

冠福股份 (002102.SZ)

攻克技术瓶颈大举进军 V_E 行业，明年业绩

有望大爆发

评级：**买入**

前次：

目标价 (元)：

20—22

分析师

联系人

彭毅

赵磊

S0740515100001

中泰互联网&零售团队

中泰生物医药团队

pengyi@r.qlzq.com.cn

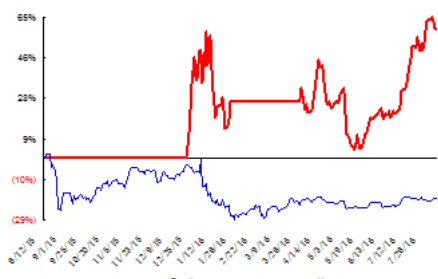
zhaolei@r.qlzq.com.cn

2016 年 08 月 15 日

基本状况

总股本(百万股)	729
流通股本(百万股)	403
市价(元)	16.19
市值(百万元)	11,798
流通市值(百万元)	6,517

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,873.93	1,316.23	790.39	13,325.80	18,516.24
营业收入增速	0.36%	-29.76%	-39.95%	1585.98%	38.95%
归属于母公司的净利润	5.69	193.29	203.97	901.72	1,081.37
净利润增长率	-79.70%	3296.32%	5.52%	342.09%	19.92%
摊薄每股收益 (元)	0.01	0.27	0.28	1.00	1.20
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	972.43	56.10	57.09	15.96	13.31
PEG	—	0.02	10.34	0.05	0.67
每股净资产 (元)	3.23	3.93	4.21	6.74	7.95
每股现金流量	-0.27	0.09	0.91	0.82	0.61
净资产收益率	0.28%	6.74%	6.64%	14.84%	15.11%
市净率	2.72	3.78	3.79	2.37	2.01
总股本 (百万股)	628.89	728.73	728.73	900.63	900.63

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 核心观点：**冠福股份攻克技术瓶颈大举进军 VE 行业，明年业绩有望大爆发。公司 8 月 1 日公告投资建设年产 2 万吨维生素 E 项目。基于对维生素 E 行业发展趋势判断，我们认为行业供给大幅减少&冠福 2 万吨新增将促使维生素 E (粉) 价格先扬后抑，预计 2017 年以后维稳 55 元/Kg 以上；而基于冠福股份维生素 E 技术路线的研究，我们认为冠福股份在异植物醇和氢醌独有工艺基础上生产的维生素 E 具备极强的成本和质量优势，维生素 E 项目投产后价格 (油) 每上升 10 元/Kg (对应粉上升 5 元/Kg) 即可为公司增厚业绩 1.41 亿元，大幅提升公司盈利能力。此外公司收购塑米城协同效应明显，打造前端维生素交易性平台。给予公司维生素 E 业务 2017 年 17 倍 PE (技术突破享受估值溢价)、医药中间体业务 22 倍 PE、塑料 B2B 业务 30 倍 PE，对应目标价为 20-22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 为什么推荐冠福股份？未来的维生素 E 小巨人，项目正式投产后业绩有望大幅超预期。**

 - 从行业角度看：供给侧，短期原料乙酰乙酸甲酯减少和 G20 停产、中长期 DSM 降产 30% 等产业结构调整等多因素导致维生素 E 供给大幅减少。需求侧，饲料商品化程度上升+医药保健需求上升使得维生素 E 需求稳步上升。一旦冠福股份 2 万吨产能投产，在供需格局转变下我们认为维生素 E (粉) 价格先扬后抑，预计 2017 年以后维稳 55 元/Kg 以上。
 - 从生产工艺看：冠福股份子公司能特科技已完成维生素 E 的两大主要原料的技术攻克，在异植物醇上完成国内首创生产工艺，在 2,3,5-三甲氨基醌上具备独有合成路线并成功建立规模优势，对进入维生素 E 生产行业具备显著的协同效应和成本优势。而上游原料规模化+大产能使得公司在维生素 E 价格上具备较强话语权，竞争格局演变为浙江医药 (2 万吨)、新和成 (1.8 万吨) 以及能特和它的合作方 (2 万吨+2.3 万吨左右)，短期涨价后其他维生素 E 厂商复产对冠福股份的压力也相对有限。

- **从业绩预期看：**单纯考虑税率，以 2007 年至今最低点 74 元/kg 开始设置敏感性分析，则保守预计维生素 E 业务（单纯考虑税率）有望为公司贡献 7.34-10.16 亿左右的净利润，**维生素 E 价格（油）每上升 10 元/Kg 即可为公司增厚 1.41 亿元利润**，大幅改善公司盈利情况。
- **收购塑米城，协同效应明显，打造前端维生素交易性平台。**参考我们之前发布的《中泰证券供应链服务系列报告之五：资本切入塑料 B2B，行业风头正劲》，公司收购塑米城将有利于公司中后端的研发成果对接前端入口，与公司将要投产的维生素产生较强的协同效应，后期或可通过电商平台，实现维生素的实时报价。即使不考虑二者协同效应，塑米城“自营+供应链服务”模式优越，享受塑料万亿级市场，未来 3 年复合增长率在 35% 以上。
- **盈利预测：**公司未来三年业绩驱动主要来源于维生素 E 产品快速放量、塑米城并表及塑料 B2B 业务。不考虑塑米城增发，我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 7.90、23.26、25.66 亿元，同比增长-39.95%、194.26%、10.34%，归属母公司净利润分别为 2.04、7.01、8.75 亿元，同比增长 5.53%、243.64%、24.88%，对应 EPS 分别为 0.28、0.96、1.20 元；考虑塑米城增发，我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 7.90、133.26、185.16 亿元，同比增长-39.95%、1585.98%、38.95%，归属母公司净利润分别为 2.04、9.02、10.81 亿元，同比增长 5.52%、342.09%、19.92%，对应 EPS 分别为 0.28、1.00、1.20 元。公司目前股价对应 2017 年 16×PE，考虑到公司未来在维生素 E 板块、塑米城板块和新材料板块等都有较大发展空间，2017 年维生素 E 业务和塑料 B2B 业务有望分别贡献 7.5 亿和 1.5 亿利润，公司价值明显被低估，给予公司维生素 E 业务 2017 年 17 倍 PE（技术突破享受估值溢价）、医药中间体业务 22 倍 PE、塑料 B2B 业务 30 倍 PE，对应目标价为 20-22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**维生素 E 价格波动的风险；竞争加剧的风险；塑米城定增方案过会不确定性的风险；公司维生素 E 投产及销售不及预期的风险。

