

增持

——维持

日期: 2015 年 7 月 21 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)	39.93
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)	65.6
每股净资产 (元)	11.68
PBR (X)	3.38
DPS (Y2014, 元)	10 派 1

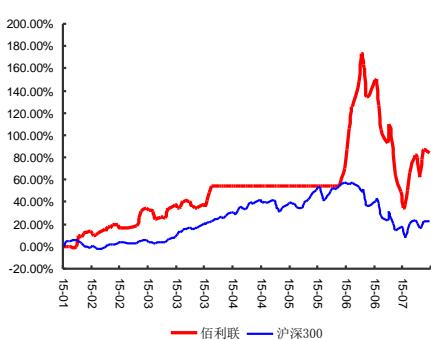
主要股东 (2015Q1)

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-CT06

首次报告日期: 2015 年 7 月 2 日

相关报告:

佰利联 (002601)

证券研究报告/公司研究/公司动态

中期业绩符合预期, 逆势并购开启未来

■ 公司动态事项

公司昨日公布业绩快报, 2015 年上半年实现营业收入 13.3 亿元, 较上年同期上升 27.01%; 营业利润 6549 万元, 较上年同期上升 522.19%; 净利润 4657 万元, 较上年同期上升 301.30%。

■ 事项点评

行业低迷仍未见底, 逆势增长殊为不易

钛白粉约有 60% 应用于涂料行业, 2015 年前 5 个月, 我国涂料总产量为 623 万吨, 同比增长仅 1%。其中涂料第一大省广东的涂料产量下滑幅度最大, 达到 29.2%, 湖南和河北也同比下降了 11.3% 和 9.6%, 行业形势不容乐观。

受累于下游行业的需求低迷, 钛白粉全行业景气度仍在下滑, 价格已跌至年内新低, 除极少数拥有资源优势的企业, 大部分生产商已处于成本线附近, 经营陷于困境。

在大环境不利的情况下, 公司却实现逆势增长, 二季度单季实现营业利润 4524 万元, 为 2013 年以来单季最高; 实现单季营业收入 7 亿元, 为上市以来单季最高。这样的业绩表现充分说明了公司在成本控制与销售渠道的独特优势。

并购龙蟒开启未来, 协同效应必超市场预期

佰利联本次并购龙蟒, 在我们看来, 是近年来整个化工行业一个大的并购, 对于钛白粉行业的意义将是里程碑式的。

与国内其他钛白粉生产企业相比, 龙蟒钛业拥有行业内少有的完整产业链, 能保证原材料的稳定供应, 同时四川地区富产天然气、硫磺等, 这些资源特性都帮助龙蟒获得独有的成本优势。事实上, 在近几年, 由于龙蟒突出的竞争优势, 其产品销售定价已经在一定程度上成为国内价格的主要风向标。

佰利联与龙蟒合并后, 佰利联将首次实现资源的自给自足, 而在市场份额上, 对外两家每年出口总量超过 20 万吨, 占国内出口市场的 40%; 对内则拥有了较之前龙蟒一家相比更强的市场话语权和定价权, 我们认为, 合并带来的协同效应已经不仅仅是 1+1>2, 而会给两家企业带来质的变化, 目前这一变化并未被市场充分认知。

■ 投资建议

未来六个月内, 给予“增持”评级

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。

假定本次并购重组年内能够完成，考虑并表和增发摊薄因素，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 29.1 倍和 23.3 倍。

鉴于国内房地产投资出现低位企稳的迹象，作为下游的钛白粉行业最艰难的时刻可能即将过去，另一方面，合并后公司无论从资源禀赋还是市场份额上都获得质的提升，但当前估值水平却较同行业公司低估，我们认为佰利联目前的市值水平并未合理反映其并购完成后的真正价值，继续给予“增持”评级。

■ 风险因素

钛白粉行业景气度进一步下滑
定增进度低于预期

■ 数据预测与估值：

至 7 月 20 日 (¥. 百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1722	2000	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	63	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)	992.50	370.04	29.14	23.33

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
一、营业总收入	1803.81	1722.50	2000.00	8186.67	8624.00
二、营业总成本	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
三、其他经营收益	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
四、营业利润	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
五、利润总额	213.94	26.78	81.46	832.71	1038.65
减: 所得税	29.46	3.21	18.23	29.69	35.63
六、净利润	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
归属于母公司所有者的净利润	184.48	23.58	63.23	803.02	1003.02
七、总股本	58400	58400	58400	58400	58400
八、摊薄每股收益(元)	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。