

评级：强烈推荐（首次评级）

农用化工

公司年报点评

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005
 联系人 张伟保 S1080110100004
 电话：0755-82485029
 邮件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

上一日交易日股价（元）	81.42
总市值（百万元）	7,653
流通股本（百万股）	24
流通股比率（%）	25.53
资产负债表摘要 (03/12)	
股东权益（百万元）	2,117
每股净资产（元）	22.52
市净率（倍）	3.62
资产负债率（%）	24.79

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

佰利联(002601)

——钛白粉量价齐升，公司业绩大幅增长

事件：公司公布 2011 年年报，报告期内，全年实现营业收入 1,906,132,173.13 元，同比增长 52.86 %；实现营业利润 423,412,037.43 元，同比增长 138.44 %；归属于母公司股东的净利润 359,474,973.17 元，同比增长 122.32%，实现每股收益 3.82 元。公司还公布了 2011 年利润分配预案：以公司 2011 年末的总股本 9,400.0 万股为基数，每 10 股派发现金红利 7 元(含税)，拟派发的现金红利总额为 65,800,000.00 元；同时以公司 2011 年末的总股本 9,400.0 万股为基数，每 10 股转增 10 股，共计转增 9,400.0 万股，转增后的总股本为 18,800.0 万股。

点评：

钛白粉量价齐升，公司 2011 年业绩大幅增长。公司 2011 年实现营业收入同比增长 52.86%，净利润同比增长 122.32%，主要是因为 2011 年公司全年实现钛白粉销售 10.97 万吨，同比增长 8.94%，平均销售价格也较 2010 年有 10% 以上的上涨，毛利率提高了 8.09% 至 34.45%，实现了公司业绩大幅增长，全年实现 EPS3.82 元。

需求增加，公司迅速抢占国内外市场。面对下游需求增加，钛白粉价格不断上涨，公司迅速做出反应，通过在各区域选择有实力且有潜力的钛白粉经销商合作，公司钛白粉在 2011 年国内华东、华北、华南、华中及其他地区的主营业务收入比上年同期分别增长 7.13%、146.59%、71.00%、53.95%、479.42%；同时公司加大开拓国际涂料市场，加大出口力度，实现了国外地区主营业务收入比上年同期增长 37.38% 的成果。国内外市场的开拓增加了公司在市场上的影响力。

公司的规模优势和技术优势将进一步加强。目前公司钛白粉生产基本都是采用硫酸法，硫酸法污染环境非常严重，国家已开始限制硫酸法鼓励氯化法生产工艺，而由于其技术壁垒较高，目前国内仅有一家采用先进的氯化法生产工艺。随着公司募投项目“6 万吨/年氯化法钛白粉生产线项目”的建成投产，公司钛白粉产能将达 20 万吨/年，成为我国钛白行业唯一同时完整掌握硫酸法和氯化法两种生产工艺的企业，将进一步巩固公司在行业内的规模和技术领先地位。

首次给与“审慎推荐”评级。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 4.09 元、4.43 元、和 4.89 元，按照最新股价 81.42 元，对应的 PE



分别为 20 倍、18 倍和 17 倍，首次给与“审慎推荐”的投资评级。

风险提示：原材料大幅涨价风险，募投项目不达预期风险、环保风险等。

表一，公司主要财务指标

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	124,700	190,613	219,205	245,510	263,243
同比 (%)	0.0%	52.9%	15.0%	12.0%	7.2%
营业毛利	32,196	63,416	71,657	77,694	84,369
同比 (%)	0.0%	97.0%	13.0%	8.4%	8.6%
归属母公司净利润	16,169	35,947	38,457	41,662	46,003
同比 (%)	0.0%	122.3%	7.0%	8.3%	10.4%
总股本 (万股)	9,400.0	9,400.0	9,400.0	9,400.0	9,400.0
每股收益 (元)	1.72	3.82	4.09	4.43	4.89
ROE	39.2%	17.7%	15.9%	14.7%	14.0%
P/E (倍)	50.1	22.5	21.1	19.4	17.6

数据来源：公司公告、第一创业研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				单位:百万元					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	单位:百万元				
流动资产	1,793.6	2,274.2	2,797.8	3,350.5	一、营业收入	1,906.1	2,192.1	2,455.1	2,632.4					
货币资金	1,045.1	1,629.1	2,080.6	2,586.4	减: 营业成本	1,272.0	1,475.5	1,678.2	1,788.7					
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	11.1	16.1	17.4	18.9					
应收款项	161.9	178.0	199.1	215.1	销售费用	66.7	106.2	119.0	127.5					
预付款项	289.6	244.7	265.2	279.4	管理费用	105.0	112.9	119.7	124.0					
存货	296.7	222.1	252.6	269.3	财务费用	30.2	15.4	14.3	13.1					
其他流动资产	0.3	0.3	0.3	0.3	资产减值损失	-1.6	-0.1	0.6	0.4					
非流动资产	958.1	887.9	817.8	747.7	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0					
股权投资	7.2	7.2	7.2	7.2	投资收益	0.7	2.0	2.0	2.0					
债权与公允价值资产	0.2	0.2	0.2	0.2	其中: 联营企业收益	0.7	2.0	2.0	2.0					
固定资产	828.8	756.0	683.2	610.4	二、营业利润	423.4	468.1	508.0	561.6					
在建工程	81.4	84.1	86.7	89.4	加: 营业外收入	2.8	2.9	3.0	3.1					
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	4.4	18.5	20.9	23.5					
无形及递延性资产	38.3	38.3	38.3	38.3	三、利润总额	421.8	452.4	490.1	541.2					
其它非流动资产	2.2	2.2	2.2	2.2	减: 所得税费用	62.3	67.9	73.5	81.2					
资产总计	2,751.6	3,162.1	3,615.6	4,098.2	四、净利润	359.5	384.6	416.6	460.0					
流动负债	734.8	760.8	797.7	820.2	归属母公司净利润	359.5	384.6	416.6	460.0					
短期借款	314.1	314.1	314.1	314.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
应付账款	299.8	347.4	395.5	419.1	五、总股本(百万股)	94.0	94.0	94.0	94.0					
预收帐款	35.2	28.5	30.3	32.6	EPS(元)	3.82	4.09	4.43	4.89					
其它流动负债	85.8	70.8	57.7	54.4										
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0										
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0										
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0										
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0										
负债合计	734.8	760.8	797.7	820.2										
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0										
股本	94.0	94.0	94.0	94.0										
资本公积与其它	1,390.0	1,390.0	1,390.0	1,390.0										
留存收益	546.5	931.1	1,347.7	1,807.8										
股东权益合计	2,030.5	2,415.1	2,831.7	3,291.7										
负债和股东权益	2,751.6	3,162.1	3,615.6	4,098.2										
现金流量表					单位:百万元									
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-29.0	600.0	466.4	519.5	成长能力					盈利能力				
净利润	359.5	384.6	416.6	460.0	营业收入	52.9%	15.0%	12.0%	7.2%	毛利率	33.3%	32.7%	31.6%	32.0%
折旧摊销	64.0	72.7	73.4	73.2	营业毛利	97.0%	13.0%	8.4%	8.6%	主业盈利	23.7%	22.0%	21.2%	21.8%
财务费用	31.9	15.4	14.3	13.1	净利润	115.0%	6.7%	8.2%	10.0%	ROE	17.7%	15.9%	14.7%	14.0%
投资损失	-0.7	-2.0	-2.0	-2.0	EPS(元)	3.82	4.09	4.43	4.89	ROIC	15.3%	14.1%	13.2%	12.8%
营运资金变动	-463.7	129.3	-35.8	-24.8										
其它变动	-20.0	0.0	0.0	0.0										
投资活动现金流	-167.3	-0.6	-0.6	-0.6										
资本支出	-161.7	-2.6	-2.6	-2.6										
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0										
其它变动	-5.6	2.0	2.0	2.0										
筹资活动现金流	940.6	-15.4	-14.3	-13.1										
债务融资	-286.9	0.0	0.0	0.0										
权益融资	1,267.2	0.0	0.0	0.0										
其它变动	-39.8	-15.4	-14.3	-13.1										
汇率变动影响	-2.0	0.0	0.0	0.0										
现金净增加额	742.3	584.0	451.5	505.8	每股指标(元)					估值比率				
					P/E	22.54	21.07	19.45	17.61	P/B	3.99	3.36	2.86	2.46
					P/S	4.25	3.70	3.30	3.08	EV/EBITDA	14.45	12.41	10.83	9.18

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135