内容目录

行业供给大幅减少& 2 万吨新增, 维生素 E (粉) 价格先扬后抑, 预计 2017 年以后维稳 55 元/Kg	
以上	- 5 -
从供给侧看: 短期原料受限+中长期产业结构调整使得维生素 E 产量降低..	- 5 -
从需求端看: 饲料商品化程度上升+医药需求上升促使维生素 E 需求以 4%-9%稳步上升	- 6 -
我们认为维生素 E (粉) 价格先扬后抑, 预计 2017 年以后维稳 55 元/Kg 以上	- 7 -
攻克异植物醇和氢醌两大技术瓶颈, 冠福股份大举进军 V _E 行业.....	- 8 -
大研发低成本, 维生素 E 板块有望大幅增厚冠福业绩.....	- 9 -
收购塑米城, 打造维生素前端销售平台, 协同效应明显.....	- 10 -
盈利预测.....	- 13 -
盈利预测	- 13 -
来源: 中泰证券研究所	- 14 -
相对估值法: 20-22 元.....	- 16 -
投资建议.....	- 16 -
风险提示.....	- 17 -
维生素 E 价格波动的风险.....	- 17 -
竞争加剧的风险	- 17 -
塑米城定增方案过会不确定性的风险	- 17 -
公司维生素 E 投产及销售不及预期的风险	- 17 -

图表目录

图表 1: 全球维生素 E 生产商产能格局 (单位: 万吨)	- 5 -
图表 2: 供给减少+价格冰点驱动维生素 E 开始涨价.....	- 5 -
图表 3: 维生素主要应用于饲料添加剂、医药以及食品等.....	- 6 -
图表 4: 全球饲料产量保持稳健增长.....	- 6 -
图表 5: 国内药品市场增速维持在 10% 以上.....	- 7 -
图表 6: 2007 年-至今维生素 E (粉) 市场报价走势 (单位: 元/Kg)	- 7 -
图表 7: 我们预计 2017 年由于供需格局改变均价 (粉) 维稳 55 元/Kg 以上....	- 7 -
图表 8: 能特科技 V _E 两大原料新工艺技术路线示意图.....	- 8 -
图表 9: 能特科技 2,3,5-三甲基氢醌等和多个 V _E 生产商达成合作	- 8 -
图表 10: 能特科技维生素 E 项目主要建设规划.....	- 9 -
图表 11: 国产维生素 E (油) 成本推算	- 10 -
图表 12: 冠福股份维生素 E 业务贡献利润敏感性测算.....	- 10 -
图表 13: 塑米城与找钢网的模式高度相似.....	- 11 -
图表 14: 塑米城已建立完整的线上线下供应链平台.....	- 11 -
图表 15: 公司业绩承诺利润年复合增长率为 144.95%.....	- 11 -

图表 16: 相较于其他电商平台来看, 塑米城盈利模式分为前端现货业务和中后端增值服务业务.....	- 12 -
图表 17: 公司募集资金持续在中后端供应链服务上投入	- 12 -
图表 18: 塑米城”信息系统建设项目功能示意图	- 13 -
图表 19: 冠福股份产品拆分 (百万元) (不考虑塑米城增发方案)	- 14 -
图表 20: 冠福股份期间费用率和所得税率假设 (百万元) (不考虑塑米城增发方案)	- 14 -
图表 21: 冠福股份产品拆分 (百万元) (考虑塑米城增发方案, 医药中间体业务和维生素 E 业务同 图表 19)	- 15 -
图表 22: 冠福股份期间费用率和所得税率假设 (百万元) (考虑塑米城增发方案)	- 16 -
图表 23: 可比公司估值 (考虑塑米城增发方案)	- 16 -
图表 24: 冠福股份财务预测模型 (不考虑塑米城增发方案)	- 18 -
图表 25: 冠福股份财务预测模型 (考虑塑米城增发方案)	- 18 -

行业供给大幅减少 & 2 万吨新增，维生素 E（粉）价格先扬后抑，预计 2017 年以后维稳 55 元/Kg 以上

从供给侧看：短期原料受限+中长期产业结构调整使得维生素 E 产量降低

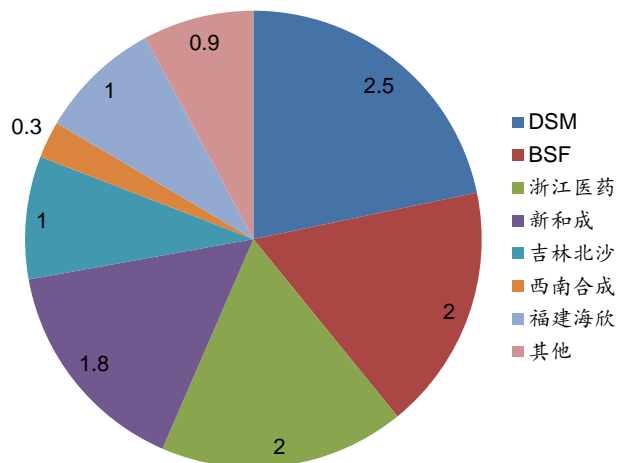
- **短期：原料乙酰乙酸甲酯减少+G20 停产等多因素导致短期维生素 E 供给大幅减少，驱动价格上扬。**今年起，维生素 E 行业产能受到两大因素影响大幅减少：（1）江苏海安县政府决定自 4 月 20 日起对包括天成化工在内的海安化工园区所有企业实行停产整顿。天成化工主要产品包括乙酰乙酸酯(1.4 万吨/年)。5 月 28 日海安化工园区企业转产转型意见出台，支持精细化工园区化工企业转产转型。（2）7 月份宁波余姚王龙集团工厂发生气体泄漏事故。两个事件导致维生素 E 的原料乙酰乙酸甲酯来源受到限制，将直接影响维生素 E 生产。（3）此外，今年 G20 峰会将在 9 月 4 日与 5 日在杭州召开，以主场馆为中心方圆 50 千米、100 千米以及 300 千米的范围进行为期约 1 个月的停产管控。新和成已明确将会停产约 1 个月左右。**多重因素叠加导致维生素 E 供给大幅减少，短期价格进入上涨周期已成必然。**

➢ 维生素 E (V_E) 作为一种重要的维生素类产品，被广泛运用于饲料、医药和食品等行业。全球维生素 E 产能约 12 万吨，主要生产厂商包括 DSM（帝斯曼）、BSF（巴斯夫）以及国内的浙江医药、新和成、吉林北沙、福建海欣和西南合成，各生产商的产能如图表 1 所示。7 大生产商控制了全球维生素 E 90%以上的产能，垄断格局明显。

- **中长期：产业结构调整明确，环保要求限制产能。**今年 8 月份 DSM 瑞士工厂因装置和技术问题被要求整改，设置环保排放目标，下降厂区装置负荷至少 30%，预计维生素 E 产量减少大约 7500 吨左右。随着欧洲环保政策趋于严格，DSM 等国际维生素 E 生产厂商限产将成为常态。而我国发改委在 2011 年出台了产业结构调整指导目录并在 2013 年进行修订，对于包括维生素 E 原料等在内的维生素类原料生产装置严格采取限制产能过剩化学原料药新建的措施。未来中国淘汰落后产业和过剩产业、严控环保污染问题成为国家调控主要方向，中长期行业趋势使得维生素 E 产能进一步受限。我们认为，DSM 降产 30%等将成为行业常态。**短期原料乙酰乙酸甲酯减少和 G20 停产、中长期 DSM 降产 30%等产业结构调整等多因素导致维生素 E 供给大幅减少。**

