

冠福股份 (002102.SZ)

与 Amyris 公司签订法尼烯独家供应协议及合作框架，确保 V_E 项目竞争优势

 评级：**买入**

 前次：**买入**

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 10 月 11 日

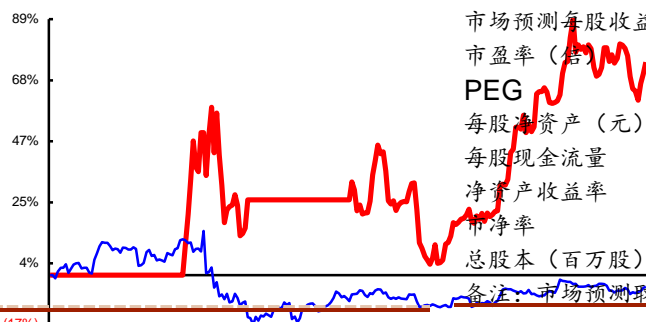
基本状况

总股本(百万股)	729
流通股本(百万股)	403
市价(元)	17.65
市值(百万元)	12,862
流通市值(百万元)	7,105

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

股价与行业-市场走势对比



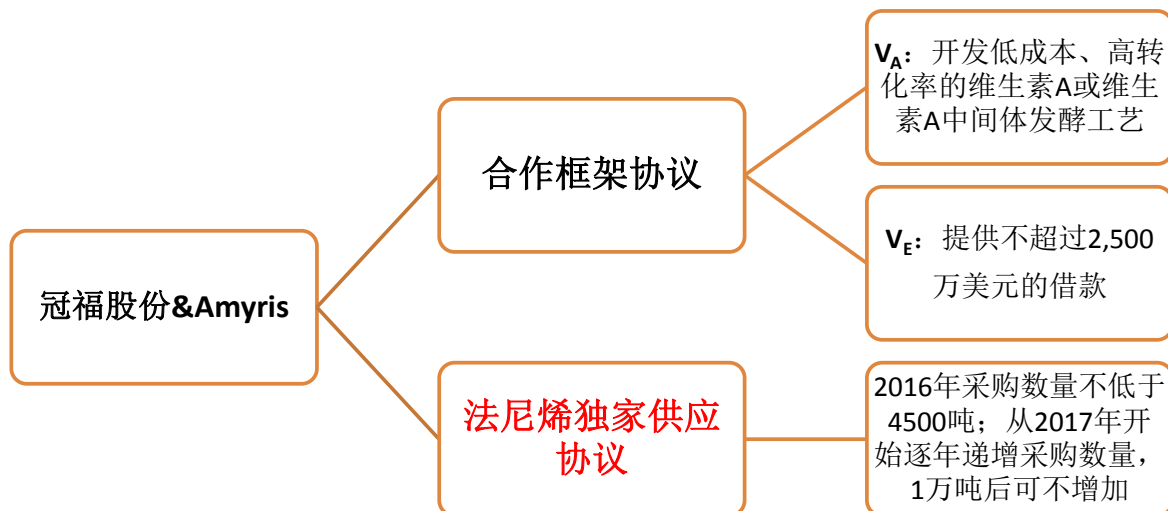
投资要点

- 事件：2016 年 10 月 11 日，公司公告与美国 Amyris 公司的法尼烯供应协议和长期合作框架协议。**根据法尼烯供应协议，全资子公司能特科技有限公司享有美国 Amyris 公司生产的法尼烯产品在维生素 E 领域的独家使用权利，采购量在 2016 年不低于 4500 吨的基础上逐年递增，1 万吨后不再增加；为保证独家采购权，Amyris 公司享有维生素 E 售价超过 65 元/Kg 以上部份的 30% 扣税后的“超额利益共享”权利。长期合作框架协议则包括：(1) 500 万美元以认股权证形式认购 1,000 万股 Amyris 股票 (占 4%)，展开维生素 A 及中间体合作开发计划；(2) 根据 Amyris 经营需要，冠福向其提供总计不超过 2,500 万美元的借款。
- 点评：与 Amyris 公司签订法尼烯独家供应协议及合作框架，确保 VE 项目竞争优势，维持“买入”评级。**此前我们在深度报告《冠福股份(002102.SZ)-攻克技术瓶颈大举进军 VE 行业，明年业绩有望大爆发》中已强调过，子公司能特科技即将投产的 2 万吨维生素 E 生产项目具备显著的质量和成本优势，两大主要原料异植物醇和 2,3,5-三甲基氢醌均已完成独有工艺的技术攻克，且在 2,3,5-三甲基氢醌上已成功建立规模优势。此次与美国 Amyris 公司签订的独家供应协议及合作框架，确保公司在维生素 E 领域的成本优势和 2017 年该业务的业绩大爆发，而维生素 A 合作协议更进一步提升公司未来想象空间。
- 法尼烯全球采购独家供应协议确保公司在维生素 E 领域的成本优势，助力 2017 年 V_E 业绩大爆发。**Amyris 公司作为全球唯一一家以发酵法生产法尼烯的公司 (独家专利)，通过改造酵母将植物来源糖转化为法尼烯在内的各种烃分子，2015 年 10 月已宣布将法尼烯生产成本降低至 1.75 美元/L，在法尼烯等发酵技术上具备显著优势。此次与美国 Amyris 公司签订的法尼烯全球采购独家供应协议进一步保证了公司在异植物醇上的成本控制优势，且该原料不能销售给其他任何维生素 E 及维生素 E 中间体的生产企业，确保

冠福股份的 V_E 竞争优势在短期内不被赶超。在采购数量上，2016 年不低于 4500 吨的基础上逐年递增，1 万吨后可不再增加，完全可以满足公司 2 万吨 V_E 的投产计划。此外，“超额利益共享”的深度合作模式进一步确保了法尼烯的独家使用权。

- **维生素 A 合作开发计划进一步提升公司未来想象空间。**根据长期合作框架协议，公司以 500 万美元认股权证形式认购 1,000 万股 Amyris 股票（占 4%），并展开维生素 A 及中间体合作开发计划。Amyris 是全球工业生物技术革命领先的可再生品企业，其转基因酵母的合成生物技术平台技术世界领先。维生素 A 同样属于技术累计导致的寡头垄断行业，新技术的突破导致的成本优势同样可以使相关企业直接受益。而基于法尼烯和 V_E 项目的成功经验，我们认为 Amyris 大概率能够成功研发出低成本、高转化率的维生素 A 或维生素 A 中间体生物发酵菌种与工艺，一旦研发成功能特科技将成为该成果的唯一受益方。
- **长期来看，公司医药中间体和塑料 B2B 双主业将驱动公司进入增长模式“新时代”。**基于对能特科技的后续研发产品储备、公司开拓塑料 B2B 业务的预期以及医药中间体和电商平台之间的较强协同效应，我们认为公司有望通过成本优势和销售渠道变革进一步打开市场空间，扩大公司营收规模。
- **盈利预测与投资建议：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，维持“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。**

