



2017-04-28

公司点评报告

买入/维持

醋化股份(603968)

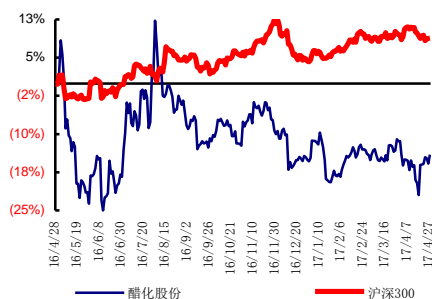
目标价: 32

昨收盘: 24.45

化工 化学制品

量价齐升致扣非净利大增 174%，维持“买入”评级

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	204/137
总市值/流通(百万元)	5,000/3,340
12个月最高/最低(元)	32.08/21.27

■ 相关研究报告:

《醋化股份(603968):供给收缩迎来行业拐点,突发事件增加业绩弹性》—2016/08/25

《公司深度报告-醋化股份(903968):山梨酸(钾)供需格局向好,涨价在即!新建烟酰胺(维生素B3)项目提供弹性》—2016/04/12

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

事件: 公司4月28日发布一季报,实现营业收入4.22亿元,同比增长45.74%,归母净利润0.47亿元,同比增长146.52%,扣非后净利0.42亿元,同比增长174.37%,EPS0.23元。

■ 观点:

量价齐升致业绩大涨。公司募投项目年产2万吨双乙甲酯联产5000吨双乙稀酮项目于17年初建成投产,产能规模再上新台阶,一季度山梨酸钾与双乙甲酯产能分别较去年同期增长40%、50%;价格方面,16年4月以来天成与王龙环保事件导致行业供应偏紧,拉升产品价格,一季度公司食品添加剂与医药农药中间体均价分别为2.15、1.38万元/吨,同比上涨6.06%、40.83%;环保因素导致3-氰基吡啶价格大幅上涨至5-6万元/吨,使去年持续亏损的立洋化学扭亏为盈,也是影响一季报业绩大幅增长的重要因素。

受益环保红利,市占率将快速提升。16年以来环保监管趋严,环保不达标企业陆续退出市场,行业有效产能持续缩减;公司环保与安全累计支出近2亿元,在此轮行情中充分受益环保红利,市占率稳步提升;公司在建山梨酸钾与双乙甲酯产能分别为1.1、1.4万吨,较目前设计产能增长52%、70%,小品种食品添加剂与颜料中间体在建产能分别增长105%、280%,显示在环保严+需求增的大环境下,公司有信心快速提升市占率,带动业绩进入上升期。

通过整合做大做强醋酸与吡啶产业链。公司16年下半年通过收购宏信化工解决化工用地难题,并明确17年将在资本市场积极布局,做大做强醋酸与吡啶两大主产业链。预计公司将以大健康产业为主线,通过整合上下游产业链,成为未来食品添加剂行业绝对龙头。

盈利预测与投资建议:维持“买入”评级。预计公司17-19年EPS分别为1.13元、1.60元、1.96元,目前股价对应PE分别为22倍、15倍、12倍,维持对公司的“买入”评级。

■ 主要财务指标

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,329.91	1,883.04	2,294.15	2,677.87
增长率 (%)	7.07%	41.59%	21.83%	16.73%
净利润 (百万元)	147.73	230.40	326.98	401.04
增长率 (%)	42.20%	55.96%	41.92%	22.65%
净资产收益率 (%)	11.70%	16.74%	19.96%	20.48%
每股收益(元)	0.72	1.13	1.60	1.96
PE	33.96	21.70	15.29	12.47
PB	3.96	3.63	3.05	2.55

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1002	914	1104	1412	1826	营业收入	1242	1330	1883	2294	2678				
货币资金	680	475	565	782	1109	营业成本	1012	1053	1463	1746	2031				
应收账款	145	180	232	283	330	营业税金及附加	8	9	13	16	19				
其他应收款	2	2	2	3	4	营业费用	31	33	47	53	56				
预付款项	11	11	11	11	11	管理费用	86	88	119	135	147				
存货	98	90	120	143	167	财务费用	3	-8	-2	-6	-9				
其他流动资产	4	96	96	96	96	资产减值损失	3.73	1.83	1.50	1.50	1.50				
非流动资产合计	673	830	814	782	739	公允价值变动收益	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.90	2.76	3.00	3.00	3.00				
固定资产	551.19	507.54	532.82	531.74	513.20	营业利润	103	156	245	352	436				
无形资产	68	98	88	78	68	营业外收入	15.94	19.08	20.00	23.00	23.00				
其他非流动资产	6	9	9	9	9	营业外支出	0.83	3.85	3.00	3.00	3.00				
资产总计	1674	1744	1917	2194	2565	利润总额	118	171	262	372	456				
流动负债合计	464	356	345	360	411	所得税	14	23	31	45	55				
短期借款	236	96	37	0	0	净利润	104	148	230	327	401				
应付账款	122	146	172	206	239	少数股东损益	0	0	0	0	0				
预收款项	7	9	9	9	9	归属母公司净利润	104	148	230	327	401				
一年内到期的非流动负债	15	15	15	16	17	EBITDA	172	214	309	417	500				
非流动负债合计	125	125	14	14	14	EPS (元)	0.57	0.72	1.13	1.60	1.96				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E					
负债合计	589	481	360	375	425	成长能力									
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-12.7%	7.1%	41.6%	21.8%	16.7%				
实收资本(或股本)	204	204	204	204	204	营业利润增长	1.5%	51.5%	57.2%	43.6%	23.9%				
资本公积	397	397	397	397	397	归属于母公司净利润增长	4.2%	42.2%	56.0%	41.9%	22.7%				
未分配利润	432	522	603	717	857	获利能力									
归属母公司股东权益合计	1085	1263	1376	1638	1959	毛利率(%)	18%	21%	22%	24%	24%				
负债和所有者权益	1674	1744	1736	2013	2384	净利率(%)	8%	11%	12%	14%	15%				
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	6%	8%	12%	15%	16%				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10%	12%	17%	20%	20%				
经营活动现金流	169	197	241	351	426	偿债能力									
净利润	104	148	230	327	401	资产负债率(%)	35%	28%	21%	19%	18%				
折旧摊销	66.21	66.02	65.70	71.46	73.61	流动比率	2.16	2.56	3.20	3.92	4.45				
财务费用	3	-8	-2	-6	-9	速动比率	1.95	2.31	2.85	3.52	4.04				
应付账款的变化	0	0	26	33	34	营运能力									
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.78	1.08	1.22	1.22				
投资活动现金流	-48	-219	-48	-39	-29	应收账款周转率	9	8	9	9	9				
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	9.48	9.94	11.83	12.14	12.04				
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)									
投资收益	4	3	3	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.72	1.13	1.60	1.96				
筹资活动现金流	328	-187	-104	-95	-70	每股净现金流(最新摊薄)	2.19	-1.02	0.44	1.06	1.60				
短期借款	236	96	37	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.31	6.18	6.73	8.01	9.58				
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	128	0	0	0	0	P/E	42.89	33.96	21.70	15.29	12.47				
资本公积增加	332	0	0	0	0	P/B	4.61	3.96	3.63	3.05	2.55				
现金净增加额	448	-208	90	217	328	EV/EBITDA	26.52	21.67	14.53	10.15	7.82				

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。