

# 百傲化学 (603360)

证券研究报告

2019年08月30日

## 量价齐升中报靓丽，产能释放驱动业绩再创新高

### 量价齐升，中报靓丽

公司发布中报，实现营收 3.50 亿元，同比增长 38.81%；实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 78.42%，每股收益为 0.60 元，公司业绩增长强劲，符合市场预期。公司营收和利润双增，主要得益于募投项目产能释放，以及 BIT 和邻氯苯腈产品价格大幅上涨，综合毛利率也因此提升 11.28PCT 至 53.77%。公司各项费用率均有提升，综合费用率提升 2.80PCT 至 15.32%。

分产品来看，工业杀菌剂实现营收 3.40 亿元，同比增长 60.11%，销量为 13,488.19 吨，同比增长 53.87%；邻氯苯腈中间体实现营收 0.30 亿元，同比增长 20.66%，销量为 579.01 吨，同比下滑 46.04%。分季度来看，Q2 实现营收 2.13 亿元，同比增长 68.56%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 125.37%。Q2 营收和利润大增，一是工业杀菌剂销量环比大增 48.06% 至 8,050.64 吨，募投的 12000 吨 CIT/MIT 产能 Q2 得到充分释放；二是 BIT 和邻氯苯腈的价格分别由 Q1 的 76.47 元/kg 和 31.04 元/kg 大幅上涨至 Q2 的 140.03 元/kg 和 80.85 元/kg。

### 邻氯苯腈依旧短缺，二期投产有望贡献更多业绩增量

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，缺口明显。公司现有邻氯苯腈产能 1 万吨，其中 1 期 3000 吨于 2017 年 9 月投产，2 期的 7000 吨于 2019 年 7 月投产，我们预计随着 2 期 7000 吨产能的逐步释放，有望驱动公司三四季度业绩环比持续提升。

### 募投项目投产缓解工业杀菌剂产能瓶颈

公司工业杀菌剂此前一直受限于产能瓶颈，随着 12000 吨 CIT/MIT 或 2000 吨 MIT、400 吨 OIT、2500 吨 BIT 系列产品项目于 2019 年 4 月正式投产，有效缓解了公司目前工业杀菌剂产能不足的问题，进一步提升规模效应，降低单位生产成本。公司也首次具备量产 BIT 系列产品的能力，补齐了公司在异噻唑啉酮类工业杀菌剂产品系列上的短板，丰富了公司的产品结构，成为 2019 年半年度乃至全年公司经营业绩提升的重要驱动。我们认为随着 BIT 上游的中间体邻氯苯腈产能的释放，BIT 产能负荷也有望进一步提升。

**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，公司业绩环比有望持续提升。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 14.6 倍，维持“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。

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.88 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)	5,764.55
流通 A 股市值(百万元)	2,421.28
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	15.80
一年内最高/最低(元)	36.77/9.92

### 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  
huihui@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《百傲化学-首次覆盖报告:杀菌剂龙头产能释放叠加产品涨价发展进入快车道》2019-05-06

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)	58.00	40.05	14.59	12.83	15.12
市净率(P/B)	8.46	7.27	5.39	4.17	3.49
市销率(P/S)	14.17	11.01	6.37	5.48	5.43
EV/EBITDA	16.66	10.06	11.40	9.15	10.74

资料来源：wind，天风证券研究所

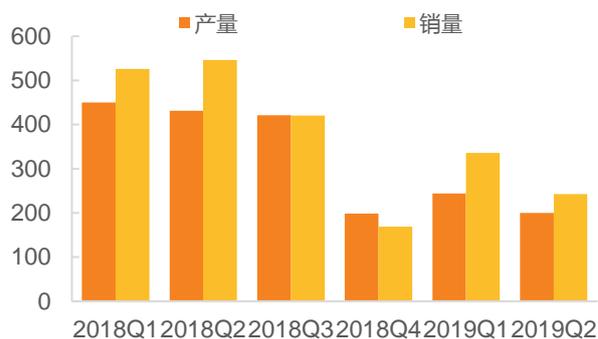


图 1：公司工业杀菌剂季度产销量（吨）



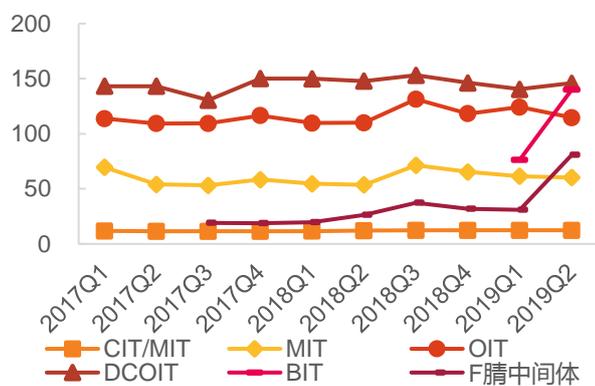
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司 F 腈中间体季度产销量（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司各产品季度均价（元/kg）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	134.25	71.61	182.63	649.89	617.47
应收票据及应收账款	134.39	102.77	336.52	129.31	340.67
预付账款	3.62	6.98	5.02	9.59	8.70
存货	47.59	65.83	95.80	90.18	148.24
其他	105.34	50.86	55.69	69.87	60.51
<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>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	217.06	302.55	316.38	332.59	348.54
在建工程	33.25	38.21	52.93	61.76	67.05
无形资产	77.17	85.45	83.29	81.14	78.98
其他	26.67	173.12	78.18	92.66	114.65
<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>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>
短期借款	0.00	0.00	25.56	0.00	0.00
应付票据及应付账款	27.73	35.58	36.81	54.56	56.72
其他	14.10	12.21	13.67	16.26	12.48
<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>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.07	51.56	53.47	52.04	52.36
<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)
股本	133.34	186.68	186.68	186.68	186.68
资本公积	322.98	269.65	269.65	269.65	269.65
留存收益	554.08	612.59	891.56	1,208.76	1,477.90
其他	(322.86)	(269.58)	(269.65)	(269.65)	(269.65)
<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>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>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	99.88	145.06	398.52	453.14	384.50
折旧摊销	24.81	24.14	23.61	27.11	30.91
财务费用	1.09	1.07	(1.30)	(5.57)	(9.36)
投资损失	0.00	(3.34)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(163.97)	(132.29)	(167.04)	198.52	(282.48)
其它	114.23	100.49	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>76.04</b>	<b>135.13</b>	<b>253.79</b>	<b>673.19</b>	<b>123.57</b>
资本支出	31.53	122.38	48.09	51.44	49.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(149.09)	(272.42)	(98.09)	(101.44)	(99.68)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(117.56)</b>	<b>(150.04)</b>	<b>(50.00)</b>	<b>(50.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	25.56	0.00	0.00
股权融资	257.71	3.61	1.23	5.57	9.36
其他	(206.51)	(37.90)	(119.56)	(161.51)	(115.35)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>51.20</b>	<b>(34.29)</b>	<b>(92.76)</b>	<b>(155.93)</b>	<b>(105.99)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>9.68</b>	<b>(49.19)</b>	<b>111.03</b>	<b>467.26</b>	<b>(32.42)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>410.36</b>	<b>528.17</b>	<b>913.16</b>	<b>1,060.95</b>	<b>1,070.42</b>
营业成本	200.11	273.24	328.94	398.11	490.02
营业税金及附加	8.91	9.15	13.70	14.85	14.99
营业费用	21.33	26.09	31.96	36.07	37.46
管理费用	40.88	42.57	45.66	53.05	53.52
研发费用	15.17	19.15	27.39	31.83	32.11
财务费用	4.02	(3.66)	(1.30)	(5.57)	(9.36)
资产减值损失	5.11	(0.23)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.84	3.34	0.00	0.00	0.00
其他	(14.47)	(13.60)	0.00	0.00	0.00
<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>
营业外收入	0.02	0.06	2.29	0.79	1.04
营业外支出	0.10	0.55	0.26	0.30	0.37
<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>
所得税	26.50	26.56	70.33	79.97	67.85
<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>
少数股东损益	(0.38)	(0.12)	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>
每股收益(元)	0.54	0.78	2.13	2.43	2.06

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.37%	28.71%	72.89%	16.18%	0.89%
营业利润	16.73%	36.10%	171.22%	14.10%	-15.20%
归属于母公司净利润	2.03%	44.80%	174.49%	13.70%	-15.15%
<b>获利能力</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	58.00	40.05	14.59	12.83	15.12
市净率	8.46	7.27	5.39	4.17	3.49
EV/EBITDA	16.66	10.06	11.40	9.15	10.74
EV/EBIT	19.68	11.41	11.98	9.62	11.49

### 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