



醋化股份(603968)

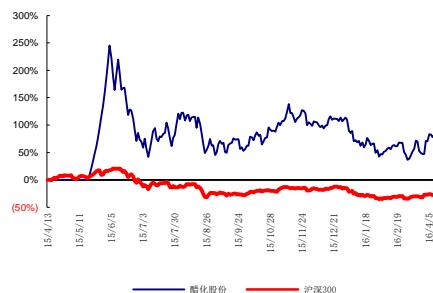
目标价: 41.4

昨收盘: 27.03

化工 化学制品

供给收缩迎来行业拐点，突发事件增加业绩弹性

■ 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)	5,527/3,692
12 个月最高/最低(元)	49.24/19.23

相关研究报告:

《醋化股份(603968): 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: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 李泽江

电话: 010-88321612

E-MAIL: lizejiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080041

事件: 公司 8 月 25 日公布半年报告, 1-6 月份实现营业收入 6.30 亿元, 同比下降 7.48%; 归属于上市公司股东净利润 0.68 亿元, 同比增长 3.90%; 扣非净利润为 0.57 亿元, 同比下降 0.59%; EPS 为 0.33 元, 同比下降 19.51%; 加权平均净资产收益率为 6.14%, 下降了 4.27 个百分点。

一季度受氯基吡啶不景气拖累半年业绩, 但二季度开始氯基吡啶开始转好, 而双乙烯酮、双乙甲酯、山梨酸钾产业链在轮番涨价下业绩大幅回升。一季度和半年报显示, 公司一季度营收 2.90 亿元, 二季度 3.40 亿元, 环比增长 17.24%; 一季度归属上市公司净利润为 0.19 亿元, 二季度为 0.49 亿元, 环比大幅提升 157.89%。进一步分析发现, 拖累一季度业绩的主要原因是公司氯基吡啶医药农药中间体行情低迷所致, 通过跟踪发现, 二季度逐步转好。在 4 月份江苏天成生化停产及自身行业供给收缩推动下, 占公司业绩大头的食品添加剂领域的双乙烯酮、双乙甲酯、山梨酸钾产业链迎来大幅增长, 从价格上看, 行业内双乙烯酮从 4 月份的 8300 元/吨涨到 6 月底的 13800 元/吨; 双乙甲酯价格从 4 月份的 7000 元/吨涨到 6 月底的 12000 元/吨; 山梨酸钾也大幅上涨, 轮番涨价使得公司二季度业绩大幅提升。

山梨酸钾产能出清, 行业龙头话语权与议价能力大增, 未来具备持续涨价的可能。2011 年由于防腐剂行业高景气度, 山梨酸(钾)产能扩张迅速, 从而导致其价格自 2012 年以来持续下跌, 部分中小型企业退出市场, 市场集中度持续提升, 目前宁波王龙、金能科技、昆达生物、保圣科技、醋化股份前五家企业产能达到 18.7 万吨, 占国内总产能 79.6%, 行业龙头的话语权与议价能力大增。国外日本大赛璐、德国 Nutrinova, 规模均为几千吨, 产品主要供应本国市场, 由于环保原因, 未来几年并无扩能计划。由于山梨酸(钾)生产过程产生废水量很大(吨产品副产 5-6 吨废水)、废水成分复杂(COD 超过 10000, 包含各种有机酸、醛、酮等数十种有机物, SS, 氨氮), 对周边环境污染较大, 目前在环保高压下, 复产具备很大的难度。同时山梨酸及其盐类是目前国际上公认最安全的化学防腐剂之一, 未来山梨酸(钾)替代苯甲酸钠的空间巨大。从下游来看, 山梨酸(钾)较食品主要原料而言成本普遍占比很小, 下游客户对价格不敏感, 接受程度高, 所以提价有基础。

突发事件将增加涨价空间, 增加业绩弹性。4 月 19 日位于江苏泰州海安县的江苏天成因环保停产整顿, 我们判断此次停产将会迫使其异地搬迁, 停产时间至少 1 年以上。该公司拥有 3.9 万吨双乙烯酮产能, 占国

内 20%左右。7 月 27 日作为国内最大的竞争对手宁波王龙双乙烯酮装置发生泄漏，恰逢 G20 峰会期间，我们判断装置重启至少在 10 月以后。宁波王龙双乙烯酮产能 5 万吨，占国内 25.6%，山梨酸钾产能 6.0 万吨，占国内 25.5%，影响很大。此外，保圣科技 3.0 万吨山梨酸钾装置有可能于今年年底前彻底退出。接二连三的突发事件将大幅增加产品涨价空间，增加公司业绩弹性。

5000 吨双乙烯酮、2 万吨双乙甲酯和 1.1 万吨山梨酸钾募投项目将陆续投产，未来几年将迎来收获期。山梨酸钾项目和乙酰乙酸甲酯建设项目旨在能有效解决公司面临的产能不足问题，在行业供给收缩的背景下扩产，未来几年将逐步迎来收获期。

维持“买入”评级：公司的主要产业链双乙烯酮-双乙甲酯-山梨酸钾迎来重要行业拐点，且主要竞争对手保圣科技很有可能彻底退出，江苏天成和宁波王龙停产加剧了产品涨价的预期。所以我们预计未来 2 年公司有望迎来业绩的高速增长。我们预计 2016-2018 年公司每股收益分别为 0.92 元、1.15 元、1.33 元，维持“买入”的投资评级。

