

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

## 钛白粉盈利提升带动上半年增长, 全产业链优势进一步巩固

——龙佰集团(002601)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

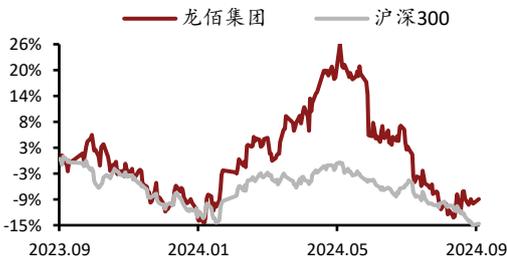
#### 市场数据(2024-09-18)

收盘价(元)	16.11
一年内最高/最低(元)	22.98/15.36
沪深300指数	3,171.01
市净率(倍)	1.65
流通市值(亿元)	320.24

#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	9.76
每股经营现金流(元)	0.57
毛利率(%)	27.53
净资产收益率_摊薄(%)	7.40
资产负债率(%)	61.67
总股本/流通股(万股)	238,629.33/198,781.58
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: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《龙佰集团(002601)年报点评: 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》 2024-04-25

《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

联系人: 马巍琦

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09月19日

投资要点: 公司公布2024年半年度报告, 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为17.21亿元, 同比增长36.40%, 扣非后的净利润16.75亿元, 同比增长40.06%。基本每股收益0.72元。

- 钛白粉价格回暖推动上半年业绩增长。随着国内政策持续发力, 海外需求快速增长等因素带动, 2023年以来钛白粉需求底部复苏, 带动价格逐步上行。根据卓创资讯数据, 2023年国内钛白粉价格从14967元/吨上涨至16050元/吨, 上涨幅度7.23%。2024年上半年, 钛白粉价格先涨后跌, 总体维持高位运行, 上半年均价16174元/吨, 同比上涨4.62%。上半年公司产销再创新高, 钛白粉产量64.96万吨, 同比增长9.70%; 销量59.96万吨, 同比增长3.70%。钛白粉业务收入93.85亿元, 同比增长6.78%。海绵钛方面, 上半年海绵钛产量3.31万吨, 同比增长29.12%, 销量3.08万吨, 同比增长60.32%, 收入13.19亿元, 同比增长21.47%。其他业务方面, 铁制品和锆制品分别实现收入10.57亿元和4.33亿元, 同比下滑17.54%和17.81%。新能源材料收入4.14亿元, 下滑25.48%。在钛白粉和海绵钛收入增长的带动下, 上半年公司实现收入137.95亿元, 同比增长4.10%。

盈利能力方面, 上半年公司综合毛利率27.53%, 同比提升2.42个百分点, 净利率12.47%, 提升2.95个百分点。其中钛白粉业务毛利率33.51%, 同比提升7.67个百分点, 铁系产品毛利率42.10%, 同比提升1.89个百分点; 锆系产品毛利率15.01%, 同比下降3.20个百分点; 海绵钛毛利率10.49%, 同比下降21.13个百分点; 新能源材料毛利率-2.58%, 同比提升12.19个百分点。受产品价格同比提升的影响, 上半年钛白粉业务毛利率提升幅度较大, 推动了公司盈利能力的提升以及业绩的增长。上半年公司实现净利润17.21亿元, 同比增长36.40%。

- 钛白粉价格回调影响二季度业绩, 未来有望恢复增长。2024年二季度以来, 受需求不振以及欧盟钛白粉反倾销初裁的影响, 钛白粉价格有所回落。2季度钛白粉均价16121元/吨, 环比下跌0.65%。受钛白粉价格下跌影响, 公司二季度营业收入65.10亿元, 环比下滑10.75%, 净利润7.70亿元, 环比下滑19.00%。未来公司将通过技术创新、降低成本、优化产品结构等方式来提升自身竞争力以应对市场

