

二季度净利涨逾三成，龙头规模效益彰显

——百傲化学（603360）财报点评

2018年08月29日

强烈推荐/维持

百傲化学

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn	0755-82832017
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn	010-66554047
洪翀	研究助理	
	hongchong@dxzq.net.cn	010-66554012

事件：

2018年8月29日，公司发布18年半年度报告。公司18年半年度实现营业收入2.52亿元，同比增长31.95%；归母净利润0.63亿元，同比增长15.53%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	95.45	95.75	95.27	105.38	113.96	125.81	126.25
增长率（%）	35.29	15.50	(8.74)	(1.23)	19.39	31.39	32.52
毛利率（%）	52.85	48.70	51.20	50.35	54.21	41.90	43.07
期间费用率（%）	23.77	17.16	19.69	19.79	22.25	14.28	10.76
营业利润率（%）	27.07	32.74	30.26	28.64	31.68	26.29	34.00
净利润（百万元）	25.60	27.42	27.05	26.86	18.55	27.31	35.65
增长率（%）	181.01	48.06	9.07	(7.48)	(27.54)	(0.40)	31.79
每股盈利（季度，元）	0.25	0.21	0.24	0.20	0.12	0.20	0.14
资产负债率（%）	26.87%	10.40%	25.16%	11.71%	11.92%	11.06%	11.81%
净资产收益率（%）	5.59%	3.67%	4.22%	4.02%	2.70%	3.83%	4.76%
总资产收益率（%）	4.09%	3.29%	3.16%	3.55%	2.38%	3.40%	4.20%

观点：

1. 中报符合预期，龙头规模效益彰显

公司是工业杀菌剂龙头企业，拥有全国最大的异噻唑啉酮生产线。公司客户遍布全球，包括陶氏化学、朗盛化学等知名企业均与公司有合作关系。公司主营产品为CIT/MIT、OIT、DCOIT等异噻唑啉酮衍生品，产品具有广谱、高效、适用性好等优点，有望获得超越行业的发展增速。

2. 公司募投项目投产将进一步提升公司业绩

随着沈阳基地随着 3000 吨/年的 F 腈投产，此项目开始为公司创造营收，而年底投产的 7000 吨/年的 F 腈、7500 吨/年的 CIT/MIT、500 吨/年的 OIT、2000 吨/年的 BIT 又将为公司带来爆发式的业绩增长。公司将突破目前的产能瓶颈，扩大市场占有率，并转化为显著的业绩增量。

3. 工业杀菌剂行业景气，公司将持续收益

随着节能降耗的不断推进，工业杀菌剂为工业节水贡献重要一环，而全国工业水中杀菌剂的使用量不及发达国家水平，预计市场需求量将进一步增加。造纸行业、水性涂料、日化产品等行业的发展趋势，也将提升工业杀菌剂的需求量。随着工业杀菌剂需求的不断提高，公司的异噻唑啉酮类产品将有更大的市场空间，使得公司业绩持续提高。

结论：

工业杀菌剂有广阔发展空间，公司作为龙头企业，发展前景良好。我们预计公司 2018 年-2020 年的营业收入分别为 4.84 亿元、7.54 亿元、9.72 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.21 亿元、1.75 亿元和 2.42 亿元，每股收益分别为 0.65 元、0.94 元和 1.29 元，对应 PE 分别为 20 倍、14 倍、10 倍，我们看好公司未来发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

