

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

钛白粉业务底部复苏, 新业务打开增长空间

——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)

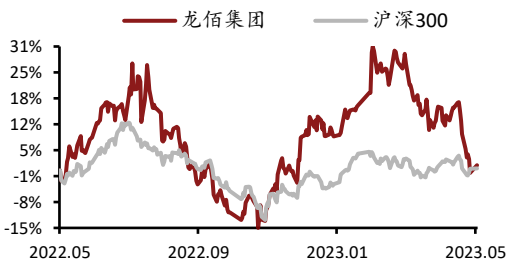
市场数据(2023-05-04)

收盘价(元)	17.65
一年内最高/最低(元)	22.88/15.06
沪深 300 指数	4,030.25
市净率(倍)	1.97
流通市值(亿元)	292.29

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	8.98
每股经营现金流(元)	0.12
毛利率(%)	23.04
净资产收益率_摊薄(%)	2.70
资产负债率(%)	60.93
总股本/流通股(万股)	238,926.70/165,601.21
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)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

《龙佰集团(002601)年报点评: 钛白粉景气上行推动增长, 锂电材料投产在即》 2022-04-22

《龙佰集团(002601)年报点评: 矿产品推动业绩增长, 全钛产业链铸造公司未来》 2020-03-27

联系人: 马崧琦

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: 2023 年 05 月 05 日

事件: 公司公布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 241.13 亿元, 同比增长 17.25%, 实现归属母公司的净利润 34.19 亿元, 同比下滑 26.88%, 基本每股收益 1.46 元。公司同时公布了 2023 年一季报, 一季度公司实现营业收入 69.72 亿元, 同比增长 14.91%, 环比增长 14.54%; 实现净利润 5.79 亿元, 同比下滑 45.55%, 环比增长 135.43%。

● **钛白粉行业景气下滑, 2022 年业绩承压。**公司是我国钛白粉行业的龙头企业, 规模和出口量均为国内第一。2022 年以来, 受房地产行业需求低迷及疫情反复等因素影响, 钛白粉价格持续下行, 行业景气处于下滑阶段。根据卓创资讯数据, 2022 年以来, 国内钛白粉参考价从 19667 元/吨下跌至目前的 14967 元/吨, 下跌幅度 23.90%, 全年均价为 17866 元/吨, 同比下跌 7.31%。需求方面, 受房地产行业影响, 2022 年钛白粉内需表现较弱, 但在出口的拉动下, 钛白粉产量仍有小幅提升, 推动公司产销增长。公司全年钛白粉产量 98.98 万吨, 同比增长 9.71%; 销量 92.77 万吨, 同比增长 5.68%。全年钛白粉业务收入 161.78 亿元, 同比增长 6.44%。此外, 受新产能投放推动, 公司海绵钛产能提升至 5 万吨, 位居全球第一。海绵钛业务实现收入 21.34 亿元, 同比增长 201.19%。其他业务方面, 铁系产品、锆系产品分别实现收入 24.84 亿元和 10.50 亿元, 同比增长 17.72% 和 7.39%。2022 年公司新能源业务开始销售, 实现收入 6.55 亿元。在各项业务带动下, 全年公司实现收入 241.13 亿元, 同比增长 17.25%。

受成本硫磺、硫酸上涨和产品价格下跌影响, 公司盈利能力有所下滑, 导致业绩的下降。2022 年公司综合毛利率 30.19%, 同比下降 11.74 个百分点, 净利率 14.67%, 下降 8.36 个百分点。其中钛白粉业务毛利率 28.93%, 同比下降 16.09 个百分点, 铁系产品毛利率 44.79%, 同比下降 3.78 个百分点; 海绵钛毛利率 23.51%, 同比提升 2.44 个百分点; 海绵钛毛利率 28.45%, 同比提升 3.79 个百分点; 新能源材料毛利率 12.35%。受盈利能力下降的拖累, 全年公司实现净利润 34.19 亿元, 同比下滑 26.88%。

● **一季度业绩环比改善** 2023 年初以来, 受海外价格上涨以及国内需求拉动等因素影响, 公司连续上调钛白粉价格, 国内钛白粉价格有所回升。根据卓创资讯数据, 一季度我国钛白粉参考价自 14967 元/吨上涨至 15725 元/吨,

涨幅 5.06%。受产品价格回升的拉动。一季度公司毛利率 23.04%，环比提升 3.77 个百分点，推动业绩环比的增长。

- **持续推进产业链一体化，产能有序扩张巩固龙头地位。**公司近年来持续向上游延伸，推动产业链的一体化。公司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、湖南东方钛业股份有限公司等，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等。在持续提升钛精矿、硫酸自给率的同时，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 6 万吨，并规划 6 万吨钛合金项目。随着我国大飞机、航天航空等高端装备产业的快速发展，钛合金需求存在较大空间，为公司带来新的利润增长点。未来公司有望依托原材料供应优势，稳步提升市场占有率，巩固行业龙头地位。
- **切入锂电产业链，培育第二增长曲线。**公司凭借钛白粉产业副产硫酸亚铁带来的成本优势，切入锂电产业链。通过新建项目、合作、收购等方式，布局多个项目。包括年产 20 万吨电池材料级磷酸铁项目、年产 20 万吨锂离子电池材料产业化项目、年产 10 万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目、年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目、年产 15 万吨电子级磷酸铁锂项目。2022 年公司新能源材料实现收入 6.55 亿元。

