



供给偏紧，业绩增长

——醋化股份（603968）中报点评

2016年08月25日

推荐/首次

醋化股份

财报点评

杨行远	联系人	执业证书编号: S1480115060007
	yangxy@dxzq.net.cn 010-66554024	
梁博	分析师	执业证书编号: S1480512060006
	liangbo@dxzq.net.cn 021-65465597	
廖鹏飞	联系人	
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	
刘宇卓	联系人	执业证书编号: S0080114090019
	liu_yz@dxzq.net.cn 010-66554015	
杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	

事件:

公司公布 2016 年中报，2016 年上半年公司实现营业收入 6.30 亿元，同比下降 7.48%；归属于上市公司股东的净利润 0.68 亿元，同比增长 3.94%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	342.7	327.32	353.35	278.21	283.22	289.88	339.87
增长率(%)	-	-4.71%	-6.02%	-22.91%	-17.36%	-11.44%	-3.81%
毛利率(%)	17.32%	19.72%	21.26%	15.17%	16.86%	16.05%	22.60%
期间费用率(%)	14.17%	7.09%	11.96%	7.20%	12.20%	8.58%	7.49%
营业利润率(%)	3.23%	12.03%	8.55%	7.69%	4.17%	6.81%	14.63%
净利润(百万元)	12.57	36.16	29.57	22.29	15.87	19.05	49.27
增长率(%)	-	66.31%	-06.09%	-34.20%	26.30%	-47.32%	66.64%
每股盈利(季度,元)	0.16	0.47	0.29	0.11	0.08	0.09	0.24
资产负债率(%)	58.32%	57.17%	39.20%	36.88%	35.19%	28.96%	31.20%
净资产收益率(%)	2.41%	6.47%	2.82%	2.08%	1.46%	1.73%	4.43%
总资产收益率(%)	1.00%	2.77%	1.72%	1.32%	0.95%	1.23%	3.05%

观点:

- **净利继续上升, 盈利能力见涨。**公司2016年上半年营收6.30亿元, 其中Q2实现营收3.40亿元, 环比Q1提升17.24%, 营收稳步渐涨。2016年上半年公司实现归母净利0.68亿元, 较去年同期上涨3.94%, 其中Q2实现归母净利润0.49亿元, 同比提升63.33%, 环比Q1归母净利润0.19亿元大幅增长, 公司二季度盈利能力较一季度显著提升。
- **食品添加剂贡献过半营收。**2016年上半年公司管理费用、财务费用双双同比下降, 一定程度上支撑了上半年净利润走高。主营产品系列之一食品添加剂也是公司盈利主要来源, 上半年实现收入3.22亿元, 同比增加0.19亿元、增长6.42%, 在主营收入中占比超过50%; 实现毛利润0.74亿元, 毛利率22.90%, 同比增加11.63个百分点, 是公司毛利率最高的业务。未来, 山梨酸钾的供应依旧紧张, 下半年公司相关业务或仍存增长空间。
- **G20在即, 行业供给受限, 公司受益。**2016年4月, 双乙甲(乙)酯龙头企业中天成化因环保问题停产; 2016年7月, 山梨酸钾、双乙甲(乙)酯龙头王龙集团因气体泄漏事件停产整改; 加之, G20峰会期间相关化工企业将相继停产, 届时行业供给或将进一步收缩。伴随着下游需求的逐步提升, 我们预计双乙甲(乙)酯和山梨酸钾供需紧张局面或将持续维持, 产品价格上涨有望持续。受益于本次行业供给收缩, 公司相关产品的毛利率或将稳步提升, 赢利空间或将进一步打开。
- **募投项目产能放量。**公司目前拥有山梨酸钾产能2.7万吨, 双乙烯酮产能3万吨和双乙甲(乙)酯产能2万吨; 同时公司募投的1.1万吨山梨酸钾项目有望建成并逐步释放产能。考虑到行业供需偏紧, 产品价格有望进一步提升, 公司或将迎来山梨酸钾量价齐升, 业绩进一步向好。

结论:

我们预测2016-2018年, 公司的营收分别为12.34亿元、16.01亿元和21.20亿元; 净利润分别为1.48亿元、2.16亿元和2.95亿元; EPS分别为0.72元、1.06元和1.44元, 对应PE分别为38.37、26.29和19.30。给予公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	550	1002	1846	2123	2506	营业收入	1423	1242	1224	1601	2120
货币资金	214	680	1559	1742	1999	营业成本	1169	1012	959	1235	1618
应收账款	132	145	126	166	229	营业税金及附加	8	8	6	9	12
其他应收款	4	2	2	3	4	营业费用	32	31	30	38	51
预付款项	14	11	14	14	14	管理费用	79	86	73	99	135
存货	87	98	81	105	144	财务费用	19	3	-4	-17	-19
其他流动资产	8	4	4	5	10	资产减值损失	10.52	3.73	5.31	6.52	5.19
非流动资产合计	702	673	583	507	431	公允价值变动收益	-5.20	0.75	0.00	-1.48	-0.24
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.16	3.90	1.15	1.74	2.26
固定资产	606.54	551.19	515.39	445.89	376.40	营业利润	101	103	155	231	320
无形资产	70	68	61	55	48	营业外收入	18.26	15.94	19.00	17.74	17.56
其他非流动资产	2	6	0	0	0	营业外支出	1.79	0.83	6.00	2.87	3.24
资产总计	1252	1674	2429	2629	2937	利润总额	118	118	168	245	334
流动负债合计	558	464	216	255	332	所得税	18	14	20	29	40
短期借款	290	236	0	0	0	净利润	100	104	148	216	295
应付账款	140	122	123	150	199	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	13	7	9	9	7	归属母公司净利润	100	104	148	216	295
一年内到期的非流	47	15	15	15	15	EBITDA	254	239	227	290	377
非流动负债合计	172	125	0	-21	-39	BPS (元)	1.30	0.57	0.72	1.06	1.44
长期借款	32	0	0	-21	-39	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	730	589	216	234	292	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	12.62%	-12.72%	-1.49%	30.83%	32.42%
实收资本(或股本)	77	204	204	204	204	营业利润增长	56.89%	1.52%	50.89%	48.61%	38.78%
资本公积	65	397	1275	1275	1275	归属于母公司净利润	42.58%	45.95%	42.58%	45.95%	36.22%
未分配利润	338	432	479	558	659	获利能力					
归属母公司股东权	522	1085	2088	2271	2519	毛利率(%)	17.89%	18.49%	21.63%	22.86%	23.69%
负债和所有者权	1252	1674	2304	2504	2812	净利率(%)	7.00%	8.36%	12.11%	13.51%	13.89%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	7.96%	6.20%	6.10%	8.22%	10.03%	
经营活动现金流	146	169	247	228	304	偿债能力					
净利润	100	104	148	216	295	资产负债率(%)	58%	35%	9%	9%	
折旧摊销	133.63	132.86	0.00	76.33	76.33	流动比率	0.99	2.16	8.55	8.32	7.56
财务费用	19	3	-4	-17	-19	速动比率	0.83	1.95	8.18	7.91	7.12
应收账款减少	0	0	19	-41	-62	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2	0	-2	总资产周转率	1.13	0.85	0.62	0.67	0.80
投资活动现金流	-58	-48	9	-6	-3	应收账款周转率	11	9	9	11	11
公允价值变动收益	-5	1	0	-1	0	应付账款周转率	9.45	9.48	9.99	11.70	12.14
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	4	1	2	2	每股收益(最新摊薄)	1.30	0.57	0.72	1.06	1.44
筹资活动现金流	-95	328	623	-38	-44	每股净现金流(最新)	-0.09	2.19	4.30	0.90	1.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.81	5.31	10.21	11.10	12.32
长期借款增加	0	0	0	-21	-18	估值比率					
普通股增加	0	128	0	0	0	P/E	16.66	38.00	29.90	20.49	15.04
资本公积增加	0	332	878	0	0	P/B	3.18	4.08	2.12	1.95	1.76
现金净增加额	-7	448	879	183	257	EV/EBITDA	7.16	16.73	12.69	9.24	6.38

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

杨行远

化学博士, 2015 年加盟东兴证券研究所, 四年化工行业工作经验。

廖鹏飞

中国石油大学(北京)化学工艺硕士, 2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院, 2015 年就职于民生证券, 2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。