图表 1：全球维生素 E 生产商产能格局（单位：万吨）

图表 2：供给减少+价格冰点驱动维生素 E 开始涨价



来源：公司公告，中泰证券研究所

价格

价格已处于40元/千克的
历史冰点，大部分企业处
于亏损停产或微利状态
生产商或已开始采取控货
措施

产量

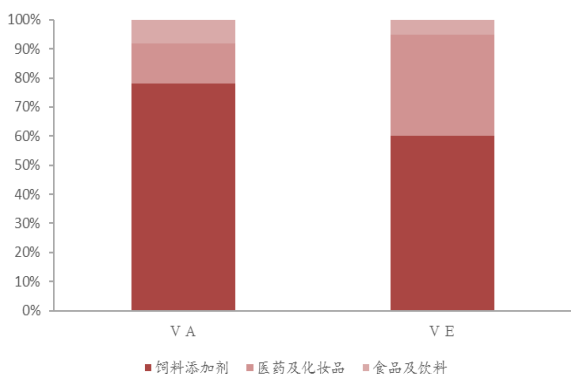
(1) 4月份天成化工因
园区环保问题被迫停产。
7月份宁波王龙工厂爆炸；
(2) DSM由于环保原因
降产30%；
(3) 产业结构调整 and 环
保要求成为必然。

来源：中泰证券研究所

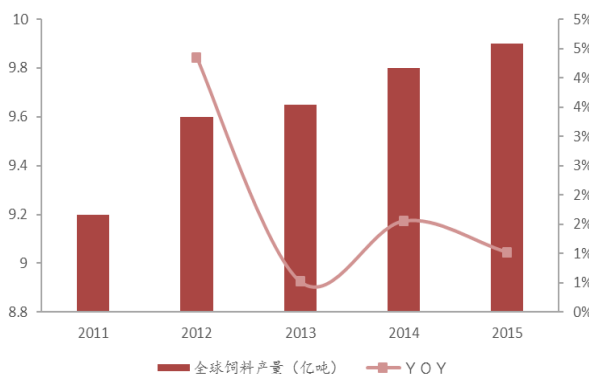
从需求端看：饲料商品化程度上升+医药需求上升促使维生素E需求以4%-9%稳步上升

- **商品化饲料需求强劲，维生素E添加是大势所趋。**维生素E主要用于饲料、医药以及食品等，分别大约占维生素需求总量的60%、35%、5%，维生素整体景气度受下游饲料以及医药需求的影响。饲料受整体畜牧行情等因素影响，行业稳健增长趋势明显，行业整体增速大约保持在1-5%左右。维生素E对动物的生长发育以及繁殖等生理方面发挥重要的作用，饲料添加维生素是发展精饲料喂养的重要趋势，即饲料商品化程度提升维生素的需求量。商品化饲料整体向好，商品化将拉动维生素稳健增长。
- **药品需求潜力巨大，维生素E添加保证稳健增长。**在医药应用领域，维生素应用类似于饲料应用，主要是作为添加剂使用。随着国内健康需求的持续增强以及消费能力的提升，国内对药品等需求持续增强，在医药应用领域，维生素需求量有望稳步提升。参考国内药品增速，我们认为未来在医药领域的维生素添加剂的增速大约在5-10%左右。从饲料以及药品两个需求侧角度分析，饲料用维生素增速大约为5-8%，药品大约为5-10%，那么预测未来5年维生素增速大约为 $60% * (5-10%) + 35% * (5-8%) + 5% * (0-5%) = (\min=4.75\%, \max=9.25\%)$ ，增速区间大约为4.75%到9.25%，需求端维生素仍能保持稳健增长。

图表 3：维生素主要应用于饲料添加剂、医药以及食品等



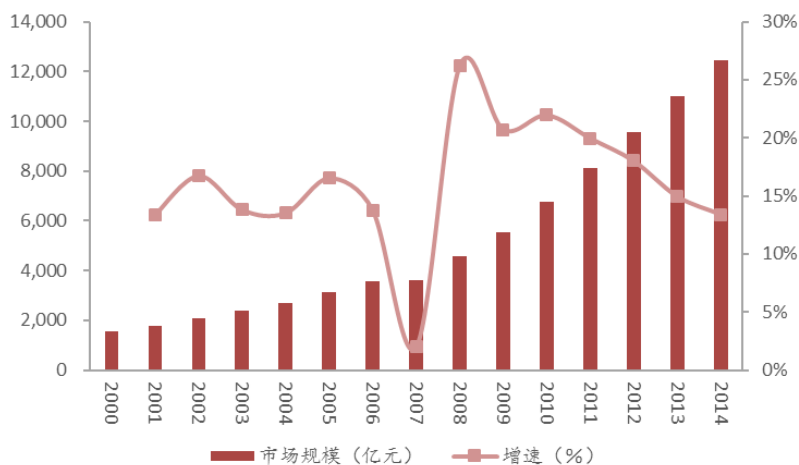
图表 4：全球饲料产量保持稳健增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：国内药品市场增速维持在 10% 以上

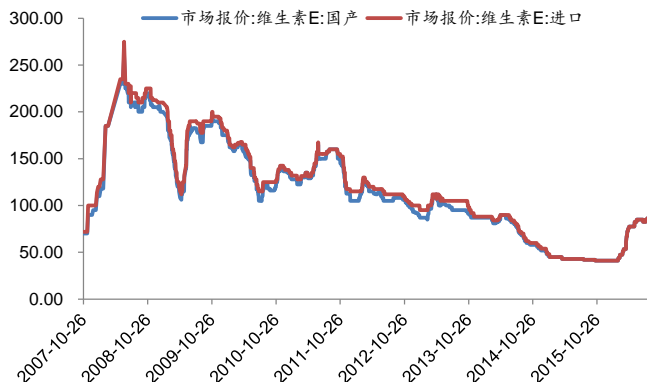


来源：中泰证券研究所

我们认为维生素 E（粉）价格先扬后抑，预计 2017 年以后维稳 55 元/Kg 以上

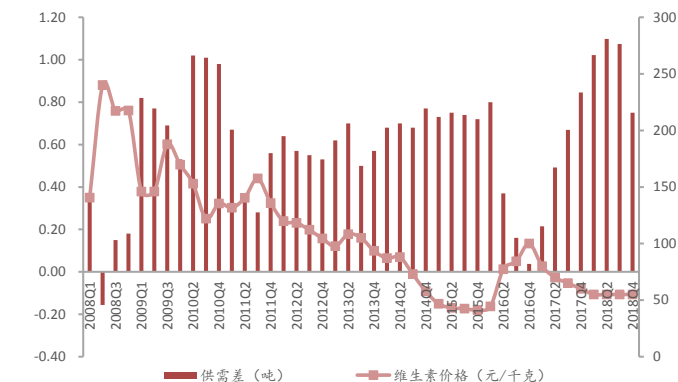
- 我们认为维生素 E（粉）价格先扬后抑，预计 2017 年以后维稳 55 元/Kg 以上。我们统计了 2007 年 10 月起的维生素 E（粉）市场报价，可以看出在经历 2008 年高点之后维生素 E（粉）价格一路下滑，至 2015 年 10 月下降至 41 元/Kg 的历史冰点并企稳，之后开始上扬走势。40 元/Kg 左右的价格使得西南合成等成本较高的维生素 E 生产商已进入停产阶段，维生素 E 产能得到有效压制。2016 年由于原料乙酰乙酸甲酯减少、设备检修和 G20 致停产导致维生素 E 价格迅速上升；而 2017 年开始由于：（1）冠福股份维生素 E2 万吨产能投产；（2）环保问题导致 DSM 维生素 E 产能一直受限并有进一步下调可能。在供需格局转变下我们认为维生素 E（粉）价格先扬后抑，预计 2017-2018 年均价维稳 55 元/Kg 以上。

