

增持

——首次

日期: 2015 年 7 月 3 日

行业: 基础化工



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

杨彦

021-53519888-1991

yangyan@shzq.com

执业证书编号: S0870512110002

### 基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	39.56
12mth A 股价格区间 (元)	17.85/64.00
总股本 (百万股)	204
无限售 A 股/总股本	80.39%
流通市值 (亿元)	64
每股净资产 (元)	11.68
PBR (X)	3.38
DPS (Y2014, 元)	10 派 1

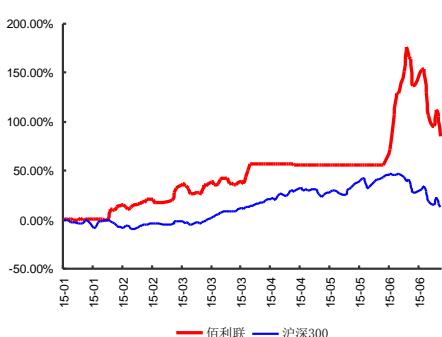
### 主要股东 (2015Q1)

许刚	14.64%
河南银泰投资	10.57%
焦作东方博雅	7.45%
汤阴县豫鑫木糖开发有限公司	6.76%

### 收入结构 (2014Y)

钛白粉	97.4%
-----	-------

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YY-CT05

首次报告日期: 2015 年 7 月 3 日

相关报告:

佰利联 (002601)

证券研究报告/公司研究/公司动态

# 定增并购龙蟒，行业绝对龙头诞生

## ■ 公司动态事项

公司昨晚公告, 上月发布的非公开增发预案已获证监会受理, 预案拟以每股 27 元, 发行 3.8 亿股, 募资 102.6 亿, 用于收购龙蟒钛业, 本次发行股份 36 个月内不予转让。

## ■ 事项点评

### 钛白粉行业整合提速, 并购龙蟒超出预期

2014 年全国钛白粉总产量为 243.50 万吨, 其中, 龙蟒钛业产量近 30 万吨, 居我国行业第一; 公司 2014 年度产量 19.48 万吨, 居行业第二。2014 年我国钛白粉行业前五大企业的合计产量占全国总产量的 38% 左右, 集中度不高。

目前环保部正在制定钛白粉工业污染物防治技术政策, 发改委也在制定钛白粉行业能耗标准, 正在讨论并制定中的《钛白粉行业规范条件》也有望于今年出台。这些新的行业法规政策将加快钛白粉行业整合步伐。

龙蟒钛业具备“钒钛磁铁矿--钛精矿--技术研发--钛白粉生产--钛白粉销售”全产业链, 拥有攀枝花当地的自有矿产资源, 盈利显著强于同行, 长期以来一直寻求独立上市, 因此本次佰利联并购龙蟒超出我们和市场的预期。

我们预计, 本次收购完成后, 公司产能达到 56 万吨, 约占 2014 年国内生产总量的 20%, 成为国内绝对龙头, 行业话语权显著提升, 并对未来的国内钛白粉市场产生深远影响。而在国际上, 公司也跻身全球第四大钛白粉企业, 仅次于杜邦、亨斯迈、科斯特。

### 本次收购对价合理, 高管认购彰显信心

龙蟒钛业具有极强的盈利能力, 2014 年净利润 6.79 亿元, 相当于佰利联 2014 年利润的 10 倍, 而本次收购作价仅 90 亿, 对应 2014 年静态市盈率 13.26 倍, 2015 年动态市盈率仅 10 倍, 显著低于目前上市的同类企业。目前钛白粉行业尚处于行业周期底部, 因此我们认为该收购对价非常合理, 将大幅改善公司未来的经营。

此外, 本次定向增发对象均为佰利联和龙蟒的主要股东及高管, 定增完成后 36 个月内不予任何形式转让, 彰显公司高管对未来发展的强烈信心。

## ■ 投资建议

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

### 未来六个月内，给予“增持”评级

假定公司主要产品价格能够维持当前水平，增发摊薄因素，我们预计公司 2015 年、2016 年每股收益 1.37 和 1.71，当前对应的动态市盈率分别为 28.8 倍和 23.1 倍。

鉴于国内钛白粉行业处于行业低谷，完成并购后公司占国内市场份額的比例超过 20%，已经掌握行业的部分话语权，当前估值水平较同行业公司显著低估，近期股价随市场出现回落，已显示出较好的安全边际，首次给予“增持”评级。

### ■ 风险因素

钛白粉行业景气度下滑

定增进度低于预期

### ■ 数据预测与估值：

至 7 月 2 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1722.50	2000.00	8186	8624
年增长率	-4.51%	16.11%	309.30%	5.35%
归属于母公司的净利润	23.57	63.23	803	1003
年增长率	-87.22%	168.26%	1169.90%	24.91%
每股收益 (元)	0.04	0.11	1.37	1.71
PER (X)	983.30	366.61	28.87	23.11

注：每股收益考虑本次增发摊薄

## ■ 附表

附表1 佰利联损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	1803.81	1722.50	2000.00	8186.67	8624.00
<b>二、营业总成本</b>	1591.40	1711.40	1933.93	7070.79	7484.94
营业成本	1402.76	1512.46	1636.74	1745.85	2095.02
营业税金及附加	10.44	7.91	7.80	8.53	10.24
销售费用	58.25	60.12	90.64	99.10	118.92
管理费用	112.82	111.09	152.53	166.76	200.12
财务费用	5.20	8.23	32.11	35.11	42.13
资产减值损失	1.94	11.59	14.11	15.43	18.52
<b>三、其他经营收益</b>	0.45	8.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	212.86	19.75	66.07	850.69	1060.22
加: 营业外收入	5.17	8.02	15.92	17.40	20.88
减: 营业外支出	4.09	0.98	0.53	0.57	0.69
<b>五、利润总额</b>	213.94	26.78	81.46	832.71	1038.65
减: 所得税	29.46	3.21	18.23	29.69	35.63
<b>六、净利润</b>	184.48	23.57	63.23	803.02	1003.02
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	184.48	23.58	63.23	803.02	1003.02
<b>七、总股本</b>	58400	58400	58400	58400	58400
<b>八、摊薄每股收益(元)</b>	0.31	0.04	0.11	1.37	1.71

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 杨彦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。