



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2017-08-07

公司点评报告

买入/维持

醋化股份(603968)

目标价: 38

昨收盘: 25.69

化工 化学制品

## 第二轮环保风暴致昆达关停, 利好公司产品涨价行情

### ■ 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)	5,253/3,509
12个月最高/最低(元)	29.41/20.63

### 相关研究报告:

《醋化股份(603968)2017年一季报点评:量价齐升致扣非净利大增174%,维持“买入”评级》  
--2017/04/28

《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:** 7月份开始国内第二轮环保风暴来临,醋化竞争对手山东昆达由于废水排放超标,7月31日开始停产,宁波王龙因废水超标排放,7月21号收到余姚市环保局处罚决定书。最新跟踪显示,昆达目前仍为关停状态。

**观点:** 此次环保风暴将影响行业至少30%产能,供给格局改善空间大。国内山梨酸钾与双乙甲酯行业仅醋化股份一家上市公司,竞争对手环保与安全问题较多。吨山梨酸钾生产过程中约产生4-5吨有机废水,极难处理,醋化上市以来年均环保与安全支出高达4000万以上,环保技术也为自主研发,资金与技术是行业环保达标的主要门槛。据我们行业调研情况,昆达与王龙环保与安全设施均未达标,15-16年昆达多次发生废水废气超标排放;王龙16年7月发生管道泄漏,安全与环保事件频发;青岛双桃16-17年频发火灾等安全事故。

8月份中央环保督察组将至山东及浙江,预计昆达、王龙、双桃等企业将受到较大影响。目前国内山梨酸钾与双乙甲酯产能分别为14.7、15万吨,昆达主要产能包括山梨酸钾3万吨、双乙甲酯3万吨(目前开1万吨),王龙山梨酸钾产能约4万吨、双乙甲酯5万吨,青岛双桃双乙甲酯3万吨。我们预计昆达关停期至少3个月以上,王龙与双桃开工也会下降,合计至少影响行业产能30%以上。

**供应紧张利好涨价行情,公司业绩弹性极大。**醋化目前山梨酸钾产能3.8万吨、双乙甲酯3万吨,公司募投项目于17年2月投产以来,已达到满产状态。山梨酸钾去年年初以来价格中枢持续上移,从不到2万元/吨涨至目前2.25万元/吨,从历史价格区间来看处于较低位置,历史价格高点为3.5-3.8万元/吨。双乙甲酯价格波动较大,去年受天成关停及王龙管道泄漏事件影响,4月由7500元/吨涨至1.1万元/吨,7月涨至1.3-1.4万元/吨,17年新产能投放后受国内供应增加影响而价格下滑。从历史价格走势来看,主要受供给端影响大,近期行业供应紧张,价格上涨趋势确定性强。

我们测算山梨酸钾与双乙甲酯价格每涨2000元/吨,净利增厚1.09亿元,相当于公司16年净利规模的73%。从去年产品涨幅来看,两次短期事件带动山梨酸钾与双乙甲酯价格涨幅3000-4000元/吨以上,预计如此次环保核查实质性落地,将导致两产品价格上涨幅度超过16年。

**食品添加剂行业-寡头集中,龙头受益。**国外企业受成本竞争力下降、环保等影响,目前大部分产能已转移至中国,国内行业集中度持续提升。

升；目前国内食品添加剂行业大多为未上市民营企业，16年开始的环保严查，已导致行业中小产能逐步退出市场，新任环保部长6月底上台后出台更为严格的环保政策，将导致上一轮环保核查中受影响小的较大型企业市占率降低，龙头公司寡头集中将成为行业趋势。醋化山梨酸钾目前市占率不到30%，预计未来提升空间较大。

**盈利预测与投资建议。**预计公司17-18年EPS为1.16/1.55元，对应PE分别为23/16倍。考虑到公司受益昆达关停，业绩弹性极大，维持“买入”评级。

风险提示：环保核查不达预期的风险

#### ■ 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	35.68	22.80	16.07	13.10
PB	4.16	3.82	3.21	2.68

资料来源：Wind，太平洋证券

## 附录：公司财务预测表

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
<b>流动资产合计</b>	1002	914	1104	1412	1826	<b>营业收入</b>	1242	1330	1883	2294	2678
货币资金	680	475	565	782	1109	<b>营业成本</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	1674	1744	1917	2194	2565	<b>利润总额</b>	118	171	262	372	456
<b>流动负债合计</b>	464	356	345	360	411	所得税	14	23	31	45	55
短期借款	236	96	37	0	0	<b>净利润</b>	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
<b>非流动负债合计</b>	125	125	14	14	14	<b>EPS (元)</b>	0.57	0.72	1.13	1.60	1.96
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	589	481	360	375	425	营业收入增长	-12.7%	7.1%	41.6%	21.8%	16.7%
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业利润增长	1.5%	51.5%	57.2%	43.6%	23.9%
实收资本(或股本)	204	204	204	204	204	归属于母公司净利润增长	4.2%	42.2%	56.0%	41.9%	22.7%
资本公积	397	397	397	397	397	<b>获利能力</b>					
未分配利润	432	522	603	717	857	毛利率(%)	18%	21%	22%	24%	24%
归属母公司股东权益合计	1085	1263	1376	1638	1959	净利率(%)	8%	11%	12%	14%	15%
<b>负债和所有者权益</b>	1674	1744	1736	2013	2384	总资产净利润(%)	6%	8%	12%	15%	16%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					ROE(%)	10%	12%	17%	20%	20%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	169	197	241	351	426	资产负债率(%)	35%	28%	21%	19%	18%
净利润	104	148	230	327	401	流动比率	2.16	2.56	3.20	3.92	4.45
折旧摊销	66.21	66.02	65.70	71.46	73.61	速动比率	1.95	2.31	2.85	3.52	4.04
财务费用	3	-8	-2	-6	-9	<b>营运能力</b>					
应付账款的变化	0	0	26	33	34	总资产周转率	0.85	0.78	1.08	1.22	1.22
预收账款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	9	8	9	9	9
<b>投资活动现金流</b>	-48	-219	-48	-39	-29	应付账款周转率	9.48	9.94	11.83	12.14	12.04
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.72	1.13	1.60	1.96
投资收益	4	3	3	3	3	每股净现金流(最新摊薄)	2.19	-1.02	0.44	1.06	1.60
<b>筹资活动现金流</b>	328	-187	-104	-95	-70	每股净资产(最新摊薄)	5.31	6.18	6.73	8.01	9.58
短期借款	236	96	37	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	45.07	35.68	22.80	16.07	13.10
普通股增加	128	0	0	0	0	P/B	4.84	4.16	3.82	3.21	2.68
资本公积增加	332	0	0	0	0	EV/EBITDA	27.99	22.85	15.36	10.75	8.32
<b>现金净增加额</b>	448	-208	90	217	328						

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。