.07	2.89
	销售毛利率	10.49%	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）	4.33	5.75	5.27	4.73	5.76	5.55	4.22	10.49	9.77
	毛利润（亿元）	0.65	0.51	0.96	0.73	1.74	1.41	0.65	2.47	2.06
	销售毛利率	15.01%	8.86%	18.21%	15.41%	30.23%	25.41%	15.32%	23.51%	21.07%
营业收入（亿元）		137.92	135.17	132.48	117.13	124	107.28	98.38	241.13	205.66
营业成本（亿元）		99.95	96.95	99.22	87.74	80.60	61.61	57.82	168.34	119.43
毛利率		27.53%	28.27%	25.11%	25.09%	35.00%	42.57%	41.23%	30.19%	41.93%
毛利润（亿元）		37.97	38.22	33.26	29.39	43.64	45.66	40.56	72.79	86.23
净利率		12.42%	13.96%	10.11%	9.88%	19.20%	21.39%	24.80%	14.67%	23.03%
净利润（亿元）		17.21	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

表 2：公司主要控股参股公司经营数据

公司	主营业务	项目	2023H1	2023H2	2024H1	同比	环比
龙佰四川	钛白粉	营收（亿元）	21.83	14.89	17.12	-21.55%	15.00%
		净利润（亿元）	1.30	2.38	2.01	54.48%	-15.49%
		净利率	5.96%	15.98%	11.74%	5.78 pct	-4.24 pct
龙佰矿冶	矿产品	营收（亿元）	32.36	36.31	35.79	10.60%	-1.41%
		净利润（亿元）	10.09	15.23	12.90	27.80%	-15.29%
		净利率	31.19%	41.94%	36.04%	4.85 pct	-5.90 pct

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2、公司主要产品价格价差

图 1: 钛白粉价格及价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

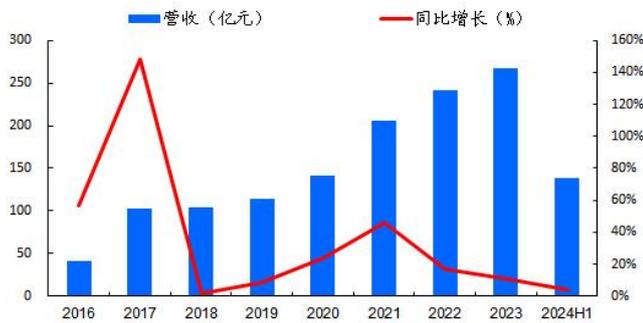
图 2: 铁矿石价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

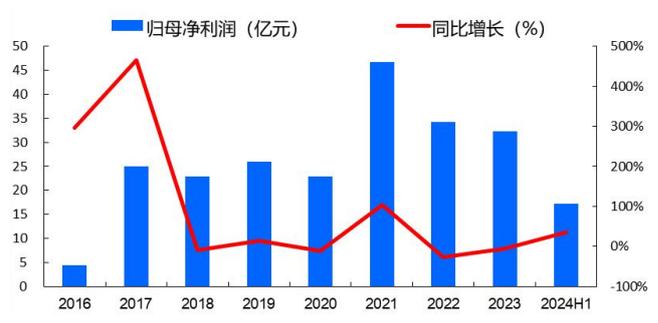
## 3、公司财务数据

图 3: 2024H1 营收同比上升 4.10%



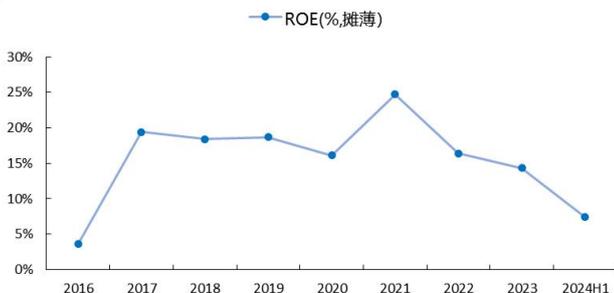
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2024H1 归母净利润同比上升 36.40%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 净资产收益率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 资产负债率



