

百傲化学 (603360)

证券研究报告

2019年10月27日

新产能有效释放，产品价格坚挺，三季度业绩超预期

募投项目产能有效释放，产品价格显著上涨，前三季度业绩同比大幅提升

百傲化学前三季度实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 49.33%；营业利润 2.68 亿元，同比增长 107.18%；归属于上市公司股东的净利润 2.34 亿元，同比增长 115.66%。按 1.87 亿股总股本计，实现每股收益 1.25 元，每股经营现金流为 0.80 元。公司前三季度业绩同比大幅增长主要系得益于募投项目产能顺利释放、BIT 和 F 腈产品价格同比大幅上涨；相应地，前三季度综合毛利率同比提升 13.4PCT 至 59.4%。公司期间费用率同比持平为 13.7%。分产品看，工业杀菌剂实现营收 5.82 亿元，同比增长 63%，销量为 21991 吨，同比增长 32%；F 腈中间体实现营收 0.74 亿元，同比增长 83%，销量为 1085 吨，同比下滑约 27%（主要系外售销量下滑）。

分季度来看，其中第三季度实现营业收入 2.52 亿元，同比增长 66.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.22 亿元，同比增长 167.31%；单季度 EPS 0.65 元。Q3 营收和利润环比显著大幅提升：（1）工业杀菌剂方面，募投 CIT/MIT 产能进一步释放，带动销量环比提升 6%至 8502.76 吨；同时除 DCOIT 系列产品外，其他工业杀菌剂产品价格环比均有不同程度提升，其中 BIT 产品单季度均价环比提升 18%至 165.48 元/kg。（2）F 腈伴随 2 期 7000 吨产能的释放（2019 年 7 月投产），销量环比大幅提升 108%至 505.54 吨，且产品价格维持强势，单季度均价进一步提升 8%至 87.32 元/kg。

F 腈供应受限、价格坚挺，叠加二期产能释放贡献重要业绩增量

公司现有 F 腈产能 1 万吨（1 期 3000 吨于 2017 年 9 月投产，2 期 7000 吨于 2019 年 7 月投产），受环保检查影响、扩产项目试生产时间延长等因素影响上半年公司产销量同比有所下滑，而伴随 2 期项目生产步入正轨，公司三季度产销量已有显著提升，预计后续将继续贡献业绩重要增量。

募投项目投产缓解工业杀菌剂产能瓶颈

伴随 12000 吨 CIT/MIT 或 2000 吨 MIT、400 吨 OIT、2500 吨 BIT 系列产品项目 2019 年 4 月正式投产，有效缓解公司工业杀菌剂产能不足问题，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 系列产品能力，补齐在异噻唑啉酮类工业杀菌剂产品系列上的短板，丰富了产品结构，成为 2019 年半年度乃至全年经营业绩提升的重要驱动。我们认为随着 BIT 上游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，公司业绩环比有望继续提升。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 17.6 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	34.14 元
目标价格	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)	6,373.12
流通 A 股市值(百万元)	2,676.89
每股净资产(元)	5.15
资产负债率(%)	13.69
一年内最高/最低(元)	38.59/10.92

作者

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

- 《百傲化学-半年报点评:量价齐升中报靓丽，产能释放驱动业绩再创新高》 2019-08-30
- 《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)	69.87	48.25	17.58	15.46	18.22
市净率(P/B)	10.19	8.76	6.50	5.02	4.21
市销率(P/S)	17.07	13.26	7.67	6.60	6.55
EV/EBITDA	16.66	10.06	13.84	11.30	13.25

资料来源：wind，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	利润表(百万元)	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
流动资产合计	425.18	298.05	675.66	948.83	1,175.59	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)
非流动资产合计	354.15	599.33	530.78	568.14	609.23	营业利润	126.46	172.12	466.82	532.62	451.67
资产总计	779.33	897.38	1,206.44	1,516.98	1,784.82	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	利润总额	126.38	171.62	468.85	533.10	452.35
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
流动负债合计	41.84	47.79	76.04	70.82	69.19	净利润	99.88	145.06	398.52	453.14	384.50
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	归属于母公司净利润	100.27	145.19	398.52	453.14	384.50
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
非流动负债合计	51.07	51.56	53.47	52.04	52.36						
负债合计	92.91	99.35	129.52	122.85	121.55						
少数股东权益	(1.12)	(1.31)	(1.31)	(1.31)	(1.31)	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	133.34	186.68	186.68	186.68	186.68	成长能力					
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%
股东权益合计	686.42	798.03	1,076.93	1,394.12	1,663.27	获利能力					
负债和股东权益总	779.33	897.38	1,206.44	1,516.98	1,784.82	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%
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						市盈率	69.87	48.25	17.58	15.46	18.22
						市净率	10.19	8.76	6.50	5.02	4.21
						EV/EBITDA	16.66	10.06	13.84	11.30	13.25
						EV/EBIT	19.68	11.41	14.54	11.88	14.18

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
经营活动现金流	76.04	135.13	253.79	673.19	123.57
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)
投资活动现金流	(117.56)	(150.04)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
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)
筹资活动现金流	51.20	(34.29)	(92.76)	(155.93)	(105.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9.68	(49.19)	111.03	467.26	(32.42)

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