

# 百傲化学 (603360)

 证券研究报告  
 2019年05月06日

## 杀菌剂龙头产能释放叠加产品涨价发展进入快车道

### 公司是异噻唑啉酮类杀菌剂龙头

公司是国内乃至亚洲最大的异噻唑啉酮类杀菌剂龙头企业，产品覆盖 CIT/MIT、MIT、OIT、DCOIT、BIT 等几大系统，为工业水处理、造纸、日化等终端应用行业提供杀菌解决方案和复配产品。公司拥有三个生产基地(大连旅顺基地、大连松木岛基地、沈阳基地)，产能约 3 万吨。凭借在产能规模、产品质量和成本优势等方面综合优势，公司与陶氏化学、德国朗盛、美国龙沙等巨头合作，产品除覆盖国内各省份之外，更是远销欧美。

### 工业杀菌剂需求平稳增长，供给收缩或致价格上涨

2017 年全球工业杀菌剂产量约 145 万吨，市场规模约 59 亿美元，其中国内市场规模约 111 亿元，需求增速超过了 8%，高于全球 3% 的增速。异噻唑啉酮类杀菌剂性能优越，已经成为主流的非氧化性杀菌剂。由于成本及环保等因素，国际巨头如陶氏化学、索尔公司等公司大幅减少原药生产转向对外采购，自身专注于提供配方和技术服务，全球异噻唑啉酮类杀菌剂产能逐渐向中国等发展中国家转移。此外，由于江苏富比亚、大连星原化工停产，行业供给收缩有望推涨价格，公司业绩弹性大。

### 邻氯苯腈短缺明显，价格或将大幅上涨

邻氯苯腈是重要有机合成中间体，下游包括 BIT、分散染料和沙坦类药物等，预计国内总需求超过 3 万吨。盐城安全事故影响联化科技、江苏长海合计 2 万吨产能，国内占比约 2/3，供给受限下邻氯苯腈价格有望进一步上涨。公司现有邻氯苯腈 3 千吨，新增 7 千吨投产正当时，按照 1 万吨产能测算，产品价格上涨 1 万元/吨，年化增厚业绩约 7000 万，业绩弹性大。

### 募投项目完善产业链并打破产能瓶颈

公司 2018 年杀菌剂产品综合产能利用率已达到 98.13%，在现有产能已充分利用的情况下，整体供不应求的局面依然没有改变，产能不足问题在募投项目投产前一直是公司更快发展的主要瓶颈。随着募投项目 CIT/MIT12000 吨、OIT400 吨、BIT2500 吨和 B/F 腈中间体 10000 吨项目的投产，公司进入发展快车道。此外，公司三大生产基地中沈阳基地占地面积 13 万平米，目前使用面积 4.7 万平米，加上公司资产负债率较低，经营现金流良好，仍有较大的扩产空间。

**盈利预测及投资建议：**随着公司募投项目 CIT/MIT、邻氯苯腈和 BIT 等产品产能释放，叠加行业供给收缩带来的产品价格上涨，公司业绩有望大幅增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 3.99/4.53/3.85 亿元，现价对应 2019 年 PE 为 12.7 倍。参考可比公司 PE 估值 (2019 年 15.7 倍)，我们给予公司目标价 33.44 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**募投项目进展低于预期，产品价格下滑风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	410.36	528.17	913.16	1,060.95	1,070.42
增长率(%)	5.37	28.71	72.89	16.18	0.89
EBITDA(百万元)	161.67	204.84	489.12	554.15	473.22
净利润(百万元)	100.27	145.19	398.52	453.14	384.50
增长率(%)	2.03	44.80	174.49	13.70	(15.15)
EPS(元/股)	0.54	0.78	2.13	2.43	2.06
市盈率(P/E)	50.55	34.91	12.72	11.18	13.18
市净率(P/B)	7.37	6.34	4.70	3.63	3.04
市销率(P/S)	12.35	9.60	5.55	4.78	4.73
EV/EBITDA	16.66	10.06	9.88	7.80	9.16

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	27.15 元
目标价格	33.44 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	186.68
流通 A 股股本(百万股)	78.41
A 股总市值(百万元)	5,068.25
流通 A 股市值(百万元)	2,128.81
每股净资产(元)	4.45
资产负债率(%)	15.74
一年内最高/最低(元)	33.80/9.92

