

2017年08月06日

醋化股份 (603968.SH)

环保带来供给收缩，山梨酸钾行业景气有望上行

■公司最大竞争对手宁波王龙接到行政处罚书，山梨酸钾行业内环保整顿来袭：7月21日，宁波王龙集团收到余姚市环境保护局下达的行政处罚决定书，因其废水处理设施标排口和排放池中废水的总磷浓度超标，构成违法，已被责令落实污染物的治理并罚款。

■竞争对手泓达生物近日停产，山梨酸钾供给端收缩：7月31日，山东泓达生物在沂水县环境保护局最新废水类公开信息中显示停产，而在7月28日时公司还在正常生产。泓达生物通过下属子公司昆达生物生产山梨酸(钾)、醋酸等产品，此次停产将导致山梨酸钾供给端收缩。

■中央环保督查即将到达浙江、山东，山梨酸钾行业有望受益于不达标产能出清而景气上行：中央环保督察即将对浙江、山东等进行督察，环保部要求，无法改造达标的企业，9月底前一律彻底关停。王龙、昆达分别拥有山梨酸钾产能6万吨(占比24.4%)、3万吨(占比12.2%)，因山梨酸钾生产过程中产生废水量很大、废水成分复杂、处理难度较高，所以环保督查的严格执行将对山梨酸钾供给端造成较大影响，停产或整顿事件都会改变行业运行格局，我们预计行业有望景气上行。

■下游对山梨酸钾价格敏感度低，我们预计价格有望上行：山梨酸钾是种低毒、高效的食品防腐保鲜剂，未来在替代其他防腐剂市场空间广阔。因其在客户的成本占比低，下游对价格敏感度低。受宁波王龙、昆达生物事故影响，预计产品价格有望上行。醋化股份目前山梨酸钾产能3.8万吨，市场价格为2.8万元/吨，我们测算山梨酸钾价格每上涨1000元，可为公司年化EPS增厚0.14元，弹性巨大。

■投资建议：我们上调公司2017-2019年EPS至1.11、1.38和1.64元，维持买入-A评级，6个月目标价为33.3元，对应17年30倍PE。

■风险提示：行业景气度不及预期、突发安全环保事故等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,242.1	1,329.9	1,850.6	2,189.8	2,484.0
净利润	103.9	147.7	227.4	282.9	335.8
每股收益(元)	0.51	0.72	1.11	1.38	1.64
每股净资产(元)	5.31	6.18	5.98	6.99	8.20

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	50.6	35.6	23.1	18.6	15.6
市净率(倍)	4.8	4.2	4.3	3.7	3.1
净利润率	8.4%	11.1%	12.3%	12.9%	13.5%
净资产收益率	9.6%	11.7%	18.6%	19.8%	20.0%
股息收益率	0.8%	1.4%	1.3%	1.6%	1.9%
ROIC	14.1%	20.1%	27.1%	36.8%	45.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

日用化学品

投资评级

买入-A

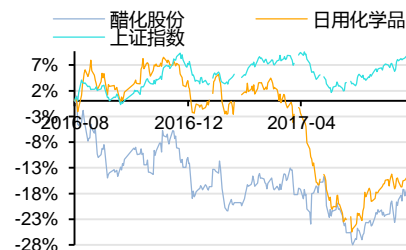
维持评级

6个月目标价：**33.3元**
股价(2017-08-04) **25.69元**

交易数据

总市值(百万元)	5,253.09
流通市值(百万元)	3,509.25
总股本(百万股)	204.48
流通股本(百万股)	136.60
12个月价格区间	20.63/29.41元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.72	3.08	-29.41
绝对收益	14.43	8.21	-19.83

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004
yuansc1@essence.com.cn
021-35082778

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

乔璐

报告联系人

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

醋化股份：环保事件改变行业格局，两大募投项目新增产能有望成为新的利润增长点/袁善宸	2017-05-02
醋化股份：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/袁善宸	2017-04-27

