

2019年10月21日

百傲化学 (603360.SH)

公司快报

证券研究报告

农药

三季度报再超预期，新投项目仍处兑现期

■事件：百傲化学发布 2019 年三季度报，前三季度实现营收 6.02 亿元（同比+49.33%），实现归母净利润 2.34 亿元（同比+115.66%）；其中 Q3 实现营收 2.52 亿元（同比+66.90%、环比+18.28%），实现归母净利润 1.22 亿元（同比+167.31%、环比+50.84%）。

■点评：百傲 Q3 业绩同环比均大幅增长、再超预期，我们分析主要系：

(1) 募投项目 CIT/MIT、BIT 等于 19 年 4 月投产后新增产能均被市场消化，杀菌剂产量同比大幅提升；据公告，19Q1~Q3 公司工业杀菌剂销量分别为 5438、8051、8503 吨（Q3 环比+5.6%）。

(2) 募投项目 F 腈中间体于 19 年 7 月完成扩产，Q3 产销量大幅提升；据公告，19Q1~Q3 公司 F 腈产量分别为 244、200 与 506 吨（Q3 环比+153%）。

(3) 受响水事故影响，公司部分产品与中间体价格持续上涨；据公告，19Q1~Q3 公司 MIT 系列销售均价分别为 61.43、60.38、69.70 元/千克，BIT 系列分别为 76.47、140.03、165.48 元/千克，F 腈系列分别为 31.04、80.85、87.32 元/千克（三者 Q3 环比+8~18%，BIT 与 F 腈系列同比+253%与 134%）。主产 F 腈系列的子公司沈阳百傲相应实现了扭亏为盈。

■募投项目陆续达产推动销量持续增长，行业供应缺口维持价格景气。

据公告，其募投项目 12000 吨 CIT/MIT、2500 吨 BIT 等产品于 2019 年 4 月正式投产，使异噻唑啉酮类原药剂的总产能达到 3 万吨，有效缓解产能不足问题，提升规模效应并降低单位成本，且补齐 BIT 产能短板并丰富产品结构；年产 10000 吨 F 腈中间体项目，一期于 2017 年 9 月投产，二期扩产于 2019 年 7 月投产，自此中间体产能不足、单位成本高的问题得到解决，也为公司 F 腈中间体产业链上的其他项目提供充足稳定的原材料供应，除满足公司自用外可实现对外销售，

目前公司 F 腈停产同行 Q4 复产时间尚不明确，BIT 和 MIT 供不应求状况短期难以缓解，价格有望维持景气；公司新投项目持续放量 BIT 和 F 腈 Q4 销量也有望环比增加，预计 Q4 公司业绩环比有望继续增长。

■工业杀菌剂需求增速较快，竞争格局有序，公司长期成长空间大。

据中国产业信息网，工业杀菌剂需求预计未来将维持 7%左右的增速，且异噻唑啉酮杀菌剂在我国仍有较大的发展空间。由于成本及环保等因素，国际化工巨头大幅削减了异噻唑啉酮类原药的生产，目前仅有陶氏、英国索尔保留了部分产能；国内大部分千吨级以下的小产能由于不能满足越来越高的环保和技术要求不断退出，公司作为国内原药龙头迎来历史发展机遇。目前公司出口维持较快增长，依靠性价比优势和认证壁垒，长期成长空间大。

■投资建议：维持买入-A 评级，6 个月目标价 43 元；预计 2019-2021 年净利润分别为 4.0、4.6 和 5.1 亿元，对应 PE 为 10.7、9.4 和 8.4 倍。

■风险提示：下游需求受环保安监影响缩减，竞争对手复产超预期，B/F 腈转产量超预期，C/MIT 转产超预期。

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 43 元
股价 (2019-10-21) 37.53 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,005.95
流通市值 (百万元)	2,942.70
总股本 (百万股)	186.68
流通股本 (百万股)	78.41
12 个月价格区间	11.17/37.70 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.45	12.31	239.91
绝对收益	16.23	12.84	255.17

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

相关报告

百傲化学：业绩略超预期，杀菌剂价格维持高位/张汪强	2019-08-29
百傲化学：业绩符合预期，F 腈供需出现缺口/张汪强	2019-04-28
百傲化学：产品销量大幅增长，业绩符合预期/张汪强	2019-01-25
百傲化学：工业杀菌剂龙头，业绩进入快速增长期/张汪强	2019-01-13

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
-------	------	------	-------	-------	-------

主营收入	410.4	528.2	1,106.0	1,524.7	1,835.8
净利润	100.3	145.2	402.1	457.2	514.4
每股收益(元)	0.54	0.78	2.15	2.45	2.76
每股净资产(元)	3.68	4.28	5.79	7.50	9.43