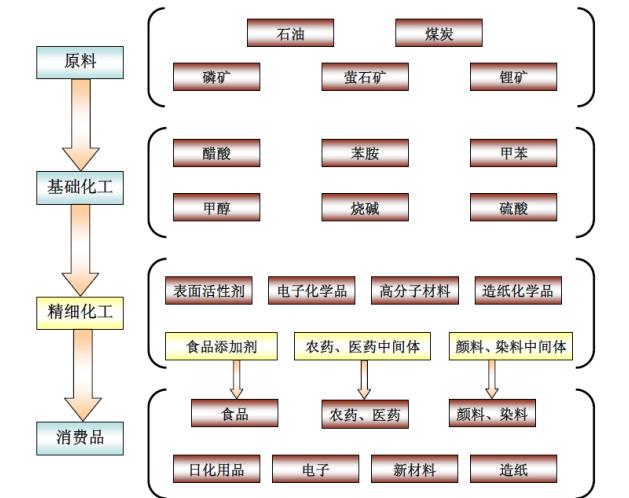
风险提示：原材料价格大幅波动，环保风险，募投项目不达预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1242	1710	2145	2535
(+/-%)	-12.72%	38.3%	25.4%	18.2%
净利润(百万元)	104	188	235	271
(+/-%)	4.24%	80.7%	25.0%	15.3%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.92	1.15	1.33
市盈率(PE)	52	29	23	20

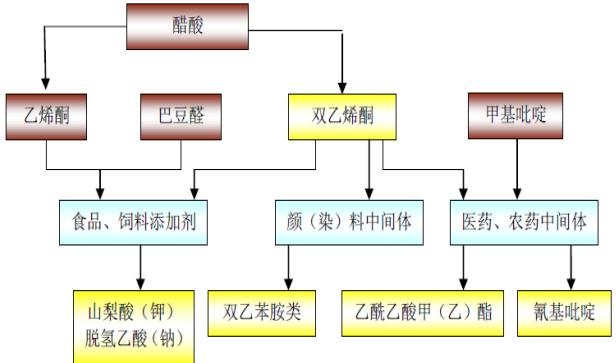
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：公司主要产品所处的产业链



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 2：公司四大产品产业链简图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 3：公司主要产品产能及扩能计划（万吨）

产品	目前产能	扩能计划
食品、饲料添加剂		
山梨酸（钾）	27000	11000
脱氢乙酸（钠）	3400	
医药农药中间体		
氨基吡啶	10000	
乙酰乙酸甲（乙）酯	20000	20000
颜（染）料中间体		
乙酰乙酰苯胺类主要产品	5000	

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 4：我国山梨酸（钾）生产企业及产能（万吨）

企业	地点	山梨酸	山梨酸钾	合计
王龙集团	浙江余姚	3.5	2.5	6.0
金能科技	山东济南	2.0	2.0	4.0
保圣科技	浙江杭州	1.8	1.2	3.0
昆达生物	山东临沂	-	-	3.0
醋化股份	江苏南通	-	-	2.7
如皋市江北添加剂	江苏南通	0.5	0.6	1.1
如皋市长江食品	江苏南通	0.4	0.4	0.8
大寨璐（南宁）	广西南宁	0.2	0.5	0.7
江西新王龙	江西新余	-	-	0.7
先锋科技	山东临沂	0.3	0.4	0.7
百事特	江苏南通	-	-	0.6
奥凯生物	江苏南通	0.2	0	0.2
合计				23.5

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	57	548	607	829	1215	营业收入	1423	1242	1718	2154	2546
应收和预付款项	241	219	286	348	401	营业成本	1169	1012	1348	1691	1999
存货	87	98	126	155	178	营业税金及附加	8	8	11	13	16
其他流动资产	8	4	4	4	4	销售费用	32	31	48	60	71
流动资产合计	393	869	1023	1336	1798	管理费用	79	86	108	139	173
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	19	3	-8	-18	-25
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	11	4	4	4	4
固定资产	618	585	497	409	322	投资收益	0	4	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	-5	1	0	0	0
无形资产开发支出	70	68	60	52	44	营业利润	101	103	208	263	309
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	16	15	15	15	15
其他非流动资产	9	13	13	13	13	利润总额	118	118	223	279	324
资产总计	1090	1536	1595	1811	2177	所得税	18	14	35	44	53
短期借款	290	236	0	0	0	净利润	100	104	188	235	281
应付和预收款项	198	200	329	334	449	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	32	0	0	0	0	归母股东净利润	100	104	188	235	271
其他负债	48	15	15	15	15						
负债合计	568	451	343	349	463						
股本	77	204	204	204	204	预测指标					
资本公积	65	397	397	397	397		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	380	484	650	861	1112	毛利率	-	18.37%	21.5%	21.5%	21.5%
归母公司股东权益	522	1085	1251	1463	1714	销售净利率	-	7.00%	8.36%	11.51%	11.69%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	-	12.62%	-12.72%	38.30%	25.40%
股东权益合计	522	1085	1251	1463	1714	EBIT 增长率	-	44.15%	-3.93%	70.90%	23.95%
负债和股东权益	1090	1536	1595	1811	2177	净利润增长率	59.43%	4.24%	80.70%	25.00%	15.30%
现金流量表(百万)						ROE	-	19.09%	9.57%	15.81%	17.22%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROA	-	12.63%	8.61%	14.17%	15.46%
经营性现金流	144	158	308	233	398	ROIC	-	14.98%	12.88%	23.03%	34.45%
投资性现金流	-58	-48	13	13	13	EPS(X)	-	0.51	0.92	1.15	1.33
融资性现金流	-95	328	-261	-24	-25	PE(X)	-	52	29	23	20
现金增加额	-6	448	60	222	386	PB(X)	-	10.38	5.00	4.33	3.71
						PS(X)	-	3.81	4.36	3.16	2.52
						EV/EBITDA(X)	-	11.36	25.77	15.17	12.38

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%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。