

基础化工行业

2014年8月29日

## 佰利联 (002601) 业绩改善，估值合理

评级 增持 下调

公司点评

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可 Z32253000

已获业务资格：证券投资咨询

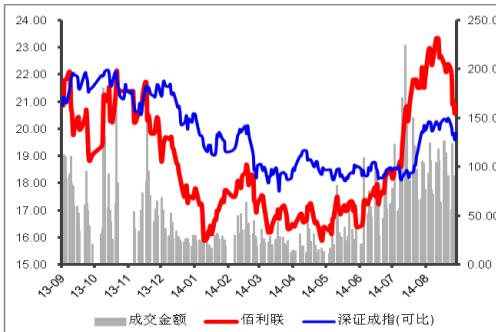
研究员： 姚鑫

电 话：010-88321661

Email: [vaoxin@tpyzq.com.cn](mailto:vaoxin@tpyzq.com.cn)

执业证书编号：S1190210080004

### 市场表现



### 公司基础数据

当前价 (元)：20.84

30日股价区间 (元)：20.55-24.20

总股本/流通股 (万股)：190.79/184.80

每股净资产 (元)：11.35

资产负债率 (%)：45.51

### 报告摘要：

- ◆ **公司发布中报：**报告期内公司实现主营业务收入 10.48 亿元，同比增长 32.71%；实现营业利润 1046.32 万元，去年同期亏损 192.42 万元；归属于上市公司股东净利润 1160.67 万元，同比增长 636.62%；实现每股收益 0.06 元。
- ◆ **公司业绩增长受益于钛白粉行业整体向好。**报告期内公司钛白粉业务收入较去年同期增长 2.64 亿元，占总收入增长幅度的 96.83%；其中，钛白粉销量 9.2 万吨，同比增长 58.62%，价格却同比下滑 18.58%，说明公司收入主要靠销量增长驱动，而销量的大幅增长说明行业需求有较大起色，基础数据也支持这样的结论。2014 年上半年，我国钛白粉出口量达到 27.5 万吨，同比增长 56.7%，行业需求整体向好。
- ◆ **公司氯化法钛白粉项目稳步推进，优化既有产业结构。**公司目前拥有 12 万吨/年硫酸法钛白粉生产能力，新增的 6 万吨/年氯化法钛白粉项目进展顺利，预计年底将生产成品。氯化法是目前最先进的钛白粉制作技术，国际公司都在使用这种技术，使用该方法生产出的钛白粉品质优良，色相为蓝白相，价格相对也非常高。从国内已有的生产线来看，技术缺失导致生产线效率低下是亟需解决的问题。公司氯化法生产线如果顺利投产并达产，将会是行业技术的重大突破。届时，将会优化公司既有的产业结构，产品盈利也会有相应提升。
- ◆ **业绩预测及敏感性分析：**根据市场已披露信息，我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.13、0.44 和 0.49 元/股。对于公司业绩敏感性，量方面，钛白粉销量每增加 1 万吨，EPS 增加 0.02 元；价方面，钛白粉销售均价每上涨 100 元/吨，EPS 相应增加 0.04 元；总体而言，公司业绩对钛白粉价格敏感度要高于销量。
- ◆ **我们认为佰利联的合理估值区间为 21.5-23.5 元。**虽然 6 月份钛白粉提价 200 元/吨，但 7-9 月是钛白粉淡季，价格未持续上涨。四季度政策有望再度收紧进而促使钛白粉价格提升。公司业绩弹性较大，按 15 年业绩目前 PE 47 倍，PB 1.76 倍，估值比较合理，下调至“增持”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**产品价格大幅下跌风险，项目建设受阻风险。

表 1：公司未来三年财务预测

资产负债表(百万)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表(百万)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	824.5	390.6	381.2	448.1	495.5	营业收入	1803.8	1722.5	1905.8	2240.7	2477.4
应收和预付款项	469.6	954.1	1035.4	1371.6	1510.4	营业成本	1402.8	1512.5	1611.4	1836.1	2030.7
存货	463.9	356.8	526.2	476.5	631.9	营业税金及附加	10.4	7.9	9.5	11.3	12.3
其他流动资产	1756.2	1785.4	1940.7	2294.0	2635.1	销售费用	58.2	60.1	65.7	76.6	85.1
长期股权投资	7.7	8.3	8.9	9.6	10.3	管理费用	112.8	111.1	123.9	134.4	148.6
投资性房地产	11.7	11.2	11.7	12.3	12.9	财务费用	5.2	8.2	66.2	70.9	73.8
固定资产和在建工程	1230.9	1682.5	1677.9	1618.7	1540.4	资产减值损失	1.9	11.6	3.8	5.9	8.0
无形资产和开发支出	36.4	75.9	74.7	73.0	70.9	投资收益	0.4	8.6	1.2	1.3	1.4
长期待摊费用	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5	公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	1310.3	1785.9	1777.6	1718.6	1640.2	营业利润	212.9	19.7	26.5	106.7	120.4
资产总计	3069.6	3574.8	3722.1	4016.6	4279.6	其他非经营损益	1.1	7.0	6.5	7.7	8.5
短期借款	284.8	555.9	12.1	12.1	12.1	利润总额	213.9	26.8	33.0	114.4	128.9
应付和预收款项	349.3	540.5	460.9	628.0	731.4	所得税	29.5	3.2	8.6	30.5	34.4
长期借款	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	净利润	184.5	23.6	24.5	83.9	94.5
其他负债	0.0	0.0	0.8	0.8	0.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	934.1	1407.2	1533.8	1745.0	1915.1	母公司股东净利润	184.5	23.6	24.5	83.9	94.5
股本	188.0	191.5	191.5	191.5	191.5	财务指标(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
资本公积	1219.1	1260.7	1260.7	1260.7	1260.7	毛利率	22.23	12.19	15.45	18.06	18.03
留存收益	728.4	714.4	738.8	822.2	915.0	销售净利率	10.23	1.37	1.28	3.74	3.81
归属母公司股东权益	2135.5	2166.6	2187.3	2270.7	2363.5	ROE	8.89	1.10	1.12	3.76	4.08
少数股东权益	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	ROA	6.34	0.71	0.67	2.17	2.28
股东权益合计	2135.5	2167.6	2188.3	2271.7	2364.5	ROIC	9.62	0.57	2.11	3.79	3.89
负债和股东权益合计	3069.6	3574.8	3722.1	4016.6	4279.6	销售收入增长率	-5.37	-4.51	10.64	17.57	10.57
<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EBIT 增长率	-51.52	-84.02	183.48	86.67	9.37
NOPLAT	188.9	15.5	68.3	130.2	142.2	净利润增长率	-48.68	-87.22	3.76	242.98	12.63
经营性现金流	-145.0	-186.1	-18.6	195.5	157.2	估值倍数	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
投资性现金流	-218.5	-475.6	-119.6	-101.3	-101.1	EPS(X)	0.98	0.12	0.13	0.44	0.49
融资性现金流	183.3	235.7	-610.0	-71.4	-75.5	PE(X)	21.24X	169.29X	163.19X	47.57X	42.25X
现金增加额	-0.2	-0.4	-0.7	0.0	0.0	PB(X)	1.83X	1.84X	1.82X	1.76X	1.69X
FCFF	-48.0	-302.1	67.6	196.6	379.4	PS(X)	2.17X	2.32X	2.09X	1.78X	1.61X
						EV/EBITDA(X)	13.23X	37.10X	22.17X	15.48X	14.38X

资料来源：太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与-15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

## 太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

### 重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。