

佰利联 (002601)

钛白粉行业龙头企业之一，享受行业景气周期

建议询价区间

50.99~63.73 RMB

预计上市定价

53.67~67.09 RMB

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.billionschem.com
大股东/持股	许刚、谭瑞清、杜新长 /38.56%
实际控制人/持股	许刚、谭瑞清、杜新长 /38.56%
总股本(百万股)	94
流通 A 股(百万股)	24
每股净资产(元)	5.70
资产负债率	71.28%

相关研究报告

证券分析师

伍颖 S1060511010017
010-66299575
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

投资要点

公司主要从事钛白粉、锆制品和硫酸铝等产品的生产与销售，是我国钛白粉行业领军企业之一。2010年，公司钛白粉综合产量排名位居全国行业第二，出口量位居行业第一。

■ 全球钛白粉市场稳定增长，亚太地区需求旺盛

钛白粉是一种性能优异的白色颜料，主要应用于涂料（占比 60%）。近十年来，全球钛白粉行业整体保持平稳发展势头。美国 SRI 咨询公司（SRIC）的 2009 年研究报告显示，未来几年全球钛白粉需求年均增速将达到 4.1%；未来几年中国钛白粉市场将以年均 8.5% 的速度快速增长，亚太地区在 2010~2015 年期间将成为钛白粉的最大市场。

■ 中国钛白粉行业发展前景广阔，金红石型产品增长潜力大

（1）1999~2010 年，我国钛白粉消费量年复合增长率达到 17.7%，超过 GDP 增速。（2）2010 年，全国钛白粉总产量中金红石型产品占比 57.13%，明显低于全球比例的 85~90%。（3）我国钛白粉市场低端锐钛型钛白粉供过于求，产能相对过剩，市场竞争激烈；中高端金红石型钛白产品相对紧缺，存在广阔的发展空间。随着国内经济的复苏及涂料、塑料、造纸等下游应用行业的快速发展，金红石型钛白粉市场前景广阔。（4）近年来我国钛白粉大量进口，其中 90% 以上为金红石型产品。

■ 公司是钛白粉行业龙头企业之一，竞争优势明显

竞争优势：国际化优势，技术和设备优势，能源优势，区位和交通优势，节能减排和资源综合利用优势，循环经济优势等。竞争劣势：人力资源不足，规模偏小，生产工艺单一等。

■ 预计合理估值区间为 53.67~67.09 元

公司募投项目包括 6 万吨/年的氯化法钛白粉项目和 2x30 万吨/年硫酸制酸二期项目。我们预计，公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 4.47、4.71、5.37 元，净利润分别同比增长 160.0%、5.3%、13.9%。参照可比公司，我们认为，给予 2011 年 12~15 倍 PE 比较合理，预计合理估值区间为 53.67~67.09 元。

■ 风险提示：主要原材料价格波动风险，主要产品价格波动风险，下游行业周期性波动风险等。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	779	1247	1974	2342	2926
YoY(%)	3.0%	60.1%	58.3%	18.7%	24.9%
净利润(百万元)	52	162	420	443	504
YoY(%)	303.1%	212.5%	160.0%	5.3%	13.9%
毛利率(%)	20.9%	25.8%	35.2%	31.1%	29.2%
净利率(%)	6.6%	13.0%	21.3%	18.9%	17.2%
ROE(%)	20.0%	40.5%	21.6%	19.2%	18.5%
EPS(摊薄/元)	0.55	1.72	4.47	4.71	5.37

正文目录

一、公司简介	3
二、中国钛白粉行业发展前景好，金红石型产品增长潜力大	3
2.1 钛白粉是一种性能优异的白色颜料，主要应用于涂料	3
2.2 全球钛白粉市场稳定增长，亚太地区需求旺盛	4
2.3 中国钛白粉行业发展前景广阔，金红石型产品增长潜力大	4
2.4 公司钛白粉综合产量排名位居全国行业第二	5
三、公司竞争优势和劣势	6
3.1 竞争优势	6
3.2 竞争劣势	6
四、募投项目情况	7
五、盈利预测和估值	7
六、风险因素	8

图表目录

图表 1 发行前后的股本结构变化	3
图表 2 目前我国钛白粉消费以涂料为主	4
图表 3 2004~2009 年全球钛白粉市场稳定增长	4
图表 4 1999-2010 年我国钛白粉消费量年复合增长率超过 GDP 增速	5
图表 5 2010 年国内前十位钛白粉生产企业的产量及占全国总产量的比例	6
图表 6 募投项目	7
图表 7 可比公司估值情况	7
图表 8 财务预测表	9

一、公司简介

公司主要从事钛白粉、锆制品和硫酸铝等产品的生产与销售，是我国钛白粉行业领军企业之一。2010年，公司钛白粉综合产量排名位居全国行业第二，出口量位居行业第一。

许刚、谭瑞清和杜新长三名自然人合计持有和控制公司 3,625 万股股份，占发行前公司总股本的 51.78%，该三名自然人已签订《一致行动协议》，为公司实际控制人。公司本次拟发行 2,400 万股。

图表1 发行前后的股本结构变化

股东类别	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
一、有限售条件流通股	7,000	100.00	7,000	74.47
其中：				
许刚	1,396	19.95	1,396	14.85
银泰投资	1,008	14.40	1,008	10.73
复星化工	1,000	14.29	1,000	10.64
博雅投资	711	10.16	711	7.56
豫鑫木糖	645	9.22	645	6.86
九鼎投资	582	8.31	582	6.19
千业贸易	575	8.21	575	6.12
王晓元	321	4.58	321	3.41
灵石投资	202	2.88	202	2.15
杨民乐等 85 名自然人	560	8.00	560	5.96
二、本次发行流通股	-	-	2,400	25.53
合 计	7,000	100.00	9,400	100.00

资料来源：招股说明书

二、中国钛白粉行业发展前景好，金红石型产品增长潜力大

2.1 钛白粉是一种性能优异的白色颜料，主要应用于涂料

钛白粉的化学名称为二氧化钛，商用名称为钛白粉，化学分子式为 TiO_2 。钛白粉具有高折射率，理想的粒度分布，良好的遮盖力和着色力，是一种性能优异的白色颜料。

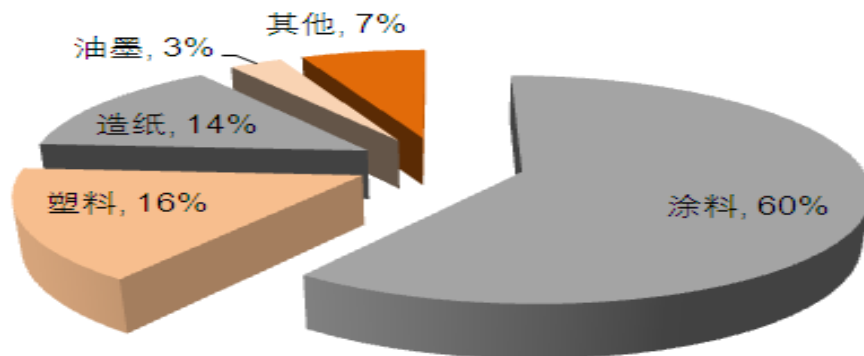
钛白粉主要分为颜料级和非颜料级钛白粉。

颜料级钛白粉，主要使用目的为白色颜料，按结晶形态分为锐钛型钛白粉（简称 A 型）和金红石型钛白粉（简称 R 型）两类。锐钛型钛白粉主要用于室内涂料、油墨、橡胶、玻璃、化妆品、肥皂、塑料和造纸等工业。金红石型钛白粉比锐钛型钛白粉具有更好的耐候性和遮盖力，主要用于高级室外涂料、有光乳胶漆、塑料、有较高消色力和耐候要求的橡胶材料、高级纸张涂层等。

非颜料级钛白粉，主要使用目的为纯度，按主要使用用途分为搪瓷级钛白粉、电焊条级钛白粉、陶瓷级钛白粉、电子级钛白粉等多种类型。

作为基础化工原料，钛白粉广泛应用于涂料、塑料、造纸、油墨、橡胶、化纤、日化、医药、食品等行业，且应用领域尚在进一步延伸和拓展中。

图表2 目前我国钛白粉消费以涂料为主



资料来源：招股说明书

2.2 全球钛白粉市场稳定增长，亚太地区需求旺盛

近十年来，全球钛白粉行业整体保持平稳发展势头；2008 年受全球金融危机的影响，产量和消费量均有所下滑；2009 年，在涂料、造纸、塑料等主要下游应用行业逐步复苏的带动下，钛白粉行业表现出迅猛的发展势头。

图表3 2004~2009年全球钛白粉市场稳定增长

项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
总产量（万吨）	475.2	492.2	506.5	522.1	494.2	540
年增长率	6.6%	3.6%	2.9%	3.1%	-5.3%	9.27%
总消费（万吨）	463.5	461.2	488.6	510.6	492.7	455
年增长率	7.7%	-0.5%	5.9%	4.5%	-3.5%	-7.65%

