

2019年03月25日

公司研究

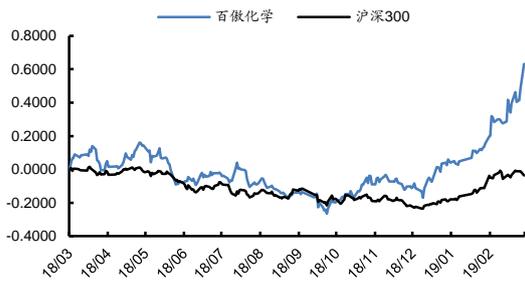
评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈博 S0350518010001  
010-88576983 chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：卢昊 S0350118050025  
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

## 核心中间体有望提价，2019年业绩弹性大 ——百傲化学（603360）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
百傲化学	41.0	81.7	64.3
沪深300	0.4	24.0	-4.2

市场数据

	2019-03-25
当前价格（元）	22.75
52周价格区间（元）	9.92 - 22.75
总市值（百万）	4246.88
流通市值（百万）	1783.81
总股本（万股）	18667.60
流通股（万股）	7840.93
日均成交额（百万）	19.20
近一月换手（%）	76.40

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

B/F 腈是一种重要的农药中间体，2018年环保风暴下国内产能受限，产品价格达到5万元/吨，2019年初价格回归到3万元/吨；而随着3月21日盐城响水化工园区爆炸事件后，产品供需趋紧，预期B/F腈价格将上涨，提升相关厂商利润。

百傲化学现有B/F腈产能3000吨，2019年将继续投产7000吨产能，合计1万吨。2019年以70%开工率计算，B/F腈价格每上涨1万元，公司利润将增厚0.27元/股。

投资要点：

- **公司为国内工业杀菌剂龙头。**公司主营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。其中CIT/MIT原产能1.8万吨（原1.5万吨改建），2019年新投7500吨，合计产能2.55万吨，占国内产能的2/3左右，海外竞争对手仅有陶氏化学和英国索尔，此外公司还具备OIT产能1000吨、DCOIT产能250吨。公司2019年1月26日发布业绩公告，预计2018年归属母公司净利润为14184.24-15015.76万元，同比增长41.47-49.76%。
- **下游需求快速增长，议价权强。**异噻唑啉类杀菌剂是目前主流的工业杀菌剂之一，高效、广谱、活性强，低浓度时效果显著。异噻唑啉类杀菌剂目前已渗入到生产活动及日常使用的领域中，全球消费增速稳定在3-5%，中国增速则快得多，如日化领域增速在10%左右。由于产品应用范围广，下游数百家客户比较分散，而不同品类国内生产企业只有3-5家，因此生产企业有较强的定价权。特别是2017年以来的环保风暴，大量的作坊式的小企业退出生产领域，行业集中度进一步增加，近年来公司的毛利率基本稳定在50%左右，远高于化工行业大部分细分领域。
- **新产能投放打造新的盈利增长点。**公司2019年新投产7500吨CIT/MIT，7000吨B/F腈和2000吨BIT，投产后公司将形成2.55万吨CIT/MIT，1万吨B/F腈和2000吨BIT的产能，其中B/F腈是

BIT 的上游主要原料，具备产业链一体化优势。投产后有望大幅度提升公司盈利。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是国内异噻唑啉酮类工业杀菌剂行业的龙头，行业竞争优势显著。新增产能投放后进一步扩大规模优势，并带来新的盈利增长点。我们看好公司未来的发展，预计 2018-2020 年公司的 EPS 分别为 0.78、1.19 和 1.37 元/股，对应 PE 为 29.14、19.07 和 16.58 倍。
- **风险提示：**产品价格下跌，产能投放不及预期，竞争对手扩产，安全和环保风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	410	538	903	1094
增长率(%)	5.4%	31.0%	68.0%	21.1%
归母净利润（百万元）	100	146	223	257
增长率(%)	2%	46%	53%	15%
摊薄每股收益（元）	0.75	0.78	1.19	1.37
ROE(%)	14.61%	19.89%	25.09%	24.04%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：百傲化学盈利预测表

证券代码:	603360				股票价格:	22.75				投资评级:	买入				日期:	2019/3/25			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	15%	20%	25%	24%	EPS	0.75	0.78	1.19	1.37										
毛利率	51%	50%	48%	47%	BVPS	5.16	3.94	4.77	5.73										
期间费率	22%	19%	20%	19%	<b>估值</b>														
销售净利率	24%	27%	25%	23%	P/E	30.25	29.14	19.07	16.58										
<b>成长能力</b>					P/B	4.41	5.78	4.77	3.97										
收入增长率	5%	31%	68%	21%	P/S	7.39	7.92	4.71	3.89										
利润增长率	2%	46%	53%	15%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>										
总资产周转率	0.53	0.59	0.80	0.85	营业收入	410	538	903	1094										
应收账款周转率	3.02	4.02	4.52	4.82	营业成本	200	268	465	581										
存货周转率	4.20	4.20	4.20	4.20	营业税金及附加	9	12	20	24										
<b>偿债能力</b>					销售费用	21	24	41	49										
资产负债率	12%	20%	21%	17%	管理费用	56	70	117	142										
流动比	10.16	2.99	3.01	4.33	财务费用	4	(1)	(1)	(4)										
速动比	9.03	2.48	2.40	3.50	其他费用/(-收入)	(2)	6	0	0										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	126	171	261	300										
现金及现金等价物	134	129	179	288	营业外净收支	(0)	0	0	0										
应收款项	136	134	200	227	利润总额	126	171	261	300										
存货净额	48	67	115	144	所得税费用	27	26	39	45										
其他流动资产	108	60	74	90	净利润	100	145	222	255										
<b>流动资产合计</b>	<b>425</b>	<b>389</b>	<b>568</b>	<b>749</b>	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)										
固定资产	217	209	232	252	归属于母公司净利润	100	146	223	257										
在建工程	33	113	123	83	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>										
无形资产及其他	77	87	89	91	经营活动现金流	76	239	177	245										
长期股权投资	0	90	90	90	净利润	100	145	222	255										
<b>资产总计</b>	<b>779</b>	<b>916</b>	<b>1129</b>	<b>1292</b>	少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(1)										
短期借款	0	50	50	0	折旧摊销	25	26	26	28										
应付款项	28	62	107	134	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	1	1	2	3	营运资金变动	(48)	69	(70)	(37)										
其他流动负债	13	17	29	36	投资活动现金流	(118)	(188)	(59)	(9)										
<b>流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>130</b>	<b>189</b>	<b>173</b>	资本支出	(2)	(98)	(59)	(9)										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	(90)	0	0										
其他长期负债	51	51	51	51	其他	(116)	(0)	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	筹资活动现金流	51	6	(67)	(127)										
<b>负债合计</b>	<b>93</b>	<b>181</b>	<b>240</b>	<b>224</b>	债务融资	(75)	50	0	(50)										
股本	133	187	187	187	权益融资	274	0	0	0										
股东权益	686	734	889	1068	其它	(148)	(44)	(67)	(77)										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>779</b>	<b>916</b>	<b>1129</b>	<b>1292</b>	现金净增加额	10	57	51	109										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，3年券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，2年化工行业研究经验

## 【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。