



化工 化学制品

2016-01-29

公司点评报告

买入/维持

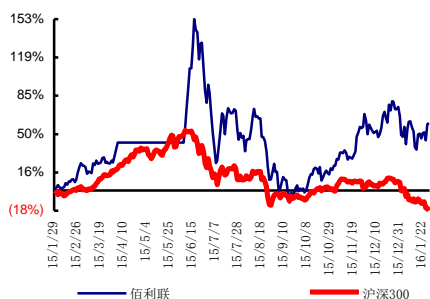
佰利联(002601)

目标价: 44.50

昨收盘: 38.82

并购龙蟒筑造行业龙头，市场回暖业绩有望提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	204/164
总市值/流通(百万元)	7,670/6,163
12个月最高/最低(元)	59.24/20.95

相关研究报告:

《佰利联：并购四川龙蟒，筑造行业龙头》--2015/11/27

《佰利联：钛白需求低迷，静待行业整合》--2015/10/29

《佰利联：中期业绩大幅增加，并购龙蟒筑造龙头》--2015/08/25

证券分析师：姚鑫

电话：010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210080004

研究助理：杨林

电话：010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190115080040

事件：公司公告，公司非公开发行股票获得证监会审核通过，同时公司上调 2015 年业绩预期（比去年同期增长 50%-100%，实现归母净利润为 9,471 万元-12,628 万元）。

定增并购四川龙蟒，筑造国内行业龙头。公司通过定向增发筹集资金 90 亿元收购四川龙蟒后，钛白粉总产能将达到 50 万吨，到 2017 年更将扩充到 62 万吨，成为国内绝对龙头，并一跃成为全球第四大钛白粉企业。2014 年两家公司的合计产量占国内产能的 20% 左右，出口量占 40% 左右，未来将会减少恶性竞争，同时会提升国际市场话语权，公司的品牌效益、市场知名度及国际竞争力将显著增强，并且将对国内钛白粉行业的整合带来深远影响。此外，龙蟒钛业拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源，并拥有 60 万吨/年以上的钛精矿采选能力，具备行业内少有的“钒钛磁铁矿—钛精矿—钛白粉”的生产完整产业链，钛得益于此，龙蟒钛白粉业务 2013 年和 2014 年毛利率分别达到 37.19% 和 31.21%，显著高于四家上市公司两年 14.56% 和 15.98% 的平均水平，整合之后可在未来较长年度内保证公司钛白粉生产所需钛精矿，公司毛利率水平也将得到显著提高。作为国内钛白粉行业领军企业，基于稳定的自给自足原材料品质、较高水准的研发水平以及长期的生产经验积累等方面因素，龙蟒钛业产品品质、市场口碑一直保持在较高水平，其产品价格一直是国内各大钛白粉生产厂家的参照的主要标准之一，未来公司合并后将牢牢掌握国内市场定价权，成为国内钛白粉行业的绝对龙头。

钛白粉价格企稳回升，盈利水平有望提升。国内钛白粉行业经过近四年的深度调整和整合，落后产能得以淘汰，各自为战、混乱竞争的格局正在逐步改变，无序的价格竞争开始好转，且下游存在的一定刚需已使产业去产能化和去库存化起到明显的效果，使得目前国内钛白粉库存亦处于历史低位状态，对价格的反转上升提供了支撑作用。2015 年 12 月 22 日，全球钛白粉巨头亨斯迈、特诺宣布上调钛白粉价格，自 2016 年 1 月 1 日起，全球范围钛白粉涨价，幅度在每吨 150 美元-160 美元不等（折合人民币约 975 元-1,040 元），约 5%。此前，科慕公司（原杜邦）17 日宣布，上调钛白粉价格 150 美元/吨。国内方面，自今年 1 月 6 日首次提价每吨 300 元后，1 月 26 日钛白粉龙头四川龙蟒再度涨价，每吨最高调涨 300 元，幅度近 3%，其它企业也将陆续跟涨，钛白粉市场正迎来行业经营拐点。刚刚结束的中央经济工作会议提出 2016 年将采取多种方式加速房地产去库存，同时环保治理使得落后产

能淘汰规模达 30 万至 40 万吨，约占行业总产能逾 10%，在下游需求回暖和供给侧改革的共同推动下，预计 2016 年钛白粉价格有望进入缓慢上升通道。按照每吨约 1,000 元的涨价幅度计算，将增厚国内钛白粉上市公司 EPS 约 0.10 元-0.15 元，再加上钛白粉行业规范、工业污染防治技术政策将于年内出台，行业加速整合，钛白粉行业整体景气度有望触底反弹。市场需求回暖和价格上涨将对钛白粉生产企业的业绩提振起到积极的作用，在成本变动不大的情况下，产品价格上涨将直接提升公司业绩。

氯化法项目仍然值得期待。公司近日公告，自 2015 年 9 月 21 日向德国钛康公司发出《终止合同通知书》后，通过公司自身的技术攻关，公司氯化法钛白粉生产线已经连续稳定运行接近或超过一周达五次，并且成功开发出 BLR895、BLR896 两个型号的氯化法钛白粉产品，产品品质达到国际同行业先进水平。目前，国内氯化法生产线已完工的只有锦州钛白、新立钛业、漯河兴茂以及佰利联 4 家，氯化法生产技术难度极高，新立钛业年产 6 万吨项目同样是与德国钛康公司合作失败后，通过自主技术工艺研发完成了氯化法钛白粉的生产。我们认为公司有能力攻克氯化法项目中的技术难关，6 万吨/年氯化法项目仍然值得期待。目前，我国年进口氯化法钛白粉 20 万吨，未来替代空间巨大。随着环保法规趋严及产业结构调整导向，氯化法项目将迎来发展的春天，公司未来有望凭借技术优势及行业地位，进一步扩大在高端钛白粉市场中份额。同时，公司的富钛矿项目预计年内完工，可为氯化法项目提供稳定的原材料供给。

估值与评级。我们假设 2016 年内完成非公开发行后收购四川龙蟒，同时参照佰利联与四川龙蟒签订的《股权协议转让书》中条款，四川龙蟒承诺 2016 和 2017 年净利润分别为 9 亿元和 11 亿元。我们预计公司 2015-2017 年 EPS（摊薄后）分别为 0.54 元、1.78 元和 2.17 元，对应 1 月 29 日收盘价（38.82 元）PE 分别为 72X、22X 和 18X，我们继续维持“买入”评级。

风险提示。钛白粉市场低迷的风险；企业整合不及预期的风险；公司氯化法项目进展不及预期的风险。

■ 主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,051.30	2666.68	8,060.32	9,216.63
净利润(百万元)	63.14	110.00	1038.00	1265.00
净利润增速(%)	167.82%	74.22%	843.64%	21.87%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.54	1.78	2.17

资料来源: Wind, 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%。



研究院/机构业务部

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) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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。