

投资评级 优于大市 维持

## 公司实控人发生变更, 主营产品量价齐升

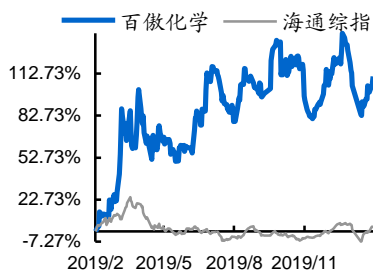
### 股票数据

02月21日收盘价(元)	33.61
52周股价波动(元)	15.58-38.63
总股本/流通A股(百万股)	187/187
总市值/流通市值(百万元)	6274/6274

### 相关研究

《工业杀菌剂龙头, 产能释放助力加速成长》  
2019.02.27

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.0	-2.3	7.2
相对涨幅(%)	-2.8	-5.6	0.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 李智

Tel: (021) 23219392

Email: lz11785@htsec.com

证书: S0850519110003

### 投资要点:

- 实际控制人变更为刘宪武先生。**公司公告, 大股东通运投资和三鑫投资解除一致行动关系, 公司的控股股东变更为通运投资, 实际控制人变更为刘宪武先生。此外, 三鑫投资计划未来6个月内拟通过集中竞价交易方式减持不超过3,733,500股, 即其持有股份的6.90%, 公司总股本的2.00%, 未来12个月内拟减持不超过5,413,333股, 即其持股的10%, 公司总股本的2.90%。
- 19年业绩高增长, 主营产品量价齐升。**公司发布业绩预告, 2019年全年净利润约3.15亿元左右, 增长116.96%左右。业绩增长来源于报告期内募投项目相继投产、公司主要产品产能提升, 以及BIT系列产品和邻氯苯腈价格的上涨。公司预计2019年度实现扣非归母净利润3.08亿元左右, 同比增加123.61%左右。
- 募投项目投产大幅提升产能及产品结构。**2019年二季度, 公司新增CIT/MIT原药剂产能12000吨/年, BIT原药剂产能2500吨/年, 工业杀菌剂业务实现大幅增长, 同时丰富了公司的产品结构。随着新增产能逐渐释放, 公司工业杀菌剂前三季度实现销量2.2万吨, 同比增长36.2%。此外, 随着F腈中间体扩产项目在2019年7月投产, F腈中间体产量逐渐提高, 除满足公司自用外可实现对外销售, 将成为公司整体业绩提升的又一驱动因素。
- F腈市场供不应求, 产品价格持续上涨。**受“3.21”响水事故影响, 2019年二季度F腈中间体价格开始出现大幅上涨, 同时也推升了BIT系列产品价格。公司F腈三季度平均售价达到8.7万元/吨, 较二季度环比增长8%, 较去年同期增长133.5%。BIT系列产品三季度平均售价达到16.5万元/吨, 较二季度环比增长18.2%, 较去年同期增长252.5%。
- 盈利预测。**我们预计公司2019-2021年净利润为3.15亿元、3.58亿元、3.90亿元, 对应EPS分别可达1.69元、1.92元和2.09元, 给予公司2020年16-20倍PE, 对应合理价值区间为30.72-38.4元, 维持优于大市评级。
- 风险提示。**大股东计划减持; 行业竞争加剧; 产品价格下跌。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	410	528	871	1038	1173
(+/-)YoY(%)	5.4%	28.7%	64.9%	19.1%	13.1%
净利润(百万元)	100	145	315	358	390
(+/-)YoY(%)	2.0%	44.8%	117.0%	13.6%	8.9%
全面摊薄EPS(元)	0.54	0.78	1.69	1.92	2.09
毛利率(%)	51.2%	48.3%	57.9%	56.6%	55.1%
净资产收益率(%)	14.6%	18.2%	28.3%	26.1%	23.4%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 同行业市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中旗股份	300575.SZ	26.90	1.58	1.54	2.49	17.0	17.5	10.8
国光股份	002749.SZ	11.79	0.63	0.64	0.79	18.7	18.3	15.0
	平均值						17.9	12.9

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

表 2 公司主要产品盈利预测 (万元)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>异噻唑啉酮</b>					
销售收入	40124.1	48157.7	76580.0	91370.0	101870.0
销售成本	19118.4	23212.8	32852.8	39746.0	44822.8
毛利率	52.4%	51.8%	57.1%	56.5%	56.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入	912.4	271.0	325.2	390.3	468.4
销售成本	892.6	182.0	211.4	253.7	304.4
毛利率	2.2%	32.9%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>F 腈</b>					
销售收入		4388.4	10181.8	12000.0	15000.0
销售成本		3930.6	3563.6	5040.0	7500.0
毛利率		10.4%	65.0%	58.0%	50.0%
<b>合计</b>					
销售收入	41036.5	52817.1	87087.1	103760.3	117338.4
销售成本	20011.0	27325.4	36627.9	45039.6	52627.2
毛利率	51.2%	48.3%	57.9%	56.6%	55.1%