图表 6：2007 年-至今维生素 E（粉）市场报价走势（单位：元/Kg）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：我们预计 2017 年由于供需格局改变均价（粉）维稳 55 元/Kg 以上

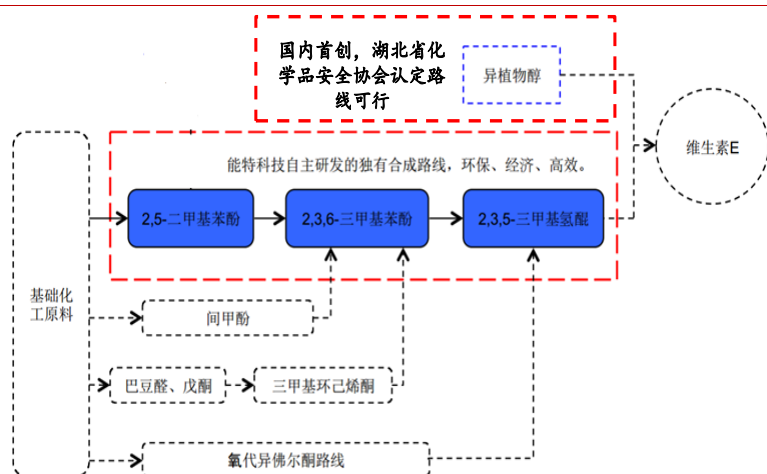


来源：中泰证券研究所

攻克异植物醇和氢醌两大技术瓶颈，冠福股份大举进军 V_E 行业

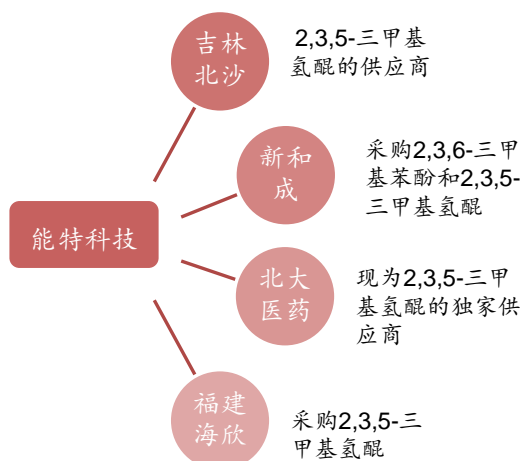
- 国内首创异植物醇生产工艺，突破维生素 E 合成两大原料工艺限制。维生素 E 的两大主要原料包括异植物醇（支链）和三甲基氢醌（主环），技术难度和原材料来源导致维生素 E 行业的大集团格局。2011 年子公司能特科技独家完成 2,3,6-三甲基苯酚独有合成路线的攻克，2014 年实现空气氧化和加氢还原法 2,3,5-三甲基氢醌的规模化生产，2016 年 8 月 1 日公司公告攻克异植物醇合成新工艺，该异植物醇的创新工艺获得如下殊荣：
 - 经湖北省科学技术信息院认定为国内首创工艺；
 - 经湖北省化学品安全协会组织国内知名的化工专家进行论证并对中试现场查勘，给出“该反应原理及技术路线可行，项目生产工艺过程安全可靠”的结论；
 - 该新工艺与老工艺相比更加清洁、环保、高效，而且生产成本更低。
- 2,3,5-三甲基氢醌已成功建立规模优势，获得多个 V_E 生产商采购订单。2011 年能特科技自主研发的 2,3,6-三甲基苯酚独有合成路线入选中组部“千人计划”创业项目。该工艺以 2,5-二甲基苯酚为原料，通过定位甲基化合成 2,3,6-三甲基苯酚，再经空气氧化和加氢还原反应合成 2,3,5-三甲基氢醌的独有合成路线。相比传统工艺，能特科技的合成路线环保、经济、高效，且合成 2,5-二甲基苯酚的原料为基础化工材料，供应量十分充足、资源丰富。能特科技 2014 年 8 月已实现各步骤产品的大规模生产，建立了规模优势，该产品目前大量销售给新和成、吉林北沙、北大医药和福建海欣等维生素 E 生产商，同时该产品线上的不同产品还曾经销售给 DSM（帝斯曼）、BSF（巴斯夫）、浙江医药等客户。

图表 8：能特科技 V_E 两大原料新工艺技术路线示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：能特科技 2,3,5-三甲基氢醌等和多个 V_E 生产商达成合作



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 冠福股份完成 V_E 原料核心卡位，看好其延伸入下游 V_E 生产行业的竞争优势。鉴于：（1）主流厂家均配置三甲基氢醌的生产线，公司相关车间产能无法全部释放；（2）公司在另一原材料异植物醇上完成了合成工艺

的巨大突破，公司决定延伸产业链到维生素 E 生产，2016 年 8 月 1 日公司公告全资子公司能特科技投资建设年产 2 万吨维生素 E 项目。我们认为，公司在维生素 E 生产上具备质量和成本优势，V_E 原料氢醌和异植物醇核心卡位已经确立，看好其延伸入下游 V_E 生产行业的竞争优势。

图表 10: 能特科技维生素 E 项目主要建设规划

分类	内容
项目建设规模	项目拟形成年产 2 万吨维生素 E 的生产能力，包括维生素 E 合成和喷粉车间及维生素 E 的配套中间体—异植物醇合成车间。
项目建设时间	项目建设期为自项目批准后不超过 10 个月。
资金来源	能特科技滚存未分配利润、新增银行贷款等自筹资金。
项目总投资	本项目总投资估算为 57,600 万元
项目投产盈利预测	本项目达产后年均新增营业收入约 14 亿元，新增净利润 3 亿元，税后投资回收期（含建设期为 3~3.5 年）。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **上游原料规模化+大产能使得公司在维生素 E 价格上具备强话语权。**公司生产的维生素 E 核心原料 2,3,5-三甲基氢醌成功建立规模优势并大量销售给新和成、吉林北沙、北大医药和福建海欣等维生素 E 生产商，2015 年前 5 大客户中包括吉林北沙的销售额 4,594 万元，此外公司维生素 E 的 2 万吨产能占全球产能的 15% 以上，正式投产后将成为目前已知的维生素 E 生产巨头之一。上游原料规模化+大产能使得公司在维生素 E 价格上具备较强话语权，竞争格局演变为浙江医药（2 万吨）、新和成（1.8 万吨）以及能特和它的合作方（2 万吨+2.3 万吨左右），涨价后其他维生素 E 厂商复产对冠福股份的压力也相对有限。

大研发低成本，维生素 E 板块有望大幅增厚冠福业绩

- **V_E 项目投产后有望为公司贡献 7.34-10.16 亿左右净利润，有效提高公司盈利能力。**能特科技的维生素 E 投产项目作为环保高效的新型生产工艺，大概率顺利通过相关行政主管部门的审批，预计最快将于 2016 年底顺利投产，为公司贡献稳定现金流支持。根据 8 月 1 日公司公告的投资建设年产 2 万吨维生素 E 项目情况，预计达产后年新增净利润 30,000 万元。以浙江医药、新和成等厂家成本测算行业维生素 E（油）平均生产成本约为 68 元/Kg；结合异植物醇和氢醌的成本优势，我们认为能特科技维生素 E 的成本可以降低至 50 元/Kg 甚至以下。根据我们测算的 50 元/kg 的成本价，以 2007 年至今最低点 74 元/kg 开始以 10 元/kg 为间隔设置敏感性分析，假定项目正式投产后产能利用率达到 100%、税率与现在一致，则保守预计维生素 E 业务（单纯考虑税率）有望为公司贡献 7.34-10.16 亿左右的净利润，维生素 E 价格（油）每上升 10 元/Kg 即可为公司增厚 1.41 亿元利润，大幅提升公司盈利能力。

 - 根据公告显示维生素 E 项目建设期不超过 10 个月。考虑工艺创新带来审批难度降低、维生素 E 涨价驱动公司加速项目建设等，我们判断公司维生素 E 项目 2016 年年底-2017 年年初将顺利投产，2017 年开始为公司贡献业绩。
 - 基于短期原料乙酰乙酸甲酯减少和 G20 停产、中长期 DSM 降产

30%等产业结构调整等多因素导致维生素 E 供给大幅减少，我们认为维生素 E 价格 2-3 年的上涨周期已经开启。因此：(1)，以 2007 年至今最低点 74 元/kg 开始以 10 元为间隔设置敏感性分析，目前的维生素（油）价格为 164 元/kg。该测算尚未考虑大概率存在的维生素 E 涨价可能性。(2) 公司维生素 E 的需求端稳定，产能利用率和产销率可以保持在 100%水平。

- 按照 50 元/Kg 的成本价预测，扣除公司增值税（17%税率）和所得税（高新企业 15%所得税率）。
- 冠福股份维生素 E 项目投产后维生素 E 价格有一定回调，预计 2017 年维生素 E（油）平均价格在 102-122 元/Kg 左右（对应粉 55 元/Kg 左右）。

图表 11：国产维生素 E（油）成本推算

项目	浙江医药	新和成
维生素E成本（万元）	92221.21	80373.18
产能（万吨）	2	1.8
全球产能（万吨）	12	12
产能占比（%）	16.67%	15.00%
全球需求量（万吨）	8	8
产能占比推算销量（万吨）	1.33	1.20
成本价（元/Kg）	69.17	66.98

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12：冠福股份维生素 E 业务贡献利润敏感性测算

项目	07年至今 价格最低 点	保守预计2017年平均价格区 间					目前市场 价					吉林北沙 进入前行 业稳定价
		41	50	55	60	65	70	75	80	86	90	
维生素粉价格（元/Kg）	41	50	55	60	65	70	75	80	86	90	95	100
维生素油价格（元/Kg）	74	92	102	112	122	132	142	152	164	172	182	192
能特成本价（元/Kg）	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
利润（元/Kg）	24	42	52	62	72	82	92	102	114	122	132	142
产量（万*Kg）	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
产能利用率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
税前利润（亿元）	4.8	8.4	10.4	12.4	14.4	16.4	18.4	20.4	22.8	24.4	26.4	28.4
增值税	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
所得税	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利润（亿元）	3.39	5.93	7.34	8.75	10.16	11.57	12.98	14.39	16.09	17.21	18.63	20.04

来源：公司公告，中泰证券研究所

收购塑米城，打造维生素前端销售平台，协同效应明显

- 收购塑米城，协同效应明显，打造前端维生素交易性平台。参考我们之前发布的《中泰证券供应链服务系列报告之五：资本切入塑料 B2B，行业风头正劲》，2014 年公司收购能特科技转型医药中间体，至 2015 年

底公司战略性的剥离传统主业，全面加码医药中间体，公司实现主业的完美转型。在能特科技拥有较强的研发技术的大背景下，公司欠缺前端的销售通道，大规模建设销售团队成本较高，且回报周期较长。综合考虑，公司收购塑米城将有利于公司中后端的研发成果对接前端入口，与公司将要投产的维生素产生较强的协同效应，后期或可通过电商平台，实现维生素的实时报价。

- **收购塑料 B2B 龙头塑米城，打造 B2B 塑料供应链闭环，增强公司弹性空间。**从公司整体结构来看，收购有利于打通冠福股份前端入口，能特科技开发的高科技产品可通过塑米城前端入口进行销售，扫除了公司前端销售的障碍，符合公司“新材料+医药中间体+维生素”三大业务驱动的战略，协同效应明显。除此之外，收购塑米城并非仅仅给予公司带来协同效应的上升空间。其“自营+供应链服务”模式优势明显，有望成为塑料大宗商品电商的细分独角兽，塑米城此次被收购后，基本扫清了融资障碍，有利于其快速切入中后端服务链，未来具备一定的成长空间。

图表 13：塑米城与找钢网的模式高度相似

公司	模式	盈利能力
塑米城	自营+供应链服务	15年0.25亿元
找钢网	撮合起步+自营突破口+供应链服务	已实现盈利
目标一致：搭建大宗商品交易环节闭环，建立资金流、信息流、物流平台，成为大宗商品细分领域龙头		

来源：公司公告，中泰证券研究所

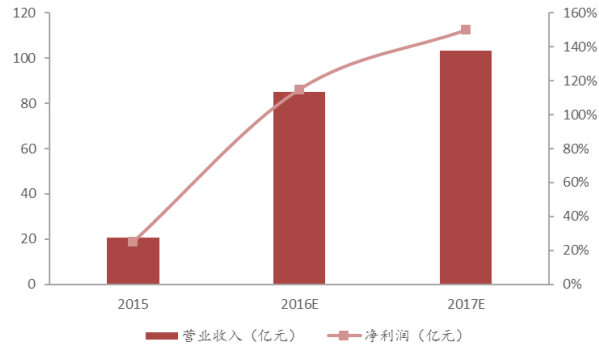
图表 14：塑米城已建立完整的线上线下供应链平台



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **塑米城“自营+供应链服务”模式优越，有望突围成功。**塑米城借助互联网平台，减少中间交易环节，提高产业链效率，整合终端客户需求，降低企业生产成本，以拥有特色的“自营+供应链服务”模式为主要突破口，与目前钢铁市场上成功企业找钢网类似，打造“京东版”塑料电商平台。目前市场上存在两种模式：以塑米城、快塑网以及我的塑料网为代表的自营类平台，以找塑料网、化塑汇等为代表的撮合交易平台，对比来看发展较好的自营类模式的平台。传统化工电商平台主要提供资讯和信息，用户粘性较低，而“塑米城”供应链电商平台专注于服务塑料原料领域，能够获取真正终端用户的交易需求，使得行业内的上下游用户都可以通过“塑米城”供应链电商平台直接进行货物交易，高效安全，消除行业痛点。

