

业绩符合预期，景气周期中崛起的钛白粉巨头

投资要点

- **业绩总结:** 2016 年上半年，公司实现营业收入 13 亿元，同比减少 1.7%；归属于上市公司股东的净利润 7111 万元，同比增长 52.5%。公司预计 2016 年 1-9 月实现归属净利润变动区间为 1.2-1.5 亿元，同比增长 100%-150%。
- **业绩符合预期，下半年涨价传导至业绩将更加顺畅。** 公司上半年营业收入较去年同期基本持平，主要原因在于虽然去年同期公司主营产品钛白粉价格处于高位，但报告期内，公司实现钛白粉销售量 12.8 万吨，同比增长 18.7%，保证公司营收水平；同时，由于主要原材料价格下降，加之公司加强生产成本控制，促使主营业务毛利率提升 5.8 个百分点至 24.6%。另外，由于公司银行借款与汇兑损失的增加，财务费用较 15 年同期增长 74.7%至 4183 万元。我们预计后续钛白粉价格有望继续上调，且前期钛白粉的涨价有望更加顺畅地传导至业绩。公司氯化法钛白粉稳定运行，在全国率先实现氯化钛白粉生产并有望抢占市场先机，继续看好公司 2016 年全年业绩的高速增长。
- **落后产能淘汰+并购整合加速，供给侧逻辑坚实。** 随着《钛白粉单位产品能耗限额》的正式实施以及相关环保政策的陆续出台，钛白粉供给侧改革将加速落地，中小产能退出势在必行。且佰利联与龙蟒的合并，将打造产能 56 万吨/年的国内钛白粉绝对龙头，形成规模足够与国际钛白粉厂商媲美的大型钛白粉供应商，提升其市场话语权的同时，也将促进国内钛白粉行业的整合集中进程。我们认为供给侧改革有望加速落后产能的去化并提高新增产能的门槛，结构性地改善钛白粉行业供求关系。
- **出口大幅提升，下游需求回暖。** 2016 年上半年我国钛白粉出口 34.8 万吨，同比大幅增长 28%。同时，历时 8 个多月的韩国对华金红石型钛白粉反倾销案结束，预期出口将继续升温。国际钛白粉厂商在全球范围内再次提价，也让我国钛白粉产品的价格优势在国际市场上越发明显，佰利联和四川龙蟒占据出口份额的 40%，将率先受益于出口的稳步提升。
- **盈利预测及评级:** 钛白粉涨价持续，调升盈利预测，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.37 元、0.61 元和 0.91 元，对应动态 PE 分别为 40 倍、25 倍和 16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格提升不及预期的风险，氯化法产能释放不及预期的风险，原材料价格波动的风险。

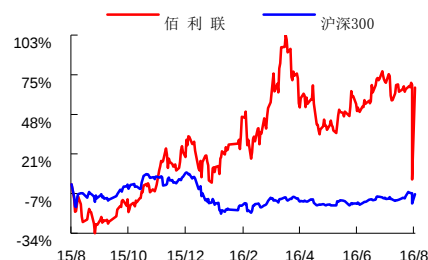
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2659.80	3071.97	3524.67	3896.44
增长率	28.92%	15.50%	14.74%	10.55%
归属母公司净利润 (百万元)	111.44	267.13	433.16	653.05
增长率	76.49%	139.71%	62.16%	50.76%
每股收益 EPS (元)	0.16	0.37	0.61	0.91
净资产收益率 ROE	5.05%	10.31%	14.71%	18.83%
PE	97	40	25	16
PB	4.57	4.16	3.66	3.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn
 联系人: 张汪强
 电话: 021-68415687
 邮箱: zwwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.11
流通 A 股(亿股)	5.96
52 周内股价区间(元)	12.06-64.16
总市值(亿元)	106.29
总资产(亿元)	66.82
每股净资产(元)	3.34

相关研究

1. 佰利联 (002601): 钛白粉龙头，布局新材料领域 (2016-07-20)
2. 佰利联 (002601): 看好全年业绩高增，供需格局持续优化 (2016-04-27)
3. 佰利联 (002601): 供给侧改革持续发酵，龙头佰利联率先受益 (2016-02-22)

