

2017年04月27日

醋化股份 (603968.SH)

募投项目如期投产，市场景气度良好 支撑一季度业绩大幅上升

■事件：公司发布2017年一季度报，营收4.22亿元，同比增长45.74%；归属于上市公司股东的净利润4696万元，同比增长146.52%；毛利率22.23%，环比增加1.37%。

■两大募投项目如期竣工投产，生产销售规模扩大，成为公司收入增长点：公司首次公开发行股票募资建设的“年产2万吨高纯双乙甲酯联产5,000吨双乙烯酮项目”、“年产11,000吨山梨酸(钾)项目”两大项目已于2017年3月投产。自此公司产品山梨酸(钾)年产能由2.7万吨增至3.8万吨，双乙甲酯年产能由2万吨增至4万吨。因竞争对手宁波王龙、江苏天成等产业中龙头企业因事故陆续遭遇停产，山梨酸(钾)和双乙甲酯供应端明显收缩，为公司新增产能释放打开了空间。公司产品质量通过了可口可乐、百事可乐等多家著名跨国公司的供应商资格认证，下游长期合作客户业内著名，包括新和成、浙江医药、长青股份等，公司研产销一体化结构稳固，募投项目新增产能有望为公司带来净利润约4000-5000万元。

■市场景气度持续向好，带动公司相关产品价格提升，助推利润大幅提升：公司作为醋酸深加工领军企业，产品线覆盖食品、药品、染料三大领域。2017年一季度，公司主要产品食品添加剂平均售价同比增长6.06%，医药农药中间体售价同比增长40.83%，颜(染)料中间体售价同比增长38.17%。上游原材料冰醋酸、巴豆醛和甲基吡啶成本变化分别56.80%、-3.67%和28.89%，成本转嫁带动产品提价意愿，下游产业景气度良好，需求稳定增长，因此在产品产业供应端收缩的情况下，产品价格弹性大，有一定的上涨条件与空间，公司产品的毛利率稳步增长。

■投资建议：公司经营稳定，深耕醋酸精细化工，三大产业齐头并进。募投新增山梨酸(钾)和双乙烯酮-双乙甲酯两大项目产能进一步释放，量价齐升，成为有力的利润增长点。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.91、1.12和1.34元，给予买入-A评级，6个月目标价为27.3元，相当于2017年30倍的动态市盈率。

■风险提示：新增产能投放不及预期、安全环保事故等。

公司快报

证券研究报告

日用化学品

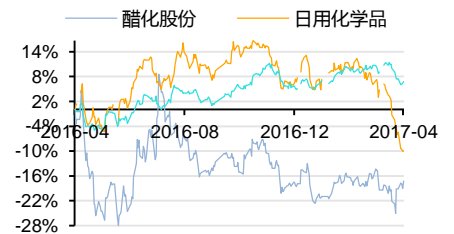
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**27.3元**
股价(2017-04-27) **24.45元**

交易数据

总市值(百万元)	4,999.54
流通市值(百万元)	3,339.87
总股本(百万股)	204.48
流通股本(百万股)	136.60
12个月价格区间	21.27/32.08元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.57	4.89	-20.46
绝对收益	-3.01	4.67	-14.14