图表 15：公司业绩承诺利润年复合增长率为 144.95%



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 盈利模式方面，与其他撮合交易以及资讯类平台不同，塑米城以现货业务以及供应链服务为主要盈利点。**我们不可否认大宗商品渠道利润较薄的行业特点，在盈利模式上，塑米城以类京东的模式，利用信息以及自身平台优势，在上游拿下较低的商品，然后销售给下游企业，赚取差价，这是当前塑米城盈利的主要模式。但我们认为这仅仅是塑米城发展的第一阶段；而第二阶段，与南极电商园区平台类似，塑米城规划建立全产业链专业电子商务平台，为客户构建免费找货、跨境交易、物流找车等一站式交易服务体系。以现货业务以及供应链服务盈利，从线上回归到线下，逐步导入中后端供应链服务，打造一站式服务，从而实现全产业链效率提升。并利用服务赚取流量以及利润，增长驱动力有望实现“现货业务+供应链服务”的双轮驱动。

图表 16：相较于其他电商平台来看，塑米城盈利模式分为前端现货业务和中后端增值服务业务

网站名称	基本情况	盈利模式
找塑料	主要提供通用塑料、工程塑料和热塑弹性体的供求信息并撮合交易	以撮合交易、会员服务费为主
卖塑郎	为塑料交易平台，目前已经上线的主要品种为聚乙烯和聚丙烯	
化塑汇	塑料交易的互联网+服务，借助大数据为买卖双方提供撮合服务，线上交易、线下执行的模式	
慧聪网	国内领先的B2B在线交易平台	以行业资讯、广告、会员、刊物等服务盈利。
阿里巴巴橡塑咨询	国内最大的B2B在线交易平台	以行情资讯以及交易服务盈利
广东塑料交易所	为塑料交易平台，目前已经上线的品种齐备，并提供各类塑料价格指数	以现货业务，金融服务盈利
我的塑料网	塑料原料分销B2B电子商务平台，去中介化交易新模式。以塑料采购与销售业务为核心，配套结算、物流、融资以及信息服务	以现货业务、供应链服务盈利
塑米城	塑化全产业链专业电子商务平台，为客户构建免费找货、寄售委托、自营商场、跨境交易、物流找车，金融业务等一站式交易、服务体系。	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：公司募集资金持续在中后端供应链服务上投入

募投项目名称	投资总额 (亿元)	拟投资额 (亿元)
支付本次交易现金对价	2.77	2.77
支付中介机构费用	0.30	0.30
区域运营中心及配套物流园区建设项目	3.53	3.53
塑米城信息系统建设项目	0.40	0.40
合计	7.00	7.00

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：“塑米城”信息系统建设项目功能示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测

盈利预测

- 不考虑塑米城增发，我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 7.90、23.26、25.66 亿元，同比增长-39.95%、194.26%、10.34%，归属母公司净利润分别为 2.04、7.01、8.75 亿元，同比增长 5.53%、243.64%、24.88%，对应 EPS 分别为 0.28、0.96、1.20 元；考虑塑米城增发，我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 7.90、133.26、185.16 亿元，同比增长-39.95%、1585.98%、38.95%，归属母公司净利润分别为 2.04、9.02、10.81 亿元，同比增长 5.52%、342.09%、19.92%，对应 EPS 分别为 0.28、1.00、1.20 元。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：(1) 不考虑过会：公司整体毛利率保持微幅上升。医药中间体

分为普通产品和定制产品，定制产品受客户要求、产品种类影响波动较大，但整体营收占比小，对整体毛利率波动影响较小；新产品维生素 E 营收占比不断上升，本身属于高毛利率产品，销售占比的扩大提高了整体毛利率水平。(2) 考虑过会：公司整体毛利率保持微幅上升大幅下降。医药中间体和维生素 E 产品的毛利率变化如(1)所假设，但由于塑米城并表，塑米城的营收占比达到总营收的 85%左右，毛利率极低的塑米城业务大幅拉低公司整体毛利率。

- 对期间费用和所得税的假设：
 - 销售费用率方面，随着新产品维生素 E 投产上市，公司销售费用率自 2017 年开始将持续上升。
 - 管理费用率方面，子公司能特科技目前在研项目多，研发投入较多，预计未来管理费用率仍将缓慢提升。
 - 财务费用率：公司随着现金流入增多，银行存款利息收入有较大增加，带来财务费用的明显下降。
 - 所得税：我们认为未来三年将保持在 15%。

图表 19：冠福股份产品拆分（百万元）（不考虑塑米城增发方案）

医药中间体						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）		32962.99	40969.51	54038.87	13579.86	13824.43
同比（%）			24.29%	31.90%	-74.87%	1.80%
营业成本（万元）			23084.10	27019.44	6789.93	6912.21
同比（%）				17.05%	-74.87%	1.80%
毛利率（%）			43.66%	50.00%	50.00%	50.00%
维生素						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
产能（吨）				20000	20000	20000
产能利用率（%）				0%	90%	100%
产量（吨）				0	18000	20000
销量（吨）				0	18000	20000
价格（元/千克）				168	118	118
营业收入（万元）			0	0	212400	236000
同比（%）						11.11%
营业成本				100000	100000	100000
同比（%）					0	0
毛利率					52.92%	57.63%
其他营业收入						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（亿元）				2.5	0.66	0.68
同比（%）					-73.60%	3.03%
营业成本（亿元）				2.25	0.59	0.61
同比（%）					-73.60%	3.03%
毛利率（%）				10%	10%	10%
合计						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总营业收入（百万元）	1867.16	1873.93	1316.25	790.39	2325.80	2566.24
同比（%）		0.36%	-29.76%	-39.95%	194.26%	10.34%
总营业成本（百万元）	1622.61	1626.64	992.81	549.771	1220.522	1224.670
同比（%）		0.25%	-38.97%	-44.62%	122.01%	0.34%
毛利率（%）				30.44%	47.52%	52.28%

来源：中泰证券研究所

图表 20：冠福股份期间费用率和所得税率假设（百万元）（不考虑塑米城增发方案）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业费用	150.07	95.74	112.41	31.62	209.32	230.96
%销售收入	8.04%	5.11%	8.54%	4.00%	9.00%	9.00%
管理费用	103.76	98.20	121.46	79.04	186.06	205.30
%销售收入	5.56%	5.24%	9.23%	10.00%	8.00%	8.00%
财务费用	62.49	80.93	90.73	22.02	22.02	22.02
%销售收入	3.35%	4.32%	6.89%	2.79%	0.95%	0.86%
所得税	12.65	28.40	34.62	35.17	122.26	152.67
所得税率	33.08%	89.88%	15.32%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：中泰证券研究所

图表 21: 冠福股份产品拆分 (百万元) (考虑塑米城增发方案, 医药中间体业务和维生素 E 业务同图表 19)