公司通过加大研发投入、引进高端人才，积累了磷酸铁、磷酸铁锂及石墨负极先进的规模化生产技术，公司废副产品硫酸亚铁，富余产能烧碱、硫酸、蒸汽、氢气等可直接或间接用于锂电池正负极材料的生产，降低生产成本。公司在锂电材料领域的系列新项目有望打开公司发展的天花板，培育第二增长曲线。

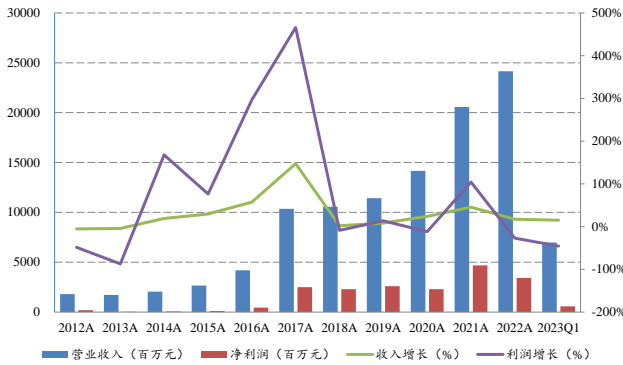
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2023、2024 年 EPS 为 1.45 元和 1.92 元，以 5 月 4 日收盘价 17.65 元计算，PE 分别为 12.19 倍和 9.18 倍。维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：产品价格下跌、需求下滑、新项目进度低于预期

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20,617	24,155	28,976	33,316	38,307
增长比率（%）	45.56	17.16	19.96	14.98	14.98
净利润（百万元）	4,676	3,419	3,460	4,593	5,819
增长比率（%）	104.33	-26.88	1.20	32.74	26.69
每股收益(元)	1.96	1.43	1.45	1.92	2.44
市盈率(倍)	9.02	12.33	12.19	9.18	7.25

