

醋化股份 (603968.SH) 多种化学品行业

评级: 增持 维持评级

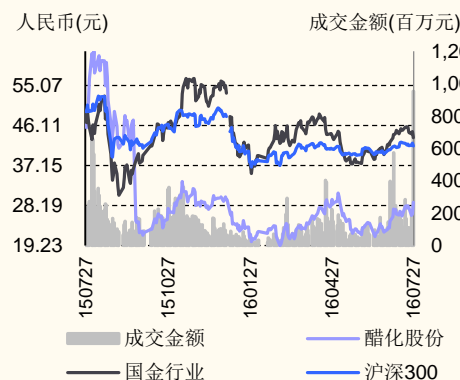
公司点评

市场价格 (人民币): 28.92 元
目标价格 (人民币): 30.00-35.00 元

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) | 5,913.56 |
| 年内股价最高最低(元) | 62.72/19.23 |
| 沪深 300 指数 | 3218.24 |
| 上证指数 | 2992.00 |



相关报告

1. 《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

王龙集团突发黑天鹅事件 公司有望充分受益

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.300 | 0.508 | 0.532 | 0.595 | 0.687 |
| 每股净资产(元) | 6.81 | 5.31 | 5.84 | 6.43 | 7.12 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.90 | 0.82 | 1.15 | 0.68 | 0.71 |
| 市盈率(倍) | N/A | 58.12 | 51.50 | 46.05 | 39.92 |
| 行业优化市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 净利润增长率(%) | 59.43% | 4.24% | 4.80% | 11.82% | 15.38% |
| 净资产收益率(%) | 19.09% | 9.57% | 9.12% | 9.25% | 9.65% |
| 总股本(百万股) | 76.68 | 204.48 | 204.48 | 204.48 | 204.48 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件点评:

■ 2016年7月27日上午8点钟左右,位于余姚经济开发区滨海新城的王龙集团双乙烯酮车间管道发生泄漏,初步分析系高温导致配件发生损坏,引发泄漏。目前厂区处于全面停产检查的局面。

经营分析

- **王龙集团突发事件将对行业产生深远影响:** 我们认为本次突发事件将有望彻底改变行业的整体运行格局。高污染及装置的安全稳定性始终是悬在该行业头顶的利剑,从今年4月天成生化的污染事件再到王龙集团今日的装置泄露事件,都暴露出该行业诸多方面的问题。
- **山梨酸(钾)行业供需有望进入紧张态势:** 王龙集团的山梨酸(钾)全球产能占比超过四分之一,本次突发事件将对行业供给端产生较大程度冲击;同时由于行业内相关公司在环保、安全方面事故频发,行业发展对于健康、稳定以及环境友好的诉求将持续提升,有望利好行业内标杆企业进一步巩固市场地位。
- **双乙烯酮供需紧张态势加剧:** 天成生化的产能退出影响到双乙烯酮超过30%的市场流通量,从而加剧行业供求紧张。本次突发事件主要来自于双乙烯酮的生产装置并对生产造成较大影响。从而使国内双乙烯酮市场流通量的减少量超过50%,产品供需紧张将进一步加剧。
- **双乙甲酯供求紧张态势有望进一步加深:** 天成生化的产能退出导致行业供给端超过10%的减少,如果宁波王龙双乙甲酯产能受到突发事件较大影响,预计行业供需将进一步紧张。4月份以来,双乙甲酯价格由7000元/吨涨至12000元/吨左右,且主要供货商均维持负库存状态,行业供需紧张的态势有望进一步推涨产品价格。

盈利预测

■ 我们预计公司2016-2018年的EPS分别为0.53元、0.60元以及0.69元。若宁波王龙事件的影响进一步发酵,公司将极大的业绩弹性。

投资建议

■ 我们认为公司将充分受益突发事件所造成的供给端冲击。根据测算,山梨酸(钾)与双乙甲酯价格每上涨1000元公司EPS增厚0.11元、0.08元。

风险提示

■ 王龙集团复产速度超过预期 下游需求低于预期

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 王龙集团突发事件将对行业产生深远影响 | 3 |
| 山梨酸（钾）行业供需有望进入紧张态势 | 3 |
| 双乙烯酮供需紧张态势加剧 | 4 |
| 双乙甲酯供求紧张态势有望进一步加深 | 4 |
| 突发事件有望激发涨价预期 继续看好醋化股份 | 5 |

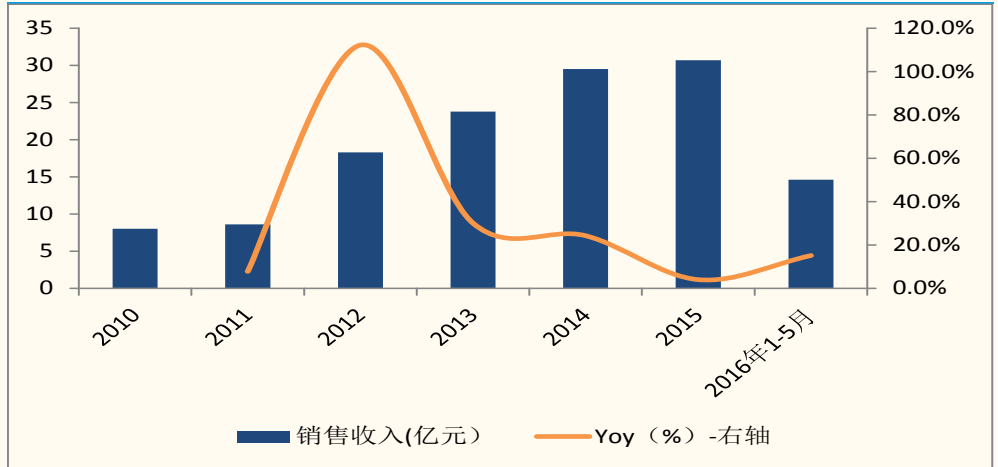
图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：宁波王龙集团收入水平稳步提升 | 3 |
| 图表 2：全球山梨酸（钾）产能汇总 行业产能 CR3 接近 80% | 3 |
| 图表 3：国内双乙烯酮市场流通量比重分布 | 4 |
| 图表 4：双乙甲酯下游需求的 70% 为维生素 E | 5 |
| 图表 5：维生素 E 价格持续上涨 出口量稳步攀升 | 5 |
| 图表 6：公司财务三张表摘要 | 6 |

王龙集团突发事件将对行业产生深远影响

- 宁波王龙集团是国内醋酸极其衍生品的龙头企业之一。公司拥有 4 万余吨的山梨酸（钾）产能、4 万吨双乙烯酮产能、2 万余吨的双乙甲酯产能以及 16 万吨的醋酸酐产能，公司其他产品包括双乙乙酯、香兰素、脱氢醋酸、乙酰乙酰苯胺等等。公司产品线丰富，各类产品具有一定的市场占有率。

图表 1：宁波王龙集团收入水平稳步提升



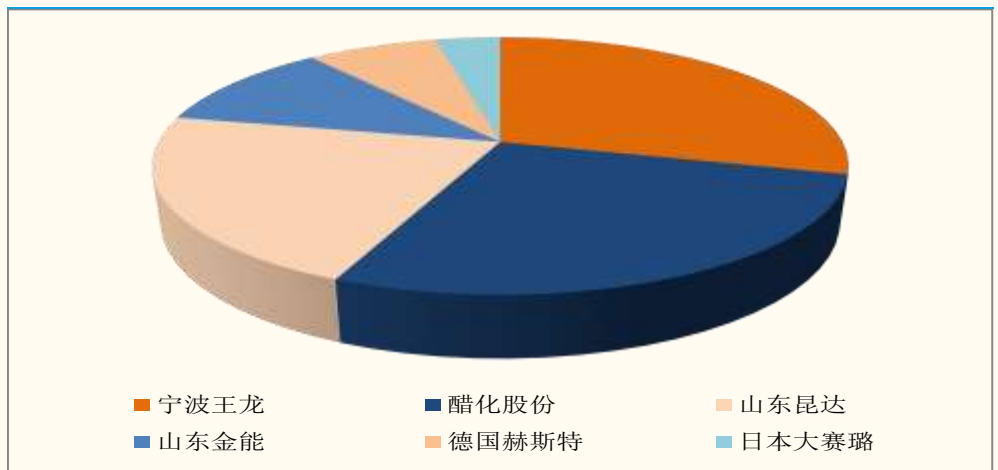
来源：余姚市经济和信息化局，国金证券研究所

- 我们认为本次突发事件将有望彻底改变行业的整体运行格局。高污染及装置的安全稳定性始终是悬在该行业头顶的利剑，从今年 4 月天成生化的污染事件再到王龙集团今日的装置泄露事件，都暴露出该行业诸多方面的问题。如果再叠加不久即将在杭州召开的 G20 会议的因素，行业各类产品供给短缺的局面将难以缓解。

