

醋化股份 (603968.SH) 多种化学品行业

评级：增持 维持评级

公司点评

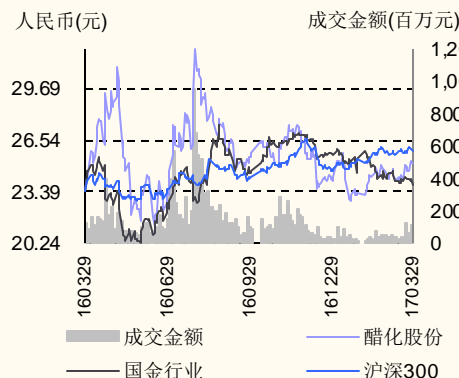
市场价格 (人民币): 25.21 元

主要产品平稳增长 盈利能力显著提升

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	136.60
总市值(百万元)	5,154.94
年内股价最高最低(元)	32.08/21.27
沪深 300 指数	3465.19
上证指数	3241.31



相关报告

- 《主要产品价格平稳 农药中间体业务拖累三季度业绩-醋化股份公司...》，2016.10.27
- 《业绩符合预期 山梨酸钾与双乙甲酯贡献增量-醋化股份公司点评》，2016.8.25
- 《王龙集团突发黑天鹅事件 公司有望充分受益-醋化股份公司点评》，2016.7.27
- 《山梨酸（钾）与医药中间体行业有望迎来供需改善-醋化股份首次覆...》，2016.7.5

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

郭一凡 联系人
(8621)60230247
guoyf@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈铖 联系人
Chencheng2@gjzq.com.cn

陈煜 联系人
chenyu1@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.508	0.722	0.919	1.064	1.155
每股净资产(元)	5.31	6.18	6.55	7.08	8.03
每股经营性现金流(元)	0.82	0.96	1.38	1.35	1.42
市盈率(倍)	58.12	33.58	27.44	23.68	21.82
行业优化市盈率(倍)	14.63	17.12	59.24	59.24	59.24
净利润增长率(%)	4.24%	42.20%	27.16%	15.87%	8.53%
净资产收益率(%)	9.57%	11.70%	14.03%	15.04%	14.38%
总股本(百万股)	204.48	204.48	204.48	204.48	204.48

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 醋化股份发布 2016 年报，公司 2016 年实现营收 13.3 亿元，同比增长 7.07%；实现归母净利润 1.48 亿元，同比增长 42.2%，业绩整体符合预期。公司计划以股权登记日的总股数为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.6 元（含税），预计共派发现金红利 7361.28 万元。我们认为山梨酸（钾）以及双乙甲酯等产品景气度回升是公司 2016 年业绩增长的主要原因，农药中间体相关产品景气度低迷也在一定程度上拖累公司业绩。

经营分析

- 各项主业收入稳定增长 盈利能力小幅提升：公司食品添加剂、医药农药中间体以及颜料中间体业务收入分别同比增长 10.67%、10.08%、20.39%，毛利率分别提升 2.89%、4.39%、1.19%。二季度以来行业环保约束趋严导致双乙酮大幅上涨进而推高其下游相关产品价格是公司产品收入提升的主要原因，一体化优势驱动公司整体盈利能力改善。吡啶产业链受下游百草枯禁用导致价格低迷，使得公司农药中间体业务拖累公司整体业绩，随着 16 年 4 季度以来吡啶及其下游产品价格大幅上涨，预计公司农药中间体业务景气度将稳步回升。
- 山梨酸钾和双乙甲酯新增产能为 2017 提供业绩增量：公司 2 万吨双乙甲酯以及 1.1 万吨山梨酸钾的募投项目已于 17 年 3 月投产年末投产，预计将成为 17 年主要的业绩增量。考虑到天成退出后，双乙酮供需关系仍未得到有效缓解导致价格维持高位，新投产甲酯冲击市场造成价格大幅度下降的概率不大。山梨酸（钾）行业整体竞争格局维持平稳，考虑到产品需求稳定增长，公司新增产能逐步进入市场对供给端造成的冲击有限。
- 公司龙头效应逐步显现 成长性可期：公司作为国内醋酸深加工领域的绝对领军企业，凭借其多年积累的技术优势龙头效应逐步显现，有望进一步提升公司整体的估值中枢。未来将继续依托乙炔酮与双乙酮这两个方向进行产业链延伸，公司的成长性值得期待。

投资建议

- 考虑到公司的行业龙头地位以及未来几年的成长性，我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.92 元、1.06 元、1.16 元，对应当前股价 PE 分别为 27 倍、24 倍、22 倍，维持对公司的增持评级。

