

佰利联 (002601)

一业绩大幅下滑,四季度环比改善

投资评级 推荐 评级调整 评级不变 目标价 17.45 元

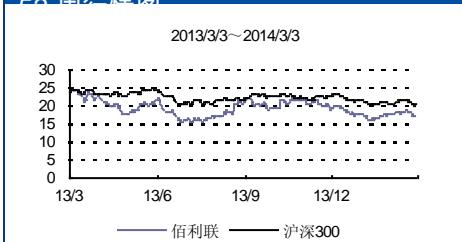
投资要点:

- 公司公布 2013 年年报 ,全年实现营业收入 17.23 亿元 ,同比减少 4.51% ;实现归属于上市公司股东的净利润 2358 万元 ,同比下降 87.22% ;每股收益 0.12 元 ,净资产收益率 1.1% 。其中 ,第四季度实现营业收入 4.35 亿元 ,归属于母公司股东的净利润 1312 万元 ,每股收益 0.07 元。
- 业绩低于我们预期 ,主要原因在于四季度钛白粉销量略低于预期以及四季度期间费用超预期。公司业绩已有回暖 ,四季度归属母公司股东的净利润环比增长 47.7% ,销售毛利率已恢复至 18.41% 的较好水平 ,远高于前三季度 9%-11% 的毛利率。
- 硫酸法生产线技改完成 ,钛白粉销量增长较为明显。公司基本完成硫酸法生产线技改 ,产能提升至 20 万吨 / 年。 2013 年公司主导产品钛白粉完成产量 12.7 万吨 ,较上年同期增长 9.58% ;其中金红石型成品产量 11.44 万吨 ;完成钛白粉销量 13.02 万吨 ,同比增长 23.41% ,其中金红石型钛白粉成品销量 11.96 万吨 ,同比增长 25.89% ;下半年公司销量较上半年有明显提升 (上半年产销量分别为 5.78 万吨和 5.6 万吨) 。
- 行业短期产能过剩 ,整体亏损。 2012 年我国钛白粉产能约 260 万吨 ,全行业平均开工率 72.7% , 2013 年我国钛白粉产能约 280 万吨 ,同比增长 7.69% 全行业平均开工率 77% 开工率有所上升 但整

发布时间：2014 年 2 月 2 日	
主要数据	
52 周最高/最低价(元)	25.00/15.16
上证指数/深圳成指	2075.24/7391.91
50 日均成交额(百万元)	27.78
市净率(倍)	1.54
股息率	0.29%

基本面数据	
流通股(百万股)	111.58
总股本(百万股)	191.52
流通市值(百万元)	1947.11
总市值(百万元)	3341.94
每股净资产(元)	11.31
净资产负债率	64.95%

股东信息	
大股东名称	许刚
持股比例	14.58%
国元持仓情况	



相关研究报告
《国元证券公司研究-佰利联 (002601): 经营见底 , 稳步扩张 , 期待绽放》, 2013-12-3

研究员: 李朝松
执业证书编号: S0020512080005
电 话: 021-51097188-1929
电 邮: lichaosong@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)

- 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。
- 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

于 2×15 万吨富钛料一期建设及补充流动资金。
- 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。
- 未来几年公司增长点：1) 产销规模提升，2013 年公司钛白粉销量为 13 万吨，2014