资料来源: 百傲化学招股说明书、2017-2018 年年报, WIND, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>528</b>	<b>871</b>	<b>1038</b>	<b>1173</b>
每股收益	0.78	1.69	1.92	2.09	营业成本	273	366	450	526
每股净资产	4.28	5.97	7.35	8.90	毛利率%	48.3%	57.9%	56.6%	55.1%
每股经营现金流	0.72	1.21	1.63	1.88	营业税金及附加	9	13	16	18
每股股利	0.00	0.00	0.54	0.54	营业税金率%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	26	30	41	45
P/E	15.89	20.72	18.25	16.76	营业费用率%	4.9%	3.5%	4.0%	3.8%
P/B	2.89	5.86	4.76	3.93	管理费用	43	76	88	100
P/S	11.87	7.20	6.04	5.34	管理费用率%	8.1%	8.7%	8.5%	8.6%
EV/EBITDA	12.28	17.55	15.27	13.55	EBIT	158	361	410	449
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	财务费用	-4	-4	-4	-6
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
毛利率	48.3%	57.9%	56.6%	55.1%	资产减值损失	0	3	-3	0
净利润率	27.5%	36.2%	34.5%	33.2%	投资收益	3	4	4	4
净资产收益率	18.2%	28.3%	26.1%	23.4%	<b>营业利润</b>	<b>172</b>	<b>365</b>	<b>421</b>	<b>458</b>
资产回报率	16.2%	25.7%	23.9%	21.6%	营业外收支	0	7	2	2
投资回报率	18.4%	33.2%	31.6%	31.4%	<b>利润总额</b>	<b>172</b>	<b>372</b>	<b>423</b>	<b>460</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	182	361	410	449
营业收入增长率	28.7%	64.9%	19.1%	13.1%	所得税	27	58	65	71
EBIT 增长率	27.4%	128.5%	13.5%	9.5%	有效所得税率%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润增长率	44.8%	117.0%	13.6%	8.9%	少数股东损益	0	-1	-1	-1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>145</b>	<b>315</b>	<b>358</b>	<b>390</b>
资产负债率	11.1%	9.4%	8.6%	7.9%					
流动比率	6.2	8.0	8.5	9.8	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	4.7	6.6	7.1	8.3	货币资金	72	193	273	450
现金比率	1.5	3.0	3.6	5.0	应收账款及应收票据	103	179	220	246
<b>经营效率指标</b>					存货	66	81	97	115
应收账款周转天数	81.9	75.0	77.3	76.5	其它流动资产	58	61	63	65
存货周转天数	75.8	80.6	79.0	79.5	流动资产合计	298	514	654	875
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.7	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.0	2.8	2.9	2.6	固定资产	303	318	398	498
					在建工程	38	138	188	168
					无形资产	85	85	85	85
					非流动资产合计	599	714	844	924
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>897</b>	<b>1228</b>	<b>1498</b>	<b>1800</b>
净利润	145	315	358	390	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	36	43	52	61
非现金支出	24	3	-3	0	预收账款	2	3	3	4
非经营收益	2	-11	-6	-6	其它流动负债	10	18	21	25
营运资金变动	-36	-81	-44	-32	流动负债合计	48	64	77	90
<b>经营活动现金流</b>	<b>135</b>	<b>226</b>	<b>304</b>	<b>351</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-88	-108	-128	-78	其它长期负债	52	52	52	52
投资	-65	0	0	0	非流动负债合计	52	52	52	52
其他	3	4	4	4	<b>负债总计</b>	<b>99</b>	<b>115</b>	<b>128</b>	<b>141</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-150</b>	<b>-104</b>	<b>-125</b>	<b>-75</b>	实收资本	187	187	187	187
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	799	1114	1372	1662
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-1	-2	-2	-3
其他	-34	0	-100	-100	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>897</b>	<b>1228</b>	<b>1498</b>	<b>1800</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-34</b>	<b>0</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-49</b>	<b>122</b>	<b>80</b>	<b>176</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 21 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

刘威 基础化工行业  
李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,诺普信,茶花股份,联瑞新材,双一科技,和远气体,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,鲁西化工,光华科技,利民股份,海利尔,黑猫股份,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,飞凯材料,先达股份,万顺新材,石大胜华,金石资源

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。