资料来源：招股说明书

美国 SRI 咨询公司(SRIC)的 2009 年研究报告显示,未来几年全球钛白粉需求年均增速将达到 4.1%, 2013 年全球需求将达到 630 万吨。SRIC 同时指出, 受造纸和涂料工业衰退的影响, 北美和西欧地区的钛白粉市场需求正步入下行通道, 而全球其他大部分地区市场需求年均增速则达到 6%左右, 未来几年中国钛白粉市场将以年均 8.5%的速度快速增长, 亚太地区在 2010~2015 年期间将成为钛白粉的最大市场。

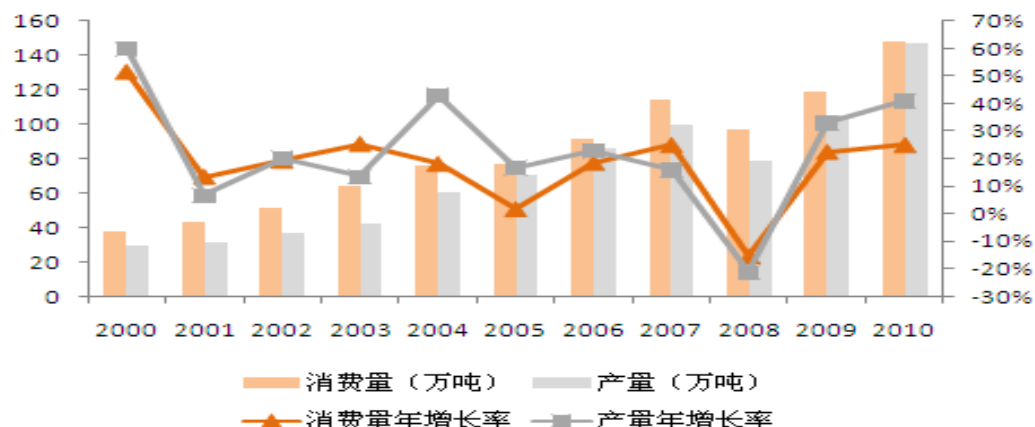
2.3 中国钛白粉行业发展前景广阔，金红石型产品增长潜力大

■ 钛白粉消费量年复合增长率超 GDP 增速

1999~2010 年,我国钛白粉消费量从 24.8 万吨/年增长至 148.4 万吨/年,年复合增长率达到 17.7%, 超过 GDP 增速。

钛白粉与国民经济发展密切相关,其消耗量的多寡可用来衡量一国经济发展水平和生活水平的高低。随着我国经济的高速发展,人民生活水平的不断提高, 钛白粉的消费必将出现快速增长, 因此钛白粉市场潜力大, 前景广阔。

图表4 1999-2010年我国钛白粉消费量年复合增长率超过GDP增速



资料来源：招股说明书

■ 中高端金红石型钛白粉发展空间广阔

2010年，全国钛白粉总产量147.2万吨，其中金红石型产品84.1万吨，占比57.13%，而近年来全球钛白粉产品中金红石型产品比例达85~90%，相比之下，我国金红石型钛白粉比例明显偏低。

总体看来，我国钛白粉市场形成了供求结构不合理的格局：低端锐钛型钛白粉供过于求，产能相对过剩，市场竞争激烈；中高端金红石型钛白产品相对紧缺，存在广阔的发展空间。

随着国内经济的复苏及涂料、塑料、造纸等下游应用行业的高速发展，金红石型钛白粉市场前景广阔。

■ 金红石型钛白粉需要大量进口

由于汽车工业和建筑业中使用的高端涂料、塑料工业中的PVC需要大量金红石型钛白粉，近年来我国金红石型钛白粉增长最为迅猛，而国内金红石型钛白粉产量远不能满足需求，导致我国钛白粉大量进口，2009年、2010年进口量分别达24.49万吨和26.9万吨，其中90%以上为金红石型产品。

■ 金红石型钛白粉利润率较高

由于金红石型钛白粉产品需求缺口大，增长远远超过行业平均水平，金红石型钛白粉生产企业定价能力和消化成本上升的能力较强，利润率保持较高水平；而锐钛型钛白粉细分市场中，由于生产企业众多，产品供应充足，市场竞争激烈，企业定价能力和消化成本上升的能力相对较弱，利润空间逐步压缩，利润率较低。

2.4 公司钛白粉综合产量排名位居全国行业第二

2010年，我国钛白粉总产量147.22万吨，前十大生产企业的产量合计占总产量的45.74%，其中，公司钛白粉综合产量排名位居全国行业第二。

图表5 2010年国内前十位钛白粉生产企业的产量及占全国总产量的比例

排名	企业名称	产量（吨）	占全国总产量的比例
1	山东东佳集团股份有限公司	118,000	8.02%
2	河南佰利联化学股份有限公司	102,074	6.93%
3	四川龙蟒钛业股份有限公司	100,737	6.84%
4	云南大互通工贸有限公司	64,000	4.35%
5	宁波新福钛白粉有限公司	63,125	4.29%
6	攀钢集团重庆钛业股份有限公司	62,578	4.25%
7	南京钛白化工有限责任公司	47,142	3.20%
8	安徽安纳达钛业股份有限公司	45,898	3.12%
9	江苏太白集团有限公司	36,000	2.45%
10	蓝星化工新材料股份有限公司广西分公司	33,866	2.30%
合 计		673,420	45.74%

资料来源：招股说明书

三、公司竞争优势和劣势

3.1 竞争优势

■ 国际化优势

原材料进口方面，公司长期以来与壳牌、力拓公司、澳大利亚艾绿卡公司以及加拿大、南非、印度等多个国外大型原材料供应企业建立了稳定的合作关系，能保证原料的稳定供应。产品出口方面，公司一雪莲牌钛白粉远销 20 多个国家和地区，出口量连续三年位居全国同行业第一位。

■ 技术和设备优势

公司在钛白粉生产工艺管理与控制、设计制作等方面技术优势明显，拥有自主化的 5 万吨/年金红石型钛白粉生产线的生产和工艺设计技术。公司多次主持和参与相关产品国家标准和行业标准的起草、修订工作，配备了大批技术领先、性能优良的大型化生产设备。

■ 能源优势，区位和交通优势

公司所处地区河南省焦作市煤炭、电力和天然气等资源丰富，具备较强的成本优势。焦作市交通极为便利，有利于原材料的采购和产品的运输。

■ 节能减排和资源综合利用优势，循环经济优势

公司建立了完善的节能降耗、减排和资源综合利用体系。公司产品钛白粉、锆制品、硫酸铝和硫酸等系列产品生产工艺相通、不同生产工序产生的产品或废弃物可直接或回收后再次进入生产环节，形成了完善的内外部循环经济运行模式，资源综合利用优势明显。

3.2 竞争劣势

■ 人力资源不足

公司地处中西部地区，引进人才的外部环境相对于东部发达地区尚存一定差距，各类管理人才的不足将成为公司进一步发展的制约因素。

■ 规模偏小，生产工艺单一

虽然公司为我国钛白粉行业龙头企业之一，硫酸法钛白粉产能已达到 8 万吨/年的行业最佳生产规模，但与国际钛白粉巨头相比，规模仍然偏小。

四、募投项目情况

公司募投项目包括 6 万吨/年的氯化法钛白粉项目和 2x30 万吨/年硫酸制酸二期项目。项目完成后，公司的钛白粉产能将达到 14 万吨/年，届时将成为国内最大的钛白粉生产企业，硫酸产能将达到 60 万吨/年，硫酸可以实现自给，公司的产业链得到进一步完善。

图表6 募投项目

项 目	总投资 (万元)	项目建设期	年平均销售收入 (万元)	年平均利润 (所得税后, 万元)
6 万吨/年氯化法钛白粉生产线项目	57,223	2 年	78,000	11,160
2×30 万吨/年硫酸制酸项目（二期）	7,096	1 年	19,800	2,002
合 计	64,319			

资料来源：招股说明书

五、盈利预测和估值

我们预计，公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 4.47、4.71、5.37 元，归属于母公司的净利润分别同比增长 160.0%、5.3%、13.9%。

包含钛白粉业务的上市公司有安纳达、攀钢钒钛和 ST 钛白，钛白粉主要下游的涂料行业上市公司有金力泰、渝三峡 A、神剑股份。参照可比公司，我们认为，给予 2011 年 12~15 倍 PE 比较合理，预计合理估值区间为 53.67~67.09 元。

图表7 可比公司估值情况

			EPS				PE			
收盘价 6-30			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
002136.SZ	安纳达	30.1	0.25	1.15	1.46	2.25	120.9	26.2	20.6	13.4
000629.SZ	攀钢钒钛	11.07	0.19	0.41	0.93	1.09	59.8	27.0	11.9	10.2
002145.SZ	*ST 钛白	9.47	0.06							
300225.SZ	金力泰	26.72	1.26	1.36	2.00	2.34	21.2	19.6	13.4	11.4
000565.SZ	渝三峡 A	12.6	0.20	0.58			61.9	21.6		
002361.SZ	神剑股份	10.93	0.20	0.69	1.32		53.7	15.8	8.3	
000791.SZ	西北化工	7.46	0.04	0.15			184.7	51.4		

资料来源：wind

六、风险因素

■ 主要原材料价格波动风险

钛精矿、酸溶性钛渣和硫酸是公司钛白粉生产的主要原材料，其成本合计占钛白粉生产成本的平均比例约为 50%。受国内外整体供求关系、市场参与主体心理预期等因素的交互影响，公司主要原材料尤其是硫磺和硫酸的市场价格波动较大。

■ 主要产品价格波动风险

公司主导产品为钛白粉系列产品，2010 年其销售收入占主营业务收入的比例达 94%，其销售价格是影响利润水平的最直接和最重要因素。

■ 下游行业周期性波动风险

钛白粉广泛应用于涂料、塑料、造纸、油墨、橡胶、化纤、日化、医药、食品等行业，如果宏观经济出现重大不利变化，下游行业受周期性影响而发展变缓，将可能对公司经营业绩产生不利影响。

图表8 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	675	1752	1999	2527	营业收入	1247	1974	2342	2926
现金	272	1190	1304	1643	营业成本	925	1278	1613	2070
应收账款	117	150	178	222	营业税金及附加	6	10	12	15
其他应收款	3	6	7	8	营业费用	41	75	89	111
预付账款	88	128	161	207	管理费用	65	114	136	170
存货	164	230	290	373	财务费用	30	1	-28	-34
其他流动资产	32	49	59	73	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	714	805	1055	1125	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	558	694	957	1039	营业利润	178	495	521	593
无形资产	37	37	37	37	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	113	74	60	49	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1390	2557	3054	3652	利润总额	186	495	521	593
流动负债	593	712	850	1032	所得税	25	74	78	89
短期借款	189	200	220	240	净利润	162	420	443	504
应付账款	206	281	355	455	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	199	231	275	337	归属母公司净利润	162	420	443	504
非流动负债	397	-103	-103	-103	EBITDA	207	546	562	649
长期借款	397	-103	-103	-103	EPS (元)	2.31	4.47	4.71	5.37
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	990	609	747	930					
少数股东 权益	0	0	0	0					
股本	70	94	94	94					
资本公积	79	1183	1183	1183					
留存收益	250	671	1029	1445					
归属母公司股东权益	399	1948	2306	2722					
负债和股东权益	1390	2557	3054	3652					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	197	443	470	534	成长能力				
净利润	162	420	443	504	营业收入(%)	60.1%	58.3%	18.7%	24.9%
折旧摊销	0	50	70	89	营业利润(%)	231.9%	178.5%	5.3%	13.9%
财务费用	30	1	-28	-34	归属于母公司净利润(%)	212.5%	160.0%	5.3%	13.9%
投资损失	-1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	0	-34	-15	-29	毛利率(%)	25.8%	35.2%	31.1%	29.2%
其他经营现金流	6	5	2	2	净利率(%)	13.0%	21.3%	18.9%	17.2%
投资活动现金流	-212	-143	-320	-160	ROE(%)	40.5%	21.6%	19.2%	18.5%
资本支出	207	150	320	160	ROIC(%)	24.8%	49.1%	37.3%	39.1%
长期投资	-4	-7	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-9	0	0	0	资产负债率(%)	71.3%	23.8%	24.5%	25.5%
筹资活动现金流	36	618	-36	-35	净负债比率(%)	61.2%	16.0%	15.7%	14.8%
短期借款	45	11	20	20	流动比率	1.14	2.46	2.35	2.45
长期借款	128	-500	0	0	速动比率	0.86	2.14	2.01	2.09
普通股增加	0	24	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	1104	0	0	总资产周转率	1.03	1.00	0.83	0.87
其他筹资现金流	-137	-21	-56	-55	应收账款周转率	13.79	14.05	13.57	13.88
现金净增加额	19	917	115	339	应付账款周转率	6.19	5.25	5.07	5.11
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.72	4.47	4.71	5.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.10	4.71	5.01	5.68
					每股净资产(最新摊薄)	4.25	20.72	24.53	28.96
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257