### 作者

**陈宏亮** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517100001  
 chenhongliang@tfzq.com

**李辉** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517040001  
 huili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 国内工业杀菌剂细分龙头.....	3
2. 工业杀菌剂：需求平稳增长，供给收缩或将推动涨价.....	5
3. 邻氯苯腈短缺明显，价格或将大幅上涨.....	7
4. 募投项目完善产业链并打破产能瓶颈.....	9
5. 盈利预测与投资评级.....	10
5.1. 盈利预测.....	10
5.2. 投资建议.....	10
6. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司产品上下游产业链情况.....	4
图 3：公司产品远销欧美等地.....	4
图 4：刘宪武和王文锋是公司实际控制人.....	4
图 5：公司历年营收情况.....	5
图 6：公司历年归母净利润情况.....	5
图 7：公司历年毛利率及净利率情况.....	5
图 8：2016 公司营收和毛利占比情况.....	5
图 9：工业杀菌剂应用领域.....	6
图 10：2017 年工业杀菌剂市场分布.....	6
图 11：近几年全球工业杀菌剂市场保持平稳.....	6
图 12：近几年中国工业杀菌剂市场稳定增长.....	6
图 13：邻氯苯腈产业链.....	7
图 14：邻氯苯腈需求分布.....	7
图 15：中国沙坦类原药产量稳步增长.....	8
图 16：中国分散染料产量稳中略降.....	8
图 17：公司募投项目有望打破产能瓶颈.....	9
表 1：公司杀菌剂主要情况.....	3
表 2：中国异噻唑啉酮类杀菌剂主要厂家.....	7
表 3：中国邻氯苯腈主要厂家.....	8
表 4：公司生产基地产能及扩产情况.....	9
表 5：业务拆分.....	10
表 6：可比公司估值比较.....	10

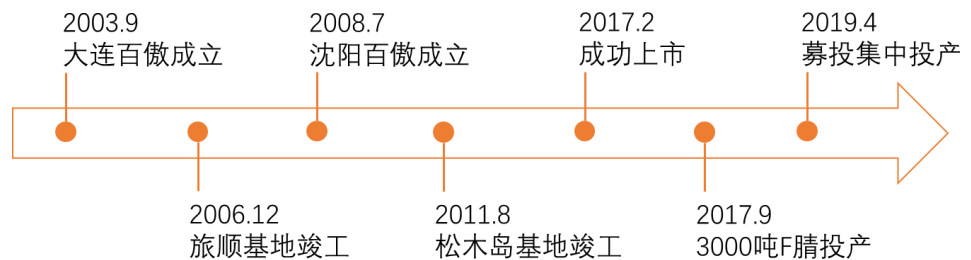
## 1. 国内工业杀菌剂细分龙头

**公司是工业杀菌剂细分龙头企业：**十余年来公司专注于异噻唑啉酮类工业杀菌剂的生产、研发和销售，产品系列覆盖了此类杀菌剂的常用品种，包括 CIT/MIT、MIT、OIT、DCOIT、BIT 等几大系列产品。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，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。

公司是国内乃至亚洲最大的异噻唑啉酮杀菌剂生产企业，为工业水处理、造纸、日化等终端应用行业提供杀菌解决方案和复配产品。在国内市场，公司产品销售已覆盖国内主要省份；在国外市场，通过与陶氏化学、德国朗盛、美国龙沙等巨头合作来拓展市场，此外通过国际展会营销、互联网销售等方式开拓新客户和市场。目前，公司国际销售业务遍布欧洲、亚洲、北美洲、南美洲、大洋洲和非洲等地区。

公司现有三个生产基地：大连旅顺基地、大连松木岛基地、沈阳基地，其中大连主要生产异噻唑啉酮及衍生品，而沈阳基地主要生产 B/F 腈中间体，为松木岛基地的 BIT 产品配套。

图 1：公司发展历程



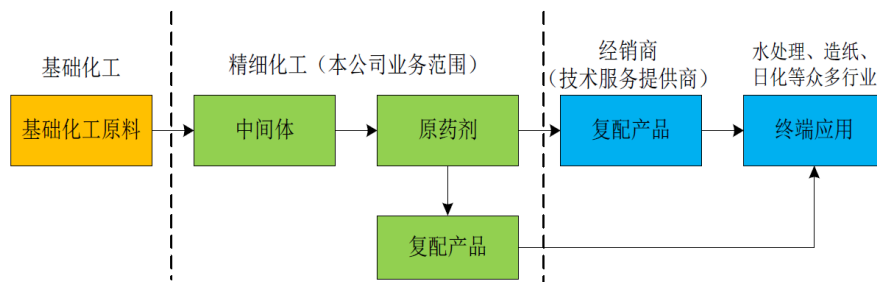
资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

表 1：公司杀菌剂主要情况

产品名称	主要成分	产品特性	主要应用领域
CIT/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	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	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、贝壳等水生生物附着。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：招股说明书，天风证券研究所

图 2：公司产品上下游产业链情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

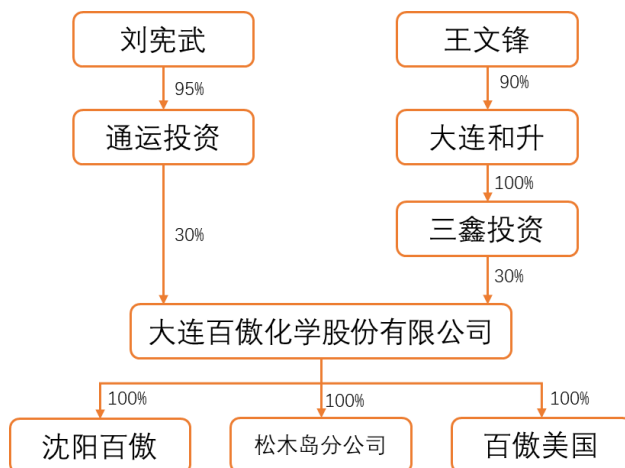
图 3：公司产品远销欧美等地



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**股权结构清晰稳定：**百傲化学的实际控制人是刘宪武和王文锋先生，两人的一致行动人，刘宪武先生通过通运投资间接持有公司 30% 的股份；王文锋先生通过大连和升和三鑫投资持有公司 30% 的股权，两人合计持有上市公司 60%，持股比例较高。

图 4：刘宪武和王文锋是公司实际控制人



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

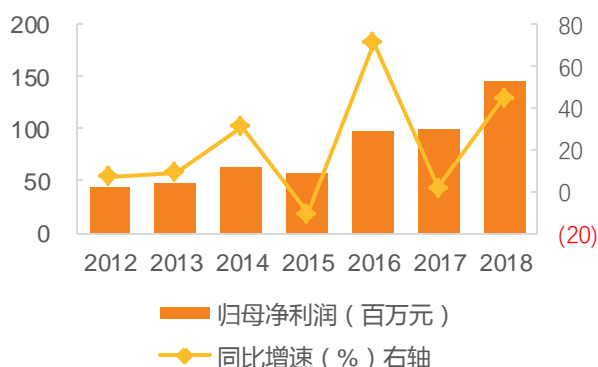
公司 2011 年以来保持了稳健增长, 营收从 2.09 亿增长至 5.28 亿元, 复合增速达到 14.2%; 归母净利润从 0.42 亿元增长至 1.45 亿元, 复合增速达到 19.4%。除了 2015 年营收和归母净利润出现了小幅下滑, 其他年份都实现了较快增长。2015 年小幅下滑是受宏观经济环境及油价大幅下跌的影响, 丙烯酸甲酯等主要原材料价格下降较大, CIT/MIT 等异噻唑啉酮类产品销售价格随之下降影响收入和利润。从产品占比来看, 无论是营收和毛利 CIT/MIT 占比均最高, 约为 50%。从盈利能力来看, 公司毛利率和净利率均较高, 特别是 2016 年以来公司通过规模化生产、技术工艺改进、强化管理降低成本等措施, 盈利能力得到不断提升。

图 5: 公司历年营收情况



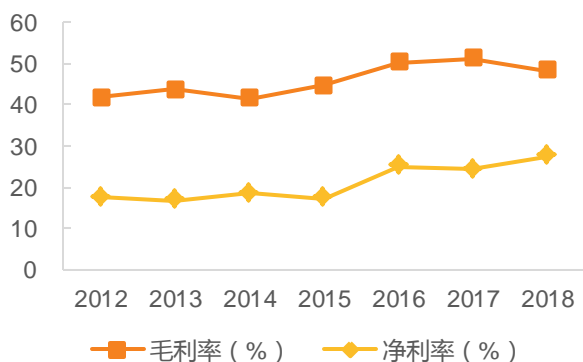
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 公司历年归母净利润情况



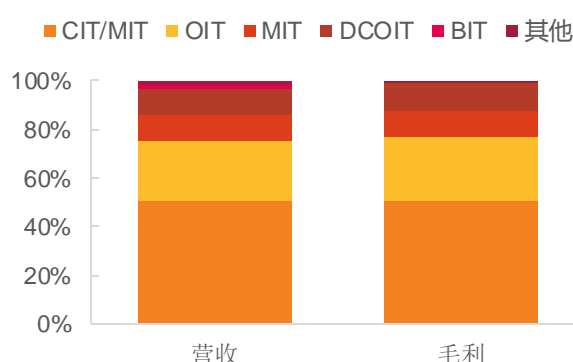
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 公司历年毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 2016 公司营收和毛利占比情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

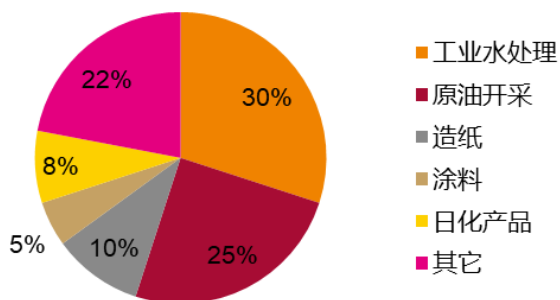
我们认为: 公司是国内工业杀菌剂龙头, 行业地位稳固优势明显。上市以来, 公司产业链进一步延伸, 随着 BIT、邻氯苯腈等募投项目投产, 公司将继续保持稳健增长。受安全环保检查的影响, 行业供给明显收缩或将推动产品涨价, 公司业绩弹性大, 市场份额有望进一步提升。

## 2. 工业杀菌剂: 需求平稳增长, 供给收缩或将推动涨价

**全球需求平稳增长。**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, 用于杀灭和抑制微生物生长。工业杀菌剂广泛应用于塑料、建材、水处理、木材、涂料、皮革、日化等行业, 市场平稳增长, 根据中国报告网统计数据, 2017 年全球工业杀菌剂产量约为 145 万吨, 市场规模达到了 59 亿美元左右。从市场区域分布来看, 目前对工业杀菌剂消费量最大的是欧美等发达国家。我国已经超过西欧成为全球第二大市场, 但随着我国工业技术水平的不断提高及对安全环保的重视, 对工业杀菌剂的市场需求潜力仍

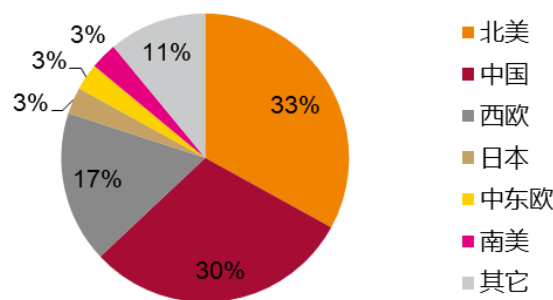
然很大。我国工业杀菌剂市场规模 2017 年达到了 111 亿元，需求增速超过了 8%，明显高于全球平均 3% 的增速，是全球增长最快的国家。

图 9：工业杀菌剂应用领域



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

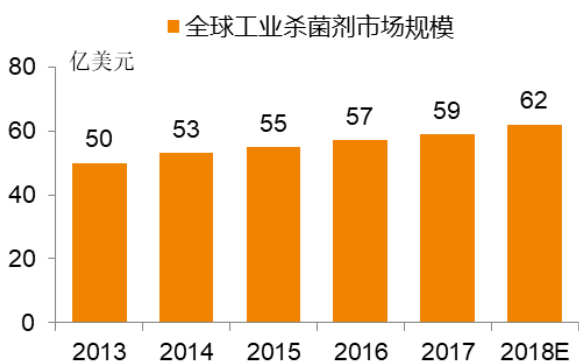
图 10：2017 年工业杀菌剂市场分布



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

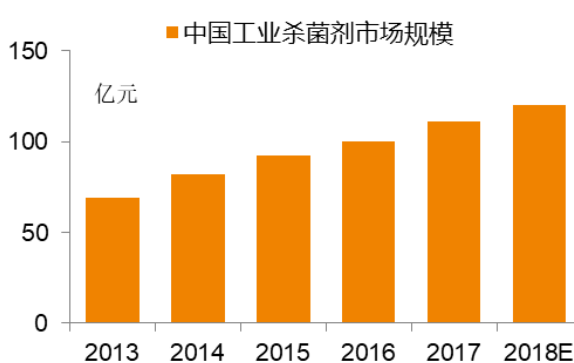
**异噻唑啉酮类杀菌剂性能优越，是主流的非氧化性杀菌剂。**全球工业杀菌剂品种有 300 多个，一般可分为氧化性和非氧化性两大类。氧化性杀菌剂通常为强氧化剂，通过与细菌体内代谢酶发生氧化作用而达到杀灭微生物的目的。非氧化性杀菌剂主要以致毒剂的方式作用于微生物的特殊部位，从而破坏微生物的细胞或者生命体而达到杀菌效果。由于不同的杀菌剂使用环境、条件、针对不同细菌、藻类的杀灭效果均各不相同，因此并不能完全相互替代；即使针对同种微生物，长期使用同一种杀菌剂会使其产生耐药性，从而使其杀菌效果弱化，故一般需要复配或交替使用。异噻唑啉酮类杀菌剂是国际上公认的高效、低毒、广谱的绿色杀菌剂，已成为主流的非氧化性杀菌剂。在工业水处理、造纸、涂料、日化等许多领域的应用已经较为成熟。

图 11：近几年全球工业杀菌剂市场保持平稳



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

图 12：近几年中国工业杀菌剂市场稳定增长



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

**供给集中，产能向中国转移。**由于成本及环保等因素，国际巨头如陶氏化学、索尔公司等公司大幅减少原药生产转向对外采购，自身专注于提供配方和技术服务。全球异噻唑啉酮类杀菌剂产能逐渐向中国、印度、巴西等发展中国家转移。

**公司是全球异噻唑啉酮类杀菌剂龙头。**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。公司异噻唑啉酮类产品生产能力已过万吨，成为国内乃至亚洲最大的异噻唑啉酮类杀菌剂生产企业。欧盟地区，公司异噻唑啉酮类杀菌剂与陶氏化学、德国朗盛、西班牙全保化工等跨国化工巨头供货。2013 年公司与陶氏化学签订了 DCOIT 独家供货协议；与德国朗盛合作，由德国朗盛作为申请人向 ECHA 申请 BPR 授权；美国是异噻唑啉酮类工业杀菌剂全球最大消费市场，公司目前已取得美国 EPA 认证，注册成立美国子公司以及

与美国龙沙等公司合作，积极开拓美国市场。规模优势和客户优势，奠定了公司在异噻唑啉酮类杀菌剂市场的强大竞争优势。

**供给收缩，价格有望上涨。**根据公告披露，公司国内主要竞争对手是江苏富比亚、大连星原化工，西安恒盛诺德和潍坊天赐。其中，江苏富比亚主要承接陶氏化学中国 CIT/MIT 业务，生产基地在盐城滨海园区，目前该园区正停产整顿。大连星原化工 2017 年发生爆炸事故后一直停产。**我们认为，供给收缩有望推动价格上涨。**公司现有产能约 3 万吨，价格每上涨 1000 元/吨，公司净利润增厚 2000 万，EPS 增厚 0.107 元，业绩弹性大。

表 2：中国异噻唑啉酮类杀菌剂主要厂家

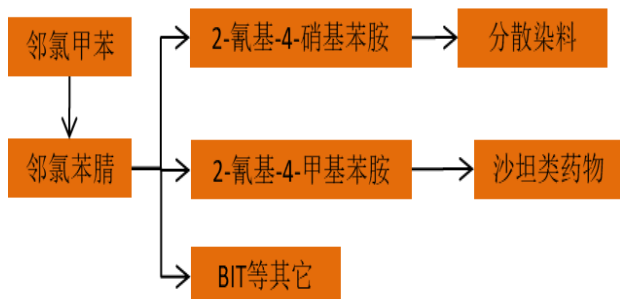
公司	产能（吨/年）	备注
百傲化学	30650	募投项目投产
江苏富比亚	12500	园区停产整顿，专供陶氏
大连星原化学	10000	安全环保事故导致停产
西安恒盛诺德	8000	
潍坊天赐新材料	5000	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 邻氯苯腈短缺明显，价格或将大幅上涨

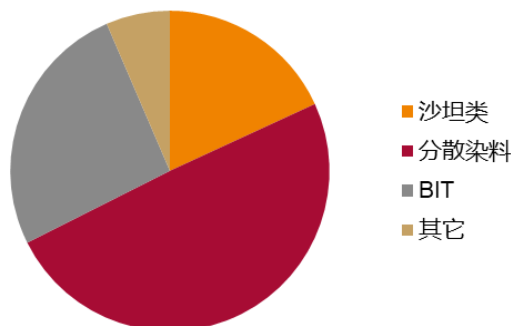
邻氯苯腈是重要的有机合成中间体，主要用于合成工业杀菌剂苯并异噻唑啉酮（BIT）及合成染料中间体 2-氰基-4-硝基苯胺；医药工业用于合成抗疟疾新药硝喹及多种消炎杀菌药物，用于制备沙坦类药物等；还可用于制备重要的碳钢缓蚀剂。

图 13：邻氯苯腈产业链



资料来源：《邻氯苯腈技术与市场调研报告》，天风证券研究所

图 14：邻氯苯腈需求分布

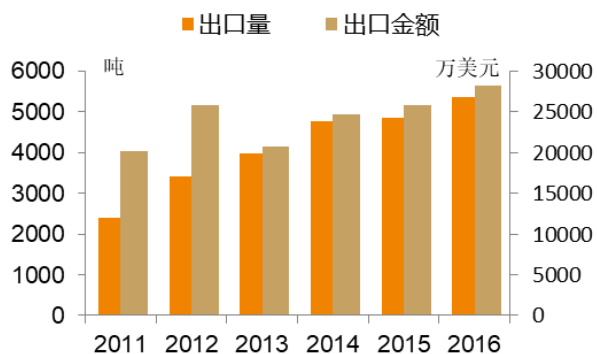


资料来源：卓创资讯、各公司公告，天风证券研究所

**分散染料：**偶氮型分散染料的颜色取决于重氮组分和偶氮组分的结构，重氮组分的影响更为显著。实际生产中，分散红染料的重氮组分往往选择 2-氰基-4-硝基苯胺；而在其 6 位上引入碘或者其它卤素，又可以制成分散蓝染料的重氮组分。根据卓创资讯统计，中国 2018 年分散染料产量 33.65 万吨，同比上升 16.75%。以此测算，我们认为国内分散染料用邻氯苯腈约 1.5 万吨。

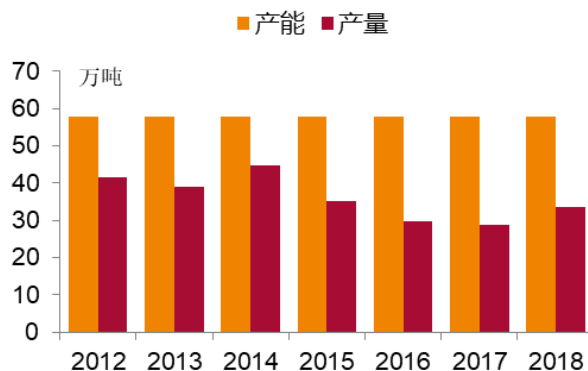
**沙坦类药物：**沙坦类药物即血管紧张素 II 受体拮抗剂（ARBs），是多年来高血压治疗领域的主流产品，也是全球市场上最大一类抗高血压药物，总销售额在 250 亿美元以上，全球沙坦类产品，大多都达到过数十亿美元的重磅级别，其中居于首位的缬沙坦曾经达到 90 多亿美金的高峰。中国是沙坦原料药的生产大国，2016 年出口沙坦类原药 5362 吨，考虑出口及国内需求，我们估算，国内仅沙坦类药物用邻氯苯腈每年可达 5000 吨左右。

图 15：中国沙坦类原药产量稳步增长



资料来源：健康网，天风证券研究所

图 16：中国分散染料产量稳中略降



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

**BIT 杀菌剂：**BIT 具有突出的抑制真菌、霉菌、细菌和藻类等微生物滋生的作用，是重要的新型工业杀菌、防霉、防腐剂。BIT 无刺激性，低毒性，在广泛的 pH 值和 200 °C 温度下杀菌效果不变，具有良好的稳定性。BIT 使用方便，生产中不需特殊设备即可直接添加，对金属无腐蚀，在土壤半衰期小于 24h，不会在水生生物体内聚积。BIT 已被欧美、日本等发达国家广泛应用于各种工业产品的防腐防霉。根据文献《1,2-苯并异噻唑啉-3-酮的生产与工艺进展》数据，2013 年仅在造纸、乳胶漆行业中，全球每年的 BIT 需求就超过 4000 吨。考虑其它领域需求和近年增长，我们判断目前 BIT 需求量有望突破 8000 吨，对应邻氯苯腈的需求约 8000 吨。

**综合考虑分散类染料、沙坦类药物、BIT 及其他农药等领域的需求，我们预计国内每年邻氯苯腈需求超过 3 万吨。**

**盐城安全事故对短期供给影响明显：**目前最经济污染最小的合成工艺为邻氯甲苯氨氧化合成邻氯苯腈。但是在邻氯甲苯氨氧化过程中，可能发生深度氧化等副反应。要抑制副反应，获得高收率最关键的是筛选高选择性的催化剂和工艺流程、工艺条件和设备优化，对生产企业氨氧化技术要求较高，也是邻氯苯腈众多合成路线中技术难度最大的。根据我们统计，目前邻氯苯腈产能集中在少数企业手中，其中联化科技凭借氨氧化反应的技术优势，占据大部分市场份额。然而前不久盐城响水园区发生重大安全事故，该地区产能均受到较大程度影响，目前响水、滨海和大丰园区均已停产整顿。联化科技 1.5 万吨（环评获批产能）邻氯苯腈产能位于响水化工园区，江苏长海 5000 吨产能位于滨海化工园区，因此国内约 2/3 的产能均已停产，对短期供给影响明显，我们预计邻氯苯腈价格有望进一步上涨。

表 3：中国邻氯苯腈主要厂家

公司	产能 (吨/年)	备注
联化科技	20000	盐城响水园区停产整顿影响 1.5 万吨产能
江苏长海	5000	盐城滨海园区停产整顿
百傲化学	3000	7000 吨即将投产
华辰化学	3000	氯化法，污染较大

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**投产正当时，业绩弹性大：**百傲化学现有邻氯苯腈产能 3 千吨，另有 7 千吨产能有望于 2019 年 5 月投产。此前由于技术原因，老装置收率偏低导致沈阳工厂 2017 年亏损 2085 万元。通过技改，公司逐渐克服技术障碍，2018 年沈阳工厂亏损 542 万元，较 2017 年大幅减亏。若公司彻底解决催化剂等技术问题，7 千吨新装置顺利投产，总产能可达 1 万吨。按照 1 万吨产能测算，若产品价格上涨 1 万元/吨，年化增厚业绩约 7000 万，业绩弹性巨大。



## 4. 募投项目完善产业链并打破产能瓶颈

**募投项目打破产能瓶颈。**近年来公司产能基本满产，2018 年杀菌剂产品综合产能利用率已达到 98.13%，在现有产能已充分利用的情况下，整体供不应求的局面依然没有改变，产能不足问题在募投项目投产前一直是公司更快速发展的主要瓶颈。公司在 CIT/MIT15000 吨、OIT500 吨、DCOIT250 吨的基础上，募投新建 CIT/MIT12000 吨、OIT400 吨、BIT2500 吨和 B/F 腈中间体 10000 吨。募投项目主要是围绕着公司现有主营产品展开，其中 CIT/MIT 和 OIT 都是原有产品扩能，而新产品 BIT 同属异噻唑啉酮类工业杀菌剂，是对原有产品线的丰富和补充，此外 B/F 腈中间体是 BIT 上游关键中间体，B/F 腈中间体下游还可以往高端有机颜料和医药中间体拓展。募投项目投产后，公司产能将大幅增加，产业链也将得以延伸。

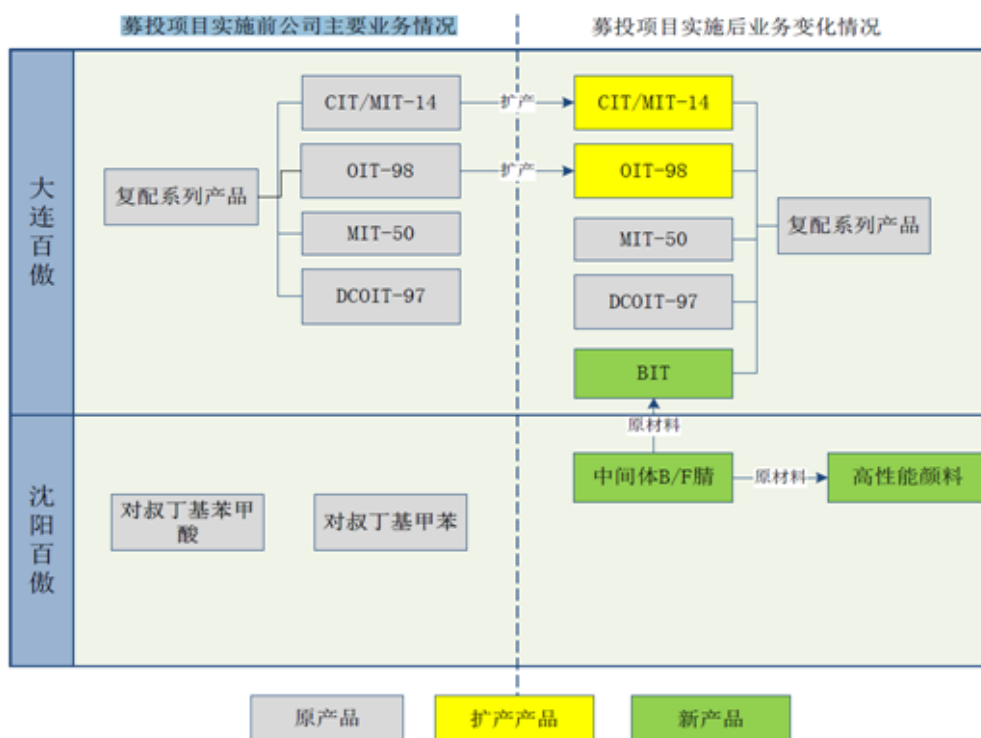
表 4：公司生产基地产能及扩产情况

基地	品种	已有产能 (吨/年)	新建 (吨/年)	备注
大连百傲	CIT/MIT	15000	12000	2019 年 4 月投产
	MIT			
	OIT	500	400	2018 年中投产
	DCOIT	250		
	BIT		2500	2019 年 4 月投产
沈阳百傲	B/F 腈中间体		10000	3000 吨 2017 年 9 月投产，7000 吨 2019 年 5 月投产
	2-氰基-4-硝基苯胺		2000	

资料来源：公司公告，环评报告，天风证券研究所

**未来仍有扩产空间。**公司生产基地主要分布于大连松木岛、大连旅顺经济开发区和沈阳化工园区，占地面积分别为 7.75 万平米、2 万平米和 13 万平米。其中大连松木岛和沈阳基地已用面积分别为 6.5 万平米和 4.7 万平米，沈阳基地仍有较大扩产空间。公司资产负债率仅 15.7%，经营现金流良好，可以很好匹配公司未来扩产。

图 17：公司募投项目有望打破产能瓶颈



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 盈利预测

随着募投项目产能投产并贡献业绩，公司工业杀菌剂和化工中间体的营收和利润都有望实现大幅增长。其中 CIT/MIT 新增 12000 吨、BIT 新增 2500 吨已经于 2019 年 4 月投产并开始贡献业绩增量；邻氯苯腈现有 3000 吨产能，新增 7000 吨有望于 2019 年 5 月投产。

表 5：业务拆分

分类	2018	2019E	2020E	2021E
<b>工业杀菌剂</b>				
收入（百万元）	482	558	635	716
增速	20%	16%	14%	13%
毛利率	52%	54%	54%	51%
毛利（百万元）	249	301	344	368
成本（百万元）	232	257	291	348
<b>化工中间体</b>				
收入（百万元）	44	354	425	354
增速		671%	20%	-17%
毛利率	10%	80%	75%	60%
毛利（百万元）	5	283	319	212
成本（百万元）	39	71	106	142
<b>其他</b>				
收入（百万元）	1	1	1	1
增速	-93%	0%	0%	0%
毛利率	0%	0%	0%	0%
毛利（百万元）	0	0	0	0
成本（百万元）	1	1	1	1
<b>总计</b>				
收入（百万元）	528	913	1,061	1,070
增速	29%	73%	16%	1%
毛利率	48%	64%	62%	54%
毛利（百万元）	255	584	663	580
成本（百万元）	273	329	398	490

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 5.2. 投资建议

随着公司募投项目 CIT/MIT、邻氯苯腈和 BIT 等产品产能释放，叠加行业供给收缩带来的产品价格上涨，公司业绩有望大幅增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 3.99/4.53/3.85 亿元，现价对应 2019 年 PE 为 12.7 倍。参考可比公司 PE 估值（2019 年 15.7 倍），我们给予公司目标价 33.44 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB <sup>LF</sup> 2018
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002250.SZ	联化科技	9.25	11.05	102.21	0.02	0.52	0.75	552.5	21.3	14.7	1.8
002734.SZ	利民股份	2.84	14.73	41.76	0.73	1.02	1.25	20.2	14.4	11.8	2.3

603086.SH	先达股份	1.12	34.56	38.71	2.24	2.68	3.46	15.4	12.9	10.0	2.9
300575.SZ	中旗股份	0.73	63.18	46.34	2.85	3.61	4.8	22.2	17.5	13.2	3.9
603585.SH	苏利股份	1.80	24.00	43.20	1.73	1.96	2.28	13.9	12.2	10.5	2.5
	行业均值							124.8	15.7	12.0	2.7
603360.SH	百傲化学	1.87	27.15	50.68	0.78	2.13	2.43	34.8	12.7	11.2	6.3

资料来源：Wind，天风证券研究所（除百傲化学外其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期，PB 用 2018 年报披露的每股净资产数据计算）