风险提示

- 行业环保管控力度低于预期 下游需求低于预期

图表 1：财务数据与盈利预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,423	1,242	1,330	1,909	2,100	2,235
增长率		-12.7%	7.1%	43.6%	10.0%	6.5%
主营业务成本	-1,169	-1,012	-1,053	-1,533	-1,685	-1,796
% 销售收入	82.1%	81.5%	79.1%	80.3%	80.3%	80.3%
毛利	255	230	277	377	414	439
% 销售收入	17.9%	18.5%	20.9%	19.7%	19.7%	19.7%
营业税金及附加	-8	-8	-9	-11	-12	-12
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-32	-31	-33	-46	-48	-51
% 销售收入	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%
管理费用	-79	-86	-88	-122	-126	-127
% 销售收入	5.6%	6.9%	6.6%	6.4%	6.0%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	135	105	147	197	228	248
% 销售收入	9.5%	8.5%	11.1%	10.3%	10.9%	11.1%
财务费用	-19	-3	8	5	9	15
% 销售收入	1.3%	0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.7%
资产减值损失	-11	-4	-2	-2	-4	-9
公允价值变动收益	-5	1	0	0	0	0
投资收益	0	4	3	3	3	3
% 税前利润	0.1%	3.3%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%
营业利润	101	103	156	202	237	258
营业利润率	7.1%	8.3%	11.7%	10.6%	11.3%	11.5%
营业外收支	16	15	15	15	15	15
税前利润	118	118	171	217	252	273
利润率	8.3%	9.5%	12.9%	11.4%	12.0%	12.2%
所得税	-18	-14	-23	-29	-34	-37
所得税率	15.4%	11.9%	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	100	104	148	188	218	236
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	100	104	148	188	218	236
净利率	7.0%	8.4%	11.1%	9.8%	10.4%	10.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100	104	148	188	218	236
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	76	70	68	61	57	56
非经营收益	23	-2	-10	-14	-15	-18
营运资金变动	-52	-3	-9	48	16	16
经营活动现金净流	146	169	197	283	276	290
资本开支	-62	-52	-104	1	-4	-5
投资	0	0	-117	-1	0	0
其他	4	4	3	3	3	3
投资活动现金净流	-58	-48	-219	3	-1	-2
股权募资	0	469	0	0	-69	0
债权募资	-24	-118	-140	-134	-87	0
其他	-69	-13	-38	-77	-44	-41
筹资活动现金净流	-93	338	-178	-211	-200	-41
现金净流量	-5	459	-200	75	75	247

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	214	680	475	550	625	872
应收款项	228	209	242	332	333	322
存货	87	98	90	139	148	153
其他流动资产	22	15	106	19	21	20
流动资产	550	1,002	914	1,039	1,126	1,367
% 总资产	43.9%	59.8%	52.4%	57.3%	60.4%	65.8%
长期投资	7	7	91	92	91	91
固定资产	618	585	620	573	531	495
% 总资产	49.3%	34.9%	35.5%	31.6%	28.5%	23.8%
无形资产	70	68	98	107	115	124
非流动资产	702	673	830	773	739	712
% 总资产	56.1%	40.2%	47.6%	42.7%	39.6%	34.2%
资产总计	1,252	1,674	1,744	1,812	1,866	2,079
短期借款	337	250	111	87	0	0
应付款项	198	200	220	313	345	362
其他流动负债	23	14	25	73	74	74
流动负债	558	464	356	473	418	436
长期贷款	32	0	0	0	0	0
其他长期负债	140	125	125	0	0	0
负债	730	589	481	473	418	436
普通股股东权益	522	1,085	1,263	1,339	1,447	1,642
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,252	1,674	1,744	1,812	1,866	2,079

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.300	0.508	0.722	0.919	1.064	1.155
每股净资产	6.807	5.307	6.176	6.548	7.077	8.032
每股经营现金净流	1.900	0.824	0.963	1.384	1.348	1.419
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	19.09%	9.57%	11.70%	14.03%	15.04%	14.38%
总资产收益率	7.96%	6.20%	8.47%	10.36%	11.67%	11.36%
投入资本收益率	12.87%	6.94%	9.15%	11.96%	13.63%	13.07%
增长率						
主营业务收入增长率	12.62%	-12.72%	7.07%	43.55%	9.99%	6.46%
EBIT 增长率	51.42%	-22.32%	39.69%	34.12%	15.67%	8.87%
净利润增长率	59.43%	4.24%	42.20%	27.16%	15.87%	8.53%
总资产增长率	-1.75%	33.70%	4.15%	3.93%	2.93%	11.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.0	40.6	44.5	45.0	42.0	40.0
存货周转天数	27.4	33.4	32.7	33.0	32.0	31.0
应付账款周转天数	47.0	47.2	46.4	47.0	47.0	46.0
固定资产周转天数	155.6	162.0	139.3	76.4	51.8	33.0
偿债能力						
净负债/股东权益	29.69%	-39.60%	-28.84%	-34.55%	-43.19%	-53.11%
EBIT 利息保障倍数	7.3	31.6	-18.7	-43.0	-24.5	-16.0
资产负债率	58.32%	35.19%	27.58%	26.13%	22.43%	21.00%

来源：Wind，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

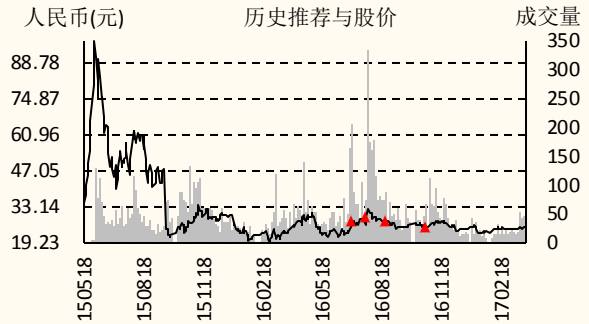
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-05	增持	27.42	30.00~35.00
2	2016-07-27	增持	28.92	30.00~35.00
3	2016-08-25	增持	27.03	30.00~35.00
4	2016-10-27	增持	25.78	N/A

来源：国金证券研究所


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD