

## 基础化工：佰利联（002601）年报点评

2016年3月1日

## 供给侧改革初见成效，继续关注资产整合事宜

**⑤ 利润增长七成有余**

年报显示，2015年1-12月，公司实现营业收入26.35亿元，同比增长28.43%；实现归属于上市公司股东的净利润1.11亿元，同比大幅76.49%；实现每股收益0.57元，略高于我们此前0.53的预期。分红预案为每10股转增25股，派发现金股利3.5元（含税）。

**⑥ 产销量、毛利率同比提升为业绩增长主因**

公司主要收入、利润来源为钛白粉，数据显示2015年公司共销售钛白粉22.86万吨，同比增长25.85%，其中内销13.17万吨，同比增长41.35%，出口9.69万吨，同比增长9.53%。同时，公司钛白粉毛利率提升1.4个百分点。产品销量增长及毛利率的提升是公司业绩增长的主要原因。

**⑦ 供给侧改革初见成效，关注与龙蟒合并事宜**

受下游市场需求放缓影响，2015年我国钛白粉产量为232.3万吨，同比下滑4.6%，是自1998年以来首次出现产量下滑。与此同时，出口量也同比下滑2.55%。在总体表现不佳背景下，公司销量却逆势增长，主要得益于公司注重供给侧改革，建成了污染较小、技术含量较高的年产6万吨氯化法钛白粉产量装置，优化了公司产能结构，同时也保证了公司业绩的增长。目前，公司与四川龙蟒的合并事宜还在继续，合并完成后，公司产能将达到56万吨。在产能扩增的同时，由于四川龙蟒拥有钒钛磁铁矿资源，公司成本有望进一步下降。

**⑧ 盈利预测及估值**

在不考虑增发合并龙蟒的情况下，我们预计公司2016-2018年每股收益分别为0.95元、1.37元和1.86，以昨日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为39倍、27倍和20倍，我们看好公司与四川龙蟒合并之后的前景，维持公司“推荐”评级。

**⑨ 风险提示**

1、在建项目进度不达预期风险；2、合并进度不达预期风险；3、原料价格波动风险。

推荐（维持）

市场表现 截至 2016.2.29



市场数据

2016-2-29

A股收盘价（元）	37.22
一年内最高价（元）	64.00
一年内最低价（元）	20.75
上证指数	2,687.98
市净率	3.7
总股本（万股）	20,442
实际流通A股（万股）	16,451
限售流通A股（万股）	3,991
流通A股市值（亿元）	61.2

分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-85556179

邮箱：dingside@hrsec.com.cn

证券研究报告

**盈利预测表：**
**资产负债表**

单位：百万元	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1,656.7</b>	<b>2,120.1</b>	<b>2,792.4</b>	<b>3,230.2</b>	<b>3,572.9</b>
现金	497.8	562.7	874.2	1,055.8	954.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	128.8	341.6	334.5	407.9	511.3
应收款项	301.8	343.8	454.8	535.2	647.3
其他应收款	0.8	19.2	12.7	17.3	22.4
存货	454.6	615.0	708.4	836.5	1,005.4
其他	288.8	496.0	481.3	560.8	663.1
<b>非流动资产</b>	<b>2,985.6</b>	<b>3,641.0</b>	<b>3,864.2</b>	<b>4,285.8</b>	<b>4,689.5</b>
长期股权投资	32.5	38.0	31.2	33.7	33.6
固定资产	1,295.7	1,932.9	2,019.3	2,221.5	2,390.9
无形资产	142.7	148.6	167.5	194.5	217.8
其他	1,514.8	1,521.5	1,646.2	1,836.1	2,047.2
<b>资产总计</b>	<b>4,642.4</b>	<b>5,761.0</b>	<b>6,656.6</b>	<b>7,516.0</b>	<b>8,262.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,260.7</b>	<b>3,140.3</b>	<b>5,114.3</b>	<b>5,693.7</b>	<b>6,068.7</b>
短期负债	929.8	1,630.0	3,656.4	4,011.3	4,168.6
应付账款	306.4	454.4	489.2	589.3	709.6
预收账款	11.8	22.9	24.7	29.7	36.8
其他	9.5	12.8	5.9	5.6	6.0
<b>长期负债</b>	<b>116.8</b>	<b>262.8</b>	<b>265.6</b>	<b>288.1</b>	<b>301.5</b>
长期借款	107.3	250.0	259.7	282.4	295.4
其他	9.5	12.8	5.9	5.6	6.0
<b>负债合计</b>	<b>1,374.3</b>	<b>2,382.8</b>	<b>4,441.8</b>	<b>4,924.1</b>	<b>5,222.5</b>
股本	190.8	204.4	204.4	204.4	204.4
资本公积金	1,253.9	1,404.5	0.0	0.0	0.0
留存收益	767.9	860.7	1,054.6	1,299.2	1,639.4
少数股东权益	52.2	59.7	67.2	79.7	97.4
母公司所有者权益	2,212.7	2,298.2	1,259.0	1,503.6	1,843.8
<b>负债及权益合计</b>	<b>4,642.4</b>	<b>5,761.0</b>	<b>6,708.1</b>	<b>7,567.5</b>	<b>8,313.8</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>867.6</b>	<b>424.8</b>	<b>-49.9</b>	<b>534.5</b>	<b>508.8</b>
净利润	64.3	119.0	199.5	289.7	395.6
折旧摊销	108.1	138.0	161.7	188.7	214.7
财务费用	43.4	59.1	71.5	86.2	104.0
投资收益	-1.9	-0.5	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	727.7	71.9	-506.0	-31.3	-208.3
其他	-74.1	37.3	23.5	1.3	2.9
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,105.4</b>	<b>356.2</b>	<b>631.7</b>	<b>544.2</b>	<b>563.3</b>
资本支出	1,174.2	368.7	657.5	576.0	592.4
其他投资	-68.8	-12.6	-25.8	-31.8	-29.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>603.9</b>	<b>305.5</b>	<b>817.4</b>	<b>199.8</b>	<b>-43.4</b>
借款变动	373.9	700.2	2,026.5	354.9	157.2
普通股增加	-0.7	13.6	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-6.8	150.5	-1,404.5	0.0	0.0
股利分配	-9.6	-19.1	0.0	-34.9	-40.2
其他	247.1	-539.8	195.5	-120.2	-160.4

**利润表**

单位：百万元	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>2,051.3</b>	<b>2,634.5</b>	<b>3,278.3</b>	<b>3,896.1</b>	<b>4,735.7</b>
营业成本	1,681.8	2,146.9	2,598.2	3,021.2	3,628.6
营业税金及附加	8.4	5.6	18.6	22.1	26.9
营业费用	94.6	110.2	133.4	160.6	193.1
管理费用	159.1	200.3	229.2	275.8	332.2
财务费用	43.4	59.1	71.5	86.2	104.0
资产减值损失	15.4	10.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>62.1</b>	<b>125.8</b>	<b>227.3</b>	<b>330.2</b>	<b>451.0</b>
营业外收入	12.3	10.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	1.1	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>73.3</b>	<b>135.7</b>	<b>227.3</b>	<b>330.2</b>	<b>451.0</b>
所得税	9.0	16.7	27.8	40.5	55.3
<b>净利润</b>	<b>64.3</b>	<b>119.0</b>	<b>199.5</b>	<b>289.7</b>	<b>395.6</b>
少数股东权益	1.2	7.5	7.5	12.5	17.7
归属母公司所有者净利润	63.1	111.4	193.9	279.5	380.4
EPS (元)	0.33	0.55	0.95	1.37	1.86

**主要财务比率**

单位：百万元	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	19.1%	28.4%	24.4%	18.8%	21.6%
营业利润	214.5%	102.5%	80.7%	45.3%	36.6%
净利润	167.8%	76.5%	74.0%	44.1%	36.1%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	18.0%	18.5%	20.7%	22.5%	23.4%
净利率	3.1%	4.2%	5.9%	7.2%	8.0%
ROE	2.9%	4.8%	15.4%	18.6%	20.6%
ROIC	3.7%	5.3%	6.9%	8.7%	10.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.2%	59.1%	80.2%	79.0%	76.6%
流动比率	0.73	0.68	0.55	0.57	0.59
速动比率	0.53	0.48	0.41	0.42	0.42
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.50	0.51	0.53	0.55	0.60
存货周转率	4.15	4.01	3.93	3.91	3.94
应收账款周转率	7.40	8.16	8.21	7.87	8.01
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.33	0.55	0.95	1.37	1.86
每股经营现金	4.53	2.22	-0.26	2.79	2.66
每股净资产	11.55	12.00	6.57	7.85	9.63
每股股利	-	-	-	-	-
<b>估值比率</b>					
PE	112	68	39	27	20
PB	3.22	3.10	5.66	4.74	3.87

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

丁思德，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层 (100020)

传真：010 - 85556304 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)