

2021年04月26日

百傲化学 (603360.SH)

Q1 环比增长，股权激励目标助力公司良性发展

■事件：公司发布2021年一季报，实现营收2.18亿元（同比+9.37%），归母净利润0.52亿元（同比-42.38%，环比+20.69%）。

■Q1业绩环比提升，产品市场供求和价格回归合理区间：公司BIT及F腈价格回归合理导致2021Q1业绩同比有所下降，但环比2020Q4公司工业杀菌剂的销量和毛利率提升带动Q1业绩增长。据公告，2021Q1公司工业杀菌剂销量同比增长32.83%，环比2020Q4增长14.46%。工业杀菌剂中CIT/MIT、MIT、OIT、DCOIT、BIT 2021Q1价格同比/环比分别变动-6.06%/+2.25%、+50.67%/+30.28%、+7.52%/+9.85%、-0.17%/+16.50%、-75.67%/-5.91%，响水321事故影响逐渐消退，市场供求关系趋于平稳，2019年涨幅较大的BIT系列产品价格回归合理区间，公司工业杀菌剂业务结束大幅波动，回到平稳增长的轨道。2021Q1毛利率45.38%，环比增长4.36pct，因执行新收入准则，将原计入销售费用的运费和其他费用计入主营业务成本，毛利率同比变动情况不作参考。

■松木岛三期新产能有望2021年底完工，行业龙头地位将进一步稳固：据公告，公司已发展成为亚洲最大的异噻唑啉酮类工业杀菌剂原药剂生产企业，首发上市募投项目于2019年度达产后，公司杀菌剂原药剂的年产能超过3万吨。松木岛分公司工业杀菌剂三期项目在2020年动工，计划新增CIT/MIT 12000吨或MIT 2000吨、BIT 2500吨、OIT 1200吨或DCOIT 600吨，项目建设期24个月，预计2021年底完工，届时公司工业杀菌剂总产能将超过4万吨，投产后全球市占率将进一步提升。

■公布股权激励方案，有助于公司保持在良性发展轨道：公司发布2021年限制性股票激励计划（草案），拟授予582.00万股限制性股票（占公司股本总额2.23%），授予价格为7.36元/股，激励对象总人数为64人，包括公司（含子公司）任职的公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干员工。公司为本激励计划设定了以2020年净利润为基数，2021年-2023年净利润增长率分别不低于30%、60%、90%的业绩目标，同时依照激励对象的考评结果确定其解除限售的比例，未满足目标公司将把不能解除限售的限制性股票回购注销。

■投资建议：预计公司2021年-2023年净利润分别为2.9亿、3.6亿、4.4亿元，对应PE 12、10、8倍，给予增持-A评级。

■风险提示：产品价格波动、下游需求不及预期等。

公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 增持-A

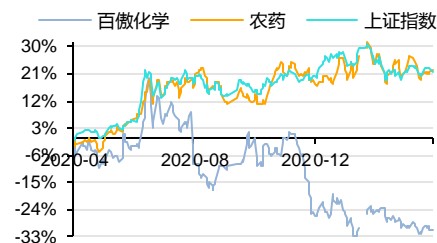
调低评级

股价 (2021-04-26) 13.78元

交易数据

总市值(百万元)	3,601.35
流通市值(百万元)	3,601.35
总股本(百万股)	261.35
流通股本(百万股)	261.35
12个月价格区间	13.38/28.39元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.47	-2.9	-53.42
绝对收益	-3.16	-7.95	-30.9

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

百傲化学：量价支撑业绩，产能布局清晰/张汪强 2020-04-28

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	871.9	749.5	936.9	1,218.0	1,400.7
净利润	306.8	221.8	290.7	362.2	440.1
每股收益(元)	1.17	0.85	1.11	1.39	1.68
每股净资产(元)	3.95	3.78	5.15	6.12	7.30
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	11.7	16.2	12.4	9.9	8.2
市净率(倍)	3.5	3.6	2.7	2.3	1.9
净利润率	35.2%	29.6%	31.0%	29.7%	31.4%
净资产收益率	29.7%	22.4%	21.6%	22.6%	23.1%
股息收益率	3.1%	0.0%	2.4%	3.0%	3.7%
ROIC	55.2%	33.1%	37.2%	32.3%	40.5%

