

化工

2017 年 03 月 06 日

百傲化学 (603360)

——全球杀菌剂细分市场龙头，募投项目开启新成长

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

- 公司是亚洲最大的异噻唑啉酮类杀菌剂生产企业。公司拥有 CIT/MIT 年产能 1.5 万吨，OIT 产能 500 吨，DCOIT 产能 250 吨，产能、产量均处于亚洲之首。异噻唑啉酮类杀菌剂技术门槛较高，公司经多年生产研发获得了与生产工艺相关的多项专利及非专利技术，大大提高了生产效率，降低了原材料单耗，在行业内处于领先水平，毛利率自 2011 年以来稳中有升，2016 年上半年综合毛利率达到 47.87%，远高于行业同类公司平均水平。
- 工业杀菌剂市场空间广阔，公司产品在杀菌剂中优势明显。杀菌剂在工业领域中用于杀灭和抑制微生物生长，广泛应用于航空航天、精密仪器、电子、塑料、建材、水处理、木材、涂料、皮革、日化等行业。国内工业杀菌剂市场空间为 200-300 亿元，市场增速 12%-15%。异噻唑啉酮类工业杀菌剂相比其他杀菌剂技术门槛较高，具有绿色、广谱、用量少、效期长等特点，属于杀菌剂产品中的中高端产品。但是公司产品占全球同类产品市场份额不到 1%，未来替代空间广阔。
- 募投项目丰富公司产品线，开启新成长。公司现有产能已经无法满足不断增长的订单需求，为满足公司发展需要，拟投资 1.19 亿元用于年产 7500 吨 CIT/MIT、500 吨 OIT、2000 吨 BIT 系列产品建设项目，投资 1.40 亿元用于年产 3000 吨 B/F 腈中间体及年产 500 吨高性能有机颜料项目。新产品 BIT 将完善公司现有异噻唑啉酮类产品线，F 腈主要用于医药合成中间体及广谱杀菌剂 BIT 原料，B 腈主要用于高性能颜料 PR254 的生产原料，中间体及高端颜料是公司现有产品和工艺链的自然衍生，募投项目将为创造新的收入和利润增长点，项目建设周期两年，达产后预计可以实现年收入约 3.3 亿元，净利润约 7400 万元。
- 盈利预测与估值。公司作为细分子领域龙头，产品在杀菌剂中优势明显，且募投项目将丰富公司产品线，开启新成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2016-18 年归母净利润分别为 0.92、1.15、1.71 亿元，EPS 为 0.69、0.86、1.29 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 57X、46X、31X。综合考虑公司产品具有其自身的独特性，未来几年随着公司募投项目的投产放量，仍能保持较高的业绩成长性，且作为次新股具有一定的估值溢价，给予 2017 年 55-60 倍估值较为合理，对应目标价 47.3-51.6 元/股，仍有大约 25-30% 的空间。
- 风险因素：1. 新产品研发及市场开拓低于预期，2. 市场竞争激烈导致产品毛利下滑。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	328	294	386	452	660
同比增长率 (%)	-5.38	14.19	17.69	17.10	46.02
净利润 (百万元)	57	73	92	115	171
同比增长率 (%)	-10.45	50.75	60.45	25.00	48.70
每股收益 (元/股)	0.57	0.73	0.69	0.86	1.29
毛利率 (%)	44.7	49.3	49.4	51.5	51.3
ROE (%)	15.9	16.8	20.3	13.1	16.4
市盈率	69		57	46	31

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2017 年 03 月 06 日

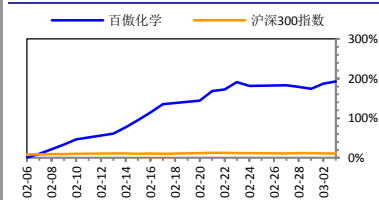
收盘价 (元)	39.6
一年内最高/最低 (元)	41.95/11.09
市净率	9.2
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	1320
上证指数/深证成指	3233.87/10522.28

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	4.33
资产负债率 %	28.14
总股本/流通 A 股 (百万)	133/33
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司作为细分子领域龙头，产品在杀菌剂中优势明显，且募投项目将丰富公司产品线，开启新成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2016-18 年归母净利润分别为 0.92、1.15、1.71 亿元，EPS 为 0.69、0.86、1.29 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 57X、46X、31X。

按照相对估值法对百傲化学进行估值，目前国内未有生产销售异噻唑啉酮杀菌剂产品的上市公司，我们从属于特种化学品制造业的上市公司中，选取主营业务包括杀菌剂或性质相近化工产品的上市公司进行对比，可比公司 2017 年 PE 均值为 36 倍。我们选取同样是新股或次新股的精细化学品的上市公司进行对比，可比公司 2017 年 PE 均值是 96 倍。

综合考虑公司产品具有其自身的独特性，未来几年随着公司募投项目的投产放量，仍能保持较高的业绩成长性，且作为次新股具有一定的估值溢价，给予 2017 年 55-60 倍估值较为合理，对应目标价 47.3-51.6 元/股，仍有大约 25-30% 的空间。

关键假设点

下游需求稳定增长；募投项目按计划投产；公司产品不断放量。

有别于大众的认识

市场可能认为：虽然工业杀菌剂市场巨大，但是公司主要产品异噻唑啉酮类杀菌剂仅为 300 多种杀菌剂产品中的一种，在下游应用中添加量很小，未来发展空间有限。

我们认为：1) 异噻唑啉酮类工业杀菌剂相比其他杀菌剂技术门槛较高，具有绿色、广谱、用量少、效期长等特点，属于杀菌剂产品中的中高端产品，比较优势明显。目前公司产品占全球同类产品市场份额不到 1%，未来替代空间广阔；2) 由于成本及环保等因素，国际化工巨头大幅削减了异噻唑啉酮类原药剂的生产，产能逐步向国内转移。国内虽然异噻唑啉酮类生产企业虽然较多，但是产能大多不足千吨，随着环保趋严，众多小型企业无法满足环保要求被迫退出，市场将向具有一定规模和环保规范的企业集中，公司作为全球龙头，有望大幅受益；3) 募投项目丰富公司产品线，打开公司成长空间。新产品 BIT、F 腈、中间体及高端颜料是公司现有产品和工艺链的自然衍生，为公司开启新成长。

股价表现的催化剂

环保趋严带来的行业集中度提升及公司产品涨价。

核心假设风险

新产品研发及市场开拓低于预期；市场竞争激烈导致产品毛利下滑。

目录

1. 公司是国内工业杀菌剂细分市场龙头企业	6
1.1 异噻唑啉酮类杀菌剂产能位居亚洲首位	7
1.2 产品毛利率水平同行业领先	8
2. 工业杀菌剂前景广阔，公司竞争优势明显.....	9
2.1 下游用途广泛，需求稳定增长.....	9
2.2 产能向国内转移，国内市场空间巨大.....	11
2.3 “规模+环保+品牌”优势明显，持续打造公司竞争力	12
3. 募投项目完善公司产品线，打开成长空间.....	13
4. 盈利预测与投资建议.....	16

图表目录

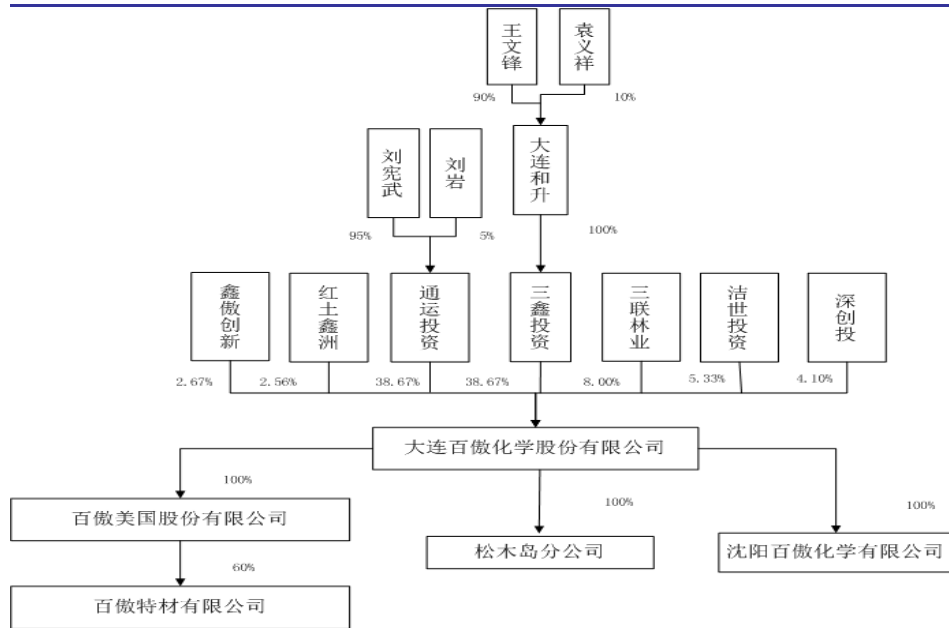
图 1：发行前公司股权结构	6
图 2： 公司 16 年 3 季度收入大幅增长	6
图 3：公司 16 年三季度归母净利润同比增长超过 50%	6
图 4：异噻唑啉酮及异噻唑啉酮衍生物	7
图 5：公司产品上下游情况	7
图 6：公司杀菌剂毛利率和同类公司对比	9
图 7：公司综合毛利率与同类公司对比	9
图 8：公司产品收入构成	9
图 9：公司产品毛利构成	9
图 10：公司产品下游应用广泛	10
图 11：全球水处理杀菌化学品市场稳定增长	10
图 12：国内水处理杀菌化学品市场增长更快	10
图 13：国内造纸产量稳中有升	11
图 14：国内涂料产量快速增长	11
图 15：募投项目实施后公司业务变化情况	13
图 16：公司产品远销欧洲、北美、南美、东南亚	14
表 1：公司产品基本情况	8
表 2：国外主要竞争对手	11
表 3：国内主要竞争对手	12
表 4：公司主要客户情况	12
表 5：公司募投项目	13
表 6：BIT 产品优势明显	15
表 7：PR254 国内市场格局	15
表 8：估值对比表	错误!未定义书签。
表 9：关键假设表	16
表 10：合并损益表	17
表 11：合并资产负债表	18

表 12：合并现金流量表.....	19
-------------------	----

1. 公司是国内工业杀菌剂细分市场龙头企业

公司主营业务为异噻唑啉酮类工业杀菌剂的研发、生产和销售，主要产品为异噻唑啉酮衍生物原药剂及其复配产品，分为 CIT/MIT、MIT、OIT、DCOIT、BIT 等几大系列产品。发行前刘宪武先生持有通运投资 95% 的股权，间接持有公司 38.67% 的股权；王文锋先生持有大连和升 90% 的股权，大连和升持有三鑫投资 100% 的股权，王文锋间接持有公司 38.67% 的股权。刘宪武先生和王文锋先生间接持有和实际支配公司同等比例股份表决权，且两人合计持有公司 77.34% 股权，为公司共同实际控制人。

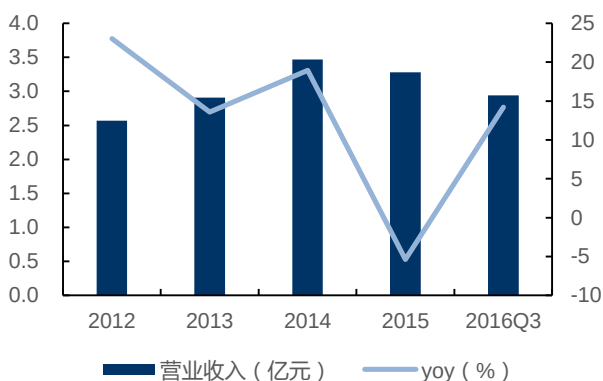
图 1：发行前公司股权结构



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

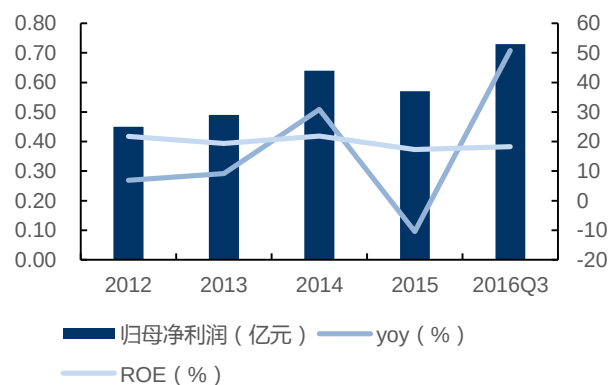
2011 年以来，公司营业收入和净利润水平稳中有升。2016 年前三季度公司营业收入为 2.94 亿元，同比增长 14.19%；归母净利润为 0.73 亿元，同比增长 50.76%；近几年 ROE 水平保持稳定，维持在 20% 左右。

