

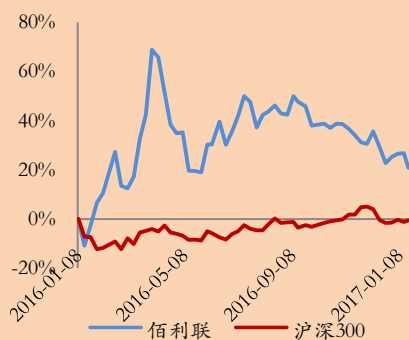


佰利联 (002601)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2017-01-19

股价走势:



主要数据

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 蒋园园
0551-65161836
jiangyy_1987@163.com

联系人: 李超齐
0551-65161591
lichaoqi.2008@163.com

钛白粉供需改善, 行业龙头享收益

主要观点:

□ 完成龙蟒并购, 打造世界龙头

公司完成龙蟒钛业收购后, 累计产能达到 56 万吨/年, 成为亚洲第一, 全球第四大的钛白粉生产厂商。此次并购一方面可以利用龙蟒的钛精矿资源, 打造“钒磁铁--钛精矿--技术研发--钛白粉生产—钛白粉销售”全产业链, 减少成本开支。另一方面公司生产规模迅速扩大, 可以通过统一采购等形式提高采购中的议价能力, 同时市场占有率的提高和行业领先地位的增强, 也使公司在产品定价方面拥有更多的自主权和话语权。钛白粉此轮价格大涨, 公司作为行业龙头获得了巨大的收益。

□ 供给侧改革+环保收紧, 产业整合加速

钛白粉行业在 2010 之前的高收益吸引力大量厂商涌入, 产能无序扩张, 新增产能在 12-15 年陆续释放后, 钛白粉价格一落千丈, 行业景气度持续下行。近二年来, 我国政府不断加强供给侧改革和环境保护, 对钛白粉行业发布了多项生产规范和指导意见, 并对钛白粉生产企业提供了明确的产能标准, 在这轮调整中国内退出的产能接近 36 万吨。目前市场上产能小于 5 万吨的企业共有 68.8 万吨的产能, 未来这部分产能的淘汰可以减少总体产能的 20% 左右。以公司收购龙蟒钛业为起点, 钛白粉行业的产业整合将继续加剧, 未来将形成类似国外寡头垄断的格局。

□ 下游需求复苏, 海外出口增长

钛白粉下游需求中涂料占到 60%, 而涂料的主要用于房地产行业, 我国房地产行业从 2015 年底开始复苏, 一、二线城市楼市持续火热, 房屋新开工面积和商品房销售面积显著提升, 钛白粉作为后房地产周期行业, 一般有半年到一年的滞后期, 17 年钛白粉下游需求将继续旺盛。近二年在国内需求复苏的同时, 海外市场需求也不断增长, 产品主要出口到印度、美国、巴西、韩国、印尼和伊朗等国。2016 年 1-9 月份, 我国钛白粉进口总量为 1.47 万吨, 出口总量为 54.06 万吨。预计至 2019 年, 钛白粉产量将达 301.287 万吨, 出口量增加至 77.58 万吨。

□ 盈利预测与估值

钛白粉在供给和需求的双重提振下, 产品价格持续上涨。目前钛白粉下游客户的库存量已经达到历史低点, 下游客户将在春节过后进入补库存阶段, 钛白粉价格将有望继续保持高位。公司作为钛白粉行业的龙头企业将充分享受钛白粉提价带来的高收益, 我们预计公司 2016-18 年的 EPS 分别为 0.24 元、0.55 元、0.62 元, 对应当前股价的 PE 分别为 50.86 倍、22.05 倍、19.74 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2660	3857	6556	7081
收入同比(%)	29%	45%	70%	8%
归属母公司净利润	111	488	1126	1258
净利润同比(%)	76%	338%	131%	12%
毛利率(%)	19.3%	28.0%	32.0%	32.0%
ROE(%)	5.0%	11.0%	21.8%	21.2%
每股收益(元)	0.05	0.24	0.55	0.62
P/E	222.85	50.86	22.05	19.74
P/B	10.81	5.55	4.74	4.12
EV/EBITDA	25	31	15	13

资料来源: wind、华安证券研究所

目录

1 公司概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 营业收入稳定，出口占比高	5
2 供给需求双提振，钛白粉价格持续上涨	7
2.1 下游应用广泛，涂料占据半壁江山	7
2.2 环保收紧，氯化法未来将成主流	8
2.3 供给端：产业整合加速	10
2.4 需求端：下游需求复苏，海外出口增加	11
3 收购龙蟒强强联合，打造世界级龙头	12
附录：财务报表预测	15

图表目录

图表 1 公司在钛白粉领域举措	4
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 公司营业收入构成	5
图表 4 公司历年营业收入及增长率	6
图表 5 公司历年归母净利润及增长率	6
图表 6 公司历年毛利率和净利率	6
图表 7 公司海外收入占比高	7
图表 8 公司国内和出口市场占有率	7
图表 9 全球钛白粉应用领域	8
图表 10 国内钛白粉应用领域	8
图表 11 硫酸法和氯化法生产工艺对比	8
图表 12 硫酸法和氯化法产品性能对比	9
图表 13 国内外氯化法钛白粉产能	9
图表 14 中国钛白粉行业历年生产情况	10
图表 15 全球钛白粉生产企业	11
图表 16 国内钛白粉生产企业	11
图表 17 房屋新开工面积和商品房销售面积	11
图表 18 我国钛白粉历年出口量	12
图表 19 2012-2014 年龙蟒钛业生产情况	13
图表 20 龙蟒钛业毛利率高于国内上市公司	13

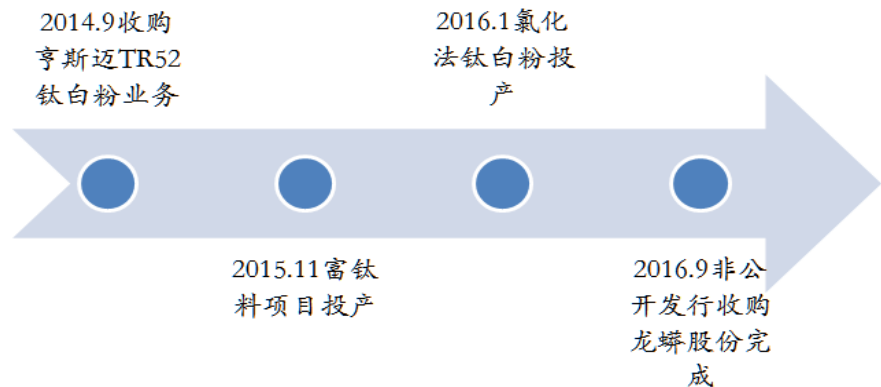
1 公司概况

1.1 公司简介

河南佰利联化学股份有限公司位于焦作西部产业集聚区内，2011年7月登陆深交所。公司建立了以钛白粉系列为支柱，涵盖锆系、铁系、钛渣、硫酸等五大类20多个品种的产业体系，公司“雪莲”商标被认定为中国驰名商标，产品畅销全国，并出口亚太、拉美、北美、欧洲、中东和非洲地区的一百余个国家，主要产品的年产规模、国内销售规模、出口规模均居全国前列，以2015年度的规模计算，分别占全国规模的8.98%、6.62%、18.00%。

公司近几年围绕钛白粉领域，不断加大投资和研发力度，提高公司产品竞争力。2012年，引进氯化法钛白粉生产技术，建立了中国最大的全产业链氯化法生产基地，并成为国内唯一同时拥有大型硫酸法和大型氯化法生产工艺的生产厂家。2014年收购了亨斯迈公司TR52业务，并依托TR52技术对生产系统进行改进，生产出具有优异的分散和遮盖性能、理想的光泽、快速固化、抗粉化、耐化学品、高耐候、持久白度抗黄变的高档油墨专用级钛白粉。2014年，建成投用了国内一流配备的佰利联企业技术中心，集化工粉体和矿物质等质量检测中心、粉体材料及其功能材料研发中心、粉体材料应用中心、信息中心和质量控制中心于一体。公司拥有钛白粉产能26万吨/年，其中氯化法钛白粉6万吨/年，2016年公司完成收购国内钛白粉龙头龙蟒钛业后，钛白粉年产能飙升至56万吨/年，成为亚洲最大，全球第四大的钛白粉生产企业。

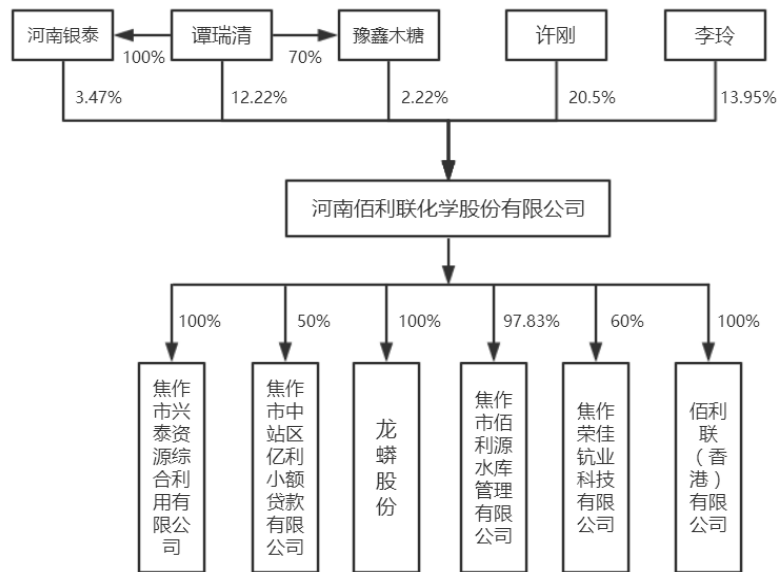
图表 1 公司在钛白粉领域举措



资料来源：wind、华安证券研究所

公司前两大股东原为自然人许刚和河南银泰投资有限公司，2016年9月，非公开发行收购龙蟒钛业的股票上市后，第一大股东依然是许刚，持股比例由原来的13.76%上升至20.5%，第二大股东为谭瑞清，谭瑞清通过本人直接持股12.22%，以及河南银泰投资和汤阴县豫鑫木糖开发公司间接持股，第三大股东为自然人李玲，持股13.95%，李玲为龙蟒钛业实际控制人李家权之女。

图表 2 公司股权结构

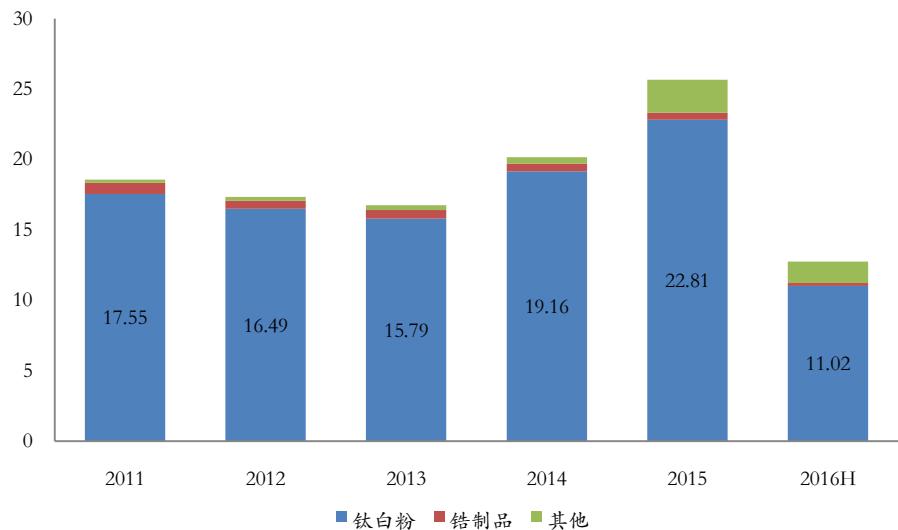


资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 营业收入稳定，出口占比高

公司自成立以来，主营业务一直是钛白粉系列产品，钛白粉在公司营收中占据绝对地位，2016 年中期，钛白粉收入 11.02 亿元，占公司总营收 84.88%。

图表 3 公司营业收入构成

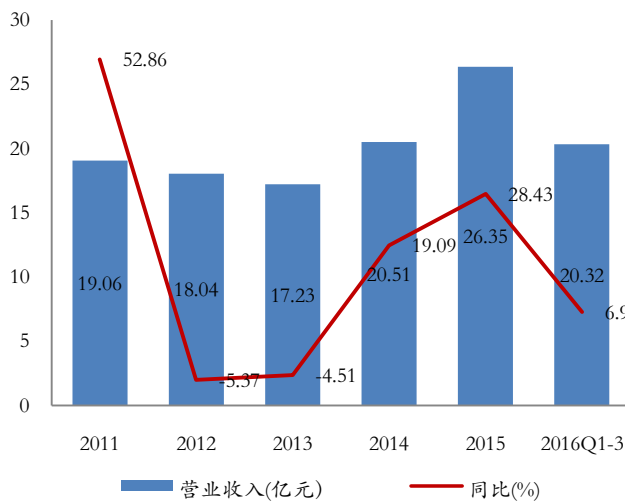


资料来源：wind、华安证券研究所

公司的业务构成决定了公司业绩主要受钛白粉市场影响，2013 年国内钛白粉市场进入景气下行空间，产品价格持续下滑，另一方面市场需求疲软以及节能减排、高耗能、高污染产业资源整合等政策的深度管控，人力红利削弱劳动成本提高，导致钛白粉生产企业成本不断增大，整个行业陷入低迷。公司在在大环境的困

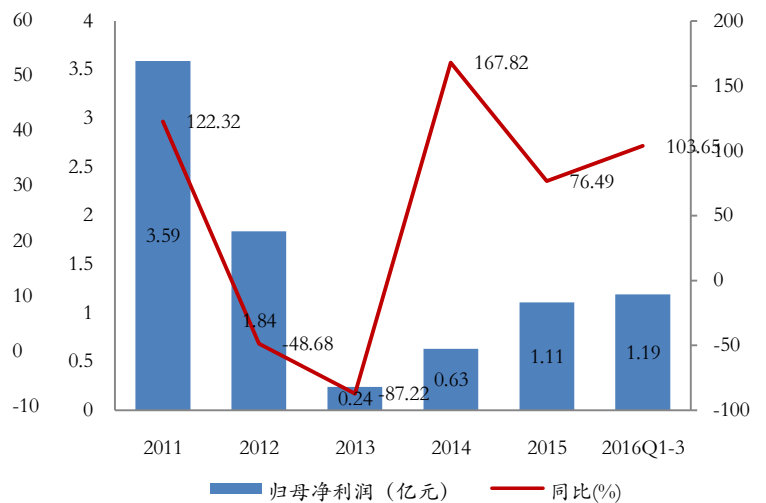
境下，盈利水平也出现较大滑坡，但公司在行业低估时不断加大研发投入，改善产品结构，近几年业绩改善明显，2015年公司实现营业收入26.35亿元，同比增长28.43%，实现归母净利润1.11亿元，同比增长76.49%。进入到2016年，钛白粉市场走出低迷，产品价格一路攀升，公司业绩也水涨船高，2016年前三季度，公司实现营业收入20.32亿元，归母净利润1.19亿元，同比增长6.96%和103.65%。同时公司的毛利率和净利率水平也大幅提高，分别为22.54%和6.19%，在同行业中处于领先水平。

图表 4 公司历年营业收入及增长率



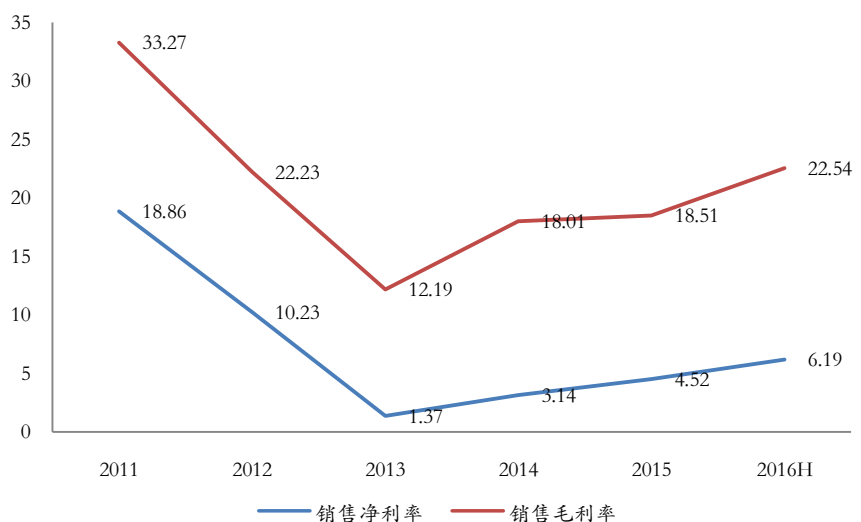
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 5 公司历年归母净利润及增长率



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 6 公司历年毛利率和净利率

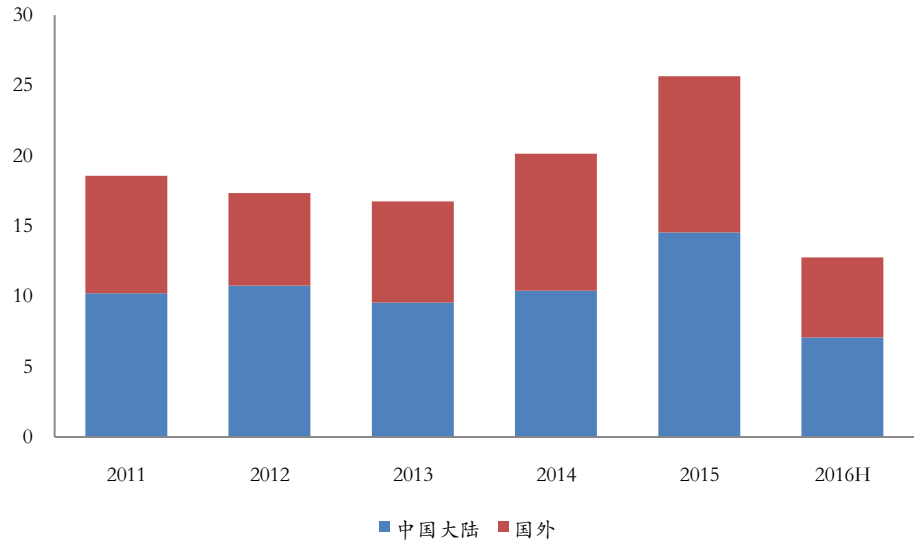


资料来源：wind、华安证券研究所

公司作为国内钛白粉行业的龙头企业之一，产品除畅销全国之外，还出口亚太、欧美、非洲等 100 多个国家和地区，获得了下游厂商如阿克苏诺贝尔、PPG

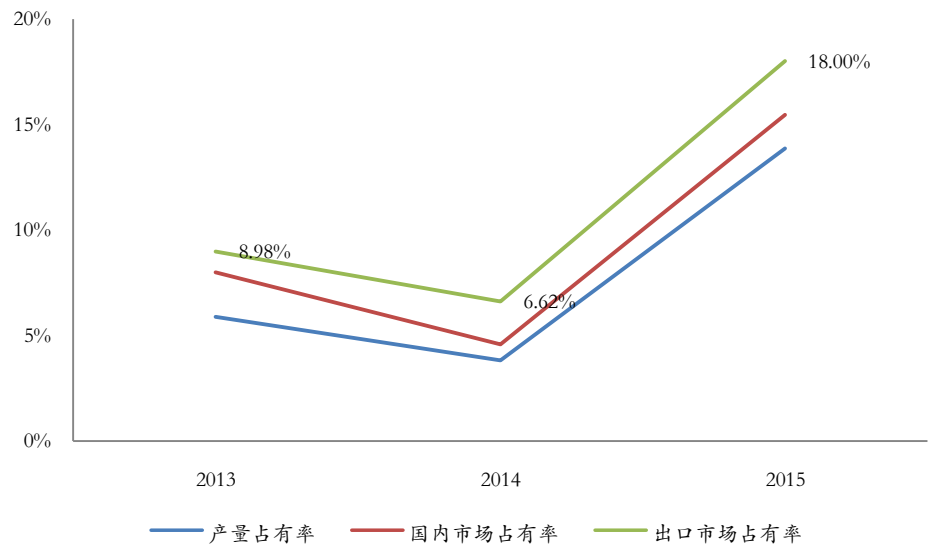
等国际公司的认可。从公司的业务构成来看，国外市场规模较大，近几年一直占公司营业收入的40%以上。2015年公司海外收入达到11.11亿元，占公司营业收入42.17%，在出口市场的占有率达到18%。

图表 7 公司海外收入占比高



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 8 公司国内和出口市场占有率



资料来源：公司公告、华安证券研究所

2 供给需求双提振，钛白粉价格持续上涨

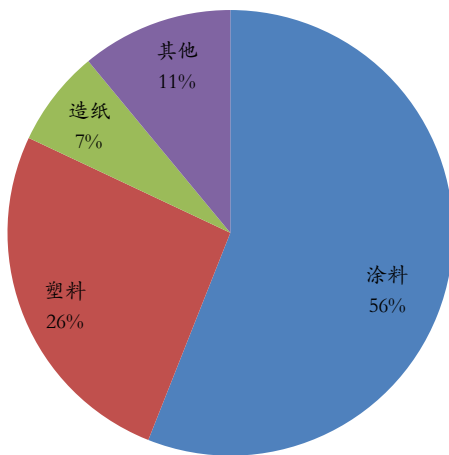
2.1 下游应用广泛，涂料占据半壁江山

钛白粉（英文名称：titanium dioxide），主要成分为二氧化钛(TiO_2)的白色颜料，二氧化钛（titanium dioxide）分子式为 TiO_2 是一种多晶化合物，其质点呈

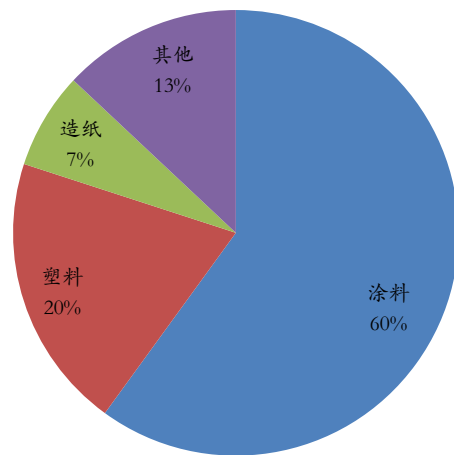
规则排列，具有格子构造。钛白粉被认为是目前世界上性能最优异的白色颜料，约占全部白色颜料使用量的 80%，广泛应用于涂料、塑料和橡胶、油墨、造纸等领域。钛白粉主要起到增白、着色、遮盖、耐候、补强等作用，有金红石型和锐钛型两种结构。相对而言，金红石晶体结构致密，比较稳定，光学活性小，因而耐候性好，同时有较高的遮盖力和消色力，属于钛白粉的高端产品。

钛白粉的主要应用在涂料、塑料、油墨、造纸，目前国内钛白粉应用领域中，涂料占 60%，塑料占 20%、造纸占 7%，其它（含化妆品、化纤、电子、陶瓷、搪瓷、焊条、合金、玻璃等领域）占 13%。

图表 9 全球钛白粉应用领域



图表 10 国内钛白粉应用领域



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

2.2 环保收紧，氯化法未来将成主流

钛白粉的工业生产方法有氯化法和硫酸法两种。硫酸法主要采用间歇式酸解、水解，连续煅烧的化工生产工艺，硫酸法的优点是原料以钛精矿（或泰渣）为主，价格低廉，公司历史悠久，技术成熟，操作设备简单；缺点是工艺多、流程长、间歇性操作，硫酸、蒸汽和水的消耗量大，废副产物多，每生产 1t 钛白粉要铲除 3-4t 硫酸亚铁和 8-10t 稀硫酸，环境污染严重。氯化法主要采用连续的氯化、除杂及精制、氧化的化工生产工艺，氯化法的优点是工艺流程短、废副产物少、能耗少、环境友好、产品质量高；缺点是原料成本高、工艺难度大。

图表 11 硫酸法和氯化法生产工艺对比

	硫酸法	氯化法
原矿	钛精矿、酸溶性钛渣	氯化钛渣
主辅原料	硫酸	氯气
原料价格	低	高
产品种类	锐钛型、金红石型	金红石型
工艺流程	长	短
工艺技术	成熟	国内还不成熟

	要求低	要求高
控制精度		
固废 1	酸性未酸解泥浆处理难度较大	氯化渣、收尘渣处理难度大
固废 2	硫酸亚铁市场容量小	
酸性废水	大	较大
环保	压力特别大、废副的产生特别多，硫酸的回收利用困难，副产品硫酸亚铁如不能利用和外销处理极其困难	压力大，固体废物处理及其困难，回收的盐酸不能重新利用到生产中
能源消耗	主要能源煤、天然气、蒸汽及水电等的消耗特别大	消耗相对较小，主要是蒸汽和水电

资料来源：《硫酸法钛白粉与氯化法钛白粉生产工艺的比较》、华安证券研究所

不论是硫酸法还是氯化法生产，其都可以得到产品质量优异的金红石型钛白粉。目前硫酸法低廉的原料成本和简单的设备工艺，较为契合我国企业的发展水平，但从长远来看，随着我国的发展，国家对环保意识的增强，环保政策将越来越严格，对化工企业的废副产品的的外排限制也会严格。未来当我国企业完整掌握氯化法生产工艺后，氯化法将成为钛白粉主流生产方法。

图表 12 硫酸法和氯化法产品性能对比

产品指标	硫酸法	氯化法
杂质含量 Fe (ppm)	30-60 (煅烧粗品)	小于 10 (氧化粗品)
白度	96	98
消色力	基本相当	基本相当
吸油量	20-24	17

资料来源：《硫酸法钛白粉与氯化法钛白粉生产工艺的比较》、华安证券研究所

目前除中国以外，世界钛白粉生产总量中有 60% 以上为氯化法产品，这种产品的 80% 以上又产自美国杜邦、特诺、亨斯曼、康诺斯以及巴西科斯特公司。由于生产技术的原因，我国一直以硫酸法为主要生产方法，但近几年来，我国氯化法钛白粉生产及工业突破有所改观，部分企业已经实现氯化法量产。

图表 13 国内外氯化法钛白粉产能

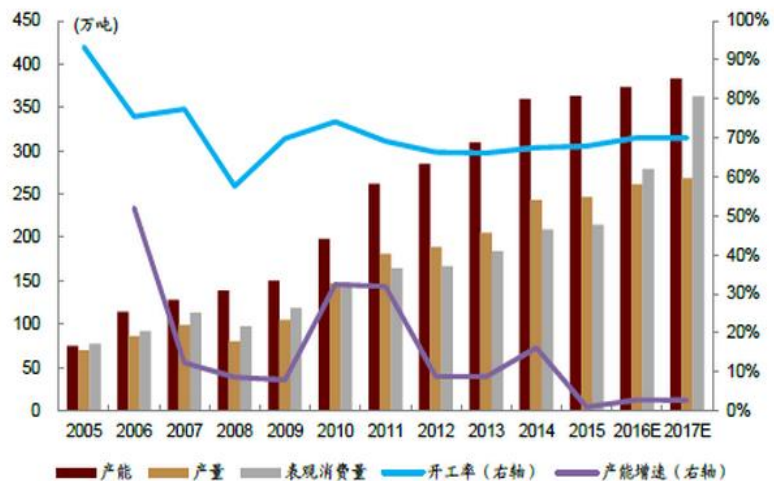
公司名称	氯化法产能 (万吨/年)
杜邦	116
亨斯曼	23.1
科斯特	58.8
特诺	46.8
康诺斯	41
石原	12.9
佰利联	6
漯河兴茂	3
锦州钛业	6
云南新立	6

资料来源：公司公告、华安证券研究所

2.3 供给端：产业整合加速

从2010年起，钛白粉的高收益吸引了众多厂商涌入钛白粉行业，产能快速扩张，新增产能在2012-2015年陆续投放，产能过剩导致行业竞争激烈。行业开工率由2014年下半年的75%逐步下滑至16年最低的60%。同时由于全球宏观经济低迷，钛白粉下游需求放缓，2012-2015年钛白粉价格持续走低，近两年价格甚至跌至大部分公司成本线附近，盈利水平大幅下滑。

图表 14 中国钛白粉行业历年生产情况



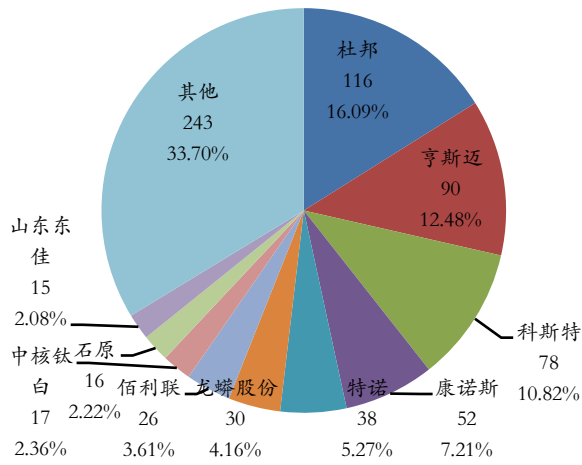
资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

为改善国内钛白粉行业无序扩张，产能分散的现状，国家相关部委近几年陆续发布多项政策，调整钛白粉产业结构。2012年提出《钛白粉行业准入标准》（暂未定稿），新建钛白粉企业年产能力必须达到5万吨及以上（硫酸法）和6万吨及以上（氯化法）；2014年环保部出台《钛白粉工业污染防治技术政策》明确将鼓励氯化法、联产硫酸法清洁钛白粉生产工艺、淘汰传统硫酸法重污染生产工艺。2015年行业协会发布《钛白粉单位产品能耗限额》，规定了生产钛白粉单位产品能耗的限定值和准入值，该标准已于2016年10月1日实施，根据测算将至少淘汰目前总产能的20%。

参照国外经验，钛白粉市场应该是一个寡头垄断市场，便于降低各方面成本，同时提升固定资产的利用效率，目前全球钛白粉总产能约720万吨（有效产能），CR10约66%。前5大厂商为美国杜邦、美国亨斯迈、巴西科斯特、美国康诺斯、美国特诺，产能分别为116万吨、90万吨、78万吨、52万吨和38万吨，全球占比52%。

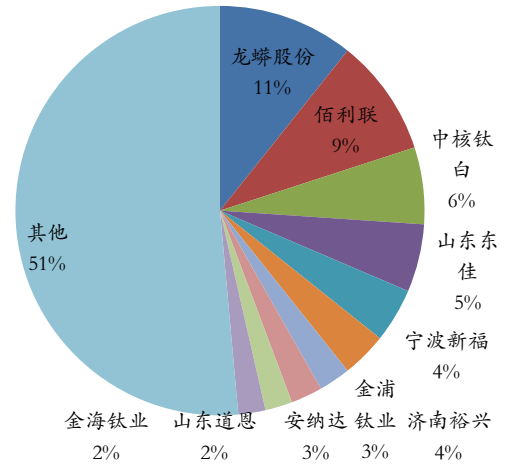
目前国内钛白粉是生产厂商相对分散，统计内有42家钛白粉生产企业，总产能约280万吨，平均产能仅为6.67万吨。前十大的生产厂商平均产能为13.6万吨，这10家企业占据全国产能的48.57%。本轮调整国内退出的产能36万吨，主要由广西嘉华10万吨、西昌瑞康6万吨、漯河兴茂6万吨、攀钢重庆钛业5万吨、云南泽昌4.5万吨、中盐株化3万吨、中核钛白盐城福泰1.5万吨等。

图表 15 全球钛白粉生产企业



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

图表 16 国内钛白粉生产企业



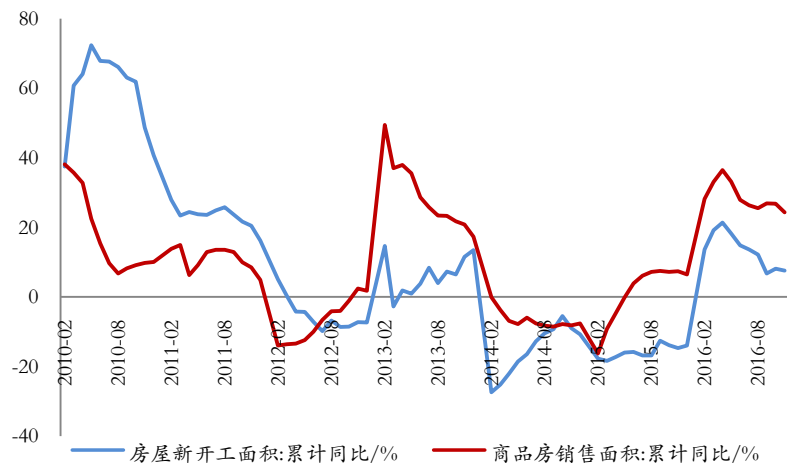
资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

未来国内钛白粉市场很可能对小型产能进行淘汰或者并购，目前市场上产能小于 5 万吨的企业共有 68.8 万吨的产能，这部分产能的淘汰可以减少总体产能的 20% 左右。近二年钛白粉行业兼并重组持续进行，国内外龙头企业均加快了并购步伐，市场集中度进一步提升。随着行业整合的不断加快，行业整体竞争格局将不断发生变化，行业整体对下游的议价能力将显著提升。

2.4 需求端：下游需求复苏，海外出口增加

钛白粉下游应用中涂料领域占据 60% 份额，而涂料领域最主要的应用领域就是房地产。2015 年底以来，国内房地产复苏，一、二线城市房地产行业火热，房地产投资、房屋新开工面积以及新房销售等数据均大幅回升。中央经济工作会议提出化解房地产库存是 2016 年五大重点任务之一，去库存成为目前房地产行业的主旋律，新一轮的房地产政策有可能加速房地产去库存。钛白粉作为后房地产周期，一般滞后房地产半年到一年左右，本次房地产行业的回暖以及去库存政策将大幅拉动国内钛白粉行业的增长。

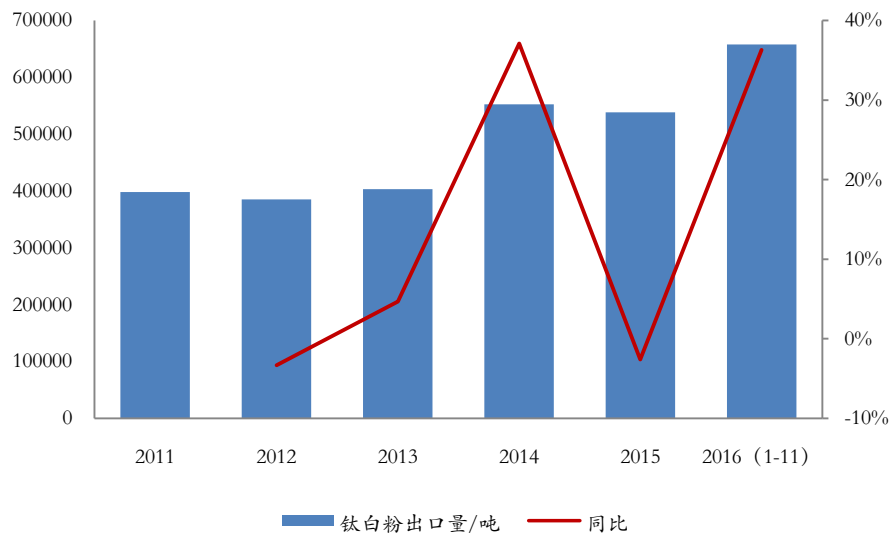
图表 17 房屋新开工面积和商品房销售面积



资料来源：wind、华安证券研究所

在国内下游需求复苏的同时，钛白粉出口量也快速增长，2016年1-9月份，我国钛白粉进口总量为1.47万吨，出口总量为54.06万吨。预计至2019年，钛白粉产量将达301.287万吨，进口量减少至9.5万吨，出口量增加至77.58万吨。中国钛白粉的主要出口国为印度、美国、巴西、韩国、印尼和伊朗，欧美等发达国家由于钛白粉价格持续下降，盈利能力下滑，杜邦、亨斯迈等企业推出部分产能，导致供应不足拉动中国出口；另外大部分国家，如印度、巴西、印尼、伊朗等国家均由于技术、资本等原因，不具备钛白粉的生产能力。而随着这些国家经济的向好，尤其是印度近年来经济飞速增长，其对钛白粉的需求将快速增加，这些发展中国家所面临的钛白粉供需矛盾将快速提高国内钛白粉的出口量。从2015年8月以来人民币进入贬值通道，离岸人民币对美元汇率持续贬值，也利好钛白粉的出口。

图表 18 我国钛白粉历年出口量



资料来源：wind、华安证券研究所

在供给端和需求端的双重提振下，钛白粉在2016年一波壮观的涨价潮，年内提价达到10多次，产品价格由年初的9900元/吨上涨至15650元/吨。2016年12月攀枝花钒钛高新技术开发区又爆出非法排污事件，停产整治28家企业，周边80万吨钛白粉产能受影响，占全国总产能约23%，此次污染事件再度推动钛白粉价格上涨。2017年1月公司公告氯化法钛白粉、锐钛型钛白粉销售价格原基础上对国内客户上调700元/吨；对国际客户上调100美元/吨，拉开新一年的涨价大幕，目前最新价格已经达到16600元/吨。

3 收购龙蟒强强联合，打造世界级龙头

2016年9月，公司完成非公开发行股票上市，龙蟒钛业正式成为公司全资子公司。龙蟒钛业钛白粉产销量一直保持在行业首位，2014年其钛白粉产能30万吨，实际产量达到29.78万吨，位居亚洲第一，世界第六。公司完成并购后，钛白粉产能也由原来的26万吨/年提升至56万吨/年，成为亚洲第一，全球第四大的钛白粉生产企业。

图表 19 2012-2014 年龙蟒钛业生产情况

年份	2012	2013	2014
全国总产量(万吨)	188.6	215.5	243.5
年增长率 (%)	4.08	14.26	12.99
公司总产量(万吨)	18.02	23.82	29.78
年增长率 (%)	—	32.16	25.03
市场占有率 (%)	9.56	11.05	12.23

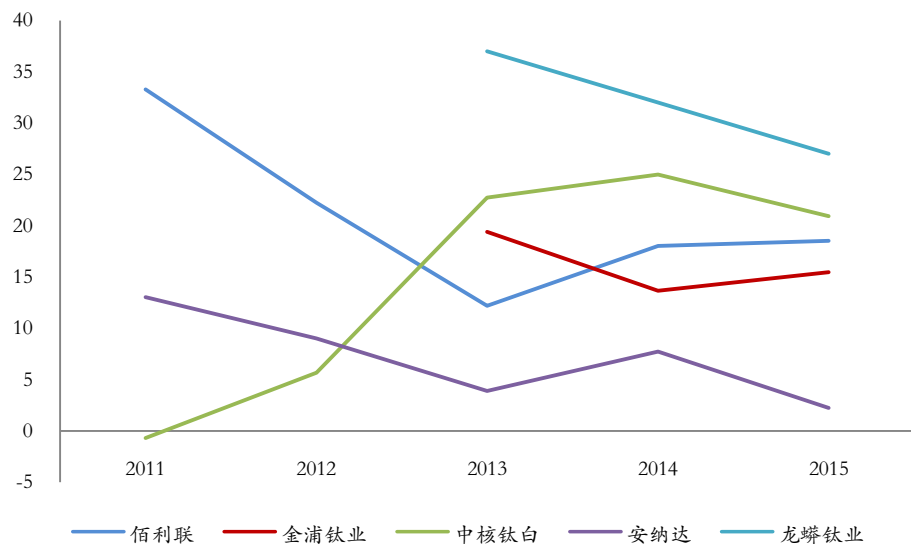
资料来源：公司公告、华安证券研究所

龙蟒钛业拥有较大规模的钒磁铁矿资源，该采矿区年设计开采规模 800 万吨，截至 2014 年末的保有储量达到 18,416.39 万吨，折合为 46.5%品位的钛精矿约为 3,625.18 万吨，可以长期保证公司钛白粉生产所需精矿。自有矿山为公司的发展壮大提供了钛资源战略保证，完整产业链亦使自公司在抗风险能力、成本控制产业协同等方面具有特殊的竞争优势。

目前国内钛矿的出场价格（不含税）已经达到 1100-1200 元/吨，龙蟒钛业的钛矿成本大约在 400 元/吨，目前，龙蟒钛业的钛精矿产能已达到 70 万吨/年以上，全部内供于钛白粉生产，大大削减了公司成本，贡献了大量利润。龙蟒钛业还拥有硫-磷-钛循环经济模式，龙蟒钛业生产钛白粉过程中产生的大量废酸水会供应给磷化工企业做磷矿洗选之用从而实现循环回收利用。另外龙蟒钛业位于四川，四川地区较低的水电和天然气价格又进一步减少了公司成本支出。

成本上的巨大优势，使龙蟒钛业的钛白粉毛利率一直位居较高水平，并遥遥领先于国内钛白粉行业平均水平。

图表 20 龙蟒钛业毛利率高于国内上市公司



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

公司收购龙蟒太业后，可充分发挥龙蟒钛矿资源上的优势，保证公司在未来较长年度内钛白粉生产所需精矿，提高公司钛精矿自给能力，实现“钒磁铁--钛精矿--技术研发--钛白粉生产—钛白粉销售”全产业链，保证原材料的稳定供应。

另一方面，公司合并后成为仅次于杜邦、亨斯迈和科斯特的全球第四大钛白粉生产企业。领先的产销量规模提高了公司在上游原材料采购中的议价能力，也为公司的业务发展和市场占有率的提高奠定了基础，较高的市场占有率和行业领先地位增强了公司产品定价方面的自主权和话语权。同时此次合并也拉开了国内钛白粉行业整合大幕我国钛白粉行业有望和国外一样形成寡头竞争的格局，从而使我国钛白粉行业走上合理健康发展之路。

4 盈利预测与投资评级

钛白粉在供给和需求的双重提振下，产品价格持续上涨。目前钛白粉下游客户的库存量已经达到历史低点，下游客户将在春节过后进入补库存阶段，钛白粉价格将有望继续保持高位。公司作为钛白粉行业的龙头企业将充分享受钛白粉提价带来的高收益。我们预计公司 2016-18 年的 EPS 分别为 0.24 元、0.55 元、0.62 元，对应当前股价的 PE 分别为 50.86 倍、22.05 倍、19.74 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,120	4,918	7,378	8,565	营业收入	2,660	3,857	6,556	7,081
现金	563	3,438	5,276	6,445	营业成本	2,147	2,777	4,458	4,815
应收账款	363	553	932	996	营业税金及附加	6	8	13	14
其他应收款	19	11	23	32	销售费用	110	154	229	234
预付账款	83	4	(429)	(653)	管理费用	200	270	459	460
存货	618	738	1,224	1,329	财务费用	59	77	68	63
其他流动资产	474	174	352	415	资产减值损失	10	1	0	2
非流动资产	3,641	3,491	3,509	3,376	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	38	26	32	32	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1,933	1,811	1,688	1,566	营业利润	126	570	1,328	1,493
无形资产	149	139	129	121	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资产	1,521	1,516	1,659	1,657	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5,761	8,409	10,888	11,941	利润总额	136	570	1,328	1,493
流动负债	3,140	3,652	5,361	5,582	所得税	17	68	159	179
短期借款	1,630	1,628	1,624	1,619	净利润	119	502	1,168	1,314
应付账款	454	485	845	924	少数股东损益	8	14	42	56
其他流动负债	1,056	1,538	2,892	3,039	归属母公司净利润	111	488	1,126	1,258
非流动负债	263	210	172	162	EBITDA	363	779	1,528	1,687
长期借款	250	250	250	250	EPS (元)	0.05	0.24	0.55	0.62
其他非流动负债	13	(40)	(78)	(88)					
负债合计	3,403	3,862	5,532	5,745					
少数股东权益	60	73	116	171					
股本	204	2,032	2,032	2,032					
资本公积	1,404	1,404	1,404	1,404					
留存收益	861	1,037	1,803	2,588					
归属母公司股东权益	2,298	4,474	5,239	6,025					
负债和股东权益	5,761	8,409	10,888	11,941					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(562)	1,107	2,247	1,759
净利润	119	488	1,126	1,258
折旧摊销	177	132	132	131
财务费用	61	77	68	63
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	(596)	395	879	250
其他经营现金	(322)	14	43	57
投资活动现金流	(339)	12	(6)	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(6)	12	(6)	0
其他投资现金	(333)	0	0	0
筹资活动现金流	989	1,538	(400)	(597)
短期借款	700	(2)	(4)	(5)
长期借款	143	0	0	0
普通股增加	14	1,828	0	0
资本公积增加	151	0	0	0
其他筹资现金	(18)	(289)	(395)	(592)
现金净增加额	88	2,656	1,842	1,163

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	28.92%	45.00%	70.00%	8.00%
营业利润	102.52%	353.39%	132.82%	12.44%
归属于母公司净利润	76.49%	338.13%	130.63%	11.74%
获利能力				
毛利率(%)	19.28%	28.00%	32.00%	32.00%
净利率(%)	4.19%	12.66%	17.17%	17.77%
ROE(%)	5.05%	11.04%	21.82%	21.20%
ROIC(%)	6.15%	16.22%	32.64%	43.31%
偿债能力				
资产负债率(%)	59.07%	45.93%	50.81%	48.11%
净负债比率(%)	20.26%	-42.12%	-63.35%	-47.13%
流动比率	0.68	1.35	1.38	1.53
速动比率	0.48	1.14	1.15	1.30
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.54	0.68	0.62
应收账款周转率	8.24	8.70	9.03	7.56
应付账款周转率	6.99	8.21	9.86	8.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.24	0.55	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.28)	0.54	1.11	0.87
每股净资产(最新摊薄)	1.13	2.20	2.58	2.96
估值比率				
P/E	222.8	50.9	22.1	19.7
P/B	10.8	5.6	4.7	4.1
EV/EBITDA	25.27	30.95	14.89	12.86

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。