## 6. 风险提示

由于募投项目受多方面因素的影响，因此其建设进度及产能释放存在低于预期的风险；由于产品价格主要由供需决定，如若竞争对手复产产品价格存在下滑风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	134.25	71.61	182.63	649.89	617.47	营业收入	410.36	528.17	913.16	1,060.95	1,070.42
应收票据及应收账款	134.39	102.77	336.52	129.31	340.67	营业成本	200.11	273.24	328.94	398.11	490.02
预付账款	3.62	6.98	5.02	9.59	8.70	营业税金及附加	8.91	9.15	13.70	14.85	14.99
存货	47.59	65.83	95.80	90.18	148.24	营业费用	21.33	26.09	31.96	36.07	37.46
其他	105.34	50.86	55.69	69.87	60.51	管理费用	40.88	42.57	45.66	53.05	53.52
<b>流动资产合计</b>	<b>425.18</b>	<b>298.05</b>	<b>675.66</b>	<b>948.83</b>	<b>1,175.59</b>	研发费用	15.17	19.15	27.39	31.83	32.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	4.02	(3.66)	(1.30)	(5.57)	(9.36)
固定资产	217.06	302.55	316.38	332.59	348.54	资产减值损失	5.11	(0.23)	0.00	0.00	0.00
在建工程	33.25	38.21	52.93	61.76	67.05	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	77.17	85.45	83.29	81.14	78.98	投资净收益	2.84	3.34	0.00	0.00	0.00
其他	26.67	173.12	78.18	92.66	114.65	其他	(14.47)	(13.60)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>354.15</b>	<b>599.33</b>	<b>530.78</b>	<b>568.14</b>	<b>609.23</b>	<b>营业利润</b>	<b>126.46</b>	<b>172.12</b>	<b>466.82</b>	<b>532.62</b>	<b>451.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>779.33</b>	<b>897.38</b>	<b>1,206.44</b>	<b>1,516.98</b>	<b>1,784.82</b>	营业外收入	0.02	0.06	2.29	0.79	1.04
短期借款	0.00	0.00	25.56	0.00	0.00	营业外支出	0.10	0.55	0.26	0.30	0.37
应付票据及应付账款	27.73	35.58	36.81	54.56	56.72	<b>利润总额</b>	<b>126.38</b>	<b>171.62</b>	<b>468.85</b>	<b>533.10</b>	<b>452.35</b>
其他	14.10	12.21	13.67	16.26	12.48	所得税	26.50	26.56	70.33	79.97	67.85
<b>流动负债合计</b>	<b>41.84</b>	<b>47.79</b>	<b>76.04</b>	<b>70.82</b>	<b>69.19</b>	<b>净利润</b>	<b>99.88</b>	<b>145.06</b>	<b>398.52</b>	<b>453.14</b>	<b>384.50</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.38)	(0.12)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>100.27</b>	<b>145.19</b>	<b>398.52</b>	<b>453.14</b>	<b>384.50</b>
其他	51.07	51.56	53.47	52.04	52.36	每股收益(元)	0.54	0.78	2.13	2.43	2.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>51.07</b>	<b>51.56</b>	<b>53.47</b>	<b>52.04</b>	<b>52.36</b>						
<b>负债合计</b>	<b>92.91</b>	<b>99.35</b>	<b>129.52</b>	<b>122.85</b>	<b>121.55</b>						
少数股东权益	(1.12)	(1.31)	(1.31)	(1.31)	(1.31)	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	133.34	186.68	186.68	186.68	186.68	<b>成长能力</b>					
资本公积	322.98	269.65	269.65	269.65	269.65	营业收入	5.37%	28.71%	72.89%	16.18%	0.89%
留存收益	554.08	612.59	891.56	1,208.76	1,477.90	营业利润	16.73%	36.10%	171.22%	14.10%	-15.20%
其他	(322.86)	(269.58)	(269.65)	(269.65)	(269.65)	归属于母公司净利润	2.03%	44.80%	174.49%	13.70%	-15.15%
<b>股东权益合计</b>	<b>686.42</b>	<b>798.03</b>	<b>1,076.93</b>	<b>1,394.12</b>	<b>1,663.27</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>779.33</b>	<b>897.38</b>	<b>1,206.44</b>	<b>1,516.98</b>	<b>1,784.82</b>	毛利率	51.24%	48.27%	63.98%	62.48%	54.22%
						净利率	24.43%	27.49%	43.64%	42.71%	35.92%
						ROE	14.58%	18.16%	36.96%	32.47%	23.10%
						ROIC	26.84%	27.10%	71.51%	53.23%	57.70%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	11.92%	11.07%	10.74%	8.10%	6.81%
						净负债率	-19.56%	-8.97%	-14.58%	-46.62%	-37.12%
						流动比率	10.16	6.24	8.89	13.40	16.99
						速动比率	9.03	4.86	7.63	12.12	14.85
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.61	4.45	4.16	4.56	4.56
						存货周转率	8.29	9.31	11.30	11.41	8.98
						总资产周转率	0.58	0.63	0.87	0.78	0.65
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.54	0.78	2.13	2.43	2.06
						每股经营现金流	0.41	0.72	1.36	3.61	0.66
						每股净资产	3.68	4.28	5.78	7.48	8.92
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	50.55	34.91	12.72	11.18	13.18
						市净率	7.37	6.34	4.70	3.63	3.04
						EV/EBITDA	16.66	10.06	9.88	7.80	9.16
						EV/EBIT	19.68	11.41	10.38	8.21	9.80

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com