图 2：公司 16 年 3 季度收入大幅增长



资料来源：wind，申万宏源研究

图 3：公司 16 年三季度归母净利润同比增长超过 50%

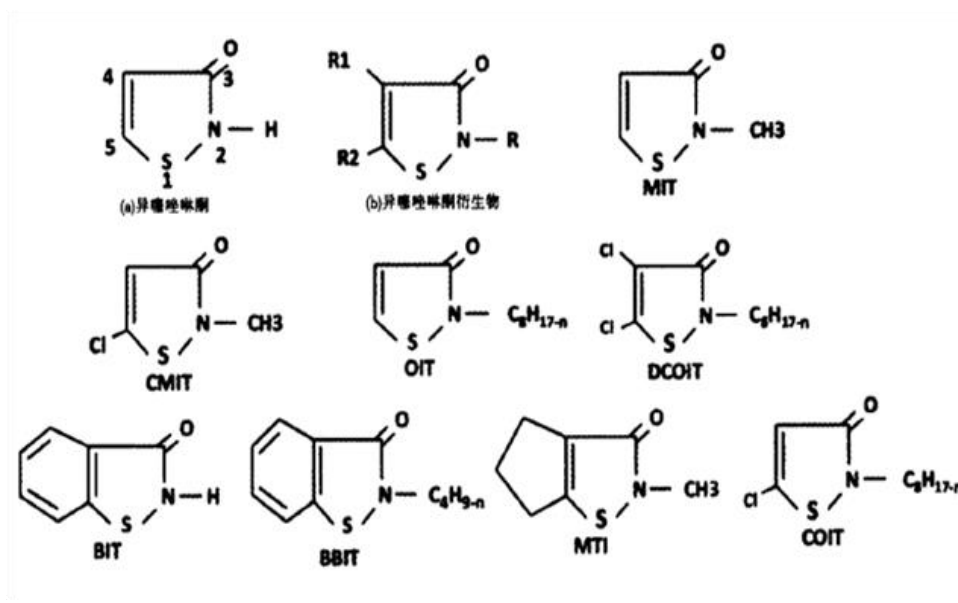


资料来源：wind，申万宏源研究

1.1 异噻唑啉酮类杀菌剂产能位居亚洲首位

异噻唑啉酮是一种广谱、高效、低毒、非氧化性、环境友好型杀菌剂，开发至今种类繁多，目前在国内外市场上常见的主要有 8 种，其中 MIT 和 CMIT 是应用最广泛的化合物，DCOIT 是新开发的用于船舶涂料的新型“绿色”防污剂。这些化合物因其结构的差异在杀菌性能上也显示不同的特点。

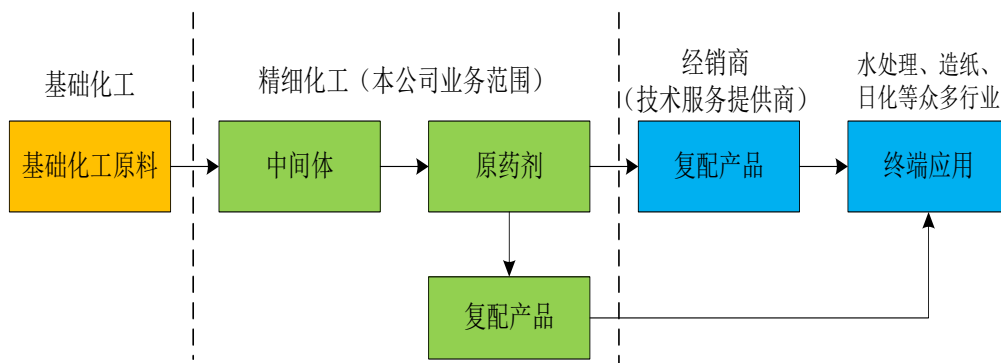
图 4：异噻唑啉酮及异噻唑啉酮衍生物



资料来源：CNKI，申万宏源研究

异噻唑啉酮主要用以杀灭或抑制微生物生长，广泛运用于油田注水、工业循环水、造纸、日化、涂料、农药、切削油、皮革、油墨、染料、制革、木材制品等领域的杀菌、防腐、防霉。异噻唑啉酮杀菌剂系列及各种复配产品原材料来自基础化工，包括丙烯酸甲酯、乙酸乙酯、正辛胺、硝酸镁等，下游包括水处理、造纸、日化等众多行业。

图 5：公司产品上下游情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司从产能和产量来看已成为国内乃至亚洲最大的异噻唑啉酮类杀菌剂生产企业拥有 CIT/MIT 年产能 1.5 万吨, OIT 产能 500 吨, DCOIT 产能 250 吨, 产能、产量均处于亚洲之首。由于异噻类产品在下游应用中添加量很小, 但用途范围很广, 全球产能和产量并没有权威统计数据。根据全球工业杀菌剂每年 60 亿美元总产值估算, 公司产品占全球同类产品市场份额的不到 1%。考虑到公司产品与其他产品存在一定的替代性, 因此仍然具有较大的市场空间。

表 1: 公司产品基本情况

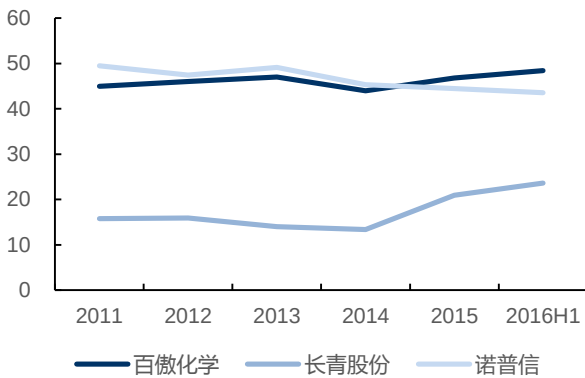
产品名称	公司年产能	主要成分	产品特性	主要应用领域
CIT/MIT	15000 吨 CIT/MIT 或 2075 吨 MIT	5-氯-2-甲基-3-异噻唑啉酮 (CMIT)、2-甲基-3-异噻唑啉酮 (MIT) 混合物	浅琥珀色液体	在工业循环水、油田注水、造纸防腐中大量使用, 也用于农药、切削油、皮革、油墨、染料、制革等行业。
MIT		2-甲基-3-异噻唑啉酮	黄色液体	主要用于日化(个人护理用品及化妆品防腐)、涂料罐内防腐、造纸等行业。
OIT	500 吨	2-辛基-4-异噻唑啉-3-酮	淡黄色液体	溶于有机溶剂, 适用于乳液中的防腐、防霉。可作为添加剂用于处理高档皮革, 防止皮革在使用过程中发生霉变。亦可广泛适用于内外墙乳胶漆的防菌、防藻, 适用于环保型乳胶漆的生产。
DCOIT	250 吨	4, 5-二氯-N-辛基-3-异噻唑啉酮	微黄至淡黄色粉末	防藻杀菌剂, 主要用于帆船、集装箱、游艇及水下设施用的防污涂料中, 可防止藻类、贝壳邓水生生物附着。为环保型产品, 在环境中易降解, 不会造成环境污染, 是三丁基锡等涂料添加剂的换代产品。
BIT		1, 2-苯并-异噻唑啉-3-酮	白色或淡黄色结晶	高分子聚合物乳液、合成纤维油剂、水性建筑涂料、在铜版纸涂料等。

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

1.2 产品毛利率水平同行业领先

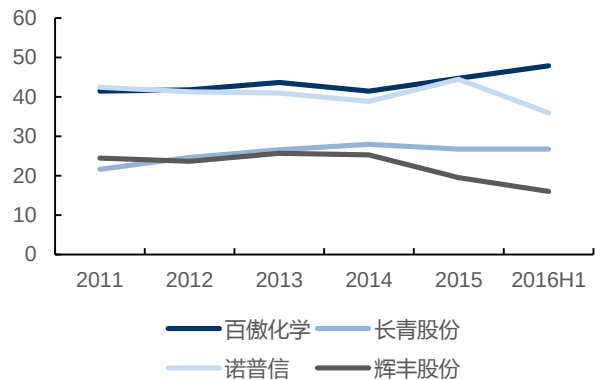
2011 年以来, 公司毛利率保持稳定, 在同类公司中处于较高水平, 主要因为: 1) 异噻唑啉酮类工业杀菌剂与其他杀菌剂产品相比具有绿色、广谱、用量少、效期长等特点, 属于杀菌剂产品中的中高端产品, 差异化决定了产品具有较高的附加值; 2) 异噻唑啉酮技术门槛较高, 公司经多年生产研发获得了与生产工艺相关的多项专利及非专利技术, 大大提高了产品收率及生产效率, 降低了原材料单耗, 在行业内处于领先水平。

图 6：公司杀菌剂毛利率和同类公司对比



资料来源：wind，申万宏源研究

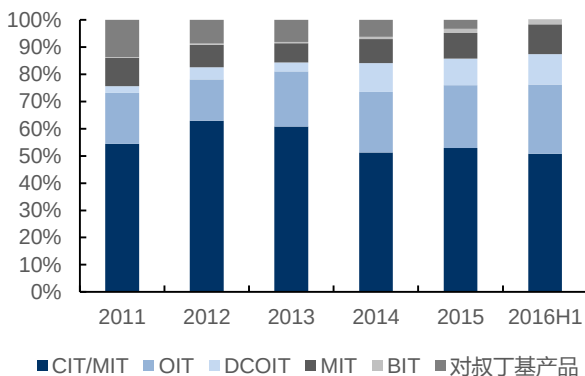
图 7：公司综合毛利率与同类公司对比



资料来源：wind，申万宏源研究

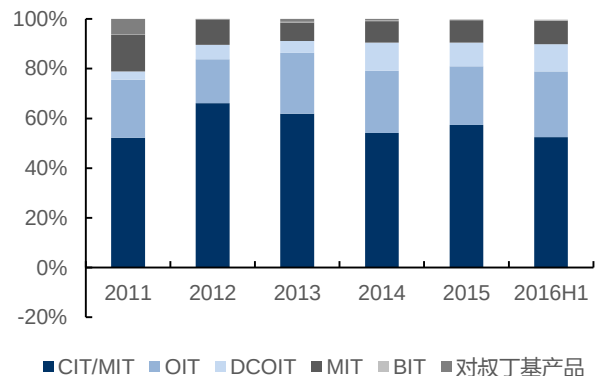
公司近几年产品收入和毛利构成较为稳定。CIT/MIT 为公司收入和利润的主要来源，2016 年上半年 CIT/MIT 收入占比达到 50.78%，毛利润占比达到 52.74%；OIT 收入占比为 25.46%，毛利润占比为 26.54%。