关键假设：

假设 1：公司钛白粉 16 年销售均价 12000 元/吨（含税），毛利率显著提升。钛白粉行业进入景气周期，未来两年价格稳中有升。

假设 2：公司锆制品业务逐渐萎缩，毛利率保持稳定；

假设 3：三费率逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
钛白粉	收入	2,280.76	2,622.87	3,016.31	3,317.94
	增速	19.05%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	19.09%	27.00%	31.00%	36.00%
锆制品	收入	49.42	44.97	43.62	44.06
	增速	-10.75%	-9.00%	-3.00%	1.00%
	毛利率	4.37%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入	303.85	404.12	464.74	534.45
	增速	278.9%	33.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	16.29%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	收入	2,659.80	3,071.97	3,524.67	3,896.44
	增速	28.92%	15.50%	14.74%	10.55%
	毛利率	19.28%	25.23%	28.70%	32.91%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2659.80	3071.97	3524.67	3896.44	净利润	118.96	267.13	433.16	653.05
营业成本	2146.86	2296.88	2513.07	2614.27	折旧与摊销	176.86	192.70	242.20	269.14
营业税金及附加	5.58	6.14	6.34	7.79	财务费用	59.08	92.57	103.45	87.46
销售费用	110.17	141.31	148.04	155.86	资产减值损失	10.45	10.00	9.00	12.00
管理费用	200.28	230.40	260.83	284.44	经营营运资本变动	81.76	18.89	-32.75	-107.64
财务费用	59.08	92.57	103.45	87.46	其他	-1009.05	-9.82	-9.84	-12.44
资产减值损失	10.45	10.00	9.00	12.00	经营活动现金流净额	-561.93	571.46	745.22	901.57
投资收益	0.50	0.50	0.50	0.50	资本支出	-771.11	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	432.55	-11.03	0.40	2.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-338.56	-141.03	-129.60	-127.53
营业利润	125.79	295.16	484.43	735.12	短期借款	700.15	870.03	-500.00	-500.00
其他非经营损益	9.87	9.42	9.50	9.54	长期借款	142.71	342.00	0.00	0.00
利润总额	135.66	304.59	493.93	744.66	股权融资	164.18	0.00	0.00	0.00
所得税	16.71	37.46	60.77	91.61	支付股利	-18.89	-33.34	-79.91	-129.58
净利润	118.96	267.13	433.16	653.05	其他	0.45	-93.50	-103.45	-87.46
少数股东损益	7.52	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	988.61	1085.19	-683.36	-717.04
归属母公司股东净利润	111.44	267.13	433.16	653.05	现金流量净额	101.17	1515.62	-67.74	57.01
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	562.66	2078.28	2010.54	2067.55	成长能力				
应收和预付款项	787.93	947.18	1070.20	1176.84	销售收入增长率	28.92%	15.50%	14.74%	10.55%
存货	615.05	657.35	719.62	748.56	营业利润增长率	102.52%	134.65%	64.13%	51.75%
其他流动资产	154.42	180.06	206.60	228.39	净利润增长率	84.91%	124.55%	62.16%	50.76%
长期股权投资	37.98	37.98	37.98	37.98	EBITDA 增长率	57.38%	60.46%	43.01%	31.52%
投资性房地产	12.39	23.92	24.02	22.05	获利能力				
固定资产和在建工程	3276.95	3188.08	3050.33	2886.22	毛利率	19.28%	25.23%	28.70%	32.91%
无形资产和开发支出	148.62	174.78	200.35	225.31	三费率	13.89%	15.11%	14.54%	13.54%
其他非流动资产	165.04	165.04	165.04	165.04	净利率	4.47%	8.70%	12.29%	16.76%
资产总计	5761.04	7452.69	7484.68	7557.94	ROE	5.05%	10.31%	14.71%	18.83%
短期借款	1629.97	2500.00	2000.00	1500.00	ROA	2.06%	3.58%	5.79%	8.64%
应付和预收款项	823.94	1022.73	1132.35	1149.78	ROIC	4.78%	9.17%	14.05%	19.73%
长期借款	250.00	592.00	592.00	592.00	EBITDA/销售收入	13.60%	18.89%	23.55%	28.02%
其他负债	699.19	747.16	816.28	848.64	营运能力				
负债合计	3403.10	4861.89	4540.63	4090.41	总资产周转率	0.51	0.46	0.47	0.52
股本	204.42	715.48	715.48	715.48	固定资产周转率	1.65	1.40	1.28	1.33
资本公积	1404.50	893.44	893.44	893.44	应收账款周转率	8.24	7.98	7.74	7.66
留存收益	860.69	1094.48	1447.73	1971.20	存货周转率	4.01	3.61	3.65	3.56
归属母公司股东权益	2298.23	2531.08	2884.34	3407.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	63.21%	—	—	—
少数股东权益	59.71	59.71	59.71	59.71	资本结构				
股东权益合计	2357.94	2590.80	2944.05	3467.52	资产负债率	59.07%	65.24%	60.67%	54.12%
负债和股东权益合计	5761.04	7452.69	7484.68	7557.94	带息债务/总负债	55.24%	63.60%	57.08%	51.14%
					流动比率	0.68	0.91	1.02	1.21
					速动比率	0.48	0.75	0.84	1.00
					股利支付率	16.95%	12.48%	18.45%	19.84%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.37	0.61	0.91
					每股净资产	3.30	3.62	4.11	4.85
					每股经营现金	-0.79	0.80	1.04	1.26
					每股股利	0.03	0.05	0.11	0.18
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	361.73	580.43	830.08	1091.72					
PE	96.69	40.34	24.88	16.50					
PB	4.57	4.16	3.66	3.11					
PS	4.05	3.51	3.06	2.77					
EV/EBITDA	11.60	19.91	13.40	9.68					
股息率	0.18%	0.31%	0.74%	1.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syron@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn