

# 龙佰集团 (002601.SZ)

买入 (首次评级)

## 钛白粉全球龙头，纵横布局深度整合产业链

### 投资要点:

► **钛白粉全球龙头，资源与技术带来强比较优势。**公司钛白粉总产能为全球龙一，包含85万吨/年硫酸法以及66万吨/年氯化法钛白粉。公司氯化法技术领先，随着环保政策趋严，拥有低成本、成熟大型氯化法钛白粉技术的企业拥有先发优势。公司持续布局上游资源，目前拥有龙蟒红格铁矿、庙子沟铁矿及徐家沟铁矿的采矿权，资源保有量超3亿，可供公司约20年的使用，公司上游矿产自给率不断提升，保证了原材料安全。新选矿项目将于2025年末建成，届时公司将拥有248万吨钛精矿产能。

► **国内钛白粉产能新增供应边际收窄，海外产能持续出清，行业格局有望持续向好。**国内供给端规划产能较多，但实际落地产能有限。2021年至2022年中钛白粉价格高位，厂商纷纷开启扩产计划，市场普遍认为现有的产能规划是对行业未来格局的巨大压制，但实际上随着钛白粉景气度下行，由于原料钛精矿货源紧缺、生产成本高企、行业利润承压等原因实际落地产能有限。2024年钛白粉拟在建装置产能已边际收窄，同时我们也预期有部分落后产能将被淘汰。海外方面，泛能拓、科慕、石原纷纷宣布关停或将关停部分工厂。因此钛白粉供应格局将有所改善。

► **海绵钛新产能投放，下游拓展量价齐升。**公司海绵钛产能8万吨/年，位居全球第一。公司拥有大型熔盐氯化 and 大型沸腾氯化技术，可适应不同品质的富钛料；拥有U型炉和I型炉两种海绵钛冶炼技术，可产出不同质量要求的海绵钛，目前主要生产的海绵钛和转子级海绵钛主要是较为高端的0级和1级，可用于航空、国防、高端电子等行业。公司高端化的发展策略以及下游军工、航天等高精尖行业的拓展将助力公司产品价值的提升和需求的放量。子公司云南国钛拟申报上市，拓宽融资渠道，在继续巩固和发展海绵钛业务，增强市场竞争力的同时，将选择合适的时机将产业布局向直接关联的下游延伸，进一步拓展集团的产业布局。

► **布局新能源材料，静待行业格局好转。**公司目前拥有年产10万吨磷酸铁、5万吨磷酸铁锂、2.5万吨石墨负极的产能，已进入多家头部下游客户供应链。新能源材料竞争加剧，行业产能过剩，因此公司后续将暂缓新能源材料产能投入，但公司已充分储备技术，一旦行业格局好转，公司可快速投建放量，为公司业绩带来增量贡献。

► **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年收入分别为301.9、332.6、367.0亿元，归母净利润分别为34.6、40.8、49.2亿元，EPS分别为1.45元、1.71元、2.06元。我们采用相对估值法，采用公司历史PE-TTM估值进行对比。截至2024年10月8日，公司PE-TTM估值为14.0倍，近五年平均估值为16.3倍，当前处于历史估值低位，考虑公司作为行业龙头，业绩确定性高，未来三年选矿产能翻倍持续增厚公司利润，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

产品需求不及预期；国际贸易摩擦加剧；项目投产销售不及预期

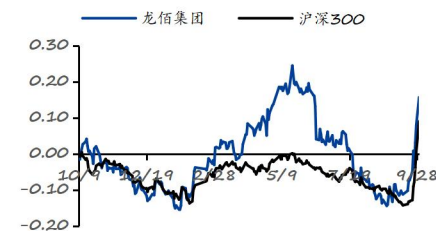
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24,113	26,765	30,189	33,257	36,699
增长率	17%	11%	13%	10%	10%
净利润(百万元)	3,419	3,226	3,463	4,075	4,922
增长率	-27%	-6%	7%	18%	21%
EPS(元/股)	1.43	1.35	1.45	1.71	2.06
市盈率(P/E)	15.1	16.0	14.9	12.6	10.5
市净率(P/B)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2024-09-30
收盘价:	20.77元
总股本/流通股本(百万股)	2,386.29/1,988.66
流通A股市值(百万元)	41,304.38
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	61.67
一年内最高/最低价(元)	23.20/15.12

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 周丹露(S0210524050020)  
zdl30566@hfzq.com.cn

### 相关报告

## 正文目录

1 致力于新材料研发制造，并购深度整合产业强基拓能	4
1.1 业务概览：立足钛白粉产业链，拓展产品布局	4
1.2 股权结构：新一届管理团队年轻化、知识化、专业化	6
1.3 财务分析：业绩贡献多元化，费用率控制良好	6
2 全球钛矿供给端增加有限，龙佰掌握矿源优势	9
2.1 海外部分矿山枯竭，中国是钛资源主要增量国家	9
2.2 公司持续布局上游资源，原料供应优势显著	10
3 钛白粉全球龙头，拥有氯化法核心技术	12
3.1 钛白粉行业一超多强，行业景气度预计底部修复	12
3.2 龙佰是钛白粉行业全球龙头，资源与技术带来强比较优势	17
4 海绵钛高端化先驱，子公司拟独立上市	19
4.1 企业扩产增速，高端化势在必行	19
4.2 海绵钛全球龙一，子公司拟申报上市	21
5 布局新能源材料，静待行业格局好转	22
6 盈利预测与投资建议	24
6.1 盈利预测	24
6.2 投资建议	25
7 风险提示	26

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：横向耦合绿色经济产业链	5
图表 3：公司产能梳理	5
图表 4：龙佰集团股权结构	6
图表 5：公司营收及同比增速	7
图表 6：公司归母净利润及同比增速	7
图表 7：公司产品产量情况（万吨）	7
图表 8：公司产品销量情况（万吨）	7
图表 9：公司营收结构	7
图表 10：公司毛利结构	7
图表 11：公司各板块毛利率	8
图表 12：销售毛利率、净利率变化	8
图表 13：公司海内外销售结构（亿元）	8
图表 14：公司费用结构	9
图表 15：研发费用及同比增速	9
图表 16：全球钛铁矿产量（千吨）	9
图表 17：中国钛矿床（点）分布图	10
图表 18：中国钛矿砂及精矿净进口情况（万吨）	10
图表 19：主要四家公司钛精矿产能（万吨）	10
图表 20：公司国内矿源梳理	11
图表 21：公司海外矿源梳理（控股子公司东方锆业矿源）	11
图表 22：公司国内矿源梳理	11
图表 23：钛白粉下游需求结构	12
图表 24：房屋新开工、竣工、施工面积累计同比	12
图表 25：塑料制品产量累计同比	12
图表 26：造纸业规模以上工业增加值累计同比	13
图表 27：汽车产量累计同比	13
图表 28：钛白粉出口情况	14
图表 29：2024 年 1-6 月中国钛白粉出口国家占比	14



图表 30:	钛白粉各国出口量及同比增速 .....	14
图表 31:	国内钛白粉产能一览 (不完全统计) .....	14
图表 32:	钛白粉行业产能利用率及产量 .....	15
图表 33:	2024 钛白粉拟在建装置跟踪表 .....	16
图表 34:	钛白粉价格复盘 .....	17
图表 35:	龙佰集团钛白粉产能分基地情况 .....	17
图表 36:	钛白粉企业单吨成本情况 .....	18
图表 37:	龙佰氯化法钛白粉发展历程 .....	18
图表 38:	龙佰钛白粉产品价格与行业均价比较 .....	19
图表 39:	2021 年中国海绵钛需求结构 .....	19
图表 40:	海绵钛产量前五大国家 (吨) .....	19
图表 41:	国内主要海绵钛企业产能统计 .....	20
图表 42:	海绵钛进出口情况 .....	21
图表 43:	海绵钛及主要原材料成本价格走势 (元/吨) .....	21
图表 44:	氯化技术对比 .....	22
图表 45:	新能源材料布局 .....	23
图表 46:	公司新能源材料产能梳理 .....	23
图表 47:	磷酸铁与磷酸铁锂毛利 (元/吨) .....	23
图表 48:	负极材料价格 (元/吨) .....	23
图表 49:	公司业绩拆分预测表 .....	25
图表 50:	龙佰集团 PE-TTM .....	26
图表 51:	财务预测摘要 .....	27



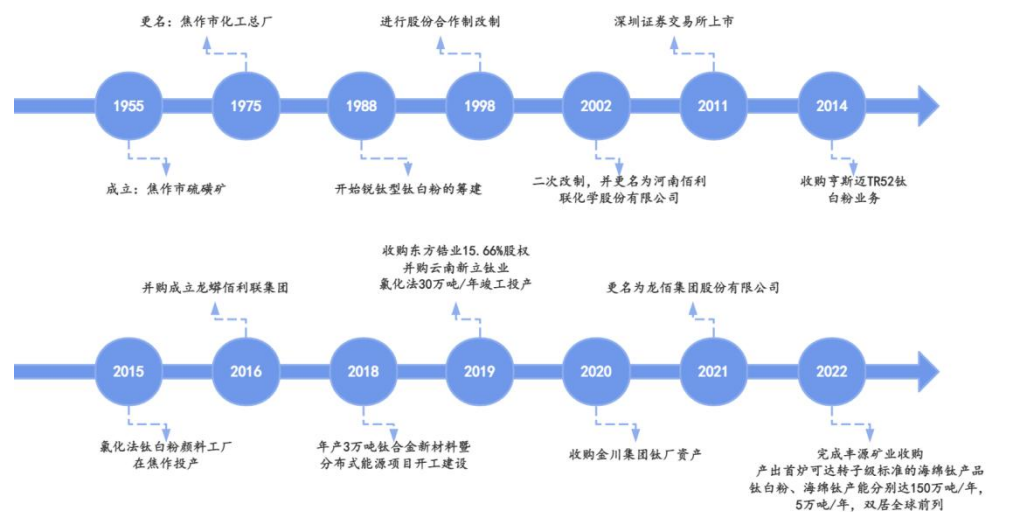
## 1 致力于新材料研发制造，并购深度整合产业强基拓能

### 1.1 业务概览：立足钛白粉产业链，拓展产品布局

公司是一家致力于新材料研发制造及产业深度整合的大型多元企业集团，产品包含钛白粉、海绵钛、锆制品、锂电正负极材料等。公司前身可追溯到成立于1955年的焦作市硫磺矿，其于1975年更名为焦作市化工总厂。1988年公司开始筹建锐钛型钛白粉产线，随后在分别在1998和2002年进行了两次改制，更名为河南佰利联化学股份有限公司。2011年，公司在深圳证券交易所上市，开启了公司多元化发展的新纪元。

公司的发展历程是一个通过并购不断壮大的过程。回顾公司上市以来的资本运作，可以发现公司每一次的跨越式发展都和并购离不开关系。2014年，公司收购亨斯迈 TR52 钛白粉业务，打破了国内钛白粉油墨产品被境外厂商垄断的局面。2016年，公司完成了对四川龙蟒钛业的收购，成立龙蟒佰利联集团，大幅提升了硫酸法钛白粉的产能一跃成为行业龙一，同时拓展了上游的矿山资源。2019年，公司收购云南冶金新立钛业，巩固了公司在氯化法钛白粉生产领域的地位，同时也将海绵钛纳入公司的产品布局。2020年，收购金川集团钛厂资产，扩大海绵钛产能。2021年，公司收购河南中碳新材料，正式进入新能源领域，布局石墨负极，并于当年更名为龙佰集团股份有限公司。2022年，公司完成对丰源矿业的收购，使得公司控制的钒钛磁铁矿资源量翻倍，进一步提升了公司上游矿产的自给率，保证了原材料安全。

图表 1：公司发展历程

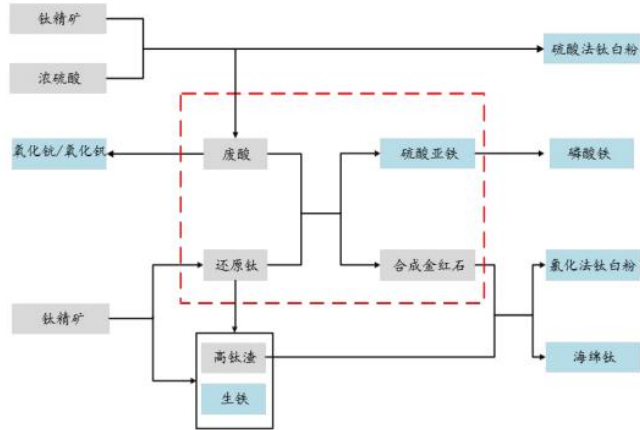


数据来源：公司官网，华福证券研究所

利用一体化优势，打造横向耦合绿色经济产业链。“钛锂耦合”、“硫氯耦合”、硫铁钛联产法以及大型沸腾氯化法这四大绿色清洁制造技术，使得公司实现了绿色经济循环，废产品和副产品都能做到“吃干榨净”。



图表 2：横向耦合绿色经济产业链



数据来源：公司公告，华福证券研究所

目前公司已具备钛白粉 151 万吨/年、海绵钛 8 万吨/年的产能，均位于全球第一。同时上游及其他产品产能稳步扩张，具体产能梳理如下：

1) 矿产资源：公司拥有红格铁矿、庙子沟铁矿、徐家沟铁矿三处矿产，资源保有量超 3 亿吨。目前钛精矿采选产能 172 万吨/年（包含 22 万吨/年微细粒回收），铁精矿采选产能 460 万吨/年。

2) 钛白粉：硫酸法钛白粉现有产能 85 万吨/年，产能位居全球第一；氯化法钛白粉现有产能 66 万吨，

3) 海绵钛：现有产能 8 万吨/年。

4) 钒：现有年产 800 吨废酸提钒项目。同时，公司计划在四川攀枝花投资建设钒钛铁精矿碱性球团湿法工艺年产 3 万吨五氧化二钒创新示范工程。

5) 新能源材料：现有磷酸铁锂产能 5 万吨/年，磷酸铁产能 10 万吨/年，石墨负极产能 2.5 万吨/年，石墨化产能 5 万吨/年。

图表 3：公司产能梳理

细分类别	主要产品名称	现有产能（万吨/年）	备注
上游矿	钛精矿	172	矿冶公司 142 万吨，丰源公司 30 万吨
	铁精矿	460	矿冶公司 400 万吨，丰源公司 60 万吨
钛产品	硫酸法钛白粉	85	焦作 25 万吨，德阳 25 万吨，襄阳 15 万吨，金昌 20 万吨
	氯化法钛白粉	66	焦作 40 万吨，楚雄 26 万吨
	海绵钛	8	/
钒	五氧化二钒	0.08	规划 3 万吨五氧化二钒创新示范工程
新能源	磷酸铁	10	/
	磷酸铁锂	5	/





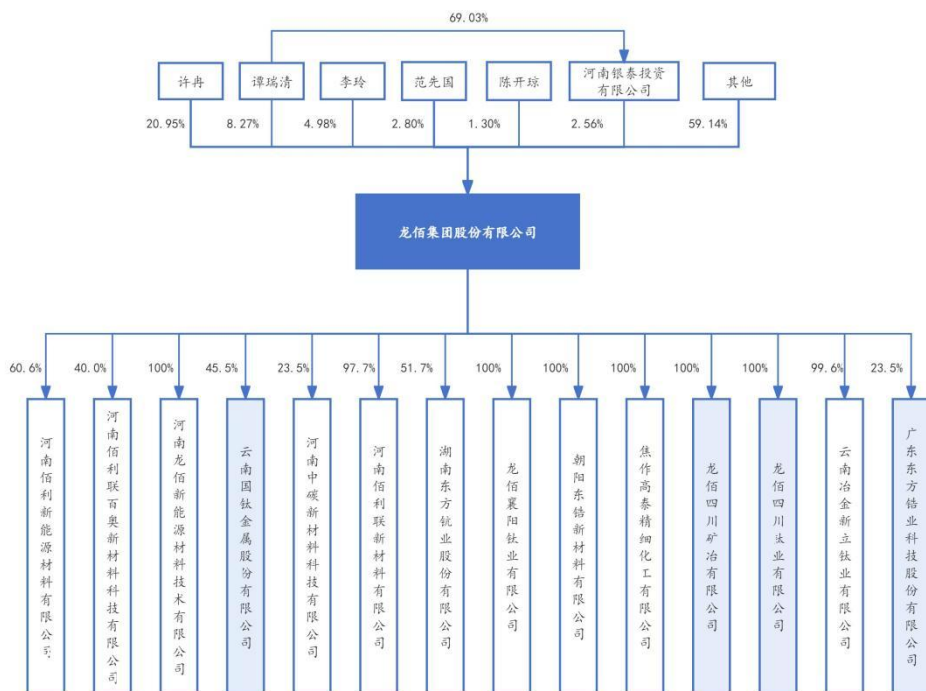
石墨化	5	/
石墨负极（含石墨化）	2.5	/

数据来源：公司公告、公司公开业绩交流会、禄丰市投资促进局、iFinD，华福证券研究所

## 1.2 股权结构：新一届管理团队年轻化、知识化、专业化

**新一届管理团队年轻化、知识化、专业化。**许刚先生是公司的创始人，自2002年完成股改后一直担任公司董事长，2023年4月任期届满后卸任，新任董事长为和奔流先生。公司致力于打造年轻化、创新性企业家团队，新一届的董事会中，非独立董事除和奔流先生是60后干部外，其余都是80、90后。同时，新一届非独立董事学历更高，都是研究生以上学历。此外，同时也是都在企业从事多年技术、管理或营销工作的优秀骨干。许冉女士依法继承许刚先生原持有的股份权后，直接持有公司总股本的20.95%，同时与王霞女士签署了《表决权委托协议》，代为行使公司总股本的5.3%股份所对应的身份性权利，至此公司控股股东、实际控制人由许刚先生变更为许冉女士。

图表 4：龙佰集团股权结构



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

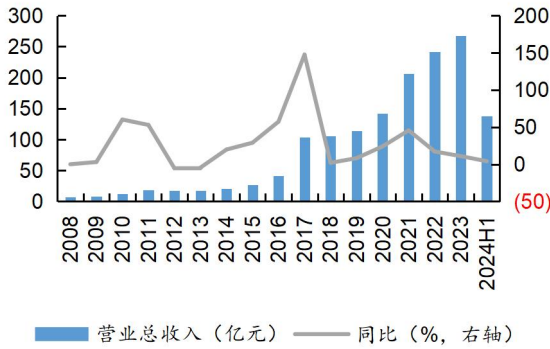
## 1.3 财务分析：业绩贡献多元化，费用率控制良好

**公司并购龙蟒后业绩增长迅速。**公司于2016年并购四川龙蟒钛业成立龙蟒佰利联集团，营收和净利润规模显著增长，2016-2023年营收复合增速达30.4%，归母净利润复合增速达32.8%。公司营收增长稳健，归母净利润受钛白粉行业景气度影响较大，2021年钛白粉价格处于历史高位，公司盈利水平大幅增长，此后行业景气度迅速回落拖累公司业绩。23年以来，由于地产等重要下游需求不振，钛白粉行业仍处



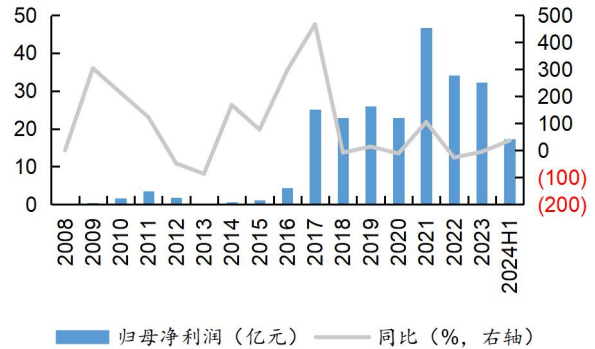
于景气低谷，但在经历了行业多轮涨价后，2024H1 盈利能力有所好转。

图表 5：公司营收及同比增速



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

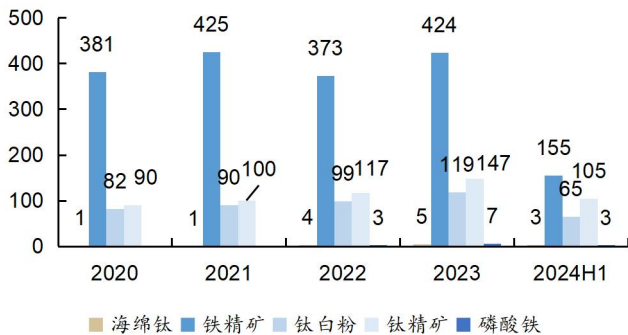
图表 6：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