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004

yuansc1@essence.com.cn

021-35082778

乔璐

报告联系人

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,242.1	1,329.9	1,801.1	2,029.3	2,224.3
净利润	103.9	147.7	186.9	229.4	273.1
每股收益(元)	0.51	0.72	0.91	1.12	1.34
每股净资产(元)	5.31	6.18	6.20	7.03	8.02
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	48.1	33.8	26.7	21.8	18.3
市净率(倍)	4.6	4.0	3.9	3.5	3.0
净利润率	8.4%	11.1%	10.4%	11.3%	12.3%
净资产收益率	9.6%	11.7%	14.8%	16.0%	16.6%
股息收益率	0.8%	0.0%	1.1%	1.4%	1.6%
ROIC	14.1%	20.1%	24.3%	32.0%	40.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,242.1	1,329.9	1,801.1	2,029.3	2,224.3	成长性					
减:营业成本	1,012.5	1,052.6	1,402.1	1,558.0	1,685.8	营业收入增长率	-12.7%	7.1%	35.4%	12.7%	9.6%
营业税费	7.7	9.5	11.2	13.2	14.7	营业利润增长率	1.5%	51.5%	41.1%	22.7%	19.1%
销售费用	30.8	33.1	43.3	49.9	54.5	净利润增长率	4.2%	42.2%	26.5%	22.7%	19.1%
管理费用	86.0	87.8	114.7	134.6	145.4	EBITDA 增长率	-6.9%	24.1%	37.2%	15.5%	14.9%
财务费用	3.3	-7.9	4.7	0.1	-1.0	EBIT 增长率	-11.5%	39.4%	51.8%	20.2%	18.6%
资产减值损失	3.7	1.8	5.4	3.6	3.6	NOPLAT 增长率	-7.9%	36.6%	49.4%	20.2%	18.6%
加:公允价值变动收益	0.8	-	0.3	-0.2	0.0	投资资本增长率	-4.0%	23.6%	-8.8%	-5.6%	-7.0%
投资和汇兑收益	3.9	2.8	-	-	-	净资产增长率	107.9%	16.4%	0.3%	13.4%	14.2%
营业利润	102.8	155.8	219.9	269.9	321.3	利润率					
加:营业外净收支	15.1	15.2	-	-	-	毛利率	18.5%	20.9%	22.1%	23.2%	24.2%
利润总额	117.9	171.0	219.9	269.9	321.3	营业利润率	8.3%	11.7%	12.2%	13.3%	14.4%
减:所得税	14.0	23.3	33.0	40.5	48.2	净利润率	8.4%	11.1%	10.4%	11.3%	12.3%
净利润	103.9	147.7	186.9	229.4	273.1	EBITDA/营业收入	13.9%	16.1%	16.3%	16.7%	17.5%
						EBIT/营业收入	8.5%	11.1%	12.5%	13.3%	14.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	168	143	95	72	55
						流动资产周转天数	32	41	39	37	38
						流动营业资本周转天数	225	259	199	206	231
						流动资产周转天数	41	44	40	42	42
						应收帐款周转天数	27	25	24	25	24
						存货周转天数	424	463	351	325	330
						总资产周转天数	188	192	150	124	106
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	9.6%	11.7%	14.8%	16.0%	16.6%
						ROA	6.2%	8.5%	10.6%	12.1%	12.5%
						ROIC	14.1%	20.1%	24.3%	32.0%	40.2%
						费用率					
						销售费用率	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%
						管理费用率	6.9%	6.6%	6.4%	6.6%	6.5%
						财务费用率	0.3%	-0.6%	0.3%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	9.7%	8.5%	9.0%	9.1%	8.9%
						偿债能力					
						资产负债率	35.2%	27.6%	28.4%	24.0%	25.0%
						负债权益比	54.3%	38.1%	39.7%	31.5%	33.3%
						流动比率	2.16	2.56	2.87	3.83	3.82
						速动比率	1.95	2.31	2.47	3.44	3.42
						利息保障倍数	31.90	-18.80	47.84	5,289.77	-307.64
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	-	0.27	0.34	0.40
						分红比率	39.4%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.8%	0.0%	1.1%	1.4%	1.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	103.9	147.7	186.9	229.4	273.1	EPS(元)	0.51	0.72	0.91	1.12	1.34
加:折旧和摊销	66.2	66.0	69.0	69.0	69.0	BVPS(元)	5.31	6.18	6.20	7.03	8.02
资产减值准备	3.7	1.8	-	-	-	PE(X)	48.1	33.8	26.7	21.8	18.3
公允价值变动损失	-0.8	-	0.3	-0.2	0.0	PB(X)	4.6	4.0	3.9	3.5	3.0
财务费用	3.9	-4.3	4.7	0.1	-1.0	P/FCF	406.4	-35.3	29.3	19.1	15.5
投资损失	-3.9	-2.8	-	-	-	P/S	4.0	3.8	2.8	2.5	2.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.4	21.0	15.2	12.5	10.2
营运资金的变动	-21.2	-103.7	8.3	-31.2	-23.0	CAGR(%)	30.2%	22.7%	23.3%	30.2%	22.7%
经营活动产生现金流量	168.6	196.9	269.1	267.1	318.1	PEG	1.6	1.5	1.1	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	-47.8	-218.7	55.7	-9.3	-12.4	ROIC/WACC	1.3	1.9	2.3	3.1	3.8
融资活动产生现金流量	327.7	-186.5	-272.8	-66.7	-67.3	REP	6.5	3.0	2.7	2.0	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

袁善宸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034