

# 百傲化学 (603360) \化工

——工业杀菌剂行业细分龙头，持续增长可期

## 事件：

公司发布2017年年报及2018年一季报。2017年公司实现营收4.1亿元，同比增5.37%；实现归母净利润1.0亿元，同比增2.03%。2018-Q1实现营收1.25亿，同比增31.4%；实现归母净利润2731.3万元，同比降0.62%。

## 投资要点：

### 国内工业杀菌剂行业细分龙头，经营风格稳健

公司是国内经营异噻唑啉酮类工业杀菌剂产品生产与销售的龙头企业，异噻唑啉酮类杀菌剂是目前主流的工业杀菌剂之一，具有高效、广谱的杀菌性能，且活性强，在低浓度时效果就非常显著。公司产品广泛应用于水处理、涂料、造纸、日化等领域。从公司近五年的经营情况来看，营收规模及净利规模年复合增速分别为8.9%、19.6%，整体保持稳健增长。2018-Q1营收增长但净利下滑主要受原材料价格上涨、汇率波动等因素影响。

### 行业集中度持续提高，公司市场份额有望进一步扩充

目前国内大部分千吨级以下小企业由于环保限制、成本过高等因素逐渐退出，行业集中度已明显提高，而国际化工巨头目前也仅有陶氏化学、英国索尔保留部分产能，其余同因为成本及环保因素大幅削减了异噻唑啉酮类原药的生产。经测算，目前公司异噻唑啉酮类杀菌剂产品国内市场占有率已超过30%，随着未来行业集中度进一步提升，结合公司全方位的产品方案解决能力，未来市场份额有望进一步扩充。

### 异噻唑啉酮类杀菌剂需求刚性，国内消费市场仍有提升空间

异噻类杀菌剂经过多年的开发与运用，目前已渗入到生产活动及日常使用的领域中，近年全球消费增速稳定在3%~5%区间，国内增速稍高于全球，但与欧美地区成熟市场相比，我国异噻唑啉酮类产品目前主要用于工业水处理、造纸、油漆涂料及日化行业，应用水平和范围还有很大的提升空间，市场需求仍在逐年增加。

投资建议：

 推荐  
首次覆盖

当前价格：

19.9元

目标价格：

元

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	133/56
流通A股市值 (百万元)	1,115
每股净资产 (元)	5.36
资产负债率 (%)	11.06
一年内最高/最低 (元)	36.19/17.21

## 一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

吴程浩研究助理

电话：0510-85613163

邮箱：wuch@glsc.com.cn

## 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	389.43	410.36	448.21	492.13	541.65
增长率 (%)	18.73%	5.37%	9.22%	9.80%	10.06%
EBITDA (百万元)	145.50	151.25	154.14	172.02	190.60
净利润 (百万元)	98.27	100.27	112.18	131.12	151.03
增长率 (%)	71.39%	2.03%	11.88%	16.89%	15.18%
EPS (元/股)	0.74	0.75	0.84	0.98	1.13
市盈率 (P/E)	27.00	26.46	23.65	20.24	17.57
市净率 (P/B)	5.78	3.86	3.32	2.85	2.45
EV/EBITDA	14.19	17.45	16.28	13.77	11.61

数据来源：公司公告，国联证券研究所

➤ **募投项目新增产能年底建成投产，未来有效解决产能瓶颈**

公司目前异噻唑啉酮类杀菌剂CIT/MIT（含MIT）、OIT产能分别为15000吨、500吨，本次募集资金项目达产后将分别新增7500吨CIT/MIT、500吨OIT、2000吨BIT以及10000吨B/F中间体（公司于2018年4月公告变更部分募投项目，将500吨有机颜料项目改为扩增7000吨B/F中间体），该项目预计2018年底前可建成投产，届时将有效解决目前产能不足的问题。

➤ **盈利预测及评级**

预计公司2018年~2020年EPS分别为0.84元、0.98元、1.13元，对应最新股价PE分别为24、20、17倍，考虑到国内异噻唑啉酮类杀菌剂行业集中度进一步提升，公司市场份额还有很大提升空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

新增产能投放不及预期；原材料价格波动大

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	73.54	95.60	232.44	379.94	546.17	营业收入	389.43	410.36	448.21	492.13	541.65
应收账款+票据	93.75	135.73	142.52	156.77	172.44	营业成本	193.93	200.11	224.19	239.99	259.39
预付账款	3.34	3.62	3.80	4.18	4.60	营业税金及附加	7.54	8.91	9.86	10.83	11.92
存货	51.47	47.59	49.97	54.97	60.46	营业费用	19.55	21.33	23.31	25.59	28.17
其他	1.50	103.96	103.96	103.96	103.96	管理费用	53.67	56.05	61.41	67.42	74.21
<b>流动资产合计</b>	<b>223.60</b>	<b>386.50</b>	<b>532.69</b>	<b>699.82</b>	<b>887.63</b>	财务费用	1.77	4.02	-0.44	-4.26	-8.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	4.64	5.11	5.36	5.90	6.49
固定资产	235.51	217.06	218.91	186.98	154.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	12.87	33.25	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	79.09	77.17	75.31	73.45	71.59	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4.18	1.59	1.59	1.59	1.59	<b>营业利润</b>	<b>108.34</b>	<b>114.84</b>	<b>124.52</b>	<b>146.67</b>	<b>169.95</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>331.65</b>	<b>329.07</b>	<b>295.82</b>	<b>262.02</b>	<b>227.64</b>	营业外净收益	6.68	11.55	6.64	6.64	6.64
<b>资产总计</b>	<b>555.25</b>	<b>715.61</b>	<b>828.53</b>	<b>961.87</b>	<b>1,115.31</b>	<b>利润总额</b>	<b>115.02</b>	<b>126.38</b>	<b>131.16</b>	<b>153.31</b>	<b>176.59</b>
短期借款	75.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	17.07	26.50	19.67	23.00	26.49
应付账款+票据	19.65	27.73	29.12	32.03	35.23	<b>净利润</b>	<b>97.95</b>	<b>99.88</b>	<b>111.49</b>	<b>130.32</b>	<b>150.11</b>
其他	0.52	1.45	1.51	1.62	1.74	少数股东损益	-0.33	-0.38	-0.69	-0.81	-0.93
<b>流动负债合计</b>	<b>95.18</b>	<b>29.18</b>	<b>30.62</b>	<b>33.65</b>	<b>36.97</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>98.27</b>	<b>100.27</b>	<b>112.18</b>	<b>131.12</b>	<b>151.03</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他	<b>1.98</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.98</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	18.73%	5.37%	9.22%	9.80%	10.06%
<b>负债合计</b>	<b>97.16</b>	<b>29.18</b>	<b>30.62</b>	<b>33.65</b>	<b>36.97</b>	EBIT	55.79%	4.31%	-0.15%	14.17%	12.89%
少数股东权益	-0.80	-1.12	-1.81	-2.62	-3.55	EBITDA	45.73%	3.95%	1.91%	11.60%	10.80%
股本	100.00	133.34	133.34	133.34	133.34	归属于母公司净利润	-10.45%	2.03%	11.88%	16.89%	15.18%
资本公积	94.62	322.98	322.98	322.98	322.98	<b>获利能力</b>					
留存收益	264.27	231.22	343.40	474.52	625.56	毛利率	50.20%	51.24%	49.98%	51.24%	52.11%
<b>股东权益合计</b>	<b>458.09</b>	<b>686.42</b>	<b>797.91</b>	<b>928.23</b>	<b>1,078.33</b>	净利率	25.15%	24.34%	24.87%	26.48%	27.71%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>555.25</b>	<b>715.61</b>	<b>828.53</b>	<b>961.87</b>	<b>1,115.31</b>	ROE	21.42%	14.58%	14.03%	14.09%	13.96%
<b>现金流量表</b>						ROIC	21.19%	17.36%	15.11%	17.84%	20.51%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
净利润	98.03	99.89	105.85	124.67	144.46	资产负债	17.50%	4.08%	3.70%	3.50%	3.32%
折旧摊销	24.29	24.81	27.90	27.90	27.90	流动比率	2.35	13.24	17.39	20.80	24.01
财务费用	6.44	1.09	-4.92	-9.19	-13.89	速动比率	1.79	8.05	12.37	16.08	19.56
存货减少	6.44	3.88	-2.38	-5.00	-5.50	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-16.52	-64.23	-5.53	-11.61	-12.77	应收账款周转率	4.19	3.05	3.18	3.17	3.17
其它	<b>-3.34</b>	<b>14.56</b>	<b>5.36</b>	<b>5.90</b>	<b>6.49</b>	存货周转率	3.77	4.20	4.49	4.37	4.29
<b>经营活动现金流</b>	<b>115.35</b>	<b>80.00</b>	<b>126.27</b>	<b>132.68</b>	<b>146.69</b>	总资产周转率	0.70	0.57	0.54	0.51	0.49
资本支出	2.92	20.23	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	450.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.74	0.75	0.84	0.98	1.13
其他	<b>0.02</b>	<b>352.67</b>	<b>5.64</b>	<b>5.64</b>	<b>5.64</b>	每股经营现金流	0.87	0.60	0.95	1.00	1.10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2.90</b>	<b>-117.56</b>	<b>5.64</b>	<b>5.64</b>	<b>5.64</b>	每股净资产	3.44	5.16	6.00	6.98	8.11
债权融资	-25.00	-75.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	274.06	0.00	0.00	0.00	市盈率	27.00	26.46	23.65	20.24	17.57
其他	-7.16	-147.86	4.92	9.19	13.89	市净率	5.78	3.86	3.32	2.85	2.45
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-32.16</b>	<b>51.20</b>	<b>4.92</b>	<b>9.19</b>	<b>13.89</b>	EV/EBITDA	14.19	17.45	16.28	13.77	11.61
<b>现金净增加额</b>	<b>82.91</b>	<b>11.39</b>	<b>136.84</b>	<b>147.50</b>	<b>166.22</b>	EV/EBIT	17.03	20.87	19.87	16.44	13.60

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064