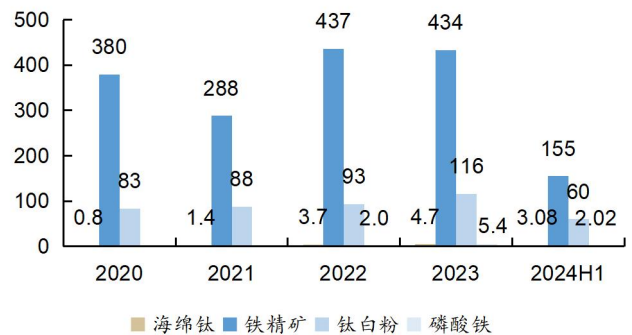
**分板块来看：**公司业务逐步多元化，从上市初期的钛白粉、锆制品拓展为钛白粉、铁系产品、海绵钛、新能源材料、锆制品这五大类，钛白粉业务占比在逐年降低。从产销情况来看，钛白粉产销增长稳定；铁精矿销售 2021 年受疫情影响下滑较多，22 年复苏强劲；海绵钛自 2019 年投产后于次年形成产销，近几年放量较快，在建 3 万吨海绵钛产能今年投产后将再次助力业务高速增长；新能源材料公司起步不久，目前规模不大，受到行业产能过剩影响，公司后续投产进度预计放缓。分业务来看，公司由于拥有矿源优势，钛白粉和铁系产品毛利率都处于较高水平，钛白粉近两年由于行业景气度下滑，毛利率有所下降，这也拖累了公司整体的毛利率和净利率水平，但 2024H1 已有所好转；海绵钛近几年毛利率有所波动，主要由于新产能投建折旧影响所致；锆制品主要为控股上市公司东方锆业主营业务，随着海外锆矿资源的布局，毛利率基本稳定；新能源材料则由于未形成规模优势叠加行业过剩，盈利能力在下滑。

图表 7：公司产品产量情况 (万吨)



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

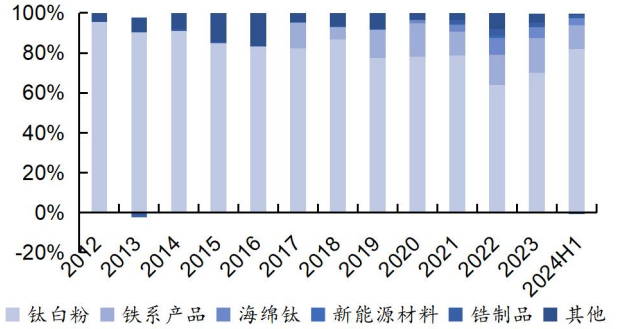
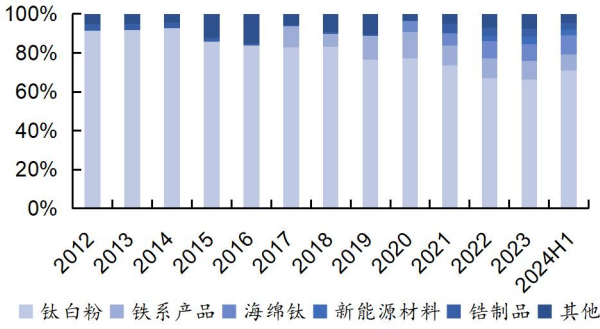
图表 8：公司产品销量情况 (万吨)



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

图表 9：公司营收结构

图表 10：公司毛利结构

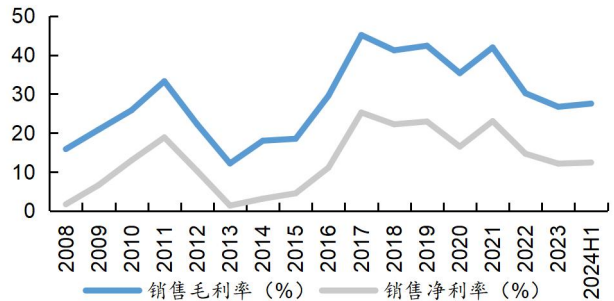
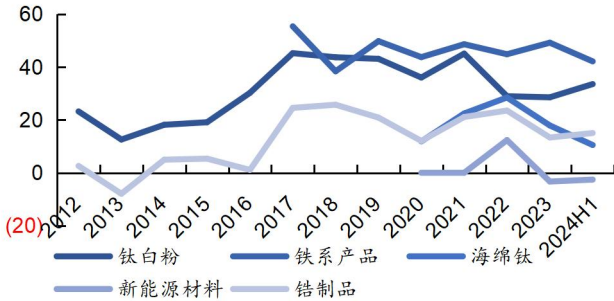


数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

图表 11：公司各板块毛利率

图表 12：销售毛利率、净利率变化

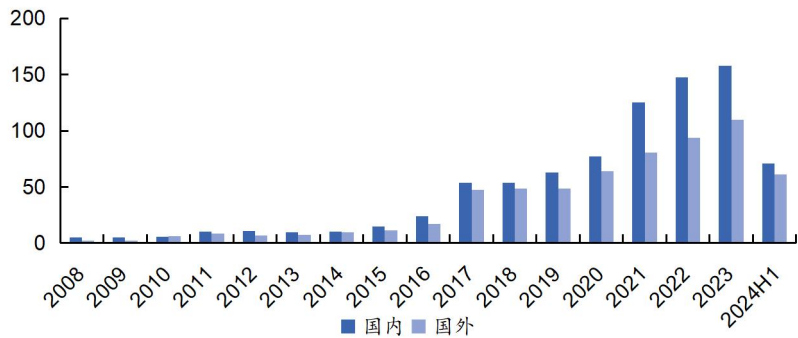


数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

**全球统筹布局，重点突破海外市场。**目前公司产品销往6大洲，覆盖100多个国家和地区，同时在欧洲、美洲设立了子公司重点开拓氯化法钛白粉市场。近几年来，公司海外业务规模不断增长，业务占比也在稳步提升，2024H1年公司海外营收占比达46%。

图表 13：公司海内外销售结构（亿元）



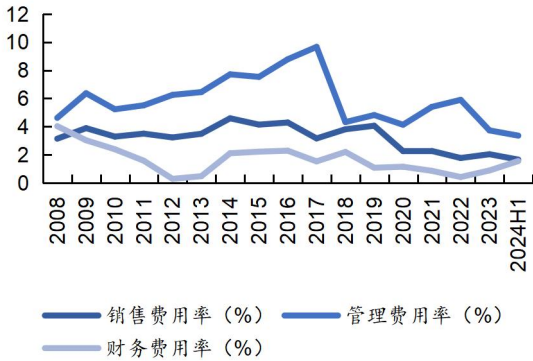
数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

期间费用率控制良好，研发投入不断加大。受益于公司不断完善的管理和销售



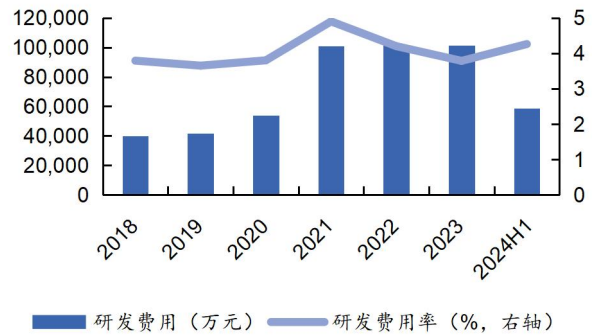
架构，公司的整体费用率近几年呈现下降趋势。与此同时，公司注重产品研发和技术升级改造，不断加大研发投入，2023 年研发费用率达 3.78%。

图表 14: 公司费用结构



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

图表 15: 研发费用及同比增速



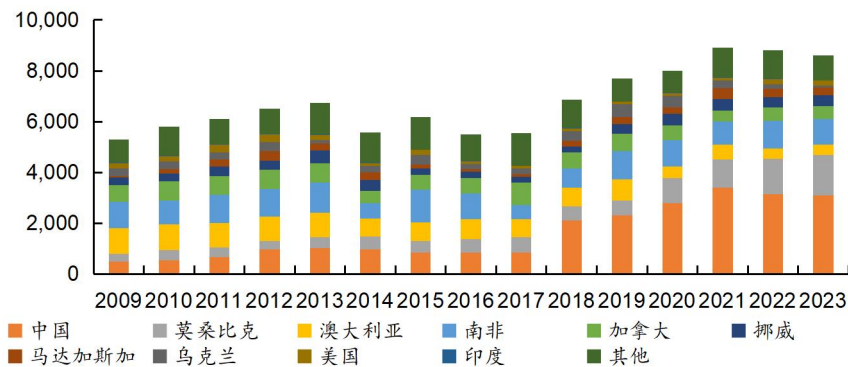
数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

## 2 全球钛矿供给端增加有限，龙佰掌握矿源优势

### 2.1 海外部分矿山枯竭，中国是钛资源主要增量国家

钛矿供给偏紧。根据 iFinD 数据，近几年全球少有发现重大新钛铁矿资源，随着钛铁矿的消耗，全球储量有明显下滑，2023 年全球钛铁矿的储量为 6.9 亿吨，较 2018 年的 8.8 亿吨下降了 27.5%。反映到全球钛铁矿产量方面，已连续两年呈下降趋势。根据安宁股份年报，国外矿山近期基本没有新增产能，同时部分矿山经过长期开采以后，面临着资源枯竭的问题，如 Base 的肯尼亚 Kwale 项目。

图表 16: 全球钛铁矿产量 (千吨)



来源: 美国地质调查局, iFinD, 华福证券研究所

我国钛矿集中在攀西地区，呈现贫矿多、富矿少的特征。我国目前的钛资源储量和产量均位居世界第一，而国内的特大型矿床多位于四川攀西地区，包括攀枝花境内的攀枝花矿区、红格矿区、白马矿区和西昌境内的太和矿区。我国的钛矿以钒

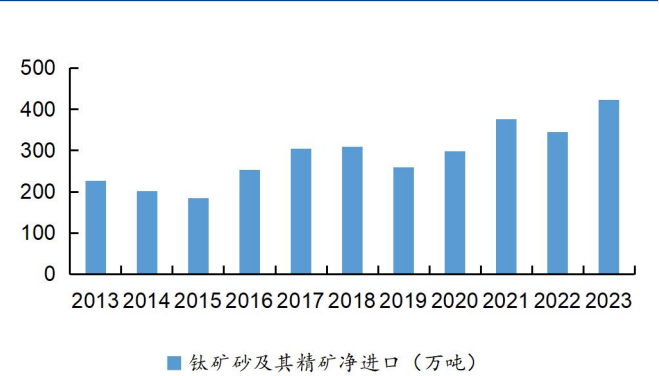
钛磁铁原矿为主，钛铁砂矿为辅，金红石型则占比较小。与国外相比，中国钛矿资源的品位普遍偏低。以加拿大为例，产于魁北克省的乌尔宾钛矿床，TiO<sub>2</sub>的品位达35%，其含钛低的钒钛磁铁矿的平均品位也达10%；又如，美国散弗德湖钛磁铁矿的品位为9.5%~30%，特雷尔里奇海滨砂矿的品位为20%；俄罗斯钛铁矿的品位一般也在5%~15%。而中国钛铁矿平均品位一般为5%~10%；金红石平均品位一般为1%~5%，多在1%~2%。因此我国钛矿整体呈现贫矿多、富矿少的局面，综合利用难度相对大，对外依存度也较高。

图表 17: 中国钛矿床(点)分布图



数据来源:《全球钛矿资源现状与利用趋势》张晓伟等,华福证券研究所

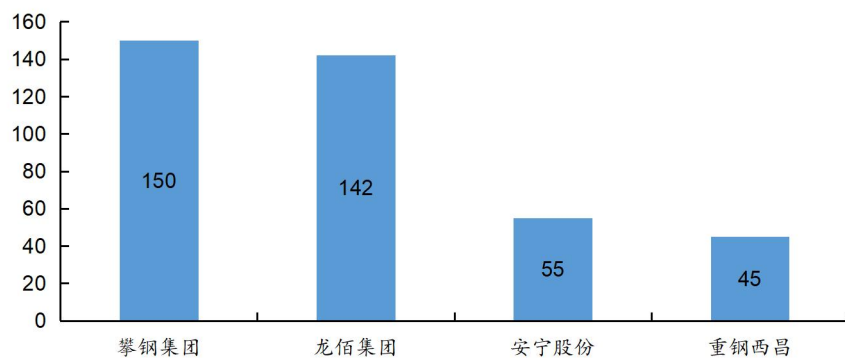
图表 18: 中国钛矿砂及精矿净进口情况(万吨)



数据来源:海关总署, Wind, 华福证券研究所

**国内钛精矿采选产能集中。**我国钛矿资源主要集中在攀钢、龙佰、安宁和重钢西昌这四家公司，攀钢主要矿区在攀枝花和白马，龙佰主要矿区在红格、庙子沟以及徐家沟，安宁股份主要矿区位于潘家田，重钢西昌主要矿区位于太和，四者合计钛精矿产能超390万吨。

图表 19: 主要四家公司钛精矿产能(万吨)



数据来源:中商产业研究院,公司公开业绩交流会,华福证券研究所

## 2.2 公司持续布局上游资源,原料供应优势显著

公司在2016年以前主要以协议合同形式外购钛矿资源,2016年并购龙蟒实现“蛇吞象”后,公司完成了上下游的一体化布局,将龙蟒红格铁矿纳入旗下,大大增强了钛矿的自给能力。2022年,公司并表振兴矿业,获得庙子沟铁矿采矿权、徐家沟



铁矿采矿权、选矿厂及尾矿库，实现资源翻倍。

图表 20：公司国内矿源梳理

矿源	保有资源量 (万吨)	露天可开采资源量 (万吨)	开采设计规模及年限	品位情况
龙蟒红格铁矿	13,311	7,293	/	/
庙子沟铁矿	9,825	8,138	露天开采 500 万吨/年，服务年限约 20 年	TFe 26.1%、TiO <sub>2</sub> 11.7%、V <sub>2</sub> O <sub>5</sub> 0.3%
徐家沟铁矿	9,919	/	露天开采 300 万吨/年（服务年限 15 年），地下开采 200 万吨/年（服务年限 22 年）	TFe 29.7%、TiO <sub>2</sub> 9.4%、V <sub>2</sub> O <sub>5</sub> 0.3%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

海外矿源方面，公司通过控股子公司东方锆业拥有 WIM150、铭瑞锆业明达里、Image 布纳伦和 Atlas、Image Eneabba、Image McCalls 等项目，权益资源保有量达 17.55 亿吨。

图表 21：公司海外矿源梳理（控股子公司东方锆业矿源）

项目	总资源量 (亿吨)	东方锆业权益占比	储量情况
WIM150 项目	16.50	20.00%	重矿物含量 3.7%，重矿物中含钛铁矿 31.4%、金红石 11.7%、白钛石 6%
铭瑞锆业明达里项目	2.439	79.28%	重矿物 4.3%，重矿物中含钛铁矿 64.8%，白钛石 6.4%，金红石 4.8%
Image 布纳伦和 Atlas 项目	0.134	20.45%	重矿物含量 8.1%，锆及金红石在重矿砂中的含量达 18.1%
Image Eneabba 项目	2.114	20.45%	重矿物品位为 3.0%，含有约 630 万吨重矿物
Image McCalls 项目	58.00	20.45%	重矿物含量 1.4%，麦考尔斯矿砂项目含钛量高，适合提取氯化法钛白粉的钛精矿原料，以及制作人造金红石

数据来源：东方锆业公告，华福证券研究所

**选矿项目稳步建设，超微细粒钛铁矿选矿高效回收项目提高资源综合利用率。**  
公司目前原矿处理能力对应钛精矿产能 172 万吨/年，铁精矿产能 460 万吨。其中矿冶公司钛精矿产能 120 万吨，丰源矿业 30 万吨，同时在 2023 年正式投运超微细粒钛铁矿强化回收创新示范工程生产线，每年从尾矿中可多回收钛精矿 22 万吨。预计到 2025 年底公司钛精矿和铁精矿产能分别可达 248 万吨/年和 760 万吨/年。

图表 22：公司国内矿源梳理

	钛精矿 (万吨)	铁精矿 (万吨)	备注
现有产能	172	460	/
矿冶公司	120	400	/
丰源矿业	30	60	/
超微细粒钛铁矿选矿高效回收	22	/	/



目标选矿产能	248	760	预计 2025 年建成
--------	-----	-----	-------------

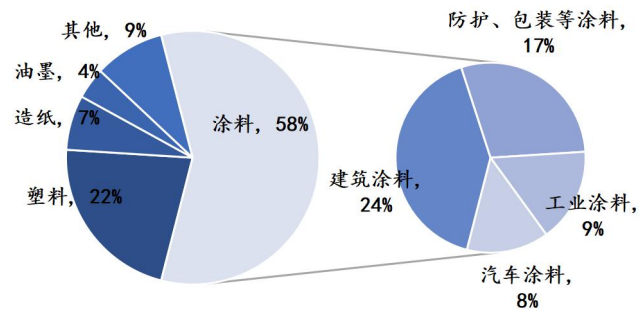
数据来源：公司公开业绩交流会、四川经济网、iFinD，华福证券研究所

### 3 钛白粉全球龙头，拥有氯化法核心技术

#### 3.1 钛白粉行业一超多强，行业景气度预计底部修复

钛白粉应用广泛，是“经济发展的晴雨表”。钛白粉因有着优秀的遮盖和着色力、高折射率以及理想的粒度分布，被认为是目前世界上性能最好的白色颜料。广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、橡胶等行业，其中涂料是钛白粉需求结构中占比最大的行业，达 58%。因此钛白粉行业具有周期性，和国民经济发展高度相关，被称为“经济发展的晴雨表”，近几年地产周期下滑对钛白粉需求有所影响。

图表 23：钛白粉下游需求结构



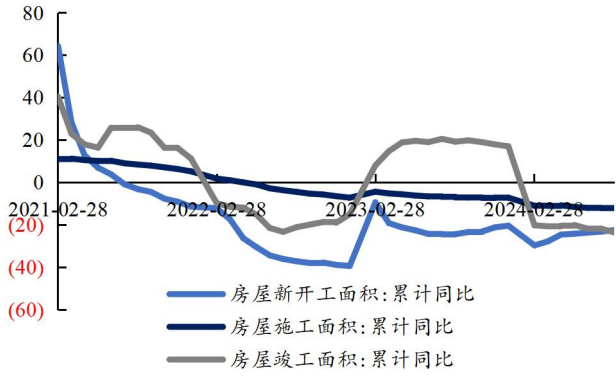
数据来源：公司公告，华福证券研究所

钛白粉需求将呈现稳增长态势。近几年房地产景气度下滑一定程度上影响需求，但我们认为今年以来房地产相关政策不断出台，政策力度持续加大，地产市场有望回稳从而提振涂料需求。其他下游包括塑料、造纸、汽车等领域，行业整体稳健。

图表 24：房屋新开工、竣工、施工面积累计同比

图表 25：塑料制品产量累计同比



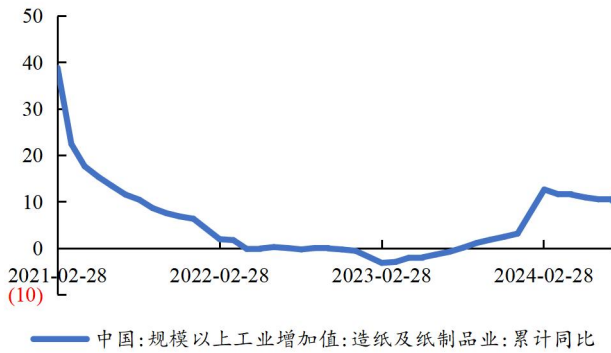


来源: Wind, 华福证券研究所



来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 26: 造纸业规模以上工业增加值累计同比



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 27: 汽车产量累计同比



来源: Wind, 华福证券研究所

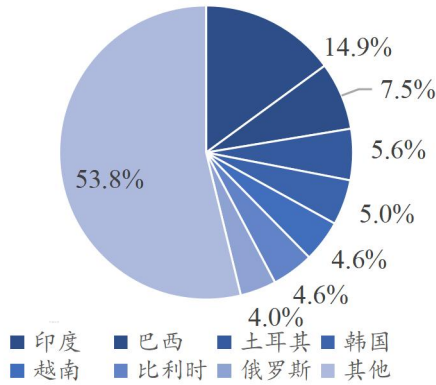
出口持续高增，海外发展中国家需求预计将持续拉动出口。2024年1-8月中国钛白粉累计出口量约129.3万吨，同比去年同期增长16.5%。从出口国别来看，2024年1-6月印度占比14.9%，巴西占比7.5%，土耳其占比5.6%，大多数国家出口量都有显著增加。我们认为诸如印度、巴西以及东南亚等发展中国家经济高速发展带来的需求增长将持续拉动中国钛白粉出口量。

图表 28: 钛白粉出口情况



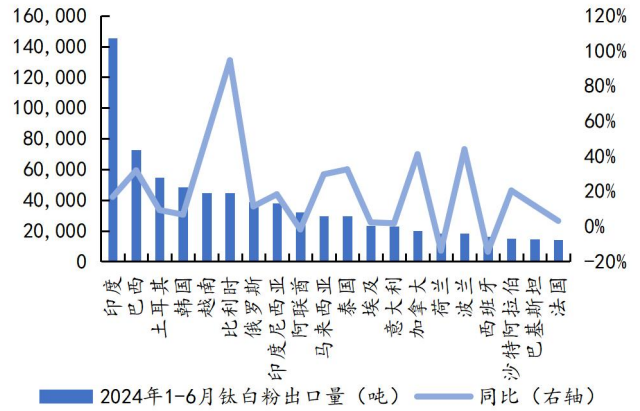
来源: 海关总署、卓创资讯, 华福证券研究所

图表 29: 2024 年 1-6 月中国钛白粉出口国家占比



来源: 海关总署、涂多多、钛资讯, 华福证券研究所

图表 30: 钛白粉各国出口量及同比增速



来源: 海关总署、涂多多、钛资讯, 华福证券研究所

国内钛白粉行业呈现一超多强局面。我国钛白粉集中度较高, 龙佰是绝对龙头, 总产能全球第一, 其中硫酸法钛白粉产能全球第一, 氯化法产能全球第三、中国第一。

图表 31: 国内钛白粉产能一览 (不完全统计)

上市公司	硫酸法 (吨)	氯化法 (吨)	规划
龙佰集团	85	66	/
中核钛白	55	/	15 万吨硫酸法在建
钒钛股份	22	1.5	6 万吨氯化法在建
金浦钛业	16	/	/
安纳达	8	/	/
坤彩科技	/	20 (盐酸法)	60 万吨盐酸法在建
惠云钛业	11	/	/
鲁北化工	20	6	/
国城矿业	10	/	10 万吨硫酸法在建



天原股份

/

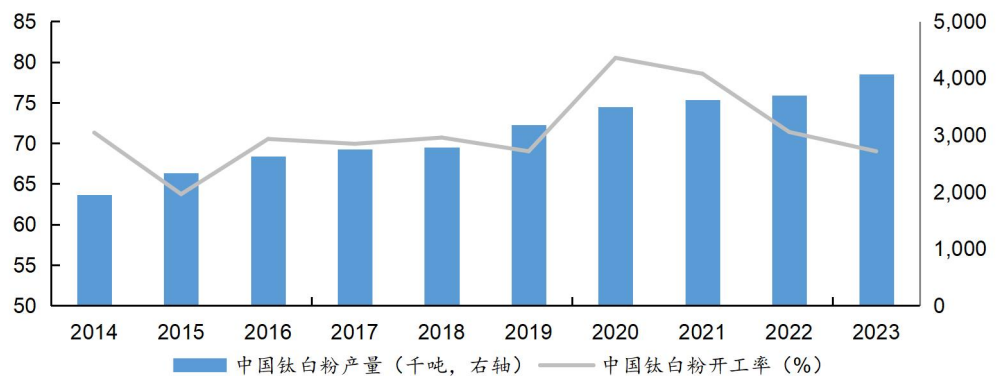
10

/

数据来源：各公司公告，公司公开业绩交流会、互动易、卓创资讯、iFinD，华福证券研究所

**行业产能过剩，长尾落后产能有待出清。**由于下游需求与宏观经济高度相关，地产近几年的低迷使得建筑涂料的需求难以复苏，目前行业产能处于过剩状态。卓创资讯数据显示，2023年行业开工率在69%，对比历年处于相对较低水平，闲置产能较多。同时行业仍有很多小产能有待出清，上表中的10家上市公司合计产能约330.5万吨/年，约占全国产能60%，而我国钛白粉生产企业有数百家。硫酸法钛白粉企业单个工厂的最小经济规模在产能3万吨/年，合理经济规模在产能5万吨/年，最佳经济规模在8~10万吨/年，目前国际上硫酸法钛白粉单个生产工厂的产能为5~10万吨/年，而我国钛白粉生产企业大多数产能为1~2万吨/年左右。

图表 32：钛白粉行业产能利用率及产量



数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

**国内供给端规划产能较多，但实际落地产能有限。**2021年至2022年中钛白粉价格高位，厂商纷纷开启扩产计划，市场普遍认为现有的产能规划是对行业未来格局的巨大压制，但实际上随着2023年钛白粉景气度下行，由于原料钛精矿货源紧缺、生产成本高企、行业利润承压等原因实际落地产能有限。据金融界转引隆众资讯数据显示，2023年统计新建装置预计投产产能有151万吨，其中氯化法26万吨，硫酸法125万吨，但最终有相当一部分未如期投产，根据iFinD转引美国地质调查局数据，2023年中国钛白粉新增年产能为50万吨，远小于预期的151万吨，并且新建成的装置开工负荷率也难言乐观。因此我们认为行业供给释放节奏实际上好于预期。

**2024年钛白粉拟在建装置产能已边际收窄。**根据卓创资讯数据，2024年拟建的钛白粉产能主要包括国城化工、燕钢吉诚、惠云钛业、中核钛白、云天化、顺风钛业的装置，合计约68万吨产能，较23年拟建产能已有边际收窄。


**图表 33：2024 钛白粉拟在建装置跟踪表**

企业	产能（万吨）	工艺	原料来源	备注
国城化工	10	硫酸法	外采	一期 10 万吨已经投产，进入销售阶段
燕钢吉诚	16	氯化法	外采	一期 8 万吨/产线×2，10 万吨/年钛渣、16 万吨/年人造金红石配套，计划 2024 年下半年 6 月份后
惠云钛业	5	硫酸法	外采	二期 5 万吨/年塑料级后处理产线，计划 2024 年下半年 6 月份后
中核钛白	15	硫酸法	外采	成品，产能释放预计在 2024 年下半年 6 月份后
云天化	10	硫酸法	外采	原计划 2022 年完成建设，产能释放预计在 2024 年 12 月
顺风钛业	12	硫酸法	外采	已动土，4 万吨锐钛型、6 万吨金红石型、2 万吨搪瓷钛白，产能释放预计 2024 年 12 月

数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

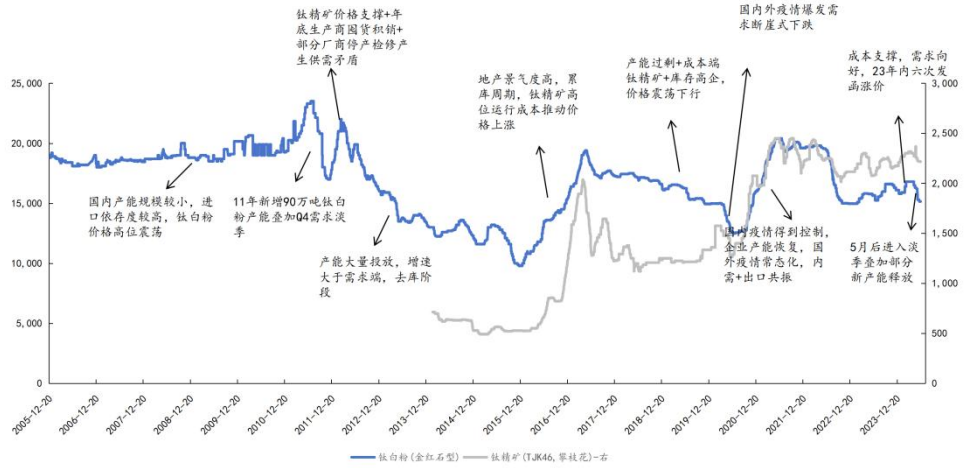
**海外产能持续出清。**2023 年 2 月初，泛能拓宣布关停意大利和德国两家工厂，合计 13 万吨年产能。2023 年 7 月科慕宣布关闭中国台湾观音钛白粉工厂，产能约 15 万吨。2024 年 5 月日本石原宣布将于 2027 年 3 月底永久关闭位于日本四日市的硫酸法生产基地，涉及产能约 13 万吨。考虑到海外钛白粉产业起步较早，现存工厂和装置服役时间多数已有几十年之久，我们预计后续仍会有部分老化产能持续出清。

**钛白粉价格由成本和供需因素共同驱动，预计行业景气度将有所恢复。**我们复盘了 2005 年至今的钛白粉现货价格，发现其波动主要源于原材料成本以及供需两端的变化，2005-2010 年，我国钛白粉产能还处于初期建设阶段，海外依赖程度仍较高，因此供给端的不足导致了钛白粉高位运行。2012-2015 年国内产能逐步投产，供给端增速大于需求端增速，钛白粉价格震荡下行。2015 年后随着房地产市场的火热以及原材料钛精矿价格迅速拉升，成本+需求共同驱动价格上涨。2020-2021 年期间，受新冠疫情影响，经历了前期需求断崖下跌和后期快速复苏，疫情相比海外先得到控制后，出口的需求也在攀升该时期成本端的高价也支撑着钛白粉的价格。此后原材料价格回落，海外工厂也逐步复产，下游需求持续疲软，钛白粉价格又迅速回落低位震荡。2023 年以来，由于长期的低价已击穿部分厂商生产成本，钛白粉生产厂商多次发函涨价使得钛白粉景气度略有回升。同时原料端钛精矿由于新增产能较少供给偏紧，矿价高位震荡支撑钛白粉价格。2024 年 5 月起钛白粉价格有所松动，我们认为行业进入需求淡季所致，随着金九银十旺季开启，钛白粉行业景气有望再次向上。





图表 34: 钛白粉价格复盘



数据来源: Wind, 华福证券研究所

### 3.2 龙佰是钛白粉行业全球龙头，资源与技术带来强比较优势

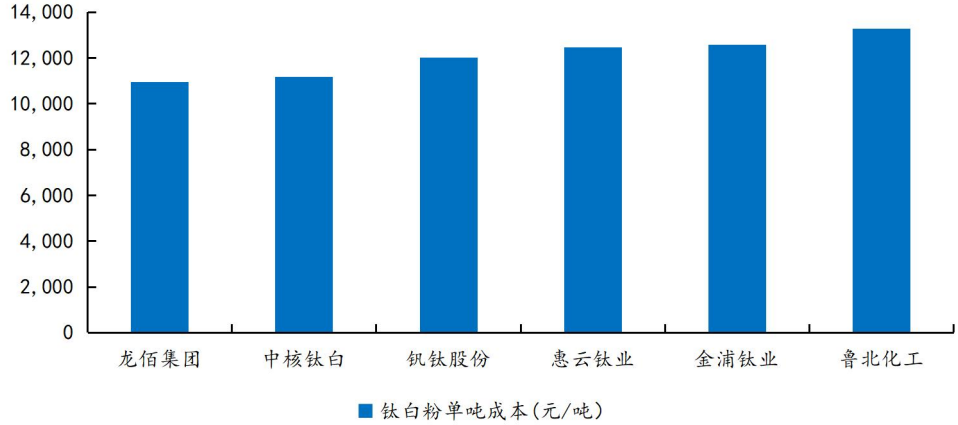
龙佰钛白粉产能位居全球第一，并购与资源优势驱动产能快速增长。公司目前产能包括 85 万吨/年硫酸法以及 66 万吨/年氯化法钛白粉。公司产能的快速增长一方面源于资本运作，包括收购亨斯迈 TR52 钛白粉、龙蟒、新立钛业，另一方面源于公司充分布局上游钛矿，拥有超 3 亿资源储量，172 万吨/年钛精矿采选产能（规划到 2025 年达 248 万吨/年），一体化显著提高了公司原材料自给能力，大幅减少原材料采购成本。

图表 35: 龙佰集团钛白粉产能分基地情况

产品	生产基地	现有产能 (万吨)
硫酸法钛白粉	四川	25
	湖北	15
	河南	25
	甘肃	20
氯化法钛白粉	河南	40
	云南	26
	合计	151

数据来源: 公司公告, 公司公开业绩交流会、互动易, 华福证券研究所

公司钛白粉单吨成本较竞争厂商有较大优势。布局上游资源优化了公司的钛白粉生产成本，2023 年公司钛白粉的单吨成本约为 10,960 元/吨，对比钒钛股份、中核钛白、金浦钛业、鲁北化工、惠云钛业均具备优势，同时该成本为氯化法及硫酸法钛白粉综合成本，考虑到氯化法成本较高，如仅计算硫酸法钛白粉，公司单吨成本相较行业优势会进一步扩大。


**图表 36: 钛白粉企业单吨成本情况**


数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

**氯化法技术独占鳌头，政策支持拥有先发优势。**随着环保政策的趋严，国家发改委 2019 年 11 月颁布并自 2020 年 1 月 1 日起施行的《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，限制新建硫酸法钛白粉，鼓励新建单线产能每年 3 万吨及以上的氯化法钛白粉生产线。拥有低成本、成熟大型氯化法钛白粉技术的企业拥有先发优势。

公司 2012 年率先从德国钛康公司引进大型沸腾氯化技术，2015 年第一次联动试车失败后，公司于 2016 年通过自主技术攻关，成功投产焦作一期 10 万吨/年氯化法钛白粉产线。此后公司收购云南新立钛业实现其原有 6 万吨/年氯化法产线复产，焦作二期及云南楚雄产能也陆续建成投产，目前公司已拥有 66 万吨/年氯化法产能。

**图表 37: 龙佰氯化法钛白粉发展历程**

时间	事件
2012. 06. 15	与美国 PPG 签订《氯化法钛白粉技术转让协议》
2012. 10. 30	引进德国钛康氯化法技术，在河南焦作筹建一起和二期氯化法产线
2015. 09. 21	焦作一期生产线建成第一次联动试车失败，向德国钛康发出《终止合同通知书》
2016. 01. 26	通过自主技术攻关，募投项目焦作一期 10 万吨/年氯化法钛白粉投产（第一条生产线）
2018. 2	控股子公司河南佰利联新材料拟投资建设 20 万吨/年氯化法钛白粉
2019	收购云南新立钛业，实现 6 万吨/年氯化产线复产
2019. 5	募投项目焦作二期 10 万吨/年氯化法钛白粉投产（第二条生产线）
2019. 2. 28	就前期签订的《氯化法二氧化钛产品生产线设计、建造、操作技术转让和技术服务合同》所产生的法律纠纷在原合同框架内达成和解，继续开展相关合作。
2020. 6	与德国钛康签订《技术合作合同》，逐步将焦作第一条生产线产能由 6 万吨/年提升到 10 万吨/年，合同期为 5 年，项目具有排他性。
2022 年初	控股子公司佰利联新材料焦作 10 万吨/年氯化法钛白粉投产（第三条生产线）
2022. 10	云南楚雄 20 万吨/年氯化法钛白粉项目联动试车
2022. 12	控股子公司佰利联新材料焦作 10 万吨/年氯化法钛白粉预计建成投产（第四条生产线）

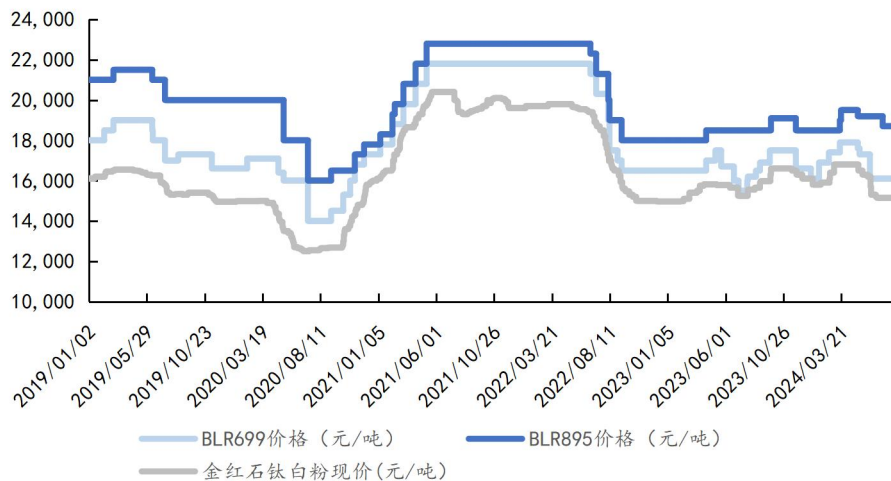
数据来源：公司公告、大河财立方、焦作市中站区政府办、河南日报、每日经济新闻、中化新闻、同花顺财经、公司官网，华福证券研究所



钛白粉牌号齐全，多年积淀铸造品牌优势。公司有“雪莲牌”和“蟒牌”两个钛白粉产品品牌，为全球市场钛白粉产品知名度最高、影响力最大的品牌之一，销往 100 多个国家和地区，深受国内外客户好评。公司钛白粉成品种类齐全，涵盖十八种牌号，公司亦在开发多个新钛白粉产品品种。

先进的技术和品牌影响力使得公司的高质量产品有一定溢价。根据隆众化工数据，以龙佰 BLR699 牌号（硫酸法）钛白粉和 BLR895 牌号（氯化法）作为比较基准，公司产品价格显著高于金红石钛白粉现价，始终保持优秀的溢价能力。

图表 38：龙佰钛白粉产品价格与行业均价比较



数据来源：Wind，隆众化工，华福证券研究所

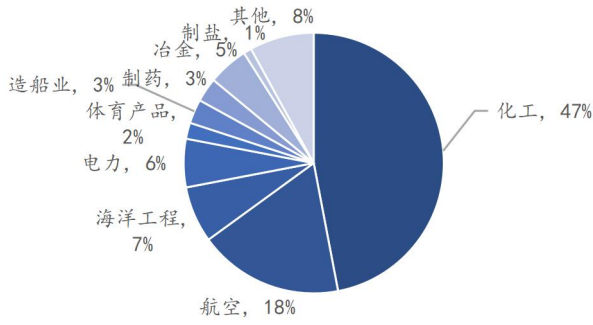
## 4 海绵钛高端化先驱，子公司拟独立上市

### 4.1 企业扩产增速，高端化势在必行

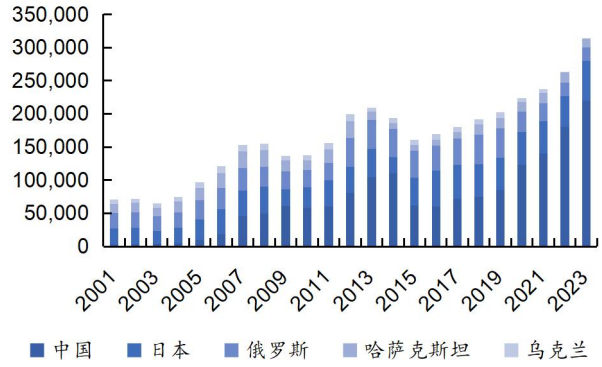
海绵钛应用广泛，全球产能集中。海绵钛具有密度小、比强度高、导热系数低、耐高温低温性能好、耐腐蚀能力强、生物相容性好等特点，被广泛应用于航空、航天、生物医药、化工冶金、海洋工程、体育休闲等领域。目前主要生产国为中国、日本、俄罗斯、哈萨克斯坦及乌克兰。

图表 39：2021 年中国海绵钛需求结构

图表 40：海绵钛产量前五大国家（吨）



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：Wind，美国地质调查局，华福证券研究所

目前国内产能以龙佰为首，攀钢、遵钛集团、双瑞万基、湘润新材料、金达钛业等企业则处于第二梯队。各公司海绵钛产能统计如下：

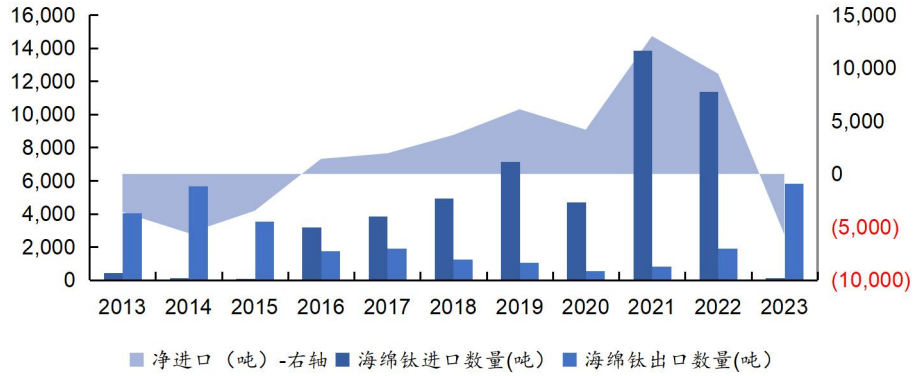
图表 41：国内主要海绵钛企业产能统计

企业	现有产能 (万吨/年)
龙佰集团	8
双瑞万基	3
金达钛业	3
攀钢集团	6
湘润新材料	2.5
遵钛集团	2.5
宝钛华神	2.5
百盛钛业	0.8

数据来源：双瑞万基、朝阳日报、四川在线、湘润新材料、贵州省国有资产监督管理委员会、宝钛华神、百盛钛业，华福证券研究所

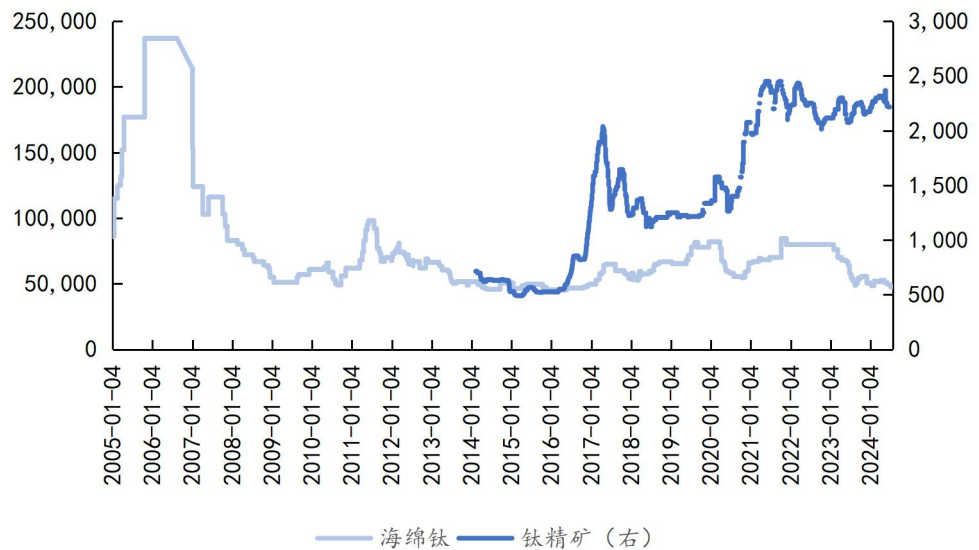
我国从海绵钛净进口国转变为净出口国。海关数据显示，2023 年我国海绵钛进口量为 134 吨，出口量为 5838 吨，净出口量 5704 吨。但事实上我国产能处于低端过剩，高端不足的结构不平衡状态，我国海绵钛产能以工业级为主，主要应用于低端化工、冶金、制盐等，高端产能主要集中在日本和俄罗斯两国，可应用于航空航天及军工行业。因此近几年即便国内扩产进度在加快，我国海绵钛对国外的依存度还是较高。




**图表 42：海绵钛进出口情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**海绵钛价格处于历史低位。**复盘海绵钛价格变动，2006年前，国内产能尚未快速释放，但改革开放和加入WTO后，国内经济高速发展，以化工、冶金为主的产业扩张推动钛及钛合金需求大幅上升，海绵钛价格达到历史高位23.7万元/吨。2006年后，随着国内产能的逐步投产，海绵钛供需格局反转，行业竞争日趋激烈，进入去库存阶段，此后海绵钛价格长期处于低位，在此期间，原材料价格波动成为海绵钛价格变动的重要因素。

**图表 43：海绵钛及主要原材料成本价格走势（元/吨）**


数据来源：Wind，华福证券研究所

#### 4.2 海绵钛全球龙一，子公司拟申报上市

**产能迅速扩张，位居全球第一。**公司海绵钛发展起步较晚，但扩张迅速，源于公司一贯的并购基因，分别于2019年5月和2020年7月对云南新立钛业和金川集团钛资产进行了收购，形成了云南、甘肃两大海绵钛生产基地。目前公司共拥有海绵钛产能8万吨/年。

**海绵钛技术储备充足，产品高端化先驱。**公司拥有大型熔盐氯化 and 大型沸腾氯



化技术，可适应不同品质的富钛料；拥有 U 型炉和 I 型炉两种海绵钛冶炼技术，可产出不同质量要求的海绵钛。海绵钛根据不同纯度和性状划分为 0A 级、0 级、1 级、2 级、3 级、4 级、5 级共 7 个等级，公司目前生产的海绵钛和转子级海绵钛主要是 0 级和 1 级，也有少量 0A 级和其他级别。2022 年 5 月公司产出第一炉转子级海绵钛，填补了国内高端海绵钛的空白，主要应用于生产航空发动机的转子和叶片，可以为我们的国防、高端电子工业、高端化工奠定非常好的材料基础。

**图表 44：氯化技术对比**

	沸腾氯化	熔盐氯化	竖炉氯化（已淘汰）
主体设备	沸腾氯化炉	熔盐氯化炉	竖炉氯化炉
炉型结构	简单	复杂	复杂
供热方式	化学反应自热	化学反应自热	化学反应自热
氯化温度/°C	1000	700~800	1000~1100
最大炉生产能力	80~120（云南新立引进项目：~500）	100~140	20
CO 浓度	高	低	高
适用原料	CaO、MgO 含量低的原料	不受 CaO、MgO 含量的影响	/
工艺特征	反应在流态化层中进行，传热和传质条件较好	熔盐由氯气搅拌，传热和传质条件较好，熔盐有预净化 TiCl <sub>4</sub> 的作用	反应在团块表面进行，限制了氯化速度
碳耗	中等	低	高
三废处理	氯化渣可回收利用	需解决回收利用排出的废盐，处理困难	需定期清渣并更换碳素格子

数据来源：《氯化炉制备四氯化钛综述及应用展望》师家安，华福证券研究所

**拓展航空、军品下游客户，加速国产替代。**公司转子级海绵钛项目从设计、施工到生产组织都采用国际航空标准，海绵钛产品已进入到航空航天和军工所需的高端钛合金领域。

**子公司云南国钛拟申报上市，进一步增强市场竞争力与影响力。**子公司国钛股份目前正在上市辅导流程中，未来通过独立上市，国钛股份将扩大资金实力、拓宽融资渠道，在继续巩固和发展海绵钛业务，进一步增强市场竞争力的同时，选择合适的时机将产业布局向直接关联的下游延伸。本次分拆也有利于公司本身和国钛股份专注于各自细分市场领域并突出主业，有利于公司进一步增强独立性。本次分拆完成后，公司仍将控股国钛股份，国钛股份的财务状况和盈利能力仍将反映在公司的合并报表中，国钛竞争力和影响力的提升有助于公司未来整体盈利水平的提升。

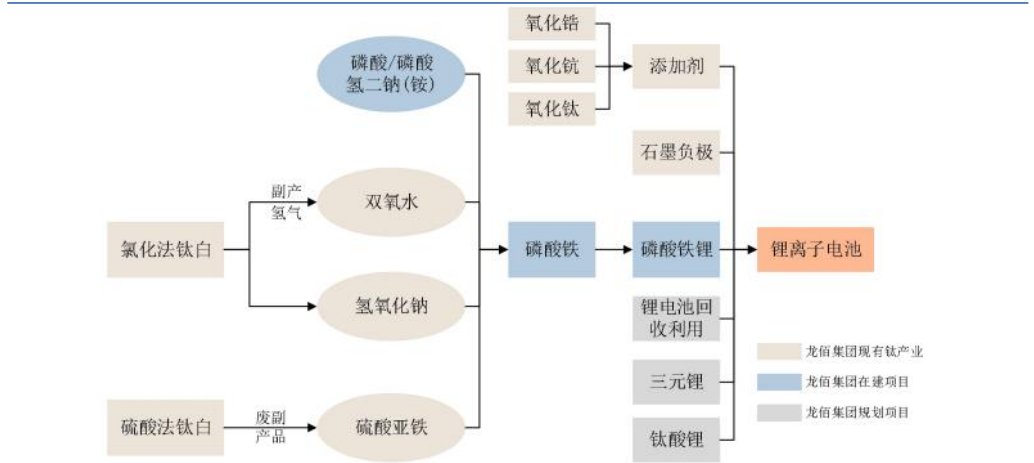
## 5 布局新能源材料，静待行业格局好转

**公司通过“钛锂耦合”实现副产品充分利用。**生产钛白粉过程中会产生硫酸亚铁副产物，富余产能烧碱、硫酸、蒸汽、氢气等可直接或间接用于磷酸铁锂的生产。因此公司将钛产业与锂电产业耦合发展，降低生产成本。此外，公司也与湖北万润



设立了合资公司建设磷酸铁项目。石墨负极方面，公司收购了河南中炭新材料科技有限公司 100%股权，利用中炭新材料在人才和技术方面的优势进入石墨负极行业。

图表 45: 新能源材料布局



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

目前公司筹划了年产 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、15 万吨/年电子级磷酸铁锂项目。

图表 46: 公司新能源材料产能梳理

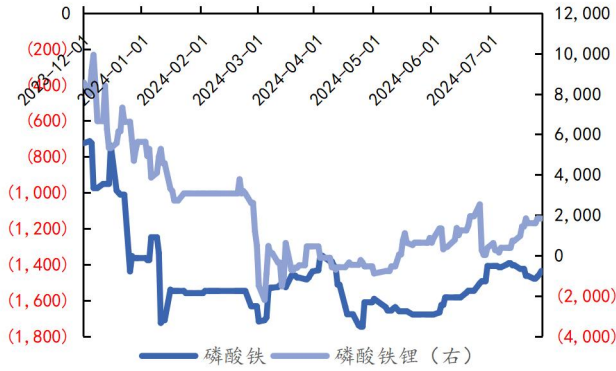
主要产品名称	规划产能 (万吨/年)	现有产能 (吨/年)
电池级磷酸铁	20	10
电池级磷酸铁锂	20	5
电池负极材料一体化	20	5
人造石墨负极材料	10	2.5
电子级磷酸铁锂	15	-

数据来源: 公司公告, 公司公开业绩交流会, 华福证券研究所

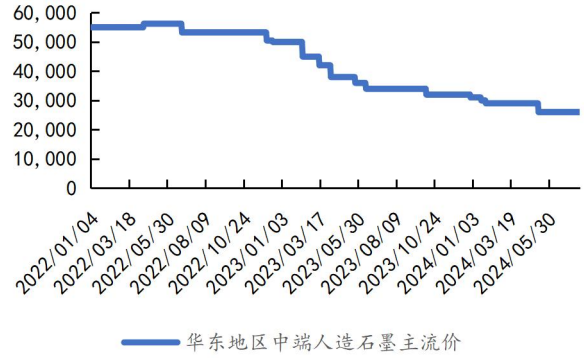
后续投产进度预计放缓, 等待行业格局好转。新能源汽车行业快速发展的同时, 行业产能也在迅速扩张, 当前已到了产能过剩的阶段。整体盈利水平下滑。因此公司将放缓对磷酸铁、磷酸铁锂的投资, 等待行业格局改善。

图表 47: 磷酸铁与磷酸铁锂毛利 (元/吨)

图表 48: 负极材料价格 (元/吨)



数据来源：卓创资讯，华福证券研究所



数据来源：隆众化工，华福证券研究所

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) **钛白粉**：公司产能稳步释放，氯化法钛白粉占比提升以及海内外销售结构的优化将提升平均单吨售价。同时随着钛精矿自给率的提高，成本能进一步优化。预计钛白粉板块 2024-2026 年收入增速分别为 14.5%、7.2%、4.6%，对应毛利率 31.0%、32.7%、35.4%。

(2) **海绵钛**：产能方面，2023 年底云南 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目二期（1.5 万吨）以及甘肃年产 3 万吨转子级海绵钛技术提升改造项目二期（1.5 万吨）建成投产，预计 24 年放量销售，价格方面，公司高端化的发展策略以及军品下游的拓展将提高产品单吨售价。成本方面，新产线考虑到折旧成本会高于旧产线，预计 2024 年单吨成本将上升，但 2025 年后随着产能释放规模效应将持续降本。预计海绵钛板块 2024-2026 年收入增速分别为 41.6%、10.2%、7.4%，对应毛利率 14.6%、18.4%、22.0%。

(3) **铁精矿**：随着 2025 年底两矿合并项目的建成及投产，铁精矿产能将从 400 万吨上升至 760 万吨。价格方面下游需求不振预计铁精矿价格震荡下行。预计铁精矿板块 2024-2026 年收入增速分别为 -23.1%、8.4%、20.4%，对应毛利率 45.5%、43.4%、40.0%。

(4) **新能源**：产能方面，行业竞争加剧，公司暂缓投资建设，目前仅量产磷酸铁，现有产能稳步爬产。预计新能源板块 2024-2026 年收入增速分别为 -14.5%、40.7%、71.4%，对应毛利率 -0.5%、0%、10.0%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入增速分别为 12.8%、10.2%、10.4%，





净利润增速分别为 7.3%、17.7%、20.8%。

图表 49：公司业绩拆分预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>钛白粉</b>					
营业收入（百万元）	16,178	17,768	20,336	21,806	22,815
毛利（百万元）	4,681	5,066	6,298	7,129	8,086
毛利率	28.9%	28.5%	31.0%	32.7%	35.4%
<b>海绵钛</b>					
营业收入（百万元）	2,134	2,268	3,210	3,538	3,800
毛利（百万元）	607	405	468	650	836
毛利率	28.4%	17.9%	14.6%	18.4%	22.0%
<b>铁精矿</b>					
营业收入（百万元）	2,484	2,573	1,980	2,147	2,584
毛利（百万元）	1,112	1,265	900	932	1,034
毛利率	44.8%	49.1%	45.5%	43.4%	40.0%
<b>锆制品</b>					
营业收入（百万元）	1,049	1,102	1,267	1,394	1,464
毛利（百万元）	247	147	152	167	176
毛利率	23.5%	13.3%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>新能源材料</b>					
营业收入（百万元）	656	1,047	896	1,260	2,160
毛利（百万元）	81	-35	-5	0	216
毛利率	12.3%	-3.3%	-0.5%	0.0%	10.0%
<b>其他</b>					
营业收入（百万元）	1,612	2,007	2,500	3,113	3,876
毛利（百万元）	551	299	373	464	578
毛利率	34.2%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
<b>合计</b>					
营业收入（百万元）	24,113	26,765	30,189	33,257	36,699
毛利（百万元）	7,279	7,148	8,186	9,342	10,926
毛利率	30.2%	26.7%	27.1%	28.1%	29.8%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 6.2 投资建议

我们采用相对估值法，采用公司历史 PE-TTM 估值进行对比。截至 2024 年 10 月 8 日，公司 PE-TTM 估值为 14.0 倍，近五年平均估值为 16.3 倍，当前处于历史估值低位，考虑公司作为行业龙头，业绩确定性高，未来三年选矿产能翻倍持续增厚公司利润，首次覆盖给予“买入”评级。



### 图表 50: 龙佰集团 PE-TTM



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

## 7 风险提示

**产品需求不及预期:** 钛白粉是宏观经济晴雨表, 如果全球主要经济体的经济状态恶化, 将直接影响公司钛白粉业绩增长。

**国际贸易摩擦加剧:** 当前欧洲正对中国进行钛白粉反倾销调查, 欧洲是公司重要业务地区, 可能影响公司盈利能力。

**项目投产销售不及预期:** 钛精矿方面, 新选矿项目将于 2025 年末建成, 届时公司将拥有 248 万吨钛精矿产能, 如果投建进度不及预期将影响钛白粉降本进度。海绵钛方面, 公司 3 万吨/年海绵钛已正式投产, 如果未来爬产不及预期, 或销售价格持续走低, 或新产线降本进度缓慢, 公司海绵钛盈利水平将会下滑。

图表 51: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,007	10,608	10,892	15,273	营业收入	26,765	30,189	33,257	36,699
应收票据及账款	3,393	3,454	3,854	4,301	营业成本	19,617	22,002	23,915	25,773
预付账款	309	631	618	647	税金及附加	362	373	421	459
存货	7,328	8,348	9,064	9,748	销售费用	546	601	655	730
合同资产	3	3	4	4	管理费用	999	1,117	1,214	1,321
其他流动资产	2,083	2,458	2,637	2,927	研发费用	1,014	1,144	1,260	1,391
流动资产合计	20,119	25,499	27,065	32,896	财务费用	208	763	852	1,022
长期股权投资	860	860	860	860	信用减值损失	-65	-30	-29	-41
固定资产	23,501	28,159	31,453	33,509	资产减值损失	-183	-88	-101	-124
在建工程	4,632	3,632	2,632	1,632	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	6,734	6,060	5,454	4,909	投资收益	-68	-81	-78	-78
商誉	6,112	6,112	6,112	6,112	其他收益	224	224	224	224
其他非流动资产	1,859	1,825	1,812	1,803	<b>营业利润</b>	<b>3,917</b>	<b>4,204</b>	<b>4,947</b>	<b>5,976</b>
非流动资产合计	43,698	46,649	48,324	48,825	营业外收入	33	33	33	33
<b>资产合计</b>	<b>63,817</b>	<b>72,148</b>	<b>75,389</b>	<b>81,721</b>	营业外支出	33	33	33	33
短期借款	8,198	6,742	7,040	7,134	<b>利润总额</b>	<b>3,917</b>	<b>4,204</b>	<b>4,947</b>	<b>5,975</b>
应付票据及账款	10,279	15,409	16,110	16,948	所得税	671	720	848	1,024
预收款项	3	3	3	3	<b>净利润</b>	<b>3,246</b>	<b>3,484</b>	<b>4,099</b>	<b>4,952</b>
合同负债	301	358	397	433	少数股东损益	20	21	25	30
其他应付款	1,480	2,017	1,897	1,867	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,226</b>	<b>3,463</b>	<b>4,075</b>	<b>4,922</b>
其他流动负债	6,353	6,300	3,973	4,018	EPS (按最新股本摊薄)	1.35	1.45	1.71	2.06
流动负债合计	26,614	30,829	29,420	30,404					
长期借款	10,757	13,524	16,459	19,240					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,421	1,421	1,421	1,421					
非流动负债合计	12,179	14,945	17,880	20,661					
<b>负债合计</b>	<b>38,793</b>	<b>45,774</b>	<b>47,300</b>	<b>51,065</b>					
归属母公司所有者权益	22,482	23,811	25,501	28,038					
少数股东权益	2,543	2,564	2,588	2,618					
<b>所有者权益合计</b>	<b>25,025</b>	<b>26,374</b>	<b>28,089</b>	<b>30,656</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>63,817</b>	<b>72,148</b>	<b>75,389</b>	<b>81,721</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,404</b>	<b>11,720</b>	<b>8,082</b>	<b>9,366</b>
现金收益	5,996	7,284	8,378	9,663
存货影响	-782	-1,020	-717	-684
经营性应收影响	-510	-296	-285	-353
经营性应付影响	-5,641	5,667	581	809
其他影响	4,342	85	124	-69
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,977</b>	<b>-6,513</b>	<b>-7,800</b>	<b>-4,452</b>
资本支出	-6,630	-6,022	-5,115	-4,200
股权投资	-523	0	0	0
其他长期资产变化	4,177	-491	-2,685	-253
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,220</b>	<b>-1,606</b>	<b>3</b>	<b>-533</b>
借款增加	6,021	1,310	3,233	2,875
股利及利息支付	-2,790	-3,426	-3,574	-3,754
股东融资	1,057	0	0	0
其他影响	-5,507	510	344	345

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.0%	12.8%	10.2%	10.4%
EBIT 增长率	-0.2%	20.4%	16.7%	20.7%
归母公司净利润增长率	-5.6%	7.3%	17.7%	20.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.7%	27.1%	28.1%	29.8%
净利率	12.1%	11.5%	12.3%	13.5%
ROE	12.9%	13.1%	14.5%	16.1%
ROIC	10.2%	11.7%	12.9%	14.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.8%	63.4%	62.7%	62.5%
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	35	37	36	36
存货周转天数	127	128	131	131
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.35	1.45	1.71	2.06
每股经营现金流	1.43	4.91	3.39	3.93
每股净资产	9.42	9.98	10.69	11.75
<b>估值比率</b>				
P/E	16	15	13	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	64	53	46	40

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn