

公司研究/年报点评

2017年03月30日

基础化工/化学制品 II

投资评级：增持（维持评级）

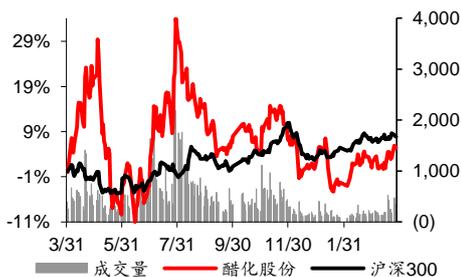
当前价格(元): 25.21
合理价格区间(元): 29.8-31.8

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

相关研究

- 1 《醋化股份(603968)中报点评：二季度增长加速，产品高景气逐步体现》2016.08
- 2 《醋化股份(603968):Q1 略低于预期，预计全年业绩前低后高》2016.04
- 3 《醋化股份(603968):天成化工停产，中间体产品存涨价预期》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期，高增长有望延续

醋化股份(603968)

全年业绩符合预期，Q4 增速进一步提升

醋化股份发布 2016 年年报，全年实现收入 13.30 亿元，同比增长 7.1%，净利润 1.48 亿元，同比增长 42.2%，符合市场预期，按照 2.04 亿股的最新股本计算，对应 EPS 为 0.72 元。其中 Q4 单季度实现收入 3.88 亿元，同比增长 36.9%；净利润 0.45 亿元，同比增长 186%。公司拟每 10 股派 3.6 元（含税）。

销量稳步增长，经营业绩逐季改善

报告期内，公司食品饲料添加剂/医药农药中间体业务分别实现收入 6.35/3.37 亿元，同比增长 10.7%/10.1%；实现销量 3.03/2.70 万吨，同比增长 10.9%/20.2%。同时，由于竞争对手海安天成及宁波王龙相继遭遇停产，山梨酸（钾）、双乙甲酯价格自 2016Q2 以来有所上涨，公司业绩呈逐季改善趋势，公司综合毛利率同比提升 2.37pct 至 20.9%。

期间费用率降低助益净利增长

报告期内，受贷款减少、贷款利率下降影响，公司财务费用同比大幅减少 1120 万元，对净利润增长有所助益，也是四季度业绩增速进一步提升的主要原因。

维持“增持”评级

醋化股份是国内醋酸衍生物龙头，受益于行业供给格局改善和竞争对手产能的非常规性退出，公司主要产品山梨酸钾、乙酰乙酸甲酯等有望维持高景气。公司募投项目“年产 2 万吨高纯双乙甲酯联产 5000 吨双乙烯酮项目”已建成投产，将有助于其产能优势和市场份额的提升；结合年报业绩情况，我们小幅下调公司 2017、2018 年 EPS 分别至 0.99、1.22 元，结合可比公司估值水平及业绩增速，给予 2017 年 30-32 倍 PE，维持目标价格区间 29.8-31.8 元，维持“增持”评级。

风险提示：产品提价不达预期风险、中小产能复产风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	204.48
流通 A 股(百万股)	136.60
52 周内股价区间(元)	21.27-32.08
总市值(百万元)	5,155
总资产(百万元)	1,744
每股净资产(元)	6.18

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,242	1,330	1,499	1,749	2,045
+/-%	(12.72)	7.07	12.74	16.63	16.94
净利润(百万元)	103.89	147.73	203.27	249.86	295.54
+/-%	4.24	42.20	37.60	22.92	18.28
EPS (元)	0.51	0.72	0.99	1.22	1.45
PE (倍)	49.62	34.89	25.36	20.63	17.44

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测调整

结合公司年报业绩情况，我们小幅下调公司盈利预测，预计 17/18 年实现归母净利润 2.03/2.50 亿元，对应 EPS 0.99/1.22 元（调整前为 1.08/1.30 元），维持“增持”评级。考虑可比公司估值水平，维持目标价区间 29.8-31.8 元，对应 2017 年 PE 30-32 倍。

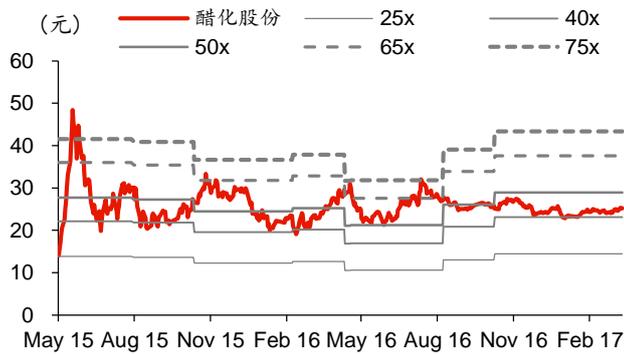
图表1：盈利预测调整详情

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	调整前	1423	1242	1388	1652	1932
	调整后	1423	1242	1330	1499	1749
	(+/-) %	-	-	-4.2%	-9.3%	-9.5%
毛利润（百万元）	调整前	255	230	329	410	481
	调整后	255	230	277	376	449
	(+/-) %	-	-	-15.8%	-8.3%	-6.7%
归母净利润（百万元）	调整前	100	104	171	222	266
	调整后	100	104	148	203	250
	(+/-) %	-	-	-13.5%	-8.6%	-6.0%
EPS（元）	调整前	0.49	0.51	0.84	1.08	1.30
	调整后	0.49	0.51	0.72	0.99	1.22
	(+/-) %	-	-	-14.3%	-8.3%	-6.2%

资料来源：华泰证券研究所

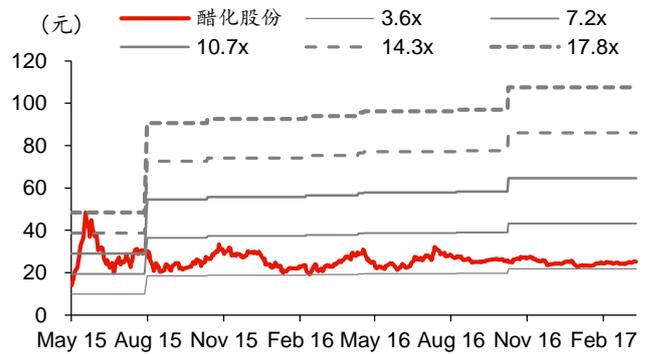
PE/PB- Bands

图表2：醋化股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

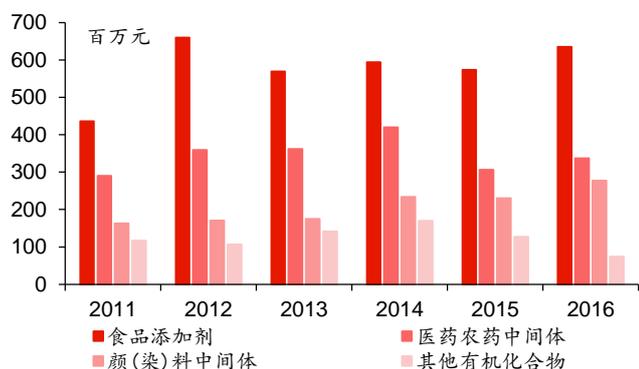
图表3：醋化股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

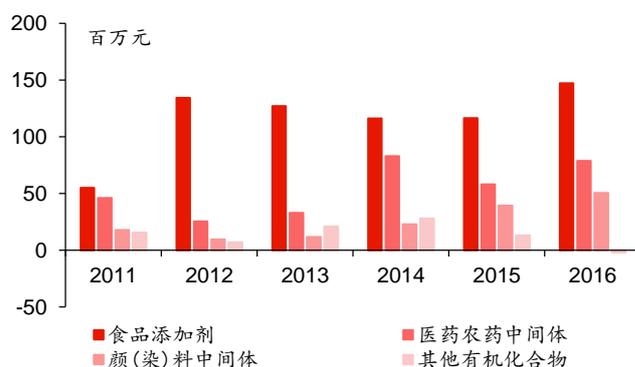
公司经营情况概览

图表4: 公司各业务营业收入



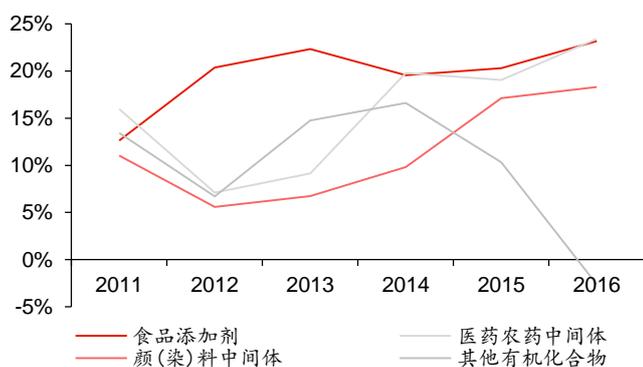
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司各业务毛利润



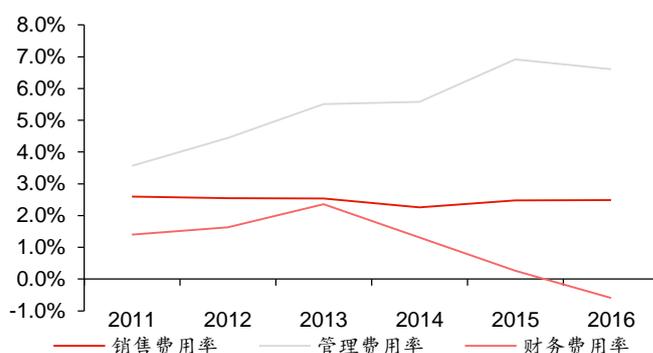
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司各业务毛利率



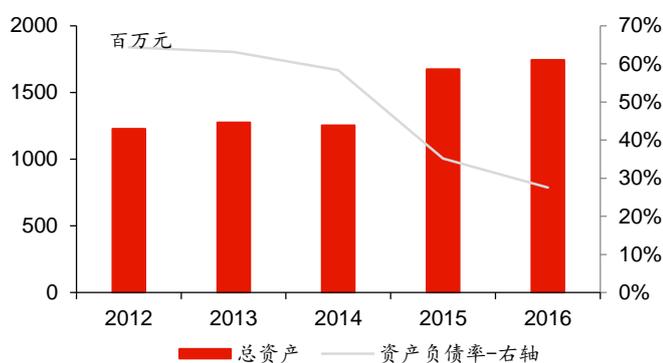
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司期间费用率



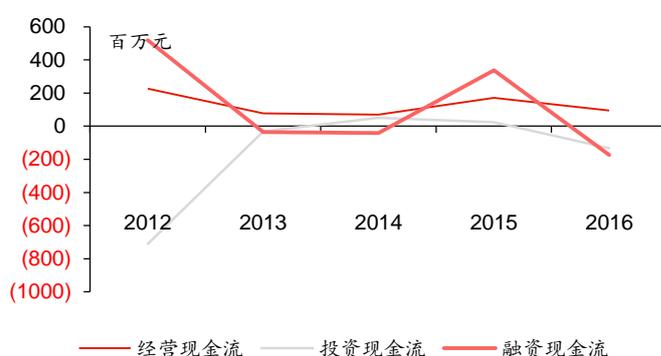
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 公司现金流量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,002	913.64	986.10	1,108	1,293
现金	679.87	474.84	616.68	675.34	783.14
应收账款	144.84	179.65	172.22	214.89	253.23
其他应收账款	2.22	1.76	2.46	2.52	3.19
预付账款	10.86	10.66	12.16	13.72	15.93
存货	98.18	90.22	102.58	115.03	136.38
其他流动资产	65.91	156.51	80.01	86.58	101.25
非流动资产	672.53	830.29	844.53	945.79	1,023
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	551.19	507.54	667.31	785.87	872.36
无形资产	68.32	97.69	96.00	94.31	92.62
其他非流动资产	53.02	225.07	81.21	65.61	57.80
资产总计	1,674	1,744	1,831	2,054	2,316
流动负债	464.24	356.22	239.35	278.27	324.40
短期借款	235.58	96.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	121.62	146.08	141.88	166.85	198.92
其他流动负债	107.03	114.14	97.47	111.42	125.48
非流动负债	125.05	124.75	125.05	120.18	118.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	125.05	124.75	125.05	120.18	118.56
负债合计	589.28	480.97	364.40	398.45	442.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	204.48	204.48	204.48	204.48	204.48
资本公积	396.97	396.97	396.97	396.97	396.97
留存公积	483.67	590.50	864.78	1,054	1,271
归属母公司股	1,085	1,263	1,466	1,655	1,873
负债和股东权益	1,674	1,744	1,831	2,054	2,316

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	168.57	196.87	352.72	305.60	370.32
净利润	103.89	147.73	203.27	249.86	295.54
折旧摊销	66.21	66.02	73.12	98.74	123.01
财务费用	3.33	(7.87)	(8.95)	(13.72)	(15.50)
投资损失	(3.90)	(2.76)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	4.54	(13.91)	59.67	(25.22)	(31.02)
其他经营现金	(5.49)	7.66	25.60	(4.05)	(1.70)
投资活动现金	(47.84)	(218.71)	(109.24)	(200.00)	(200.00)
资本支出	51.87	105.49	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.00	90.00	(90.76)	0.00	0.00
其他投资现金	4.02	(23.22)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	327.65	(186.52)	(101.65)	(46.94)	(62.52)
短期借款	(54.42)	(139.58)	(96.00)	0.00	0.00
长期借款	(32.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	127.80	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	331.89	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(45.62)	(46.94)	(5.65)	(46.94)	(62.52)
现金净增加额	459.01	(199.67)	141.84	58.66	107.80

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,242	1,330	1,499	1,749	2,045
营业成本	1,012	1,053	1,123	1,299	1,516
营业税金及附加	7.66	9.45	10.50	12.24	14.32
营业费用	30.78	33.08	38.98	45.47	53.17
管理费用	85.96	87.85	103.46	118.92	137.02
财务费用	3.33	(7.87)	(8.95)	(13.72)	(15.50)
资产减值损失	3.73	1.83	3.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.90	2.76	0.00	0.00	0.00
营业利润	102.81	155.78	229.36	283.53	336.65
营业外收入	15.94	19.08	13.00	13.00	13.00
营业外支出	0.83	3.85	6.00	6.00	6.00
利润总额	117.93	171.02	236.36	290.53	343.65
所得税	14.03	23.28	33.09	40.67	48.11
净利润	103.89	147.73	203.27	249.86	295.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	103.89	147.73	203.27	249.86	295.54
EBITDA (倍)	172.35	213.94	293.53	368.55	444.16
EPS (元)	0.51	0.72	0.99	1.22	1.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(12.72)	7.07	12.74	16.63	16.94
营业利润	1.52	51.52	47.23	23.62	18.74
归属母公司净利润	4.24	42.20	37.60	22.92	18.28
获利能力 (%)					
毛利率	18.49	20.86	25.10	25.70	25.85
净利率	8.36	11.11	13.56	14.29	14.45
ROE	9.57	11.70	13.86	15.09	15.78
ROIC	12.51	14.03	19.45	21.09	22.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.19	27.58	19.91	19.40	19.13
净负债比率 (%)	42.46	23.00	0	0	0
流动比率	2.16	2.56	4.12	3.98	3.99
速动比率	1.95	2.31	3.69	3.57	3.57
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.78	0.84	0.90	0.94
应收账款周转率	8.71	7.99	8.44	8.87	8.59
应付账款周转率	7.73	7.86	7.80	8.42	8.29
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.72	0.99	1.22	1.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.82	0.96	1.73	1.49	1.81
每股净资产 (最新摊薄)	5.31	6.18	7.17	8.10	9.16
估值比率					
PE (倍)	49.62	34.89	25.36	20.63	17.44
PB (倍)	4.75	4.08	3.52	3.11	2.75
EV_EBITDA (倍)	27.22	21.93	15.98	12.73	10.56

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com