山梨酸（钾）行业供需有望进入紧张态势

- 我们在 2016 年 7 月 5 日发布的醋化股份深度报告中提到，随着行业产能持续出清（保圣科技产能退出），山梨酸（钾）行业格局有望进一步向好。行业全球总产能 14 万吨左右，总需求在 12 万吨左右，考虑到每年生产装置在 8 月份淡季将例行检修，行业供需格局维持均衡态势。

图表 2：全球山梨酸（钾）产能汇总 行业产能 CR3 接近 80%



来源：公开资料，国金证券研究所（醋化股份产能包括新投产的 1.1 万吨）

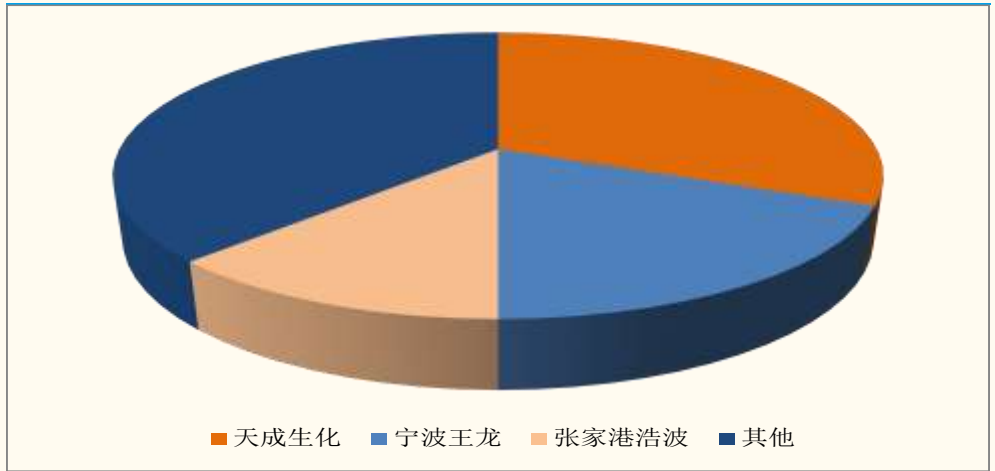
- 在经历多年的全球产业转移以及国内行业内部的优胜劣汰，目前行业集中度极高，且由于技术工艺壁垒等因素未来几年不会有新产能进入。随着下游需求的稳定提升，均衡的供求关系有望打破。

- 本次王龙集团的突发事件将对目前的山梨酸钾供求关系造成紧张状态，并对行业未来发展产生深远影响。王龙集团的山梨酸（钾）全球产能占比超过四分之一，本次突发事件将对行业供给端产生较大程度冲击；同时由于行业内相关公司在环保、安全方面事故频发，行业发展对于健康、稳定以及环境友好的诉求将持续提升，有望利好行业内标杆企业进一步巩固市场地位。

双乙烯酮供需紧张态势加剧

- 我们认为双乙烯酮-双乙甲酯产业链的供需紧张态势将进一步加剧。我们在之前的深度报告中曾经重点指出，影响该产业链的原因主要来自于天成生化是国内最大的双乙烯酮外售产能，产能关停将影响该产品超过 30% 的市场流通量。从目前我们草根调研的反馈来看，双乙烯酮价格自天成生化关停后价格上涨幅度超过 50%。

图表 3：国内双乙烯酮市场流通量比重分布



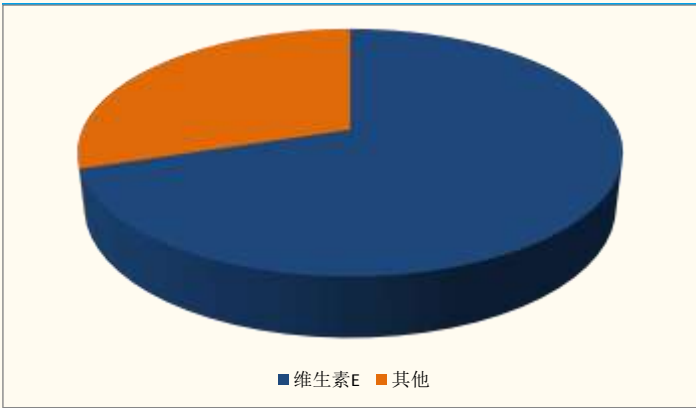
来源：公开资料，国金证券研究所

- 国内双乙烯酮的产能较为集中，其中宁波王龙、天成生化以及张家港浩波是较大的外售产能。用生产双乙甲酯以及山梨酸的单耗进行简单估算，可得出宁波王龙的双乙烯酮外售量大致在 1.5 万吨左右，天成生化 2.5 万吨左右，浩波 1 万吨左右，假设国内其他小产能的外售量总计在 3 万吨左右的话，我们认为国内双乙烯酮市场流通总量大致为 8 万吨的水平。
- 如我们之前报告中所言，天成生化的产能退出影响到双乙烯酮超过 30% 的市场流通量，从而加剧行业供求紧张。同时据公开媒体报道，本次宁波王龙事故的主因在于双乙烯酮车间管道发生泄漏，即使公司其他产品仍能维持正常生产销售，双乙烯酮的生产也将受到较大影响。从而使国内双乙烯酮市场流通量的减少量超过 50%，产品供需紧张将进一步加剧。

双乙甲酯供求紧张态势有望进一步加深

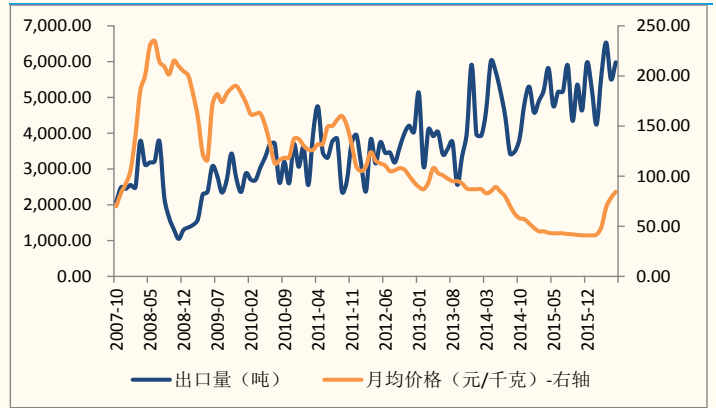
- 双乙甲酯价格有望迎来进一步上涨。我们继续坚持之前深度报告中的观点，双乙甲酯由于天成生化的永久关停，行业供求格局发生剧变，短期供需矛盾无法解决，本次突发事件有望进一步加深行业的这一供需矛盾。
- 双乙甲酯下游需求稳步上涨。其下游需求 70% 用于维生素 E 当中，今年以来维生素 E 景气度持续攀升，出口量以及价格均可验证行业转暖的变化，从而使得 VE 对于上游价格上涨的敏感度持续下降。

图表 4：双乙甲酯下游需求的 70% 为维生素 E



来源：CNKI，国金证券研究所

图表 5：维生素 E 价格持续上涨 出口量稳步攀升



来源：Wind，国金证券研究所

- 天成生化产能退出导致行业供给端超过 10% 的减少，如果宁波王龙双乙甲酯产能受到突发事件较大影响，预计行业供需将进一步紧张。4 月份以来，双乙甲酯价格由 7000 元/吨涨至 12000 元/吨左右，且主要供货商均维持负库存状态，行业供需紧张的态势有望进一步推涨产品价格。

突发事件有望激发涨价预期 继续看好醋化股份

- 公司充分受益本次突发事件所造成的供给端冲击。公司具有 2.7 万吨山梨酸（钾）产能以及 2 万吨的乙酰乙酸甲酯产能，产品的价格上涨弹性极大。根据我们的测算，山梨酸（钾）价格上涨 1000 元公司 EPS 增厚 0.11 元，乙酰乙酸甲酯价格上涨 1000 元公司 EPS 增厚 0.08 元，具有较强的业绩弹性。
- 公司募投项目进展顺利，1.1 万吨山梨酸（钾）项目以及 2 万吨乙酰乙酸甲酯项目有望在 2016-2017 年投产并释放业绩。即使仅考虑到公司所处行业供需改善以及募投项目的顺利推进，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.60 元以及 0.69 元。若宁波王龙事件的影响进一步发酵，公司将具有极大的业绩弹性。

图表 6: 公司财务三张表摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 1,264 | 1,423 | 1,242 | 1,453 | 1,520 | 1,616 | 货币资金 | 241 | 214 | 680 | 900 | 967 | 1,065 |
| 增长率 | | 12.6% | -12.7% | 17.0% | 4.6% | 6.3% | 应收款项 | 168 | 228 | 209 | 196 | 205 | 218 |
| 主营业务成本 | -1,067 | -1,169 | -1,012 | -1,205 | -1,257 | -1,333 | 存货 | 89 | 87 | 98 | 99 | 103 | 110 |
| % 销售收入 | 84.5% | 82.1% | 81.5% | 82.9% | 82.7% | 82.5% | 其他流动资产 | 32 | 22 | 15 | 15 | 17 | 18 |
| 毛利 | 196 | 255 | 230 | 248 | 263 | 283 | 流动资产 | 529 | 550 | 1,002 | 1,210 | 1,293 | 1,410 |
| % 销售收入 | 15.5% | 17.9% | 18.5% | 17.1% | 17.3% | 17.5% | % 总资产 | 41.5% | 43.9% | 59.8% | 68.8% | 75.5% | 81.2% |
| 营业税金及附加 | -5 | -8 | -8 | -7 | -8 | -8 | 长期投资 | 7 | 7 | 7 | 8 | 7 | 7 |
| % 销售收入 | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 665 | 618 | 585 | 461 | 323 | 222 |
| 营业费用 | -32 | -32 | -31 | -36 | -38 | -40 | % 总资产 | 52.1% | 49.3% | 34.9% | 26.2% | 18.9% | 12.8% |
| % 销售收入 | 2.5% | 2.3% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 无形资产 | 72 | 70 | 68 | 78 | 87 | 96 |
| 管理费用 | -70 | -79 | -86 | -94 | -100 | -108 | 非流动资产 | 746 | 702 | 673 | 549 | 419 | 327 |
| % 销售收入 | 5.5% | 5.6% | 6.9% | 6.5% | 6.6% | 6.7% | % 总资产 | 58.5% | 56.1% | 40.2% | 31.2% | 24.5% | 18.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 89 | 135 | 105 | 110 | 117 | 126 | 资产总计 | 1,275 | 1,252 | 1,674 | 1,759 | 1,711 | 1,737 |
| % 销售收入 | 7.1% | 9.5% | 8.5% | 7.6% | 7.7% | 7.8% | 短期借款 | 329 | 337 | 250 | 295 | 129 | 0 |
| 财务费用 | -30 | -19 | -3 | -1 | 5 | 17 | 应付款项 | 242 | 198 | 200 | 250 | 246 | 261 |
| % 销售收入 | 2.4% | 1.3% | 0.3% | 0.1% | -0.4% | -1.0% | 其他流动负债 | 15 | 23 | 14 | 19 | 20 | 20 |
| 资产减值损失 | -2 | -11 | -4 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 585 | 558 | 464 | 565 | 396 | 281 |
| 公允价值变动收益 | 4 | -5 | 1 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 64 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 0 | 4 | 2 | 2 | 2 | 其他长期负债 | 156 | 140 | 125 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 2.9% | 0.1% | 3.3% | 1.6% | 1.4% | 1.3% | 负债 | 805 | 730 | 589 | 565 | 396 | 281 |
| 营业利润 | 65 | 101 | 103 | 111 | 124 | 145 | 普通股股东权益 | 470 | 522 | 1,085 | 1,194 | 1,316 | 1,456 |
| 营业利润率 | 5.1% | 7.1% | 8.3% | 7.6% | 8.2% | 8.9% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 9 | 16 | 15 | 13 | 14 | 15 | 负债股东权益合计 | 1,275 | 1,252 | 1,674 | 1,759 | 1,711 | 1,737 |
| 税前利润 | 73 | 118 | 118 | 124 | 138 | 160 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 5.8% | 8.3% | 9.5% | 8.5% | 9.1% | 9.9% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -11 | -18 | -14 | -15 | -17 | -19 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.7% | 15.4% | 11.9% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 每股收益 | 0.815 | 1.300 | 0.508 | 0.532 | 0.595 | 0.687 |
| 净利润 | 63 | 100 | 104 | 109 | 122 | 140 | 每股净资产 | 6.127 | 6.807 | 5.307 | 5.839 | 6.435 | 7.122 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 1.495 | 1.900 | 0.824 | 1.152 | 0.685 | 0.706 |
| 归属于母公司的净利润 | 63 | 100 | 104 | 109 | 122 | 140 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 4.9% | 7.0% | 8.4% | 7.5% | 8.0% | 8.7% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 13.31% | 19.09% | 9.57% | 9.12% | 9.25% | 9.65% |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 总资产收益率 | 4.90% | 7.96% | 6.20% | 6.19% | 7.11% | 8.09% |
| 净利润 | 63 | 100 | 104 | 109 | 122 | 140 | 投入资本收益率 | 8.84% | 12.87% | 6.94% | 6.49% | 7.12% | 7.61% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 61 | 76 | 70 | 51 | 39 | 22 | 主营业务收入增长率 | -3.42% | 12.62% | -12.72% | 16.98% | 4.61% | 6.32% |
| 非经营收益 | 26 | 23 | -2 | 8 | -2 | -13 | EBIT增长率 | 6.17% | 51.42% | -22.32% | 4.37% | 6.52% | 7.58% |
| 营运资金变动 | -35 | -52 | -3 | 68 | -18 | -6 | 净利润增长率 | -4.89% | 59.43% | 4.24% | 4.80% | 11.82% | 15.38% |
| 经营活动现金净流 | 115 | 146 | 169 | 236 | 140 | 144 | 总资产增长率 | 3.94% | -1.75% | 33.70% | 5.05% | -2.69% | 1.50% |
| 资本开支 | -76 | -62 | -52 | 81 | 105 | 85 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 33.8 | 33.0 | 40.6 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 其他 | -2 | 4 | 4 | 2 | 2 | 2 | 存货周转天数 | 31.0 | 27.4 | 33.4 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 投资活动现金净流 | -78 | -58 | -48 | 82 | 107 | 87 | 应付账款周转天数 | 48.0 | 47.0 | 47.2 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 469 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 189.5 | 155.6 | 162.0 | 100.8 | 51.3 | 2.8 |
| 债权募资 | -6 | -24 | -118 | -80 | -166 | -129 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -61 | -69 | -13 | -17 | -14 | -4 | 净负债/股东权益 | 31.39% | 29.69% | -39.60% | -50.63% | -63.66% | -73.11% |
| 筹资活动现金净流 | -67 | -93 | 338 | -97 | -180 | -134 | EBIT利息保障倍数 | 3.0 | 7.3 | 31.6 | 100.5 | -21.8 | -7.5 |
| 现金净流量 | -30 | -5 | 459 | 220 | 67 | 98 | 资产负债率 | 63.15% | 58.32% | 35.19% | 32.12% | 23.12% | 16.17% |

来源: 公司公告, 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 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

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 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

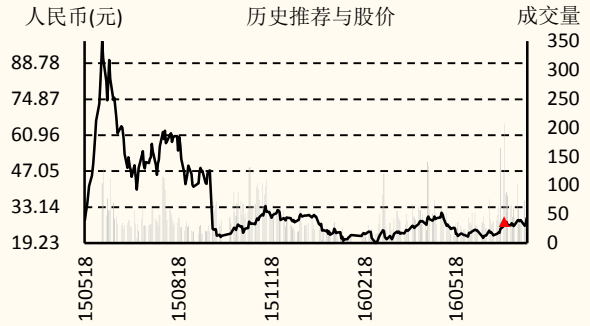
来源：国金证券研究所

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



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作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