图 8：公司产品收入构成



资料来源：wind，申万宏源研究

图 9：公司产品毛利构成



资料来源：wind，申万宏源研究

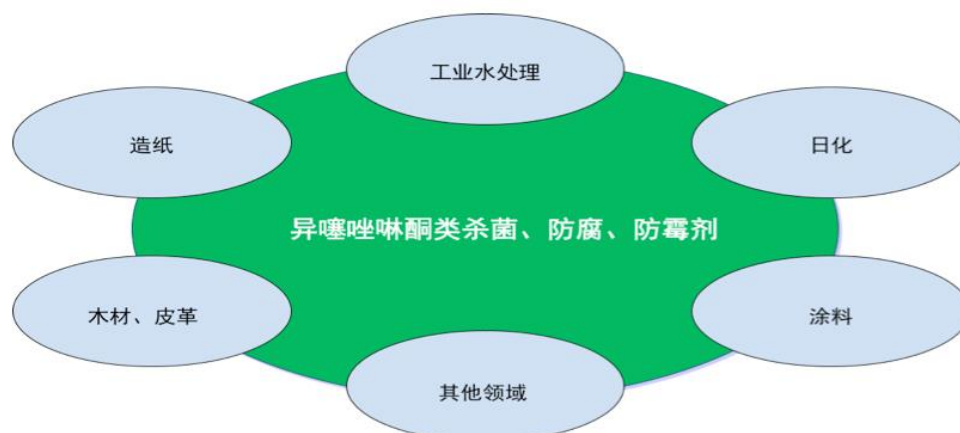
2. 工业杀菌剂前景广阔，公司竞争优势明显

2.1 下游用途广泛，需求稳定增长

在工业领域使用的杀菌、抑菌、防腐、防霉、除藻剂通常简称工业杀菌剂，主要用于杀灭和抑制微生物生长。微生物对工业生产和产品使用的影响随着科学技术的发展逐渐被人类认识和重视，工业杀菌剂产业也随着人类社会工业的发展逐渐发展起来，时至今日，它已成为一个在航空航天、精密仪器、电子等高科技领域不可或缺，与塑料、建材、水处理、木材、涂料、皮革、日化等行业密不可分的辅助性产业。全球工业杀菌剂品种有 300 多个，2008 年全球市场年产值就已达 60 多亿美元，并且每年以 3.2% 的速度递增。异噻唑啉酮类杀菌剂是以异噻唑啉酮衍生物为主要活性成分的杀菌剂产品，常见的异噻唑啉酮衍

生物包括 CIT/MIT、MIT、OIT、DCOIT、BIT 等，此类杀菌剂是国际上公认的高效、低毒、广谱的绿色杀菌剂。

图 10：公司产品下游应用广泛



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

水处理：国内工业水处理杀菌剂市场规模在 2.5 亿美元左右，仅占世界的约 6%，与我国工业大国的市场需求并不相称，主要原因是工业杀菌剂在我国发展的时间并不算长，且产品多为中低端产品，附加值不高。国内工业产业的发展对工业杀菌剂的需求增长较快，需求结构也逐渐向更重视质量和对环境友好转变，预计未来几年的年均增长率将保持在 7% 左右，高于全球平均水平。

图 11：全球水处理杀菌化学品市场稳定增长



资料来源：wind，申万宏源研究

图 12：国内水处理杀菌化学品市场增长更快



资料来源：wind，申万宏源研究

造纸：2015 年全国造纸生产企业约 2791 家，根据国家统计局的统计，2015 年全国规模以上造纸企业主营业务收入达到 8003 亿元。近年来，造纸行业的生产量和销售量持续稳步增长。2004-2015 年，纸及纸板的产量由 4950 万吨增长至 10710 万吨，年均复合增长率为 6.44%；消费量由 5439 万吨增长至 10352 万吨，年均复合增长率为 5.51%。

涂料：据国家统计局数据，截至 2014 年末全国规模以上涂料生产企业 1970 家，全年累计实现销售收入 3867.59 亿元，同比增长 11.94%；截至 2015 年全国规模以上涂料生产企

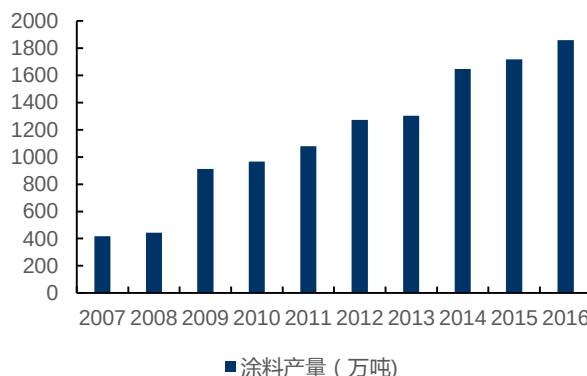
业 2026 家，全年累计实现主营业务收入 4184.39 亿元，同比增长 7.3%，近几年来涂料行业保持了较快的增长速度。

图 13：国内造纸产量稳中有升



资料来源：wind，申万宏源研究

图 14：国内涂料产量快速增长



资料来源：wind，申万宏源研究

2.2 产能向国内转移，国内市场空间巨大

世界工业防腐杀菌剂行业处于垄断竞争的态势，陶氏化学、英国索尔、德国朗盛、特洛伊等国际化工巨头，占据了主要市场。他们凭借强大的研发后台、完善的销售服务网络为终端客户提供完整的技术解决方案，多年的经营积累的良好信誉也成为外来者的行业壁垒。但因为环保和成本的原因，大部分国际化工巨头已经将原药剂生产基地向发展中国家转移，或采取只提供配方和技术服务，从外部采购原药剂的经营模式。在异噻唑啉酮原药剂生产领域，目前仅有陶氏化学和英国索尔保留了部分生产能力，但其主要生产基地也逐渐向中国、印度、巴西等发展中国家转移。

我国现阶段工业杀菌剂的消费额约为 200~300 亿元/年（不含农业，用于农业时算作农药），并且以每年 12%~15% 的速度递增。据不完全统计，作为工业防腐防菌产业大国，我国相关生产企业有 200 多家，产能占世界一半。然而全球工业防腐防菌剂的 300 多个品种里，我国真正应用的只有几十种。由于工业防腐防菌涉及的领域分属各行各业，产品跨度大而企业规模小，因而缺乏统一技术管理标准，产品质量也参差不齐。随着工业防腐、防菌产品和技术在我国应用领域的迅速扩大，国内市场仍具有相当大的发展潜力。

表 2：国外主要竞争对手

公司	简介	杀菌剂
陶氏化学	多元化的化学公司，以其领先的特种化学、高新材料、农业科学和塑料等业务，为全球 180 个国家和地区的客户种类繁多的产品及服务，应用于电子产品、水处理、能源、涂料和农业等高速发展的市场。	2008 年陶氏化学收购了异噻唑啉酮的创始企业罗门哈斯，将涂料、杀菌剂和个人护理等业务进行整合。目前该公司生产全系列异噻唑啉酮产品，业务范围涵盖全球，
索尔化学	主要生产杀菌剂和阻燃剂等，产品应用于诸多工业领域，从油漆到睡衣，从鞋到洗发水，从家具织物到时装杂志等。	异噻唑啉酮类产品包括 CIT/MIT、OIT/MIT 等

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.3 “规模+环保+品牌”优势明显，持续打造公司竞争力

公司异噻唑啉酮类杀菌剂产能过万吨，生产规模经济效应明显，可实现异噻唑啉酮类产品一站式采购。国内异噻唑啉酮类产品生产企业较多，但大多数产能不足千吨。公司了松木岛分公司建成以后，异噻唑啉酮类产品产能已过万吨，成为国内这一细分领域的领先企业。公司拥有行业领先的安全环保能力和技术研发实力。公司建设了工厂的生产装置及三废处理装置，同时建立了盐酸三级吸收系统，达到行业先进水平。在技术创新方面，公司坚持以市场为导向，研发出了多个独有配方的复配产品，同时自主研发形成了多项国家专利技术（其中包括 11 项发明专利），完成了多个工艺技术的改进项目，提升了企业的核心竞争力。目前国内具有一定规模的主要竞争对手主要包括大连星原化学有限公司、西安恒盛诺德化工有限公司、潍坊天赐新材料科技有限公司等。

表 3：国内主要竞争对手

公司	简介	产能
大连星原化学有限公司	成立于 2008 年 8 月 5 日，注册资本 1200 万元	主要产品异噻唑啉酮杀菌防腐剂及中间体，年产能近万吨
西安恒盛诺德化工有限公司	成立于 2004 年 2 月 16 日，注册资本 100 万元	拥有异噻唑啉酮生产装置 2 套，产能达 8000 吨/年
潍坊天赐新材料科技有限公司	成立于 2010 年 11 月 2 日，注册资本 2900 万元	异噻唑啉酮产能 500 万吨/年

资料来源：公司招股书申万宏源研究

品牌和质量优势助力公司不断吸引国内外的优质客户资源，进一步扩张公司在异噻唑啉酮类产品细分市场的全球龙头优势。异噻唑啉酮类产品一般为复配使用，且下游客户的生产成本中占比低，因此产品质量和稳定性是客户考虑的首要因素，公司经过多年的经营，已成为亚洲最大的异噻唑啉酮类工业杀菌剂提供商，“百傲”品牌已得到国内外客户的广泛认可，为公司积累了大量的优质客户资源。目前，公司国际客户已达近百家，其中公司已就 DCOIT 等产品与陶氏化学签订了长期供货协议，建立了长期稳定的合作关系。

表 4：公司主要客户情况

客户名称	简介
朗盛化学（LANXESS）	朗盛化学是特殊化学制品的全球领先企业，核心业务是塑料、橡胶、中间体和特殊化学品的研发、制造和营销。
科莱恩（Clariant）	科莱恩是全球处于领先地位的特种化工产品公司，核心业务包括纺织，皮革和纸张化工用品，颜料和添加剂，色母粒，功能性化工用品，生命科学化学品等。
特洛伊（Troy）	美国特洛伊公司是一家全球性的从事工业杀菌防霉和功能性添加剂等特殊化学品开发、生产和服务的公司。
纳尔科（Nalco）	2011 年成为艺康公司的子公司。艺康公司（纽交所上市公司）是全球水、卫生和能源技术及服务领域的领先企业，为广大的终端用户提供水处理技术、工艺处理方案以及减排措施

西班牙全保化工 (Chemipol S.A)	全保化工主要研发生产 经营水性工业助剂产品。产品包括杀菌剂，消泡剂，分散剂，润湿剂，水性颜料，增白剂， 多彩水性等各种水性涂料助剂产品。
德国舒美 (Sch ü lke&Mayr)	德国舒美公司是一家在卫生、防腐、微生物质量管理 (MQM) 和化学防腐技术领域全球领先的公司。
陶氏化学 (The Dow Chemical Company)	陶氏化学公司是一家多元化的化学公司，以其领先的特种化学、高新材料、农业科学和塑料等业务为全球 180 个国家和地区的客户供种类繁多的产品及服务。
龙沙集团 (LONZA)	龙沙集团是一家以生命科学为主导，在生物化学、精细化工、功能化学等行业均处于领先地位的全球性跨国公司，具有一百多年历史，总部位于瑞士巴塞尔。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3. 募投项目完善公司产品线，打开成长空间

公司本次拟向社会公开发行人不超过 3,334 万股人民币普通股 A 股，扣除发行费用后，主要用于以下项目建设：（1）年产 7500 吨 CIT/MIT、500 吨 OIT、2000 吨 BIT 系列产品建设项目，预计投资总额 1.19 亿元；（2）年产 3000 吨 B/F 腈中间体及年产 500 吨高性能有机颜料项目，预计投资总额 1.40 亿元。公司已自筹资金先行投入沈阳百傲年产 3000 吨 B/F 腈中间体及 500 吨高性能有机颜料项目，截至 2016 年 6 月 30 日，该项目已投入资金 1.01 亿元。待本次发行募集资金到位后，公司将用募集资金置换已投入的自有资金。

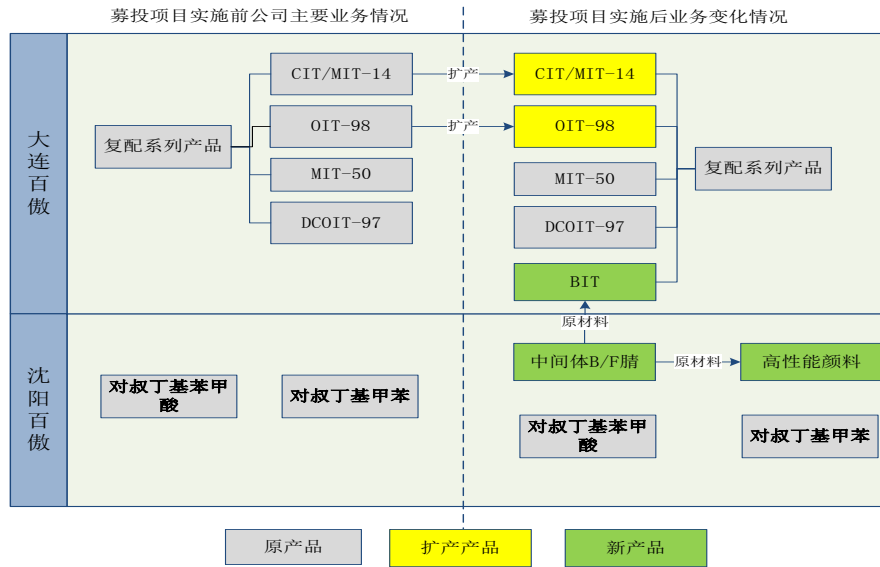
表 5：公司募投项目

序号	项目名称	实施单位	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设期	备案文号
1	年产 7500 吨 CIT/MIT、500 吨 OIT、2000 吨 BIT 系列产品建设项目	发行人	11,898.00	11,898.00	24 个月	大普经备 [2016]36 号
2	年产 3000 吨 B/F 腈中间体及年产 500 吨高性能有机颜料项目	沈阳百傲	14,010.00	14,010.00	24 个月	沈开发改备 [2012]125 号
	合计	-	25,908.00	25,908.00	-	-

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

本次募集资金投资项目围绕公司精细化工主营业务展开，CIT/MIT 和 OIT 属于原有产品新增部分产能，新产品 BIT 与公司原产品同属于异噻唑啉酮类工业杀菌剂，是对原有产品线的补充和完善；新产品 B/F 腈中间体中，B 腈是生产 BIT 的中间体，F 腈用于生产新产品高性能有机颜料，是公司现有业务的自然延伸。

图 15：募投项目实施后公司业务变化情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

“年产 7500 吨 CIT/MIT、500 吨 OIT、2000 吨 BIT 系列产品建设项目”满足公司销售增长需求。目前公司产品销售量已居国内首位，并远销欧洲、北美、南美、东南亚等世界各地。但是截至 2012 年末，松木岛分公司 CIT/MIT 现有产能利用已较为充分，预计无法满足未来销售增长需要；此外，许多客户对同属于异噻唑啉酮衍生物的 BIT 类产品提出了供货需求，公司虽掌握生产该产品的工艺技术，但由于尚无专门的生产线生产该产品，导致无法满足客户需求。为满足公司发展需要，同时充分利用松木岛分公司预留的土地和厂房，决定建设年产 7500 吨 CIT/MIT、500 吨 OIT 项目，建成后公司 CIT/MIT 年产能将达到 22500 吨，OIT 年产能将达到 1000 吨。

图 16：公司产品远销欧洲、北美、南美、东南亚



资料来源：公司网站，申万宏源研究

目前公司并无专门 BIT 生产线，过去采用与 CIT/MIT 共用生产线进行少量生产，生产成本较高且产能不足。公司需外购部分 BIT 与其他产品搭配销售给对 BIT 产品有需求的客户。BIT 专用的新生产线建成后，公司 BIT 产品实现规模化生产，现有异噻唑啉酮类产品线得到进一步完善，将有效提升公司市场竞争力。

表 6: BIT 产品优势明显

BIT	优势
杀菌效果好	效率高，用量少；杀菌广谱，对细菌、霉菌、酵母菌均有显著效果；在宽广的 pH 值范围和 180° 高温下，效力不变
使用性好	使用方便，不需要特殊设备，能与水和部分有机溶剂互溶
安全稳定	安全性好，LD50>1400mg / kg，BIT 及其制剂稳定性好，不需额外添加稳定剂，并且不含有重金属，氯，甲醛和无机盐
应用广泛	广泛用于乳胶制品，水溶性树脂，涂料（乳胶漆），丙烯酸聚合物，聚氨酯制品，照相洗液，造纸，油墨，皮革，润滑油等产品的杀菌、防霉

资料来源：申万宏源研究

“年产 3000 吨 B/F 腈中间体及年产 500 吨高性能有机颜料项目”拓宽公司现有产业链。 F 腈主要用于医药合成中间体及广谱杀菌剂 BIT 原料，百傲化学拟建设年产 2000 吨 BIT 项目每年约需要 2000 吨邻氯苯腈作为原料，其余年产 500 吨的邻氯苯腈外售。B 腈主要用于本项目高性能颜料 PR254 的生产原料，每年用量约 500 吨。本项目生产的中间体及高端颜料是公司现有产品和工艺链的自然衍生，通过公司产业链向上下游扩张，一方面有助于公司进一步扩大经营规模，创造新的收入和利润增长点，同时增强公司抗风险能力。

高性能颜料 PR254 为汽巴精化的专利产品，专利期内全球只有该公司一家生产高性能有机颜料 PR254。专利期过后，由于国内生产商开始出现，在一定程度上影响了汽巴产品的销售价格和份额，产品价格由最高的 60 万/吨（专利期内）降至目前的 20 万元/吨左右（国产内销），已趋于稳定，但进口的汽巴精化产品价格仍维持在 30 万元/吨左右。由于颜料红 PR254 价格较专利期内相对较低，该产品又有着优越的性能，除了原来已有的客户用量增长外，潜在用户陆续不断的变为现实用户，进而形成新的市场需求、并且该趋势在不断扩大，该品种的市场容量的上升期及平台期在延长。

表 7: PR254 国内市场格局

排名	供应商	生产量吨/年	备注
1	汽巴精化	3500-4000	-
2	上海先尼科	1200	-
3	南通争妍	200	-
4	高邮助剂	300	-
5	日本 DIC	300	自用
6	其它	200	-

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4. 盈利预测与投资建议

公司作为细分子领域龙头，产品在杀菌剂中优势明显，且募投项目将丰富公司产品线，开启新成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2016-18 年归母净利润分别为 0.92、1.15、1.71 亿元，EPS 为 0.69、0.86、1.29 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 57X、46X、31X。

按照相对估值法对百傲化学进行估值，目前国内未有生产销售异噻唑啉酮杀菌剂产品的上市公司，我们从属于特种化学品制造业的上市公司中，选取主营业务包括杀菌剂或性质相近化工产品的上市公司诺普信、利民股份、兴发集团进行对比，可比公司 2017 年 PE 均值为 36 倍。考虑到公司是新股，我们选取同样是新股或次新股的精细化学品的上市公司世民科技、丰元股份、蓝晓科技进行对比，可比公司 2017 年 PE 均值是 96 倍。

综合考虑公司产品具有其自身的独特性，未来几年随着公司募投项目的投产放量，仍能保持较高的业绩成长性，且作为次新股具有一定的估值溢价，给予 2017 年 55-60 倍估值较为合理，对应目标价 47.3-51.6 元/股，仍有大约 25-30%的空间。

表 8：估值对比表

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2017-03-06)	EPS				PE			
					15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
002215	诺普信	104	9.14	11.36	0.25	-0.34	0.34	0.52	45		33	22
002734	利民股份	53	1.65	32.06	0.41	0.64	0.82	0.99	78	50	39	32
600141	兴发集团	74	5.12	14.45	0.15	0.24	0.40	0.63	96	60	36	23
	平均								73	55	36	26
300522	世名科技	56	0.67	83.79	0.83	0.97	1.15	1.87	101	87	73	45
002805	丰元股份	55	0.97	56.60	0.27	0.28	0.39	1.09	208	203	144	52
300487	蓝晓科技	50	0.81	61.77	0.63	0.77	0.87	0.99	98	80	71	62
	平均								136	123	96	53
603360	百傲化学	53	1.33	39.60	0.43	0.69	0.86	1.27	92	57	46	31

资料来源：申万宏源研究，wind，诺普信、利民股份、兴发集团、世民科技、丰元股份、蓝晓科技来源 wind 一致预期

表 9：关键假设表

CIT/MIT	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售量 (吨)	12,848.7	13,398.2	13,637	14,600	15,000	19,500
不含税平均价格 (万元/吨)	1.37	1.32	1.25	1.26	1.34	1.35
销售收入 (万元)	17,642	17,686	17,069	18,396	20,100	26,325
销售毛利 (万元)	7,839	7,756	8,387	9,382	10,653.00	13,952.25
毛利率 (%)	44%	44%	49%	51%	53%	53%
MIT	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售量 (吨)	207.7	339.2	384.6	370	420	420
不含税平均价格 (万元/吨)	9.86	8.94	7.89	10.89	11.10	11.10
销售收入 (万元)	2,048	3,034	3,034	4,029	4,662	4,662

销售毛利 (万元)	960	1,243	1,316	1,813.19	2,237.76	2,237.76
毛利率 (%)	47%	41%	43%	45%	48%	48%
OIT	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售量 (吨)	429.0	558.4	520.2	630.0	660.0	950.0
不含税平均价格 (万元/吨)	13.68	13.75	14.30	14.89	15.30	15.30
销售收入 (万元)	5,867	7,675	7,438	9,381	10,098	14,535
销售毛利 (万元)	3,108	3,599	3,459	4,690.35	5,250.96	7,994.25
毛利率 (%)	53%	47%	47%	50%	52%	55%
DCOIT	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售量 (吨)	52.3	255.3	208.0	230.0	250.0	250.0
不含税平均价格 (万元/吨)	18.19	14.40	15.10	14.84	15.70	15.90
销售收入 (万元)	951	3,675	3,142	3,413	3,925	3,975
销售毛利 (万元)	589	1,614	1,388	1,672.47	1,923.25	1,987.50
毛利率 (%)	62%	44%	44%	49%	49%	50%
BIT	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售量 (吨)						1,800.0
不含税平均价格 (万元/吨)						3
销售收入 (万元)	139	313	512	600	1,200	5,760
销售毛利 (万元)				306	624	3,053
毛利率 (%)				51%	52%	53%
中间体 B/F 腈	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售量 (吨)						2,700.0
不含税平均价格 (万元/吨)						0.95
销售收入 (万元)						2,565
销售毛利 (万元)						480
毛利率 (%)						35%
高性能颜料 PR254	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售量 (吨)				100.0	250.0	400.0
不含税平均价格 (万元/吨)				18.0	19.0	19.0
销售收入 (万元)				1,800	4,750	8,550
销售毛利 (万元)				900	2,518	4,532
毛利率 (%)				50%	53%	53%

资料来源:申万宏源研究

表 10: 合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	347	328	386	452	660

营业总成本	280	266	279	318	460
营业成本	203	181	196	219	321
营业税金及附加	4	4	5	6	8
销售费用	20	18	19	23	32
管理费用	41	52	57	66	96
财务费用	12	8	5	4	(0)
资产减值损失	1	3	(3)	1	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	67	62	107	134	200
营业外收支	7	5	0	0	0
利润总额	73	66	107	134	200
所得税	9	9	15	19	29
净利润	64	57	92	115	171
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	64	57	92	115	171

资料来源:申万宏源研究

表 11: 合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	183	169	277	717	917
现金及等价物	37	27	114	531	651
应收款项	85	83	96	111	156
存货净额	61	58	66	74	109
其他流动资产	0	1	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	269	268	255	241	227
无形资产及其他资产	113	111	111	111	111
资产总计	565	548	642	1,069	1,255
流动负债	199	127	129	133	147
短期借款	160	100	100	100	100
应付款项	37	26	28	31	46
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	63	61	61	61	61
负债合计	262	188	190	194	208
股本	100	100	100	133	133
资本公积	95	95	95	369	369
盈余公积	18	25	36	50	70
未分配利润	90	141	222	323	474
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	303	360	452	875	1,047
负债和股东权益合计	565	548	642	1,069	1,255

资料来源:申万宏源研究

表 12: 合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	64	57	92	115	171
加: 折旧摊销减值	23	25	11	15	17
财务费用	13	12	5	4	(0)
非经营损失	(4)	(3)	0	0	0
营运资本变动	(37)	(16)	(16)	(20)	(68)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	60	74	92	113	119
资本开支	23	10	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(23)	(10)	0	0	0
吸收投资	0	0	0	308	0
负债净变化	(2)	(60)	0	0	0
支付股利、利息	47	15	5	4	(0)
其它融资现金流	(2)	(1)	0	0	0
融资活动现金流	(51)	(76)	(5)	304	0
净现金流	(14)	(10)	87	418	120

资料来源: 申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。