



化工  
Chemistry

2011 年 7 月 5 日

市场数据	2011 年 7 月 5 日
发行前股本 (万股)	7000
发行量 (万股)	2400
主承销商	中航证券
第一大股东	许刚
发行价格 (元)	55
发行市盈率 (摊薄后)	32

#### 发行前财务数据

每股净资产 (元)	5.7
净资产收益率 (元)	49.18%
资产负债率 (%)	71.28%

杨杰

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

执业证书编号: S0370511030002

## 佰利联 (002601)

——国内钛白粉龙头，受益行业景气上行

赢利预测	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1247	2166	2431	3166
营业收入增长率 (%)	60.1%	73.7%	12.2%	30.3%
净利润 (百万元)	162	460	490	563
净利润增长率 (%)	212.5%	184.5%	6.5%	14.9%
EPS (元)	1.72	4.89	5.21	5.99
PE	32.0	11.2	10.5	9.2

资料来源: 金元证券研究所

● 公司是我国主要钛白粉生产企业，产量位居国内第二。公司现有硫酸法钛白粉（金红石型）产能 8 万吨，10 年实际产量达到 10.2 万吨，约占全国的 6.93%。公司产品主要销售给涂料、塑料和造纸行业。

● 全球钛白粉行业景气进入上行阶段。钛白粉是市场价值仅次于合成氨、磷化工的第三大无机化工品。09 年以来，美国、欧洲多家工厂关闭，关闭产能占全球产能的 5-7%。在全球钛白粉产业产能下降、需求回升、行业竞争强度下降等因素的刺激下，行业景气大幅上行。从去年四季度以来，北美钛白粉价格上涨 34% 左右；未来国际钛白粉巨头如杜邦、Cristal、Tronox、克罗诺斯公司仍有继续提价预期。在国内外市场的拉动下，我国金红石型钛白粉价格从去年的 1.4 元/吨上涨至目前的 2.4 万元/吨。

● 钛精矿涨价和越南年底停止对华出口的负面影响或相对有限。2010 年初钛精矿价格 600 元左右，目前已上涨至 2300 元/吨，涨幅较大。我们认为钛精矿涨价主要受需求拉动所致，钛白粉行业能够消化钛精矿的涨价。越南在 08 年曾经宣布停止钛精矿对华出口，最终并未停止。我们认为，越南未必会真正停止出口；即使到时停止对华出口，越南矿必然加大对国际市场销售力度，全球钛精矿供给不会因此而减少供给。

● 公司规模效应突出、循环经济优势明显。硫酸法钛白粉企业单个工厂最佳经济规模 8-10 万吨，公司产能已达到经济规模。公司产品钛白粉、锆制品、硫酸铝和硫酸等系列产品生产工艺相通，不同工序生产的产品或废弃物可直接或回收后再次进入生产环节。公司废酸、硫酸制酸的热能、废碱液等不仅在公司内部循环使用，还可提供给周边企业用作生产原料。

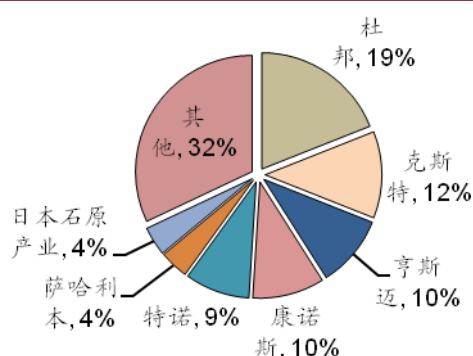
● 募投项目提升公司产能和完善产品结构。公司募投项目为 6 万吨氯化法钛白粉和 2\*30 万吨硫酸制酸二期项目。氯化法钛白粉技术符合国家产业政策，且产品纯度高、质量好，价格比硫酸法高 3000-5000 元/吨。

未来公司钛白粉产能将大幅提高、产品结构向高端发展、盈利能力进一步增强。硫磺制酸项目实施后，公司硫酸可以实现完全自给，并副产蒸汽产品。

● 估值。根据我们测算，公司 11-13 年 EPS 分别为 4.89、5.21、5.99 元/股，公司发行价格 55 元，对应 PE 为 11.2、10.5、9.2 倍。考虑公司未来产能投放、行业景气度上行等因素，我们认为可给予公司 11 年 15 倍 PE，对应合理价格为 73.35 元。建议申购。

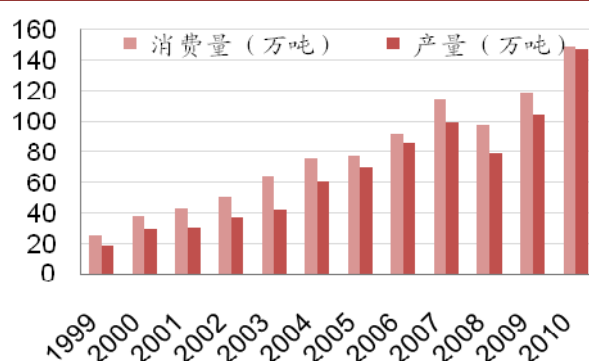
● 风险。行业景气下滑风险、原材料价格上涨风险。

图表 1 全球钛白粉行业处于寡头格局



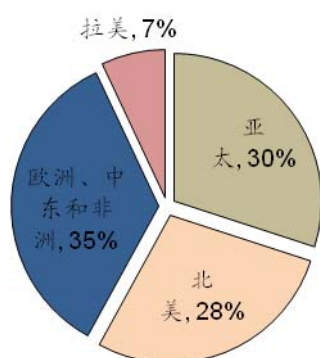
资料来源：金元证券研究所

图表 2 我国钛白粉产量和需求情况



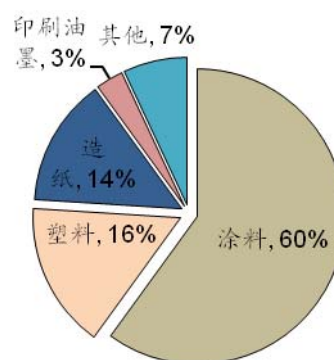
资料来源：金元证券研究所

图表 3 全球钛白粉消费市场分布



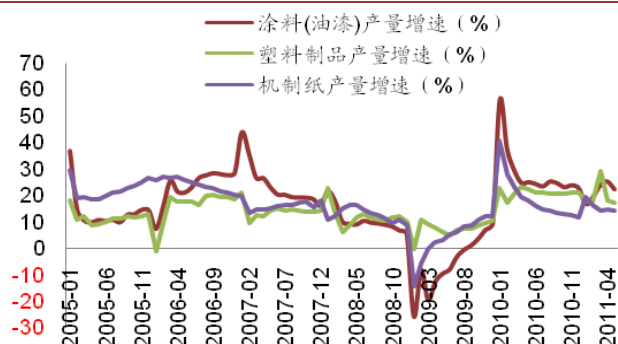
资料来源：金元证券研究所

图表 4 我国钛白粉下游消费行业分布



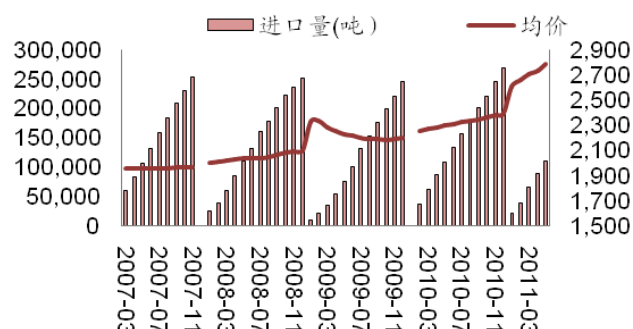
资料来源：金元证券研究所

图表 5 钛白粉主要下游产量增速维持在较高水平，其他涂料 1-5 月产能增速达到 22.4%



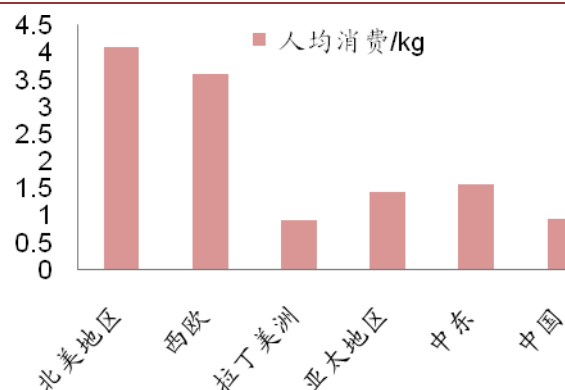
资料来源：金元证券研究所

图表 6 我国钛白粉进口均价大幅上涨



资料来源：金元证券研究所

图表 7 全球主要地区钛白粉人均消费对比



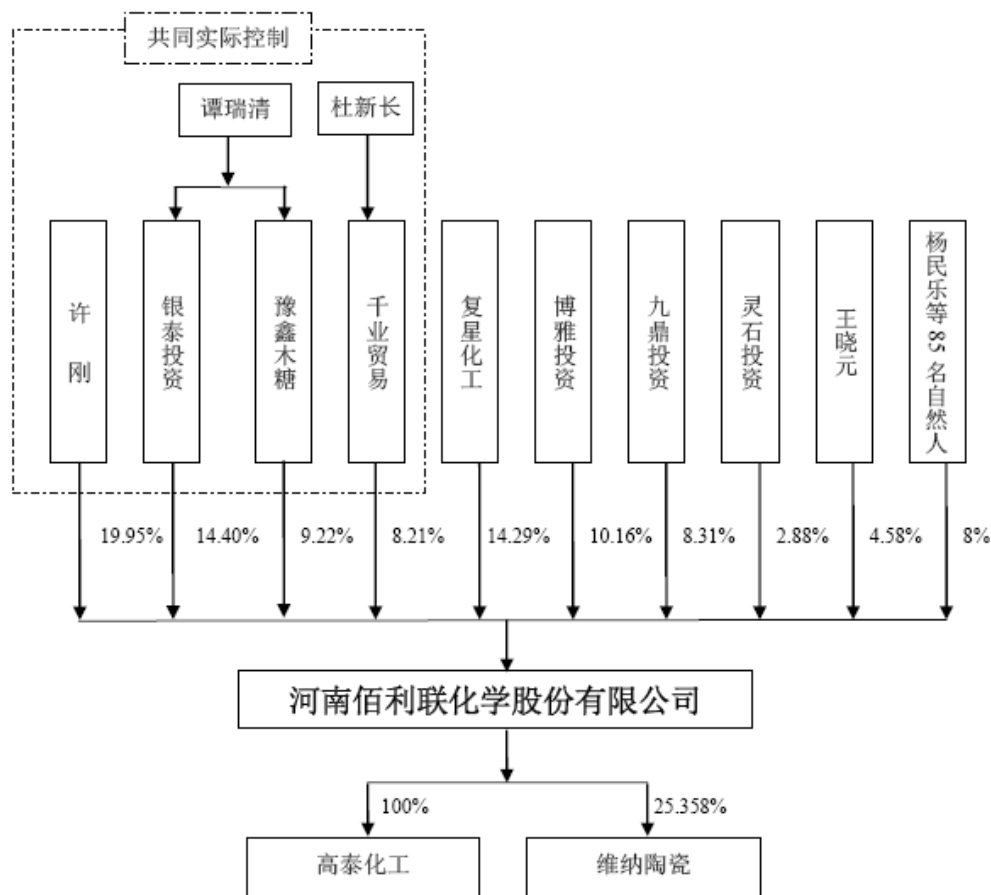
资料来源：金元证券研究所

图表 8 2010 年国内前十位钛白粉生产企业的产量及占全国总产量

排名	企业名称	产量(吨)	占全国总产量的比例
1	山东东佳集团股份有限公司	118,000	8.02%
2	河南佰利联化学股份有限公司	102,074	6.93%
3	四川龙蟒钛业股份有限公司	100,737	6.84%
4	云南大互通工贸有限公司	64,000	4.35%
5	宁波新福钛白粉有限公司	63,125	4.29%
6	攀钢集团重庆钛业股份有限公司	62,578	4.25%
7	南京钛白化工有限责任公司	47,142	3.20%
8	安徽安纳达钛业股份有限公司	45,898	3.12%
9	江苏太白集团有限公司	36,000	2.45%
10	蓝星化工新材料股份有限公司广西分公司	33,866	2.30%
	其他	798,580	54.26%
	合计	1,472,000	100%

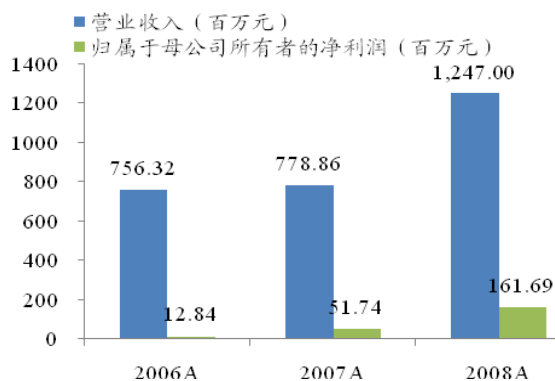
资料来源：金元证券研究所

图表 9 发行前公司股权结构



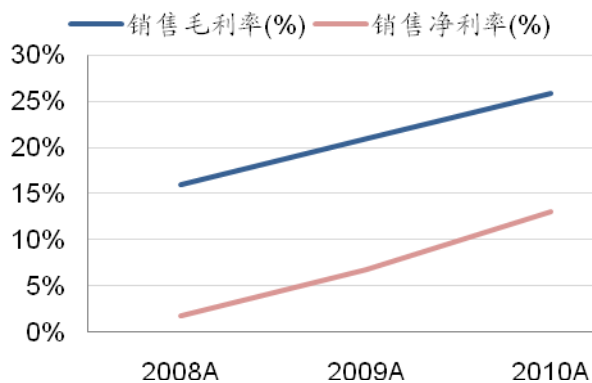
资料来源：公司招股书

图表 10 公司业绩持续上升



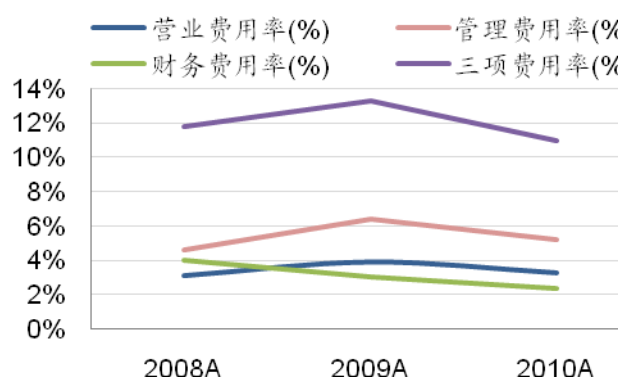
数据来源：wind 金元证券研究所

图表 11 公司盈利能力持续提高



数据来源：wind 金元证券研究所

图表 12 公司三项费用保持稳定



数据来源: wind 金元证券研究所

图表 13 公司募投项目

项目	总投资 (万元)	建设期	预计销售收入 (万元)	预计平均净利润 (万元)
6 万吨/年氯化法钛白粉生产线项目	57,223	2 年	78000	11160
2×30 万吨/年硫磺制酸项目 (二期)	7,096	1 年	19800	2002

资料来源: 公司招股书

图表 14 公司利润表预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1247	2166	2431	3166
营业成本	925	1474	1689	2272
营业税金及附加	6	13	15	19
销售费用	41	54	68	95
管理费用	65	93	112	146
财务费用	30	0	-20	-18
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	178	532	568	653
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	186	541	577	662
所得税	25	81	86	99
净利润	162	460	490	563
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	162	460	490	563
EBIT	212	541	560	647
EPS (元)	1.72	4.89	5.21	5.99

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.