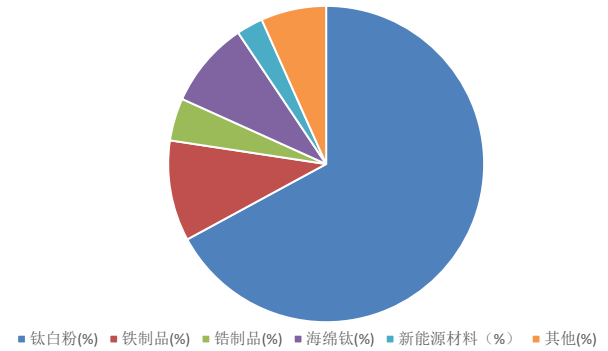
资料来源：中原证券

图 1：公司历年业绩



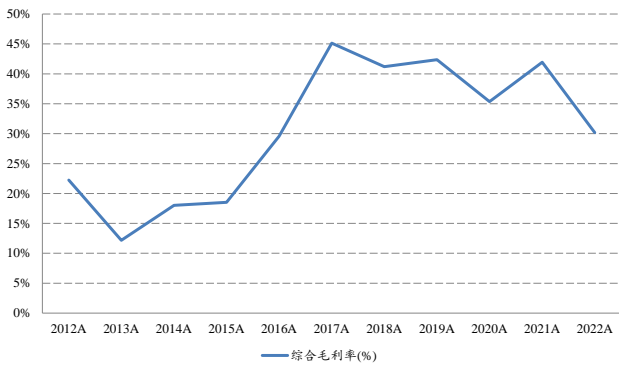
资料来源：中原证券，wind

图 2：公司收入结构



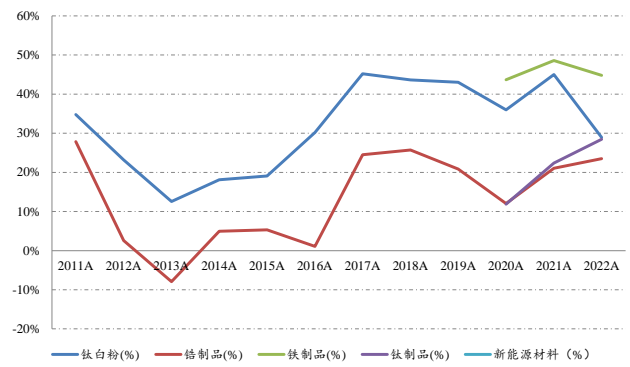
资料来源：中原证券，wind

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

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,777	20,110	26,681	39,734	48,013
现金	6,287	8,726	13,543	25,036	31,606
应收票据及应收账款	2,250	2,377	3,655	3,086	4,605
其他应收款	38	236	60	60	60
预付账款	598	630	1,111	1,092	1,207
存货	4,516	6,547	6,454	8,426	8,404
其他流动资产	2,088	1,593	1,858	2,034	2,132
非流动资产	29,554	39,076	37,452	35,822	34,183
长期投资	2,317	337	337	337	337
固定资产	11,053	18,118	16,493	14,863	13,224
无形资产	2,770	7,042	7,042	7,042	7,042
其他非流动资产	13,414	13,580	13,580	13,580	13,580
资产总计	45,331	59,186	64,133	75,556	82,196
流动负债	19,943	26,178	27,570	34,258	34,900
短期借款	4,624	5,617	6,377	7,137	7,975
应付票据及应付账款	10,087	15,030	14,757	19,428	19,047
其他流动负债	5,232	5,531	6,436	7,692	7,878
非流动负债	4,599	9,741	9,741	9,741	9,741
长期借款	3,799	8,405	8,405	8,405	8,405
其他非流动负债	800	1,336	1,336	1,336	1,336
负债合计	24,542	35,919	37,311	43,999	44,641
少数股东权益	1,871	2,449	2,556	2,698	2,878
股本	2,381	2,390	2,389	2,389	2,389
资本公积	14,084	14,542	14,531	14,531	14,531
留存收益	4,616	5,168	8,628	13,221	19,040
归属母公司股东权益	18,918	20,818	24,266	28,859	34,678
负债和股东权益	45,331	59,186	64,133	75,556	82,196

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,328	3,197	4,763	11,470	6,515
净利润	4,735	3,537	3,567	4,735	5,999
折旧摊销	1,513	1,725	1,505	1,505	1,505
财务费用	335	248	581	609	638
投资损失	104	91	87	100	115
营运资金变动	-2,340	-2,438	-1,123	4,368	-1,905
其他经营现金流	-18	34	146	153	164
投资活动现金流	-5,245	-5,588	-113	-128	-145
资本支出	-2,749	-4,518	-27	-28	-30
长期投资	-2,516	-206	0	0	0
其他投资现金流	20	-865	-87	-100	-115
筹资活动现金流	1,291	2,893	167	152	200
短期借款	528	993	760	760	838
长期借款	330	4,606	0	0	0
普通股增加	349	9	-1	0	0
资本公积增加	4,505	458	-11	0	0
其他筹资现金流	-4,421	-3,173	-581	-609	-638
现金净增加额	355	544	4,816	11,494	6,570

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,617	24,155	28,976	33,316	38,307
营业成本	11,943	16,834	20,706	23,191	26,205
营业税金及附加	272	277	313	359	413
营业费用	468	428	492	566	651
管理费用	1,114	1,424	1,591	1,830	2,105
研发费用	1,010	1,014	1,215	1,398	1,607
财务费用	176	102	485	460	362
资产减值损失	-51	-30	-119	-125	-134
其他收益	114	132	159	183	210
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	-104	-91	-87	-100	-115
资产处置收益	-7	-10	-12	-13	-15
营业利润	5,554	4,086	4,115	5,458	6,910
营业外收入	11	15	15	15	15
营业外支出	46	28	30	30	30
利润总额	5,519	4,073	4,100	5,443	6,895
所得税	783	536	533	708	896
净利润	4,735	3,537	3,567	4,735	5,999
少数股东损益	59	117	107	142	180
归属母公司净利润	4,676	3,419	3,460	4,593	5,819
EBITDA	7,354	6,012	6,323	7,660	9,042
EPS (元)	2.12	1.46	1.45	1.92	2.44

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	45.56	17.16	19.96	14.98	14.98
营业利润 (%)	96.16	-26.43	0.73	32.62	26.61
归属母公司净利润 (%)	104.33	-26.88	1.20	32.74	26.69
获利能力					
毛利率 (%)	41.93	30.19	28.44	30.31	31.52
净利率 (%)	22.74	14.18	11.96	13.80	15.21
ROE (%)	24.72	16.42	14.26	15.92	16.78
ROIC (%)	16.35	9.50	9.63	10.93	11.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.14	60.69	58.18	58.23	54.31
净负债比率 (%)	118.05	154.38	139.11	139.43	118.87
流动比率	0.79	0.77	0.97	1.16	1.38
速动比率	0.47	0.46	0.66	0.86	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.46	0.47	0.48	0.49
应收账款周转率	10.33	11.43	9.60	10.40	10.42
应付账款周转率	3.82	3.61	3.76	3.73	3.70
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.96	1.43	1.45	1.92	2.44
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.81	1.34	1.99	4.80	2.73
每股净资产 (最新摊薄)	7.92	8.71	10.16	12.08	14.51
估值比率					
P/E	9.02	12.33	12.19	9.18	7.25
P/B	2.23	2.03	1.74	1.46	1.22
EV/EBITDA	9.74	8.72	7.17	4.51	3.19

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 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 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。