

龙佰集团（002601）：业绩短期承压，丰富产品结构，巩固优势地位

2023年5月4日

强烈推荐/维持

龙佰集团 公司报告

龙佰集团发布 2022 年年报及 2023 年 1 季报：公司 2022 年全年实现营业收入为 241.55 亿元，YoY+17.16%，归母净利润为 34.19 亿元，YoY-26.88%；2023 年 1 季度实现营业收入为 69.77 亿元，YoY+14.78%，归母净利润为 5.79 亿元，YoY-45.55%。

从收入端看，主要业务板块均取得增长。①**钛白粉板块：**2022 年营收同比增长 6.44%至 161.78 亿元，公司钛白粉产能由 2021 年的 101 万吨扩张至 2022 年底的 151 万吨，公司 2022 年钛白粉销量同比增长 5.68%至 92.77 万吨。②**海绵钛板块：**2022 年营收同比大幅增长 201.20%至 21.34 亿元，主因新产能投放，目前公司海绵钛总产能达到 5 万吨，跃居全球第一，公司 2022 年海绵钛销量同比增长 161.68%至 3.66 万吨。③**钛系产品：**2022 年营收同比增长 17.72%至 24.84 亿元。④**锆系产品：**2022 年营收同比增长 7.39%至 10.49 亿元。⑤**新能源材料：**2022 年相关产品的生产线建成投产，产品开始正常销售，整体业务实现全面突破，全年实现营收 6.56 亿元。

从利润端看，钛白粉产品及原料价格大幅波动导致毛利率下滑，拖累公司利润增长。2022 年，硫磺、硫酸等原材料价格大幅波动，叠加钛白粉等主要产品价格下半年急速下跌，公司综合毛利率同比大幅下降 11.74 个百分点至 30.19%。2023 年 1 季度，钛白粉价格自年初有所回升，1 季度公司综合毛利率虽同比 2022 年 1 季度下降 11.77 个百分点至 23.04%，但是环比 2022 年 4 季度提升了 3.77 个百分点，毛利率环比有所改善。

钛白粉行业龙头丰富产品结构，保持扩张，巩固行业优势地位。公司是钛白粉行业中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，按照产能计算，公司是全球最大的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。公司持续提高氯化法钛白粉占比，正在加快推进龙佰禄丰年产 20 万吨氯化法钛白粉生产线项目和新材料公司年产 10 万吨氯化法钛白粉扩能项目；并积极筹划后续产能，快速扩大规模，抢占国内氯化法钛白粉大发展的先机，巩固行业优势地位。此外，公司加大研发投入，开发高端产品，并拓展应用领域，带动公司钛白粉产品体系向中高端升级。

积极布局新能源电池正负极材料，培育第二增长曲线。公司钛产业生产过程中的副产品硫酸亚铁、富余产能烧碱、硫酸可配套生产锂电池正负极材料，同时公司在设备大型化、生产规模化等方面具有较强的运营能力，公司在锂电池正负极材料的生产方面具备成本优势。目前公司已具备 10 万吨磷酸铁、5 万吨磷酸铁锂、2.5 万吨石墨负极产能，未来还将继续扩充相关产品产能，我们预计新能源材料有望成为公司的第二增长曲线。

公司盈利预测及投资评级：作为钛白粉行业龙头，公司在做大做强主业的同时，积极布局新能源行业，培育第二增长曲线，形成多元化协同发展的业务模式。基于公司 2022 年年报，我们相应调整公司 2023-2025 年盈利预测。我们预测公司 2023-2025 年净利润分别为 40.78、51.15 和 64.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.71、2.14 和 2.70 元，当前股价对应 P/E 值分别为 10、8 和

公司简介：

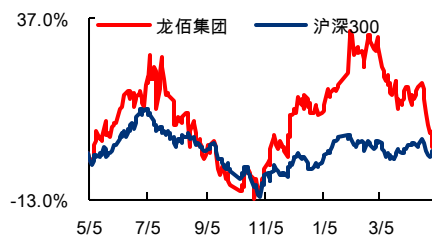
公司是一家致力于钛、锆、锂等新材料研发制造及产业深度整合的大型多元化企业集团，主要从事钛白粉、海绵钛、锆制品、锂电正负极材料等产品的生产与销售，公司产品销往 6 大洲，100 多个国家和地区。其中，钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 5 万吨/年，规模均居世界前列。集团大型产业基地布局河南、四川、湖北、云南、甘肃等五省六地市，初步形成从钛的矿物采选加工，到钛白粉和钛金属制造，衍生资源综合利用的绿色产业链；锆制品由公司控股子公司东方锆业经营。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	22.88-15.06
总市值（亿元）	413.82
流通市值（亿元）	286.82
总股本/流通 A 股（万股）	238,927/238,927
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.26