变化，提升市场占有率。随着下半年需求旺季的来临以及公司产品竞争力的提升，公司业绩有望恢复增长。

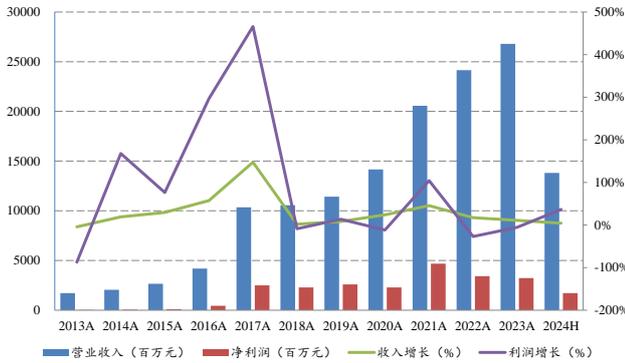
- **持续推进产业链一体化，成本优势保障公司竞争力。**公司持续向上游延伸，推动产业链的一体化，先后收购了四川龙蟒钛业股份有限公司、云南冶金新立钛业有限公司、金川集团股份有限公司钛厂资产、湖南东方钨业股份有限公司等。2021年以来钛精矿供需紧张，价格高位运行，对钛白粉企业带来较大的成本压力。公司拥有多处钛矿资源，近年来原材料自给能力不断提高，推动公司的成本竞争力不断增强。2024年上半年公司生产钛精矿104.56万吨，同比增长73.00%，全部内部使用。后续公司将进一步对现有矿山进行技术改造，加快两矿联合开发的步伐，提高公司控制的钒钛磁铁矿资源量。近期公司公告，与四川资源集团签订战略合作框架协议，合作开发红格南矿。概况拥有32.56亿吨铁矿石和2.85亿吨TiO<sub>2</sub>资源储量。届时公司的资源保障力度有望进一步提升，巩固公司的成本优势和竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2024、2025年EPS为1.47元和1.64元，以9月18日收盘价16.11元计算，PE分别为10.95倍和9.80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：**下游需求不及预期、产品价格下跌、海外贸易冲突加剧

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24,155	26,794	27,789	30,417	32,556
增长比率(%)	17.16	10.92	3.71	9.46	7.03
净利润(百万元)	3,419	3,226	3,511	3,921	4,560
增长比率(%)	-26.88	-5.64	8.82	11.67	16.30
每股收益(元)	1.43	1.35	1.47	1.64	1.91
市盈率(倍)	11.24	11.92	10.95	9.80	8.43

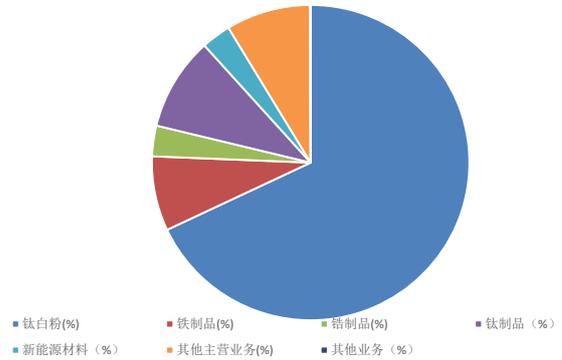
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司历年业绩增长



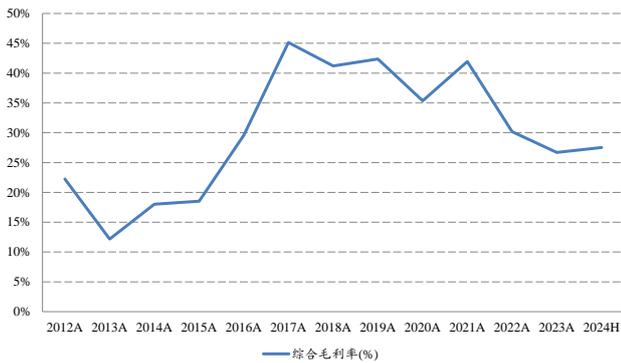
资料来源：中原证券、wind

图 2：公司收入结构



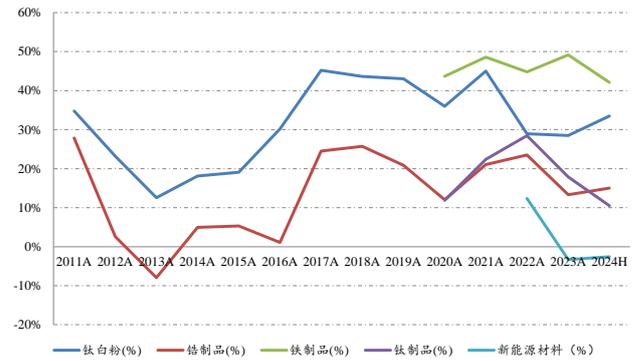
资料来源：中原证券、wind

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
<b>流动资产</b>	<b>20,110</b>	<b>20,119</b>	<b>23,649</b>	<b>26,486</b>	<b>29,451</b>
现金	8,726	7,007	9,943	11,698	13,879
应收票据及应收账款	2,377	3,393	3,085	3,335	3,569
其他应收款	236	158	231	211	181
预付账款	630	309	755	822	867
存货	6,547	7,328	7,654	8,334	8,784
其他流动资产	1,593	1,925	1,980	2,085	2,171
<b>非流动资产</b>	<b>39,079</b>	<b>43,698</b>	<b>45,551</b>	<b>46,938</b>	<b>48,115</b>
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	12,304	11,906	11,615
<b>资产总计</b>	<b>59,189</b>	<b>63,817</b>	<b>69,200</b>	<b>73,424</b>	<b>77,566</b>
<b>流动负债</b>	<b>26,178</b>	<b>26,614</b>	<b>28,257</b>	<b>29,247</b>	<b>29,931</b>
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	10,376	11,112	11,712
其他流动负债	5,531	8,137	9,183	9,236	9,221
<b>非流动负债</b>	<b>9,744</b>	<b>12,179</b>	<b>14,125</b>	<b>14,925</b>	<b>15,425</b>
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	1,368	1,368	1,368
<b>负债合计</b>	<b>35,922</b>	<b>38,793</b>	<b>42,382</b>	<b>44,172</b>	<b>45,356</b>
少数股东权益	2,449	2,543	2,564	2,587	2,615
股本	2,390	2,385	2,385	2,385	2,385
资本公积	14,542	14,413	14,228	14,228	14,228
留存收益	5,168	6,245	8,358	10,769	13,699
归属母公司股东权益	20,818	22,482	24,254	26,665	29,595
<b>负债和股东权益</b>	<b>59,189</b>	<b>63,817</b>	<b>69,200</b>	<b>73,424</b>	<b>77,566</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,197</b>	<b>3,404</b>	<b>6,705</b>	<b>7,324</b>	<b>8,284</b>
净利润	3,537	3,246	3,532	3,944	4,588
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	56	61	65
营运资金变动	-2,445	-3,151	-203	-292	-200
其他经营现金流	42	275	22	45	46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,588</b>	<b>-2,977</b>	<b>-4,520</b>	<b>-4,216</b>	<b>-4,221</b>
资本支出	-4,518	-2,914	-4,624	-4,125	-4,126
长期投资	-206	-709	30	0	0
其他投资现金流	-865	646	73	-91	-95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,893</b>	<b>-1,220</b>	<b>719</b>	<b>-1,323</b>	<b>-1,852</b>
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	-185	0	0
其他筹资现金流	-3,173	-6,018	-1,596	-2,323	-2,452
<b>现金净增加额</b>	<b>544</b>	<b>-804</b>	<b>2,936</b>	<b>1,755</b>	<b>2,181</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>24,155</b>	<b>26,794</b>	<b>27,789</b>	<b>30,417</b>	<b>32,556</b>
营业成本	16,834	19,617	20,412	22,225	23,424
营业税金及附加	277	362	319	350	374
营业费用	428	546	458	501	537
管理费用	1,424	999	933	1,021	1,093
研发费用	1,014	1,014	1,166	1,276	1,366
财务费用	102	237	516	594	577
资产减值损失	-30	-183	-20	-20	-20
其他收益	132	224	222	243	260
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	-91	-68	-56	-61	-65
资产处置收益	-10	-8	-14	-15	-16
<b>营业利润</b>	<b>4,086</b>	<b>3,917</b>	<b>4,117</b>	<b>4,597</b>	<b>5,344</b>
营业外收入	15	33	15	15	15
营业外支出	28	33	25	25	25
<b>利润总额</b>	<b>4,073</b>	<b>3,917</b>	<b>4,107</b>	<b>4,587</b>	<b>5,334</b>
所得税	536	671	575	642	747
<b>净利润</b>	<b>3,537</b>	<b>3,246</b>	<b>3,532</b>	<b>3,944</b>	<b>4,588</b>
少数股东损益	118	20	21	24	28
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,419</b>	<b>3,226</b>	<b>3,511</b>	<b>3,921</b>	<b>4,560</b>
EBITDA	6,012	6,820	7,130	7,902	8,844
EPS (元)	1.43	1.35	1.47	1.64	1.91

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	17.16	10.92	3.71	9.46	7.03
营业利润 (%)	-26.43	-4.12	5.10	11.64	16.27
归属母公司净利润 (%)	-26.88	-5.64	8.82	11.67	16.30
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.19	26.71	26.48	26.87	28.00
净利率 (%)	14.18	12.05	12.65	12.90	14.02
ROE (%)	16.42	14.35	14.48	14.70	15.41
ROIC (%)	9.50	7.52	7.64	8.03	8.61
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.69	60.79	61.25	60.16	58.47
净负债比率 (%)	154.39	155.02	158.04	151.00	140.81
流动比率	0.77	0.76	0.84	0.91	0.98
速动比率	0.46	0.44	0.51	0.56	0.63
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.44	0.42	0.43	0.43
应收账款周转率	11.43	10.17	9.59	10.45	10.34
应付账款周转率	3.61	3.35	3.47	3.70	3.69
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.43	1.35	1.47	1.64	1.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.34	1.43	2.81	3.07	3.47
每股净资产 (最新摊薄)	8.72	9.42	10.16	11.17	12.40
<b>估值比率</b>					
P/E	11.24	11.92	10.95	9.80	8.43
P/B	1.85	1.71	1.59	1.44	1.30
EV/EBITDA	8.72	8.18	7.54	6.71	5.81

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 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者其他决定的唯一信赖依据。