



佰利联 (002601)

一经营见底，稳步扩张，期待绽放

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 18.80 元

投资要点:

- 佰利联主要从事钛白粉、锆制品等产品的生产与销售，是我国钛白粉行业领军企业之一，目前拥有硫酸法钛白粉产能 20 万吨/年。2011-2012 年、2013 年上半年公司钛白粉产量分别为 11.64 万吨、11.59 万吨和 5.78 万吨。2012 年公司钛白粉产量居国内第三，仅次于四川龙蟒钛业和山东东佳。公司在建的有 6 万吨/年氯化法钛白粉生产线（实际生产能力有望超过 6 万吨/年），预计 2014 年下半年建成投入试生产，2015 年基本达产。公司力争十二五末钛白粉生产规模达到 30 万吨，其中硫酸法 20 万吨，氯化法 10 万吨。
- 公司在钛白粉行业内有较强的竞争力，具备产业链完整、规模优势和循环经济优势。公司配有自备电厂，电力和蒸汽成本较低；硫酸法钛白粉单线生产能力国内最大，需要人员少，产品质量更为稳定；硫酸法钛白粉生产线所需硫酸通过硫磺制酸装置自给，固废和废水处理基本实现零排放，主要副产物七水硫酸亚铁转化为氧化铁黑和一水硫酸亚铁、红石膏转化为白石膏和砖块。氯化法钛白粉生产线配有 30 万吨/年富钛料项目，且后处理工序可与硫酸法钛白粉共用。
- 钛白粉下游需求增长趋势不变。钛白粉下游主要为涂料、塑料、造纸、油墨等行业，其中涂料占钛白粉消费量的 60%左右，塑料占 25%，造纸占 10%。钛白粉消费与经济增长有较强的相关性，1999-2011 年，我国钛白粉行业消费年复合增长率达到 17.1%，表观消费量由 24.7 万吨增长至 164 万吨，预计未来 3-5 年我国的钛白粉市场增长率为每年 8%-12%。2012 年末，国内钛白粉总产能 278.5 万吨/年，产量约 190 万吨，且新增在建产能和拟建产能合计超过 200 万吨/年。短期内钛白粉产能过剩，行业盈利大幅下滑，仅有少数企业能实现稳定盈利。
- 政策推动行业整合，给龙头企业带来机会。由于我国环保要求的不断提高，对环保投入不足的中小型钛白粉企业将形成较大冲击，近 1-2 年来，我国已关闭了十几家钛白粉生产企业，还有部分小微钛白粉企业处于基本停产或半停产状态。2014 年上半年，《钛白粉行业准入标准》将出台，预计对新增钛白粉生产线产能要求、资源回收利用、环保处理等方面有较为严格的控制，行业产能扩张有望放缓，对国内大型钛白粉企业将形成利好。
- 脱硝脱氮用钛白粉尚难以对业绩有实质贡献。脱硝脱氮用钛白粉主要用于催化剂载体，约占脱硝催化剂总成本 50%左右。公司已建成 1 万吨/年脱硝脱氮用钛白粉生产线，目前产品有少量销售，处于市场推广阶段，预计经过下游用户测试、验证后，产品销售逐步打开，但短期内业绩贡献较小。

发布时间：2013 年 12 月 3 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	26.90/15.16
上证指数/深圳成指	2207.37/8376.64
50 日均成交额(百万元)	51.38
市净率(倍)	1.69
股息率	1.06%

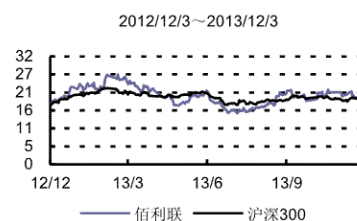
基础数据

流通股(百万股)	111.58
总股本(百万股)	191.52
流通市值(百万元)	2097.74
总市值(百万元)	3600.48
每股净资产(元)	11.15
净资产负债率	43.74%

股东信息

大股东名称	许刚
持股比例	14.58%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-佰利联 (002601): 高景气周期下的钛白粉行业龙头》，2011-7-1

联系方式

研究员: 李朝松
执业证书编号: S0020512080005
电 话: 021-51097188-1929
电 邮: lichao.song@gyzq.com.cn

联系人: 赵喜娟
电 话: 021-51097188-1952
手 机: 18616810028
电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)



6. 定向增发彰显公司大股东和管理层信心。2013年11月公司推出非公开发行预案，本次非公开发行股票的对象为公司股东、董事等高级管理人员及一家外部机构投资者，发行数量3000 万股，价格18.72 元，总募集资金金额为5.62亿元，主要用于2×15 万吨富钛料一期建设及补充流动资金。
7. 经营将逐步好转。国内钛白粉行业近期已有见底回升迹象，产品销售状况转好，国外钛白粉巨头纷纷提价，部分国内厂商也小幅提价，预计2014年钛白粉行业整体经营环境将好于2013年。公司技改后产销量逐步提升，我们预计2013年公司钛白粉产量13-14万吨、2014年钛白粉销量16-18万吨，规模效应更为明显，产品毛利率也将有所恢复。另外，公司氯化法钛白粉将于2015年开始贡献业绩。
8. 预计 2013-2015 年公司实现每股收益分别为 0.19 元、0.97 元和 1.62 元，我们认为钛白粉行业已经见底，公司产能未来两年有较大提升，资源循环利用效益不断提升，在行业内的优势将不断增强，业绩弹性较大，给予“推荐”评级。

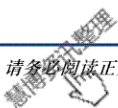
风险因素：钛白粉行业景气持续下行、新产能投产进度放缓、市场风险。

利润预测表

单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1804	1816	2625	3500
营业成本	1403	1594	2140	2783
营业税金及附加	10	10	15	20
营业费用	58	58	85	113
管理费用	113	104	150	201
财务费用	5	2	5	8
资产减值损失	2	10	3	5
投资净收益	0	7	2	2
营业利润	213	45	229	372
营业外收入	5	6	5	5
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	214	47	230	374
所得税	29	11	48	70
净利润	184	35	182	304
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	184	35	182	304
EBITDA	309	142	361	530
EPS (元)	0.98	0.19	0.97	1.62

资料来源：国元证券研究中心





国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址：www.gyzq.com.cn