年有望达到 16-18 万吨，2) 技改带来的能耗下降以及副产物综合利用效益将逐步体

现，3) 脱硝钛白粉逐步放量，4) 氯化法钛白粉将于 2015 年开始贡献业绩，5) 行

业见底回暖，产品价格上升。短期内，公司还将面临产品竞争激烈、硫磺涨价带来

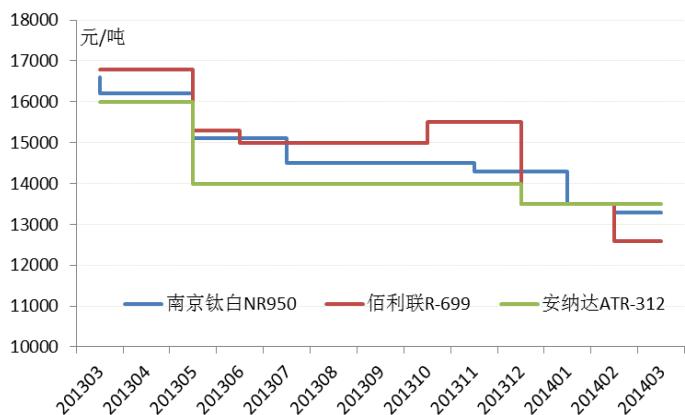
的负面影响，预计 2014 年下半年行业整体状况将好于上半年。
- 我们维持钛白粉行业处于底部向上的判断，但行业复苏进度略低于此前预期。我们

预计 2014-2016 年公司实现每股收益分别为 0.76 元、1.41 元和 1.71 元，维持“推

荐”评级。

➤ 风险因素：原材料价格上涨、行业整合进度低于预期、在建项目不达预期。

图表 1. 金红石型钛白粉价格走势



资料来源：百川资讯、国元证券研究中心

图表 2. 主要原材料价格走势



资料来源：百川资讯、国元证券研究中心

图表 3. 公司营业收入及增速



资料来源：wind 资讯、国元证券研究中心

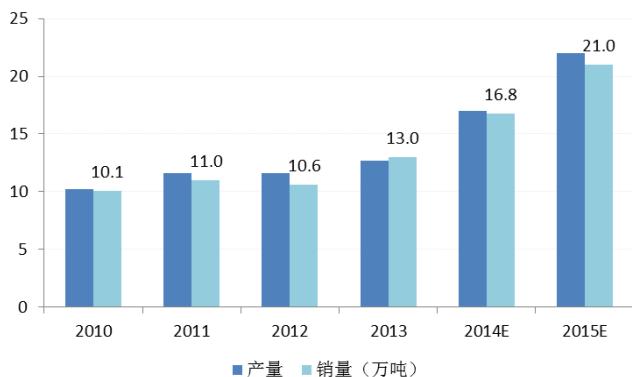
图表 4. 公司净利润及增速



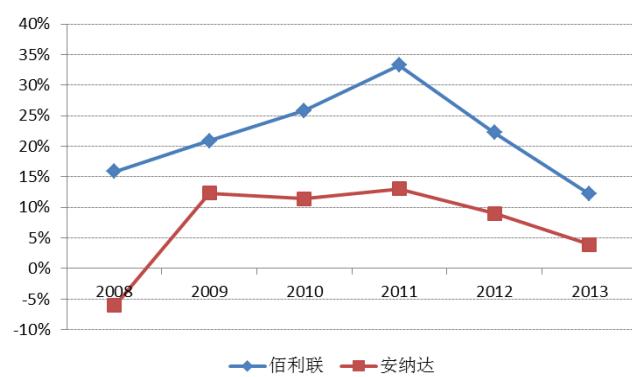
资料来源：wind 资讯、国元证券研究中心

图表 5. 公司钛白粉产销量及预测

图表 6. 公司销售毛利率情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心



资料来源：wind 资讯、国元证券研究中心

图表 7 公司盈利预测简表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1723	2625	3500	4260
营业成本	1512	2152	2783	3383
营业税金及附加	8	14	18	21
营业费用	60	84	114	139
管理费用	111	165	221	273
财务费用	8	40	50	57
资产减值损失	12	10	3	7
投资净收益	9	7	2	2
营业利润	20	167	313	382
营业外收入	8	6	6	7
营业外支出	1	3	2	2
利润总额	27	171	318	386
所得税	3	25	47	59
净利润	24	145	271	328
归属母公司净利润	24	145	271	328

EBITDA	128	329	525	626
EPS (元)	0.12	0.76	1.41	1.71

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	行业基本面差，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