产能投放不及预期；下游需求不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	264.15	425.18	515.80	700.65	891.42	营业收入	389.43	410.36	484.38	753.64	971.60
货币资金	114.09	134.25	190.81	248.70	343.53	营业成本	193.93	200.11	230.06	372.96	460.12
应收账款	76.99	99.83	117.84	183.34	236.37	营业税金及附加	7.54	8.91	10.52	16.36	21.10
其他应收款	0.88	1.34	1.42	1.51	1.60	营业费用	19.55	21.33	25.18	39.18	50.51
预付款项	3.34	3.62	4.16	6.74	8.32	管理费用	53.67	56.05	66.16	102.94	132.71
存货	51.47	47.59	54.71	88.70	109.42	财务费用	1.77	4.02	0.19	1.55	1.17
其他流动资产	1.50	104.00	106.08	108.20	110.36	资产减值损失	4.64	5.11	0	0	0
非流动资产合计	362.22	354.15	357.79	362.62	366.07	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	2.84	1.20	1.26	1.32
固定资产	235.51	217.06	225.28	200.25	201.31	营业利润	108.34	126.46	153.47	221.91	307.32
无形资产	79.09	77.17	76.31	75.45	74.58	营业外收入	6.80	0.02	5.50	5.78	6.06
其他非流动资产	34.75	26.67	27.20	27.48	27.75	营业外支出	0.12	0.10	4.30	4.47	4.65
资产总计	626.37	779.33	873.59	1063.2	1257.4	利润总额	115.02	126.38	154.67	223.22	308.73
流动负债合计	110.49	41.84	46.18	93.40	79.31	所得税	17.07	26.50	32.43	46.81	64.74
短期借款	75.00	0	0	26.73	0	净利润	97.95	99.88	122.24	176.41	243.99
应付账款	19.65	27.73	31.88	51.68	63.76	少数股东损益	-0.33	-0.38	1.22	1.76	2.44
预收款项	0.20	1.06	1.25	1.94	2.50	归属母公司净利润	98.27	100.27	121.01	174.65	241.55
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	145.50	151.25	177.07	244.40	330.36
非流动负债合计	57.78	51.07	52.10	53.14	54.20	EPS (元)	0.98	0.77	0.65	0.94	1.29
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	168.28	92.91	98.27	146.54	133.51	成长能力					
少数股东权益	-0.80	-1.12	0.10	1.86	4.30	营业收入增长	18.7%	5.4%	18.0%	55.6%	28.9%
实收资本(或股本)	100.00	133.34	186.68	186.68	186.68	营业利润增长	75.7%	16.7%	21.4%	44.6%	38.5%
资本公积	94.62	322.98	269.65	269.65	269.65	归属于母公司净利润增	71.4%	2.0%	20.7%	44.3%	38.3%
未分配利润	227.62	182.35	255.31	373.71	569.88	获利能力					
归属母公司股东权	458.89	687.54	775.22	914.87	1119.6	毛利率(%)	50.2%	51.2%	52.5%	50.5%	52.6%
负债和所有者权	626.37	779.33	873.59	1063.2	1257.4	净利率(%)	25.2%	24.3%	25.2%	23.4%	25.1%
现金流量表					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
经营活动现金流	119.77	76.04	117.39	97.78	193.21	偿债能力					
净利润	97.95	99.88	122.24	176.41	243.99	资产负债率(%)	27%	12%	11%	14%	11%
折旧摊销	24.29	24.81	26.89	26.92	29.84	流动比率	2.39	10.16	11.17	7.51	11.24
财务费用	6.44	1.09	4.68	7.95	10.05	速动比率	1.92	9.03	9.99	6.56	9.86
应收账款减少	-4.98	-22.85	-18.01	-65.51	-53.02	营运能力					
预收帐款增加	-0.06	0.86	0.19	0.69	0.56	总资产周转率	0.66	0.58	0.59	0.78	0.84
投资活动现金流	-2.90	-117.56	-22.81	-23.67	-24.84	应收账款周转率	2.61	2.32	2.23	2.50	2.31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.22	4.22	3.86	4.46	3.99
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	2.84	1.20	1.26	1.32	每股收益(最新摊薄)	0.98	0.77	0.65	0.94	1.29
筹资活动现金流	-32.16	51.20	-38.01	-16.22	-73.54	每股净现金流(最新摊)	0.87	0.06	0.30	0.31	0.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.59	5.16	4.15	4.90	6.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	33.34	53.34	0	0	P/E	-	28.49	19.82	13.73	9.93
资本公积增加	0	228.36	-53.34	0	0	P/B	-	4.15	3.09	2.62	2.14
现金净增加额	87.33	7.42	56.56	57.89	94.83	EV/EBITDA	-	18.08	12.47	8.91	6.22

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。