医药中间体						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)		32962.99	40969.51	54038.87	13579.86	13824.43
同比 (%)			24.29%	31.90%	-74.87%	1.80%
营业成本 (万元)			23084.10	27019.44	6789.93	6912.21
同比 (%)				17.05%	-74.87%	1.80%
毛利率 (%)			43.66%	50.00%	50.00%	50.00%
维生素						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
产能 (吨)				20000	20000	20000
产能利用率 (%)				0%	90%	100%
产量 (吨)				0	18000	20000
销量 (吨)				0	18000	20000
价格 (元/千克)				168	118	118
营业收入 (万元)			0	0	212400	236000
同比 (%)						11.11%
营业成本				100000	100000	100000
同比 (%)					0	0
毛利率					52.92%	57.63%
其他营业收入						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)				2.5	0.66	0.68
同比 (%)					-73.60%	3.03%
营业成本 (亿元)				2.25	0.59	0.61
同比 (%)					-73.60%	3.03%
毛利率 (%)				10%	10%	10%
塑米城						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)			20	80	110.00	159.50
同比 (%)				300.00%	37.50%	45%
毛利率 (%)			2.10%	2.20%	2.30%	2.40%
营业成本 (亿元)			19.58	78.24	107.47	155.67
同比 (%)				299.59%	37.36%	44.85%
毛利 (亿元)			0.42	1.76	2.53	3.83
冠福股份						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总营业收入 (百万元)	1867.16	1873.93	1316.25	790.39	13325.80	18516.24
同比 (%)		0.36%	-29.76%	-39.95%	1585.98%	38.95%
总营业成本 (百万元)	1622.61	1626.64	992.81	549.771	11967.522	16791.870
同比 (%)		0.25%	-38.97%	-44.62%	2076.82%	40.31%
毛利率 (%)				30.44%	10.19%	9.31%

来源：中泰证券研究所

图表 22: 冠福股份期间费用率和所得税率假设 (百万元) (考虑塑米城增发方案)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业费用	150.07	95.74	112.41	31.62	266.52	370.32
%销售收入	8.04%	5.11%	8.54%	4.00%	2.00%	2.00%
管理费用	103.76	98.20	121.46	79.04	106.61	148.13
%销售收入	5.56%	5.24%	9.23%	10.00%	0.80%	0.80%
财务费用	62.49	80.93	90.73	22.02	22.02	22.02
%销售收入	3.35%	4.32%	6.89%	2.79%	0.17%	0.12%
所得税	12.65	28.40	34.62	35.17	157.28	188.61
所得税率	33.08%	89.88%	15.32%	15.00%	15.00%	15.00%

来源: 中泰证券研究所

相对估值法: 20-22 元

- 选取 A 股同样主营维生素 E 生产的浙江医药和新和成作为可比公司, 平均 PE 为 14×16PE, 12×17PE。公司目前股价对应 2017 年 16×PE, 考虑到公司未来在维生素 E 板块、塑米城板块和新材料板块等都有较大发展空间, 2017 年维生素 E 业务和塑料 B2B 业务有望分别贡献 7.5 亿和 1.5 亿利润, 公司价值明显被低估, 给予公司维生素 E 业务 2017 年 17 倍 PE (技术突破享受估值溢价)、医药中间体业务 22 倍 PE、塑料 B2B 业务 30 倍 PE, 对应目标价为 20-22 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 23: 可比公司估值 (考虑塑米城增发方案)

公司名称	代码	股价	EPS			PE			净利润增速 (%)		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
维生素E厂商											
浙江医药	600216.SH	14.09	0.83	1.08	NA	17.04	13.09	NA	378.36	30.23	NA
新和成	002001.SZ	24.12	1.30	1.35	1.54	18.54	17.86	15.64	252.35	3.79	14.24
行业平均						17.79	15.47	15.64			
医药中间体厂商											
醋化股份	603968.SH	27.91	0.83	1.05	1.18	33.78	26.60	23.57	62.64	26.97	12.87
联化科技	002250.SZ	15.46	0.73	0.90	1.12	21.17	17.16	13.81	-4.45	23.34	24.25
行业平均						27.47	21.88	18.69			
冠福股份	002102.SZ	16.19	0.28	1.00	1.20	50.32	14.09	11.74	5.52	342.09	19.92

来源: Wind (截止 2016.08.15), 中泰证券研究所

投资建议

- 公司转型医药中间体和维生素领域决心强, 子公司能特科技具备较强的研发能力和技术壁垒, 维生素 E 业务 2017 年起将为公司提供稳定现金流。此外, 公司积极布局塑料 B2B 业务, 具备一定成长空间。考虑到 2017 年公司维生素 E 业务进入收获期, 业绩有望爆发式增长, 我们认为冠福股份的合理估值区间为 20-22 元。给予“买入”评级。

风险提示

维生素 E 价格波动的风险

- 维生素 E（粉）自 2016 年 2 月份开始涨价，价格从年初的 42 元/Kg 到现在的 87 元/Kg 左右，上涨幅度超过 100%。后续维生素 E 价格走势存在不确定性。

竞争加剧的风险

- 维生素 E 涨价后会吸引行业其他生产厂商加入维生素 E 的生产行列，原停产厂家也会通过复产加入竞争，维生素 E 市场存在竞争加剧、价格下跌的风险。

塑米城定增方案过会不确定性的风险

- 公司非公开发行股份并支付现金购买塑米城方案仍处于证监会审查阶段，存在不能通过审查顺利发行的风险。

公司维生素 E 投产及销售不及预期的风险

- 冠福股份的维生素 E 项目按照公告预计建设期不超过 10 个月，不排除项目建设投产不及预期的风险；该产品属于市场的“新入者”，在销售完成情况上存在一定的不确定性。

图表 24: 冠福股份财务预测模型 (不考虑塑米城增发方案)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销货净收入	1,867	1,874	1,316	790	2,002	2,206	货币资金	183	156	232	2,069	2,976	3,582
增长率	168.29%	0.4%	-29.8%	-40.0%	153.3%	10.2%	应收账款	137	412	1,143	468	593	658
销货成本	-1,597	-1,622	-915	-512	-1,182	-1,190	存货	291	404	105	151	234	235
%收入	85.5%	86.6%	69.5%	64.7%	59.1%	53.9%	其他流动资产	33	125	31	25	54	51
毛利	270	252	402	279	819	1,016	流动资产合计	644	1,097	1,510	2,712	3,857	4,526
%收入	14.5%	13.4%	30.5%	35.3%	40.9%	46.1%	%总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	54.5%	58.9%
销售及行政费用	-260	-200	-242	-114	-350	-386	长期投资	694	876	1,029	1,029	1,029	1,029
%收入	13.9%	10.6%	18.4%	14.5%	17.5%	17.5%	固定资产	421	748	526	489	432	351
EBITDA	10	52	159	164	469	630	无形资产	212	1,697	1,696	1,507	1,656	1,665
%收入	0.6%	2.8%	12.1%	20.8%	23.4%	28.5%	非流动资产合计	1,370	3,366	3,362	3,136	3,227	3,155
折旧与摊销	-32	-30	-78	-38	-38	-34	%总资产	68.0%	75.4%	69.0%	53.6%	45.5%	41.1%
%收入	1.7%	1.6%	5.9%	4.8%	1.9%	1.6%	资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,084	7,681
EBIT	-22	22	81	126	431	595	短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
%收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	21.5%	27.0%	应付款项	497	958	371	288	673	654
利息费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22	其他流动负债	21	64	46	21	48	51
投资收益	85	-2	134	80	85	91	流动负债	1,166	1,539	936	1,712	2,484	2,468
税前经营收益	1	-61	125	185	494	665	长期贷款	22	646	734	734	734	734
%收入	0.0%	-3.2%	9.5%	23.4%	24.7%	30.1%	其他长期负债	143	219	293	293	293	293
其他非经营收益	37	92	101	50	54	56	负债	1,331	2,405	1,963	2,739	3,510	3,495
税前利润	38	32	226	234	548	721	普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	3,541	4,161
%收入	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	27.4%	32.7%	少数股东权益	28	26	43	38	33	26
所得税	-13	-28	-35	-35	-82	-108	负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,084	7,681
所得税率	33.1%	89.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	比率分析						
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-5	-7		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
归属于普通股股东净利润	28	6	193	204	471	620	每股指标						
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	23.5%	28.1%	每股收益(元)	0.069	0.009	0.265	0.280	0.646	0.851
							每股净资产(元)	1.600	3.231	3.933	4.213	4.859	5.710
							每股经营现金净流(元)	0.122	-0.266	0.093	0.911	0.769	0.608
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	4.28%	0.28%	6.74%	6.64%	13.30%	14.90%
							总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	6.65%	8.07%
							投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	16.25%	22.38%
							增长率						
							主营业务收入增长率	168.29%	0.36%	-29.76%	-39.95%	153.27%	10.21%
							EBIT增长率	74.18%	201.99%	262.63%	55.39%	241.41%	38.10%
							净利润增长率	37.39%	-79.70%	3296.32%	5.53%	130.93%	31.60%
							总资产增长率	3.26%	121.61%	9.17%	20.03%	21.15%	8.43%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	24.0	38.0	61.1	80.0	30.0	30.0
							存货周转天数	75.5	76.7	93.4	100.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	34.5	28.0	35.0	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	77.1	107.0	158.7	188.4	61.2	39.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	71.32%	49.02%	35.11%	2.20%	-13.41%	-25.92%
							EBIT利息保障倍数	0.2	0.6	1.8	7.5	21.3	28.6

来源: 中泰证券研究所

图表 25: 冠福股份财务预测模型 (考虑塑米城增发方案)

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销货净收入	1,867	1,874	1,316	790	13,002	18,156
增长率	168.29%	0.4%	-29.8%	-40.0%	1545.0%	39.6%
销货成本	-1,597	-1,622	-915	-512	-11,929	-16,757
%收入	85.5%	86.6%	69.5%	64.7%	91.8%	92.3%
毛利	270	252	402	279	1,072	1,399
%收入	14.5%	13.4%	30.5%	35.3%	8.2%	7.7%
销售及行政费用	-260	-200	-242	-114	-416	-581
%收入	13.9%	10.6%	18.4%	14.5%	3.2%	3.2%
EBITDA	10	52	159	164	656	818
%收入	0.6%	2.8%	12.1%	20.8%	5.0%	4.5%
折旧与摊销	-32	-30	-78	-38	-38	-34
%收入	1.7%	1.6%	5.9%	4.8%	0.3%	0.2%
EBIT	-22	22	81	126	618	783
%收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	4.8%	4.3%
利息费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22
投资收益	85	-2	134	80	85	91
税前经营收益	1	-61	125	185	681	853
%收入	0.0%	-3.2%	9.5%	23.4%	5.2%	4.7%
其他非经营收益	37	92	101	50	54	56
税前利润	38	32	226	234	735	909
%收入	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	5.7%	5.0%
所得税	-13	-28	-35	-35	-110	-136
所得税率	33.1%	89.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-7	-9
归属于普通股股东净利润	28	6	193	204	632	782
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	4.9%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	26	3	191	199	625	773
少数股东损益	0	0	0	-5	-7	-9
非现金支出	45	49	89	38	38	34
非经营收益	-57	14	-87	-108	-117	-126
营运资金变动	37	-234	-125	534	17	-420
经营活动现金净流	50	-167	68	659	556	252
资本开支	38	19	131	-238	75	-94
投资	9	-55	-512	0	0	0
其他	0	10	-5	80	85	91
投资活动现金净流	-29	-65	-648	318	9	185
股权募资	0	0	585	0	2,103	0
债权募资	68	333	154	884	360	0
其他	-45	-130	-102	-29	-22	-22
筹资活动现金净流	23	203	637	855	2,441	-22
现金净流量	44	-29	57	1,832	3,006	415

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	183	156	232	2,069	5,082	5,506
应收款项	137	412	1,143	468	3,853	5,417
存货	291	404	105	151	2,295	3,220
其他流动资产	33	125	31	25	502	661
流动资产合计	644	1,097	1,510	2,712	11,733	14,805
%总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	78.4%	82.4%
长期投资	694	876	1,029	1,029	1,029	1,029
固定资产	421	748	526	489	432	351
无形资产	212	1,697	1,696	1,507	1,656	1,665
非流动资产合计	1,370	3,366	3,362	3,136	3,227	3,155
%总资产	68.0%	75.4%	69.0%	53.6%	21.6%	17.6%
资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	14,960	17,960
短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
应付款项	497	958	371	288	6,015	8,118
其他流动负债	21	64	46	21	318	443
流动负债	1,166	1,539	936	1,712	8,097	10,325
长期贷款	22	646	734	734	734	734
其他长期负债	143	219	293	293	293	293
负债	1,331	2,405	1,963	2,739	9,124	11,351
普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	5,805	6,586
少数股东权益	28	26	43	38	31	22
负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	14,960	17,960

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.069	0.009	0.265	0.280	0.702	0.868
每股净资产(元)	1.600	3.231	3.933	4.213	6.445	7.313
每股经营现金净流(元)	0.122	-0.266	0.093	0.911	0.626	0.290
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.28%	0.28%	6.74%	6.64%	10.89%	11.87%
总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	4.22%	4.35%
投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	21.80%	24.13%
增长率						
主营业务收入增长率	168.29%	0.36%	-29.76%	-39.95%	1544.99%	39.64%
EBIT增长率	74.18%	201.99%	262.63%	55.36%	389.68%	26.71%
净利润增长率	37.39%	-79.70%	3296.32%	5.52%	209.86%	23.68%
总资产增长率	3.26%	121.61%	9.17%	20.03%	155.83%	20.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.0	38.0	61.1	80.0	30.0	30.0
存货周转天数	75.5	76.7	93.4	100.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	34.5	28.0	35.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	77.1	107.0	158.7	188.4	9.4	4.8
偿债能力						
净负债/股东权益	71.32%	49.02%	35.11%	2.20%	-44.30%	-45.53%
EBIT利息保障倍数	0.2	0.6	1.8	7.5	29.8	37.1

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。