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	69.9	48.3	17.4	15.3	13.6
市净率(倍)	10.2	8.8	6.5	5.0	4.0
净利润率	24.4%	27.5%	36.4%	30.0%	28.0%
净资产收益率	14.6%	18.2%	37.2%	32.6%	29.2%
股息收益率	0.5%	1.0%	1.7%	2.0%	2.2%
ROIC	26.8%	27.1%	71.4%	46.1%	56.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	410.4	528.2	1,106.0	1,524.7	1,835.8	成长性					
减:营业成本	200.1	273.2	465.2	728.2	917.9	营业收入增长率	5.4%	28.7%	109.4%	37.9%	20.4%
营业税费	8.9	9.2	21.5	29.7	35.8	营业利润增长率	16.7%	36.1%	174.8%	13.7%	12.6%
销售费用	21.3	26.1	54.2	76.2	91.8	净利润增长率	2.0%	44.8%	176.9%	13.7%	12.5%
管理费用	56.1	42.6	105.1	167.7	201.9	EBITDA 增长率	9.0%	39.8%	140.0%	13.4%	12.3%
财务费用	4.0	-3.7	-8.0	-10.0	-12.0	EBIT 增长率	10.5%	48.5%	157.3%	13.5%	12.4%
资产减值损失	5.1	-0.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	10.0%	38.1%	177.6%	13.5%	12.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.8%	5.3%	76.0%	-8.7%	27.3%
投资和汇兑收益	2.8	3.3	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	49.8%	16.3%	35.3%	29.6%	25.7%
营业利润	126.5	172.1	473.0	537.9	605.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.5	-	-	-0.2	毛利率	51.2%	48.3%	57.9%	52.2%	50.0%
利润总额	126.4	171.6	473.0	537.9	605.2	营业利润率	30.8%	32.6%	42.8%	35.3%	33.0%
减:所得税	26.5	26.6	71.0	80.7	90.8	净利润率	24.4%	27.5%	36.4%	30.0%	28.0%
净利润	100.3	145.2	402.1	457.2	514.4	EBITDA/营业收入	35.7%	38.8%	44.5%	36.6%	34.1%
						EBIT/营业收入	29.7%	34.2%	42.0%	34.6%	32.3%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	199	177	106	83	70
货币资金	134.2	71.6	88.5	418.2	514.2	流动营业资本周转天数	160	146	123	124	119
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	302	246	170	207	235
应收账款	101.2	96.2	345.4	269.2	450.5	应收账款周转天数	79	67	72	73	71
应收票据	34.6	6.6	88.8	57.1	101.8	存货周转天数	43	39	37	40	41
预付账款	3.6	7.0	10.0	16.7	17.5	总资产周转天数	617	571	354	336	344
存货	47.6	65.8	162.8	177.4	242.9	投资资本周转天数	399	368	249	220	198
其他流动资产	104.0	50.9	52.1	69.0	57.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.6%	18.2%	37.2%	32.6%	29.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	16.2%	31.5%	29.1%	26.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	26.8%	27.1%	71.4%	46.1%	56.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	217.1	302.5	348.7	355.2	358.8	销售费用率	5.2%	4.9%	4.9%	5.0%	5.0%
在建工程	33.2	36.8	17.4	33.7	-	管理费用率	13.7%	8.1%	9.5%	11.0%	11.0%
无形资产	77.2	85.4	83.3	81.1	79.0	财务费用率	1.0%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
其他非流动资产	26.7	174.5	78.5	92.8	114.7	三费/营业收入	19.8%	12.3%	13.7%	15.3%	15.3%
资产总额	779.3	897.4	1,275.3	1,570.4	1,936.6	偿债能力					
短期债务	-	-	60.9	-	-	资产负债率	11.9%	11.1%	15.4%	10.9%	9.1%
应付账款	28.1	37.3	67.6	103.6	110.5	负债权益比	13.5%	12.4%	18.1%	12.2%	10.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	10.16	6.24	5.25	8.47	11.10
其他流动负债	13.7	10.5	14.0	15.4	14.2	速动比率	9.03	4.86	4.11	6.98	9.15
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	30.29	-49.37	-58.13	-52.79	-49.45
其他非流动负债	51.1	51.6	53.5	52.0	52.4	分红指标					
负债总额	92.9	99.3	195.9	171.0	177.1	DPS(元)	0.18	0.39	0.65	0.73	0.83
少数股东权益	-1.1	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	分红比率	33.2%	50.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	133.3	186.7	186.7	186.7	186.7	股息收益率	0.5%	1.0%	1.7%	2.0%	2.2%
留存收益	554.1	612.6	894.0	1,214.1	1,574.2						
股东权益	686.4	798.0	1,079.4	1,399.4	1,759.5						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	99.9	145.1	402.1	457.2	514.4	EPS(元)	0.54	0.78	2.15	2.45	2.76
加:折旧和摊销	24.8	24.1	26.6	29.5	32.4	BVPS(元)	3.68	4.28	5.79	7.50	9.43
资产减值准备	5.1	-0.2	-	-	-	PE(X)	69.9	48.3	17.4	15.3	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.2	8.8	6.5	5.0	4.0
财务费用	1.1	1.1	-8.0	-10.0	-12.0	P/FCF	-60.4	59.7	164.4	14.6	25.7
投资损失	-	-3.3	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	17.1	13.3	6.3	4.6	3.8
少数股东损益	-0.4	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	18.4	10.1	14.0	11.7	10.2
营运资金的变动	-164.1	-132.9	-302.0	91.1	-296.5	CAGR(%)	66.0%	52.5%	60.1%	66.0%	52.5%
经营活动产生现金流量	76.0	135.1	113.7	562.8	233.3	PEG	1.1	0.9	0.3	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-117.6	-150.0	-45.0	-45.0	5.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	51.2	-34.3	-51.8	-188.0	-142.3	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034