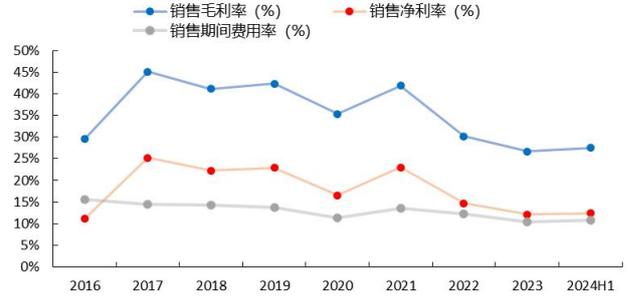
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 资产周转率



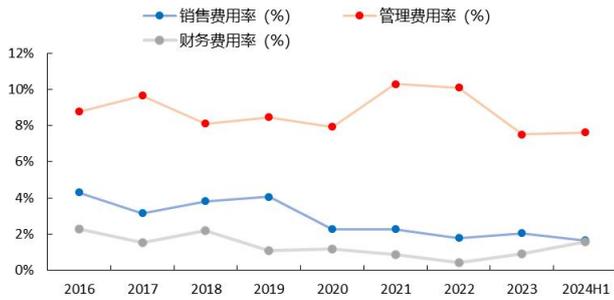
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

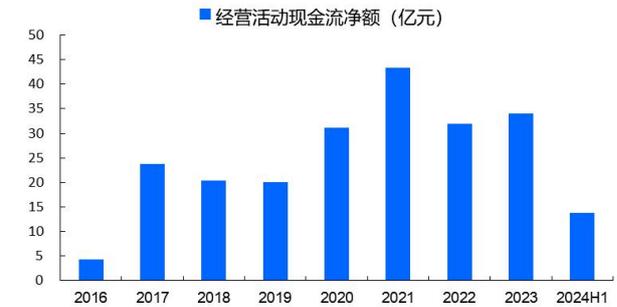
图 9: 期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 此处管理费用包含研发费用

图 10: 2024H1 经营活动现金流净额 13.71 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 2024H1 研发费用为 5.88 亿元



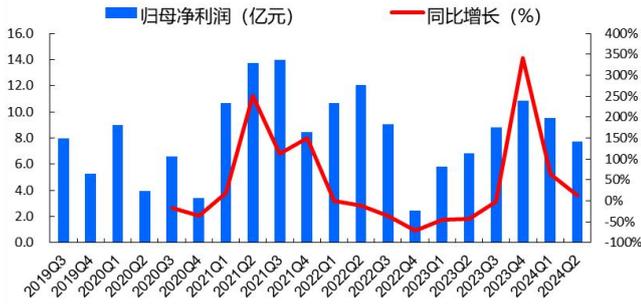
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 2024Q2 营收同比增加 3.64%



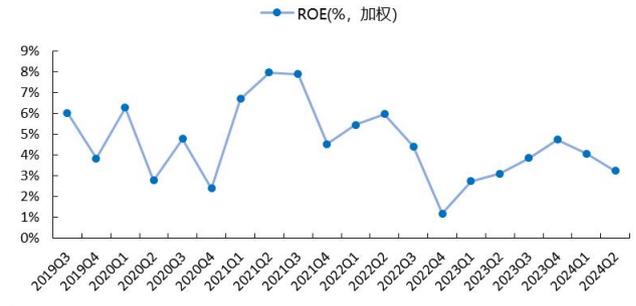
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 2024Q2 归母净利润同比增加 12.85%



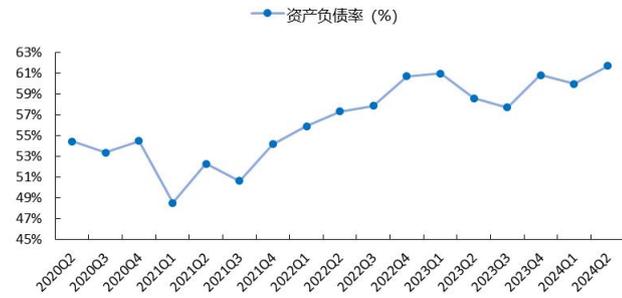
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 季度净资产收益率