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

6 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格下滑；行业新增产能投放过快；行业需求下滑。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20,617	24,155	29,619	34,106	39,032
增长率（%）	45.56%	17.16%	22.62%	15.15%	14.45%
归母净利润（百万元）	4,676	3,419	4,078	5,115	6,450
增长率（%）	104.33%	-26.88%	19.27%	25.43%	26.10%
净资产收益率（%）	24.72%	16.42%	18.51%	20.71%	22.97%
每股收益(元)	1.96	1.43	1.71	2.14	2.70
PE	9	12	10	8	6
PB	2.19	1.99	1.88	1.68	1.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	15777	20110	26811	36974	48299	营业收入	20617	24155	29619	34106	39032		
货币资金	6287	8726	12805	21183	31007	营业成本	11943	16834	21791	25084	28699		
应收账款	1967	2253	2763	3181	3641	营业税金及附加	272	277	340	392	448		
其他应收款	321	361	361	322	369	营业费用	468	428	524	604	691		
预付款项	598	630	816	939	917	管理费用	1114	1424	1746	2011	2301		
存货	4516	6547	8474	9755	10772	财务费用	176	102	-914	-1490	-2367		
其他流动资产	2088	1593	1593	1593	1593	资产减值损失	51	30	77	60	62		
非流动资产合计	29554	39076	37384	34301	30555	公允价值变动收益	0	2	2	2	2		
长期股权投资	2317	337	337	337	337	投资净收益	-104	-91	-71	-71	-71		
固定资产	16490	23913	22588	19868	16483	营业利润	5554	4086	4862	6065	7611		
无形资产	2770	7042	6694	6345	5997	营业外收入	11	15	15	15	15		
其他非流动资产	7977	7784	7766	7751	7739	营业外支出	46	28	28	28	28		
资产总计	45331	59186	64196	71274	78854	利润总额	5519	4073	4850	6052	7598		
流动负债合计	19943	26178	29844	34115	38165	所得税	783	536	638	796	1000		
短期借款	4624	5617	5617	5617	5617	净利润	4735	3537	4211	5256	6598		
应付账款	3551	5776	7476	8950	10240	少数股东损益	59	117	133	140	148		
预收款项	0	2	3	190	218	归属母公司净利润	4676	3419	4078	5115	6450		
一年内到期的非流动负债	1419	1893	0	0	0	EBITDA	7122	5760	7496	8505	9329		
非流动负债合计	4599	9741	9741	9741	9741	EPS（元）	1.96	1.43	1.71	2.14	2.70		
长期借款	3799	8405	8405	8405	8405	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债合计	24542	35919	39585	43855	47906	成长能力							
少数股东权益	1871	2449	2582	2722	2870	营业收入增长	46%	17%	23%	15%	14%		
实收资本（或股本）	2381	2390	2390	2390	2390	营业利润增长	96%	-26%	19%	25%	25%		
资本公积	14084	14542	14542	14542	14542	归属于母公司净利润增长	104%	-27%	19%	25%	26%		
未分配利润	3427	3969	4771	6928	9664	获利能力							
归属母公司股东权益合计	18918	20818	22028	24697	28078	毛利率(%)	42%	30%	26%	26%	26%		
负债和所有者权益	45331	59186	64196	71274	78854	净利率(%)	23%	14%	14%	15%	17%		
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	10%	6%	6%	7%	8%		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	25%	16%	19%	21%	23%		
经营活动现金流	4328	3197	9927	10336	11026	偿债能力							
净利润	4676	3419	4078	5115	6450	资产负债率(%)	54%	61%	62%	62%	61%		
折旧摊销	1486	1703	3693	4083	4246	流动比率	0.79	0.89	1.04	1.23	0.00		
财务费用	176	102	-914	-1490	-2367	速动比率	0.56	0.64	0.78	0.96	0.00		
应收帐款减少	48	-286	-510	-419	-460	营运能力							
预收帐款增加	0	2	1	187	27	总资产周转率	0.51	0.46	0.48	0.50	0.52		
投资活动现金流	-5245	-5588	-2001	-1000	-500	应收账款周转率	10.35	11.45	11.81	11.48	11.44		
公允价值变动收益	0	2	2	2	2	应付账款周转率	6.59	5.18	4.47	4.15	4.07		
长期投资减少	-2106	1980	0	0	0	每股指标（元）							
投资收益	-104	-91	-71	-71	-71	每股收益(最新摊薄)	1.96	1.43	1.71	2.14	2.70		
筹资活动现金流	1291	2893	-3848	-957	-702	每股净现金流(最新摊薄)	0.15	0.23	1.71	3.51	4.11		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.91	8.71	9.22	10.33	11.75		
长期借款增加	330	4606	0	0	0	估值比率							
普通股增加	349	9	0	0	0	P/E	8.85	12.11	10.15	8.09	6.42		
资本公积增加	4505	458	0	0	0	P/B	2.19	1.99	1.88	1.68	1.47		
现金净增加额	355	544	4078	8378	9824	EV/EBITDA	6.29	8.44	5.69	4.03	2.62		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

9 年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526