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	1,850.6	2,189.8	2,484.0	成长性					
减:营业成本	1,012.5	1,052.6	1,427.4	1,661.7	1,869.3	营业收入增长率	-12.7%	7.1%	39.2%	18.3%	13.4%
营业税费	7.7	9.5	11.5	14.2	16.4	营业利润增长率	1.5%	51.5%	61.7%	26.0%	19.6%
销售费用	30.8	33.1	44.5	53.8	60.9	净利润增长率	4.2%	42.2%	53.9%	24.4%	18.7%
管理费用	86.0	87.8	117.8	145.2	162.3	EBITDA 增长率	-6.9%	24.1%	49.2%	20.4%	15.7%
财务费用	3.3	-7.9	-1.7	-2.1	-3.9	EBIT 增长率	-11.5%	39.4%	69.1%	26.1%	19.2%
资产减值损失	3.7	1.8	2.8	2.3	2.5	NOPLAT 增长率	-7.9%	36.6%	66.4%	26.1%	19.2%
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%	-7.4%	-3.8%	-6.1%
投资和汇兑收益	3.9	2.8	3.3	3.0	3.2	净资产增长率	107.9%	16.4%	-3.3%	17.0%	17.3%
营业利润	102.8	155.8	251.9	317.5	379.7	利润率					
加:营业外净收支	15.1	15.2	15.6	15.3	15.4	毛利率	18.5%	20.9%	22.9%	24.1%	24.7%
利润总额	117.9	171.0	267.5	332.8	395.1	营业利润率	8.3%	11.7%	13.6%	14.5%	15.3%
减:所得税	14.0	23.3	40.1	49.9	59.3	净利润率	8.4%	11.1%	12.3%	12.9%	13.5%
净利润	103.9	147.7	227.4	282.9	335.8	EBITDA/营业收入	13.9%	16.1%	17.2%	17.6%	17.9%
						EBIT/营业收入	8.5%	11.1%	13.5%	14.4%	15.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	168	143	92	67	49
货币资金	679.9	474.8	470.8	687.3	965.1	流动营业资本周转天数	32	41	39	37	38
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	225	259	190	190	214
应收账款	147.1	181.4	226.4	280.7	298.0	应收帐款周转天数	41	44	40	42	42
应收票据	61.5	60.7	128.8	103.5	145.2	存货周转天数	27	25	24	24	24
预付帐款	10.9	10.7	22.4	15.1	26.1	总资产周转天数	424	463	338	300	303
存货	98.2	90.2	153.5	141.5	187.0	投资资本周转天数	188	192	147	117	98
其他流动资产	4.4	95.8	36.2	45.5	59.1	投资回报率					
可供出售金融资产	7.2	90.8	35.1	44.4	56.7	ROE	9.6%	11.7%	18.6%	19.8%	20.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	8.5%	13.1%	14.8%	14.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	14.1%	20.1%	27.1%	36.8%	45.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	551.2	507.5	440.5	373.6	306.6	销售费用率	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%
在建工程	33.7	112.4	112.4	112.4	112.4	管理费用率	6.9%	6.6%	6.4%	6.6%	6.5%
无形资产	68.3	97.7	95.7	93.7	91.7	财务费用率	0.3%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
其他非流动资产	12.1	21.9	13.6	15.8	17.1	三费/营业收入	9.7%	8.5%	8.7%	9.0%	8.8%
资产总额	1,674.4	1,743.9	1,735.4	1,913.5	2,265.2	偿债能力					
短期债务	235.6	96.0	-	-	-	资产负债率	35.2%	27.6%	29.6%	25.3%	26.0%
应付帐款	123.4	154.3	223.4	215.9	278.1	负债权益比	54.3%	38.1%	42.0%	33.9%	35.1%
应付票据	69.9	57.5	95.6	91.0	121.2	流动比率	2.16	2.56	2.71	3.56	3.64
其他流动负债	35.4	48.5	64.5	50.9	62.2	速动比率	1.95	2.31	2.31	3.16	3.24
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	31.90	-18.80	-145.03	-151.01	-96.51
其他非流动负债	125.0	124.7	130.1	126.6	127.2	分红指标					
负债总额	589.3	481.0	513.5	484.4	588.6	DPS(元)	0.20	0.36	0.33	0.42	0.49
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	39.4%	49.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	204.5	204.5	204.5	204.5	204.5	股息收益率	0.8%	1.4%	1.3%	1.6%	1.9%
留存收益	880.6	987.5	1,017.3	1,224.7	1,472.1						
股东权益	1,085.1	1,263.0	1,221.8	1,429.1	1,676.6						

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	227.4	282.9	335.8	EPS(元)	0.51	0.72	1.11	1.38	1.64
加:折旧和摊销	66.2	66.0	69.0	69.0	69.0	BVPS(元)	5.31	6.18	5.98	6.99	8.20
资产减值准备	3.7	1.8	-	-	-	PE(X)	50.6	35.6	23.1	18.6	15.6
公允价值变动损失	-0.8	-	0.3	-0.2	0.0	PB(X)	4.8	4.2	4.3	3.7	3.1
财务费用	3.9	-4.3	-1.7	-2.1	-3.9	P/FCF	427.0	-37.0	26.2	17.3	13.8
投资损失	-3.9	-2.8	-3.3	-3.0	-3.2	P/S	4.2	3.9	2.8	2.4	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.4	21.0	14.9	11.8	9.5
营运资金的变动	-21.2	-103.7	-2.5	-43.2	-27.5	CAGR(%)	39.6%	31.5%	31.6%	39.6%	31.5%
经营活动产生现金流量	168.6	196.9	289.1	303.4	370.3	PEG	1.3	1.1	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-47.8	-218.7	59.0	-6.2	-9.2	ROIC/WACC	1.3	1.9	2.6	3.5	4.4
融资活动产生现金流量	327.7	-186.5	-352.1	-80.6	-83.3	REP	6.5	3.0	2.5	1.8	1.5

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、张汪强声明，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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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