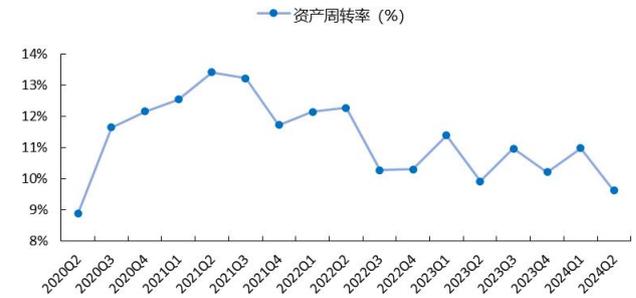
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 季度资产负债率



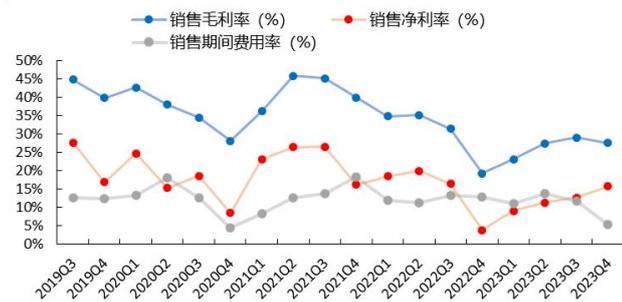
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产周转率



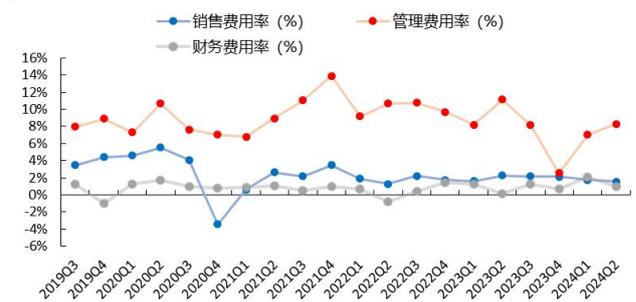
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 季度期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 此处管理费用包含研发费用

图 19: 2024Q2 经营活动现金流净额 10.31 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 季度研发费用情况



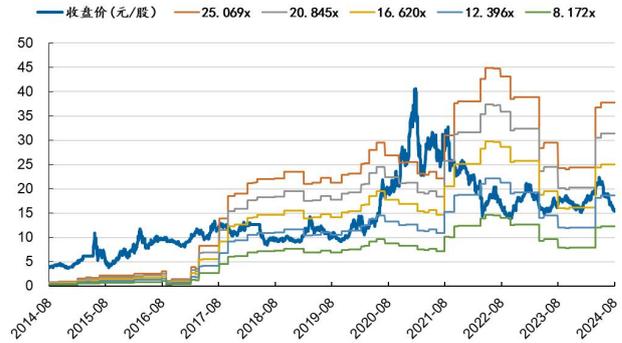
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



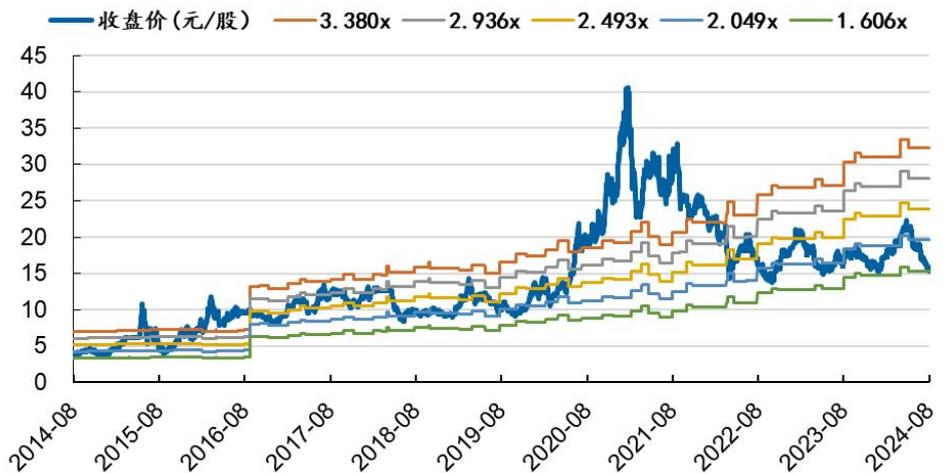
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/27)

图 22: PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/27)

图 23: PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/27)

## 4、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 295、327、354 亿元，归母净利润分别为 36、43、47 亿元，对应 PE 分别 10.8、9.0、8.3 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，在国内外拥有多处钛矿资源，看好公司成长性，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

附表：龙佰集团盈利预测表

证券代码:	002601				股价:	16.30		投资评级:	买入		日期:	2024/08/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	14%	15%	17%	17%	EPS	1.38	1.51	1.80	1.97				
毛利率	27%	29%	30%	30%	BVPS	9.42	9.89	10.69	11.66				
期间费率	7%	9%	9%	9%	<b>估值</b>								
销售净利率	12%	12%	13%	13%	P/E	12.41	10.80	9.03	8.29				
<b>成长能力</b>					P/B	1.82	1.65	1.52	1.40				
收入增长率	11%	10%	11%	8%	P/S	1.53	1.32	1.19	1.10				
利润增长率	-6%	12%	20%	9%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.44	0.46	0.49	0.50	<b>营业收入</b>	<b>26794</b>	<b>29503</b>	<b>32653</b>	<b>35416</b>				
应收账款周转率	10.17	10.29	11.25	12.00	营业成本	19617	20864	22966	24799				
存货周转率	2.83	3.00	3.27	3.43	营业税金及附加	362	413	457	496				
<b>偿债能力</b>					销售费用	546	649	653	708				
资产负债率	61%	60%	59%	58%	管理费用	999	1180	1306	1417				
流动比	0.76	0.75	0.88	1.01	财务费用	237	919	942	973				
速动比	0.44	0.47	0.58	0.74	其他费用/(-收入)	1014	1180	1306	1417				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>3917</b>	<b>4384</b>	<b>5118</b>	<b>5711</b>				
现金及现金等价物	7007	8796	12069	17187	营业外净收支	0	0	0	0				
应收款项	3393	3065	3465	3185	<b>利润总额</b>	<b>3917</b>	<b>4384</b>	<b>5118</b>	<b>5711</b>				
存货净额	7328	6581	7454	7012	所得税费用	671	745	768	971				
其他流动资产	2391	2362	2409	2412	<b>净利润</b>	<b>3246</b>	<b>3638</b>	<b>4350</b>	<b>4740</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>20119</b>	<b>20804</b>	<b>25398</b>	<b>29796</b>	少数股东损益	20	36	44	47				
固定资产	23511	25294	25916	26619	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3226</b>	<b>3602</b>	<b>4307</b>	<b>4693</b>				
在建工程	4764	3695	2926	1993	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	14563	14208	13861	13490	<b>经营活动现金流</b>	<b>3404</b>	<b>7983</b>	<b>9605</b>	<b>10284</b>				
长期股权投资	860	960	1060	1160	净利润	3226	3602	4307	4693				
<b>资产总计</b>	<b>63817</b>	<b>64961</b>	<b>69161</b>	<b>73059</b>	少数股东损益	20	36	44	47				
短期借款	8198	10198	10198	11198	折旧摊销	2561	3064	4086	3934				
应付款项	10279	9426	10606	10061	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	301	313	322	347	营运资金变动	-3151	95	-84	263				
其他流动负债	7836	7668	7717	7780	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2977</b>	<b>-3684</b>	<b>-3871</b>	<b>-3626</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>26614</b>	<b>27606</b>	<b>28842</b>	<b>29386</b>	资本支出	-2914	-3379	-3570	-3303				
长期借款及应付债券	10757	9757	10757	11757	长期投资	-709	-158	-138	-146				
其他长期负债	1421	1421	1421	1421	其他	646	-148	-163	-177				
<b>长期负债合计</b>	<b>12179</b>	<b>11179</b>	<b>12179</b>	<b>13179</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1220</b>	<b>-2510</b>	<b>-2460</b>	<b>-1540</b>				
<b>负债合计</b>	<b>38793</b>	<b>38784</b>	<b>41021</b>	<b>42564</b>	债务融资	3250	1000	1000	2000				
股本	2385	2385	2385	2385	权益融资	1057	0	0	0				
股东权益	25025	26177	28141	30494	其它	-5526	-3510	-3460	-3540				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>63817</b>	<b>64961</b>	<b>69161</b>	<b>73059</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-804</b>	<b>1789</b>	<b>3273</b>	<b>5117</b>				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6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，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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。

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。

李振方，化工行业分析师，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。