

投资评级 优于大市 首次覆盖

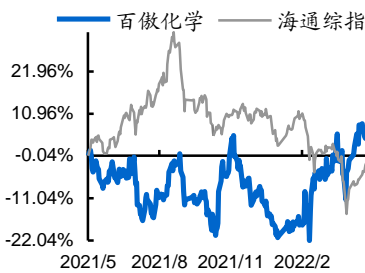
一季度扣非净利润 9762 万元，同比增长 92.41%，工业杀菌剂价格大幅上涨

股票数据

05月27日收盘价(元)	15.42
52周股价波动(元)	10.91-16.17
总股本/流通A股(百万股)	261/256
总市值/流通市值(百万元)	4030/3946

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.6	10.4	29.6
相对涨幅(%)	6.0	14.8	42.3

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

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 一季度扣非净利润 9762 万元，同比增长 92.41%。**公司公告，一季度实现营业收入 2.94 亿元，同比增长 34.65%，归母净利润 9847 万元，同比增长 89.97%，扣非净利润 9762 万元，同比增长 92.41%。2021 年 9 月，松木岛分公司杀菌剂三期项目开始试生产，新增产能 CIT/MIT12000 吨或 MIT 2000 吨、BIT 2500 吨、OIT1200 吨或 DCOIT600 吨。公司目前工业杀菌剂总产能超过 4 万吨，已成为国内乃至亚洲产能最大的异噻唑啉酮类工业杀菌剂原药生产企业，稳定供应能力和规模效应优势明显。
- 工业杀菌剂持续涨价。**2021 年受原材料价格大幅上涨影响，公司相应调整了产品价格。根据生意社数据，工业杀菌剂异噻唑啉酮目前价格超过 2 万元/吨，较去年 9 月初价格上涨 33%，并保持上行趋势。22 年一季度，CIT/MIT 系列产品均价 2 万元，同比增长 58.65%，环比增长 11.62%，OIT 系列产品均价 14 万元，同比增长 6.36%，环比增长 4.31%，BIT 系列产品均价 8.3 万元，同比增长 98.75%，环比增长 17.29%。
- 国内市场集中度高，海外产能向国内转移。**国内原药剂生产领域，产能集中度较高，已形成少数龙头企业占据市场的稳定竞争格局。国际上，奥沙达、英国索尔等具有原药剂生产能力的国际化工企业，逐渐将重点转移到盈利能力更强的下游技术服务和复配领域，原药剂生产呈现出向发展中国家转移的趋势。公司产品已取得美国 EPA 和欧洲 BPR 登记，具备出口海外主要市场的准入资质。公司凭借可靠的产品质量和稳定的供应能力，与朗盛化学、奥沙达、特洛伊等国内外核心客户建立了稳定的长期合作关系，成为下游主要杀菌防霉服务企业的优质合作伙伴。
- 设立产业并购基金，加速产业链整合延伸。**公司公告，拟使用自有资金 5000 万元与杭州乐辰、龚诚共同发起设立精细化工产业并购基金，寻找精细化工相关领域内的国内外优质标的。设立产业并购基金主要为提高公司资产盈利能力，发现和培育新精细化工行业优质项目，加速公司产业链整合和延伸。
- 盈利预测。**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 4.11 亿元、4.66 亿元、5.28 亿元，EPS 分别为 1.57 元/股、1.78 元/股和 2.02 元/股。我们给予公司 2022 年 13-15 倍 PE，对应合理价值区间为 20.41-23.55 元/股，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**产品价格下跌风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	750	1006	1344	1458	1584
(+/-)YoY(%)	-14.0%	34.3%	33.6%	8.5%	8.6%
净利润(百万元)	222	250	411	466	528
(+/-)YoY(%)	-27.7%	13.0%	63.9%	13.6%	13.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.85	0.96	1.57	1.78	2.02
毛利率(%)	55.2%	46.7%	52.2%	53.2%	54.3%
净资产收益率(%)	22.4%	23.9%	28.1%	24.2%	21.5%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

盈利假设:

(1) 价格假设: 2021 年度, 随着全球经济回暖, 原材料价格上涨, 公司主营业务异噻唑啉酮类工业杀菌剂销售价格同比上涨, 我们预计公司产品价格仍将在较高价格区间运行。

(2) 毛利率假设: a. 异噻唑啉酮: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 53.00%、54.00%、55.00%; b. F 腈: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 15.00%、15.00%、15.00%; c. 其他业务: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 -10.00%、-10.00%、-10.00%。

表 1 百傲化学分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (万元)	100625.89	134436.07	145798.42	158400.40
营业成本 (万元)	53647.82	64257.35	68174.47	72422.18
毛利 (万元)	46978.07	70178.72	77623.95	85978.22
综合毛利率	46.69	52.20	53.24	54.28
CIT/MIT				
销售收入 (万元)	48502.50	73590.00	82972.73	93496.10
销售成本 (万元)	25211.60	34587.30	38167.45	42073.24
毛利 (万元)	23290.90	39002.70	44805.27	51422.85
毛利率 (%)	48.02	53.00	54.00	55.00
OIT				
销售收入 (万元)	11773.55	11773.55	11773.55	11773.55
销售成本 (万元)	6119.89	5533.57	5415.83	5298.10
毛利 (万元)	5653.66	6239.98	6357.72	6475.45
毛利率 (%)	48.02	53.00	54.00	55.00
MIT				
销售收入 (万元)	17732.16	18618.77	19549.71	20527.19
销售成本 (万元)	9217.18	8750.82	8992.86	9237.24
毛利 (万元)	8514.98	9867.95	10556.84	11289.96
毛利率 (%)	48.02	53.00	54.00	55.00
DCOIT				
销售收入 (万元)	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00
销售成本 (万元)	3118.80	2820.00	2760.00	2700.00
毛利 (万元)	2881.20	3180.00	3240.00	3300.00
毛利率 (%)	48.02	53.00	54.00	55.00
BIT				
销售收入 (万元)	15510.00	20973.75	22022.44	23123.56
销售成本 (万元)	8062.10	9857.66	10130.32	10405.60
毛利 (万元)	7447.90	11116.09	11892.12	12717.96
毛利率 (%)	48.02	53.00	54.00	55.00
F 腈				
销售收入 (万元)	3687.68	4480.00	4480.00	4480.00
销售成本 (万元)	5168.28	3808.00	3808.00	3808.00
毛利 (万元)	-1480.60	672.00	672.00	672.00
毛利率 (%)	-40.15	15.00	15.00	15.00
其他业务				
销售收入 (万元)	-2580.00	-1000.00	-1000.00	-1000.00
销售成本 (万元)	-3250.03	-1100.00	-1100.00	-1100.00
毛利 (万元)	670.03	100.00	100.00	100.00
毛利率 (%)	-25.97	-10.00	-10.00	-10.00

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	20201	2022E	2023E
300575	中旗股份	17.52	1.03	1.12	1.41	21.76	15.32	12.16
002749	国光股份	9.39	0.47	0.67	0.84	21.13	14.99	11.95
	平均值					21.45	15.16	12.06

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 05 月 27 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1006	1344	1458	1584
每股收益	0.96	1.57	1.78	2.02	营业成本	536	643	682	724
每股净资产	4.02	5.59	7.37	9.39	毛利率%	46.7%	52.2%	53.2%	54.3%
每股经营现金流	0.54	1.33	1.70	1.92	营业税金及附加	9	13	15	16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	12	40	44	48
P/E	16.41	10.01	8.82	7.79	营业费用率%	1.2%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	3.92	2.82	2.13	1.67	管理费用	99	121	131	143
P/S	4.09	3.06	2.82	2.60	管理费用率%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	9.57	8.06	6.37	4.85	EBIT	312	473	528	591
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	9	-1	-10	-20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.9%	-0.1%	-0.7%	-1.3%
毛利率	46.7%	52.2%	53.2%	54.3%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	24.9%	30.5%	32.0%	33.3%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	23.9%	28.1%	24.2%	21.5%	营业利润	303	483	549	621
资产回报率	15.0%	23.0%	20.6%	18.8%	营业外收支	-11	0	0	0
投资回报率	19.2%	27.5%	23.3%	20.4%	利润总额	292	483	549	621
盈利增长 (%)					EBITDA	361	473	528	591
营业收入增长率	34.3%	33.6%	8.5%	8.6%	所得税	42	72	82	93
EBIT 增长率	19.7%	51.9%	11.7%	11.8%	有效所得税率%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	13.0%	63.9%	13.6%	13.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	250	411	466	528
资产负债率	37.2%	18.1%	14.9%	12.6%					
流动比率	1.36	3.52	5.21	6.92	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.97	2.49	4.18	5.89	货币资金	294	299	743	1246
现金比率	0.55	1.25	2.93	4.62	应收账款及应收票据	187	250	272	295
经营效率指标					存货	187	225	239	254
应收账款周转天数	67.94	68.00	68.00	68.00	其它流动资产	60	66	68	70
存货周转天数	127.05	128.00	128.00	128.00	流动资产合计	728	840	1321	1865
总资产周转率	0.60	0.75	0.64	0.56	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.36	1.82	1.98	2.15	固定资产	738	738	738	738
					在建工程	88	88	88	88
					无形资产	92	92	92	92
					非流动资产合计	943	943	943	943
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1671	1783	2264	2808
净利润	250	411	466	528	短期借款	339	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	142	172	182	194
非现金支出	54	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	38	5	0	0	其它流动负债	56	67	71	76
营运资金变动	-200	-67	-22	-25	流动负债合计	537	239	254	269
经营活动现金流	142	349	444	503	长期借款	0	0	0	0
资产	-192	0	0	0	其它长期负债	84	84	84	84
投资	140	0	0	0	非流动负债合计	84	84	84	84
其他	1	0	0	0	负债总计	621	323	338	354
投资活动现金流	-50	0	0	0	实收资本	261	261	261	261
债权募资	287	-339	0	0	归属于母公司所有者权益	1050	1460	1927	2454
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-346	-5	0	0	负债和所有者权益合计	1671	1783	2264	2808
融资活动现金流	-59	-344	0	0					
现金净流量	32	5	444	503					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 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
邓勇 石油化工行业

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： 恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,联瑞新材,润阳科技,会通股份,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,纳微科技,中核钛白,万润股份,三联虹普,永太科技,东华能源,德美化工,三友化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,长鸿高科

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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;	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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。	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。