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	871.9	749.5	936.9	1,218.0	1,400.7	成长性					
减:营业成本	340.8	335.8	483.5	633.4	700.4	营业收入增长率	65.1%	-14.0%	25.0%	30.0%	15.0%
营业税费	11.1	9.3	11.7	15.2	17.5	营业利润增长率	113.5%	-29.1%	31.2%	24.6%	21.5%
销售费用	35.0	10.4	9.4	12.2	14.0	净利润增长率	111.3%	-27.7%	31.1%	24.6%	21.5%
管理费用	96.8	100.7	103.1	146.2	168.1	EBITDA 增长率	93.6%	-11.7%	10.7%	31.8%	17.6%
财务费用	-1.8	1.9	-8.0	-10.0	-12.0	EBIT 增长率	117.9%	-21.9%	8.6%	24.6%	21.6%
资产减值损失	-0.6	-13.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	114.5%	-26.7%	26.9%	24.6%	21.6%
加:公允价值变动收益	1.6	1.0	-0.3	-	0.1	投资资本增长率	22.0%	12.9%	43.7%	-3.1%	-2.0%
投资和汇兑收益	3.4	-	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	29.5%	-4.4%	36.2%	18.8%	19.3%
营业利润	367.5	260.7	342.0	426.1	517.9	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.4	-	-	-0.1	毛利率	60.9%	55.2%	48.4%	48.0%	50.0%
利润总额	367.4	260.3	342.0	426.1	517.7	营业利润率	42.2%	34.8%	36.5%	35.0%	37.0%
减:所得税	60.6	38.5	51.3	63.9	77.7	净利润率	35.2%	29.6%	31.0%	29.7%	31.4%
净利润	306.8	221.8	290.7	362.2	440.1	EBITDA/营业收入	45.5%	46.7%	41.4%	42.0%	42.9%
						EBIT/营业收入	45.2%	41.0%	35.6%	34.2%	36.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	146	184	146	162	168
						流动营业资本周转天数	79	90	93	94	93
						流动资产周转天数	169	272	212	194	261
						应收帐款周转天数	53	68	63	61	64
						存货周转天数	33	48	46	49	49
						总资产周转天数	431	629	564	487	497
						投资资本周转天数	254	345	357	319	270
						投资回报率					
						ROE	29.7%	22.4%	21.6%	22.6%	23.1%
						ROA	25.8%	15.5%	19.3%	20.2%	21.1%
						ROIC	55.2%	33.1%	37.2%	32.3%	40.5%
						费用率					
						销售费用率	4.0%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
						管理费用率	11.1%	13.4%	11.0%	12.0%	12.0%
						财务费用率	-0.2%	0.3%	-0.9%	-0.8%	-0.9%
						三费/营业收入	14.9%	15.1%	11.1%	12.2%	12.1%
						偿债能力					
						资产负债率	13.1%	30.9%	10.5%	10.6%	8.3%
						负债权益比	15.1%	44.7%	11.7%	11.8%	9.1%
						流动比率	4.91	1.54	4.52	5.80	9.57
						速动比率	4.01	1.28	3.29	4.41	8.15
						利息保障倍数	-222.35	157.86	-41.75	-41.61	-42.16
						分红指标					
						DPS(元)	0.43	-	0.33	0.42	0.51
						分红比率	36.5%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	3.1%	0.0%	2.4%	3.0%	3.7%

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	306.8	221.8	290.7	362.2	440.1	EPS(元)	1.17	0.85	1.11	1.39	1.68
加:折旧和摊销	3.1	43.2	53.7	94.9	94.9	BVPS(元)	3.95	3.78	5.15	6.12	7.30
资产减值准备	4.9	13.3	-	-	-	PE(X)	11.7	16.2	12.4	9.9	8.2
公允价值变动损失	-1.6	-1.0	-0.3	-	0.1	PB(X)	3.5	3.6	2.7	2.3	1.9
财务费用	2.0	12.7	-8.0	-10.0	-12.0	P/FCF	16.8	8.9	-11.0	9.5	7.8
投资损失	-3.4	-	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	4.1	4.8	3.8	3.0	2.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	15.6	10.7	8.6	6.0	4.6
营运资金的变动	-34.3	-124.2	-136.1	-11.2	-74.3	CAGR(%)	5.7%	25.7%	26.1%	5.7%	25.7%
经营活动产生现金流量	240.1	210.6	195.0	430.9	443.8	PEG	2.1	0.6	0.5	1.7	0.3
投资活动产生现金流量	-26.6	-117.5	-244.3	-45.0	4.8	ROIC/WACC	5.3	3.2	3.6	3.1	3.9
融资活动产生现金流量	-45.2	-154.6	-208.8	-114.3	-120.0	REP	1.7	1.6	0.9	0.9	0.7

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、乔璐声明, 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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@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