

# 原材料价跌导致净利润触底反弹， 钛白粉将持续复苏

——佰利联（002601）2014 年年报点评

2015 年 03 月 18 日

推荐/首次

佰利联

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

## 事件：

公司发布 2014 年年报，营业收入 20.51 亿元，同比增长 19.09%，归属于上市公司股东的净利润 0.63 亿元，同比增长 167.82%，基本每股收益 0.33 元。

## 公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入（百万元）	408.1	497.88	434.58	405.24	645.11	536.79	475.92
增长率（%）	-12.04%	38.48%	39.78%	6.10%	57.61%	6.91%	8.28%
毛利率（%）	10.01%	9.64%	18.41%	13.79%	14.53%	18.78%	25.54%
期间费用率（%）	10.61%	7.43%	15.52%	12.61%	12.79%	15.98%	16.74%
营业利润率（%）	-1.20%	1.94%	2.60%	0.54%	1.30%	2.09%	8.59%
净利润（百万元）	-4.29	8.88	13.11	1.35	10.49	14.46	38.03
增长率（%）	-107.99%	-70.99%	17113.47%	-76.96%	-344.39%	62.80%	190.00%
每股盈利（季度，元）	-0.02	0.05	0.07	0.01	0.05	0.07	0.20
资产负债率（%）	39.07%	36.63%	39.42%	44.46%	45.51%	47.05%	51.21%
净资产收益率（%）	-0.20%	0.41%	0.60%	0.06%	0.47%	0.65%	1.68%
总资产收益率（%）	-0.12%	0.26%	0.37%	0.03%	0.26%	0.34%	0.82%

## 观点：

- 原料价格大幅下跌导致净利润触底大反弹。2014 年锐钛型与金红石型钛白粉均价分别为 10303 元/吨、12322 元/吨，分别同比下降 16%、14%，原料钛精矿价格跌幅高达 55%，而原材料在成本中占 50% 以上，导致公司钛白粉整体毛利率提升至 18.13%，同比增加 5.57 个百分点，整体净利率水平由 1.37% 提升至 3.14%，同时公司钛白粉销量稳定增长，因此 2014 年净利润触底反弹。
- 钛白粉底部回暖，2015 年价格中枢有望显著上移。我们判断钛白粉行业将在去年景气复苏的基础上，有进一步的反弹空间。供给端，存量产能中已有十余家企业因经营或环保等原因而处于停产状态，前几年计划上马的项目大多进展缓慢，未来国家政策将在规模、能耗、环保治理上出台政策加快钛白粉行业整合步伐，预计今年明年还将有中小产能陆续退出市场；需求端，2014 年国内钛白粉总产量 243.5 万吨，行业开工率近 80%，龙头企业则基本满产，考虑到国外需求恢复带来的国内出口增长，钛白粉需求将继续保持景气。预计在基本面与环保因素影响下，2015 年钛白粉行业将在去年复苏的基础上，价格继续上扬。

- 新产能投放将带动公司业绩持续增长。公司去年实现满产，氯化法项目建成后，公司钛白粉产能将跃居国内第一，在钛白粉提价进程中弹性最大。公司规划至“十二五”末，金红石型钛白粉规模达到 30 万吨，其中氯化法 10 万吨，硫酸法 20 万吨。氯化法项目与 TR52 油墨钛白粉是公司 2015 年发展的重点，预计整体毛利率水平将继续提升。

### 结论：

原材料价格大幅下跌导致公司2014年净利润触底反弹，预计2015年钛白粉行业在供需面与环保约束的影响下，景气度将继续提升，公司在国内钛白粉上市企业中弹性最大。预计公司2015-2016年EPS分别为0.58元、0.89元，分别对应PE为50倍、33倍，维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	1787	1657	2294	2718	3304	<b>营业收入</b>	1723	2063	2777	3109	3581
货币资金	391	498	583	622	716	<b>营业成本</b>	1512	1682	2257	2493	2871
应收账款	252	302	403	451	520	营业税金及附加	8	8	11	13	15
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	60	95	117	118	125
预付款项	532	113	339	588	875	管理费用	111	159	203	215	229
存货	357	455	618	683	787	财务费用	8	43	74	91	97
其他流动资产	86	160	160	160	160	资产减值损失	11.59	15.44	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	1788	2986	2761	2582	2402	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8	32	32	32	32	投资净收益	8.65	1.91	5.00	8.00	8.00
固定资产	1085	1296	1808	2267	2101	<b>营业利润</b>	20	62	116	182	246
无形资产	64	143	128	114	100	营业外收入	8.02	12.29	15.00	18.00	20.00
其他非流动资产	0	62	61	61	61	营业外支出	0.98	1.07	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	3575	4642	5056	5301	5706	<b>利润总额</b>	27	73	130	199	265
<b>流动负债合计</b>	1096	2261	2725	2903	3218	所得税	3	9	19	30	40
短期借款	556	930	1456	1530	1680	<b>净利润</b>	24	64	110	169	226
应付账款	197	306	371	410	472	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	13	12	12	12	12	归属母公司净利润	24	63	110	169	226
一年内到期的非流	0	300	200	200	200	EBITDA	128	229	360	497	569
<b>非流动负债合计</b>	311	117	107	107	107	<b>BPS (元)</b>	0.12	0.33	0.58	0.89	1.18
长期借款	300	107	107	107	107	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	1407	2377	2833	3010	3325	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	52	52	52	52	营业收入增长	-4.5%	19.8%	34.6%	12.0%	15.2%
实收资本(或股本)	192	191	191	191	191	营业利润增长	-90.7%	214.5%	86.0%	57.7%	35.3%
资本公积	1261	1254	1254	1254	1254	归属于母公司净利润	-87.2%	167.8%	74.4%	53.8%	33.3%
未分配利润	632	679	657	623	578	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	2167	2213	2257	2324	2415	毛利率(%)	12%	18%	19%	20%	20%
<b>负债和所有者权</b>	3575	4642	5141	5387	5792	净利率(%)	1%	3%	4%	5%	6%
<b>现金流量表</b>			单位:百万元			总资产净利润(%)	1%	1%	2%	3%	4%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	1%	3%	5%	7%	9%
<b>经营活动现金流</b>	-186	21	-157	200	219	<b>偿债能力</b>					
净利润	24	64	110	169	226	资产负债率(%)	39%	51%	55%	56%	57%
折旧摊销	100	124	170	224	226	流动比率	1.63	0.73	0.84	0.94	1.03
财务费用	8	43	74	91	97	速动比率	1.30	0.53	0.62	0.70	0.78
应付账款的变化	0	0	65	39	62	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.50	0.57	0.59	0.64
<b>投资活动现金流</b>	-476	-474	-44	-42	-42	应收账款周转率	9	7	8	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.68	8.20	8.20	7.96	8.12
长期投资	8	32	32	32	32	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	9	2	5	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.33	0.58	0.89	1.18
<b>筹资活动现金流</b>	236	450	286	-119	-83	每股净现金流(最新)	-2.22	-0.01	0.45	0.20	0.49
短期借款	556	930	1456	1530	1680	每股净资产(最新摊)	11.31	11.60	11.83	12.18	12.66
长期借款	300	107	107	107	107	<b>估值比率</b>					
普通股增加	4	-1	0	0	0	P/E	242.25	88.09	50.37	32.75	24.58
资本公积增加	42	-7	0	0	0	P/B	2.57	2.51	2.46	2.39	2.30
<b>现金净增加额</b>	-426	-2	85	39	94	EV/EBITDA	47.17	27.86	18.71	13.60	11.98

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，四年证券行业从业经验，2014 年水晶球第三名。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。