图表 1：冠福股份和美国 Amyris 公司的合作情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：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	2,326	2,566	货币资金	183	156	232	2,069	3,125	3,973
增长率	168.29%	0.4%	-29.8%	-40.0%	194.3%	10.3%	应收账款	137	412	1,143	468	689	766
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%	50.8%	46.4%	其他流动资产	33	125	31	25	54	51
毛利	270	252	402	279	1,143	1,376	流动资产合计	644	1,097	1,510	2,712	4,102	5,024
%收入	14.5%	13.4%	30.5%	35.3%	49.2%	53.6%	%总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	56.0%	61.4%
销售及行政费用	-260	-200	-242	-114	-407	-449	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	736	927	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%	31.7%	36.1%	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%	44.0%	38.6%
%收入	1.7%	1.6%	5.9%	4.8%	1.6%	1.3%	资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,329	8,179
EBIT	-22	22	81	126	698	892	短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
%收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	30.0%	34.8%	应付款项	497	958	371	288	685	666
利息费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22	其他流动负债	21	64	46	21	53	57
投资收益	85	-2	134	80	85	91	流动负债	1,166	1,539	936	1,712	2,501	2,486
税前经营收益	1	-61	125	185	761	962	长期贷款	22	646	734	734	734	734
%收入	0.0%	-3.2%	9.5%	23.4%	32.7%	37.5%	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	3,528	3,513
税前利润	38	32	226	234	815	1,018	普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	3,771	4,646
%收入	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	35.0%	39.7%	少数股东权益	28	26	43	38	30	20
所得税	-13	-28	-35	-35	-122	-153	负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,329	8,179
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	-8	-10		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
归属于普通股股东净利润	28	6	193	204	701	875	每股指标						
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	30.1%	34.1%	每股收益(元)	0.069	0.009	0.265	0.280	0.962	1.201
							每股净资产(元)	1.600	3.231	3.933	4.213	5.175	6.376
							每股经营现金净流(元)	0.122	-0.266	0.093	0.911	0.973	0.940
							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%	18.59%	18.84%
							总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	9.56%	10.70%
							投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	25.44%	32.27%
							增长率						
							主营业务收入增长率	168.29%	0.36%	-29.76%	-39.95%	194.26%	10.34%
							EBIT增长率	74.18%	201.99%	262.63%	55.39%	453.12%	27.76%
							净利润增长率	37.39%	-79.70%	3296.32%	5.53%	243.64%	24.88%
							总资产增长率	3.26%	121.61%	9.17%	20.03%	25.33%	11.61%
							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	52.7	34.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	71.32%	49.02%	35.11%	2.20%	-16.51%	-31.63%
							EBIT利息保障倍数	0.2	0.6	1.8	7.5	33.4	42.1

来源：中泰证券研究所

图表 3: 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售净收入	1,867	1,874	1,316	790	13,326	18,516	货币资金	183	156	232	2,069	5,262	5,971
增长率	168.29%	0.4%	-29.8%	-40.0%	1586.0%	39.0%	应收款项	137	412	1,143	468	3,949	5,525
销售成本	-1,597	-1,622	-915	-512	-11,929	-16,757	存货	291	404	105	151	2,295	3,220
% 收入	85.5%	86.6%	69.5%	64.7%	89.5%	90.5%	其他流动资产	33	125	31	25	502	661
毛利	270	252	402	279	1,396	1,759	流动资产合计	644	1,097	1,510	2,712	12,008	15,377
% 收入	14.5%	13.4%	30.5%	35.3%	10.5%	9.5%	% 总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	78.8%	83.0%
销售及行政费用	-260	-200	-242	-114	-426	-593	长期投资	694	876	1,029	1,029	1,029	1,029
% 收入	13.9%	10.6%	18.4%	14.5%	3.2%	3.2%	固定资产	421	748	526	489	432	351
EBITDA	10	52	159	164	970	1,166	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%	7.3%	6.3%	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%	21.2%	17.0%
% 收入	1.7%	1.6%	5.9%	4.8%	0.3%	0.2%	资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	15,235	18,532
EBIT	-22	22	81	126	932	1,132	短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
% 收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	7.0%	6.1%	应付款项	497	958	371	288	6,019	8,122
利息费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22	其他流动负债	21	64	46	21	323	449
投资收益	85	-2	134	80	85	91	流动负债	1,166	1,539	936	1,712	8,106	10,334
税前经营收益	1	-61	125	185	994	1,201	长期贷款	22	646	734	734	734	734
% 收入	0.0%	-3.2%	9.5%	23.4%	7.5%	6.5%	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	9,133	11,361
税前利润	38	32	226	234	1,049	1,257	普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	6,075	7,156
% 收入	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	7.9%	6.8%	少数股东权益	28	26	43	38	28	15
所得税	-13	-28	-35	-35	-157	-189	负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	15,235	18,532
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	-10	-13		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
归属于普通股股东净利润	28	6	193	204	902	1,081	每股指标						
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	6.8%	5.8%	每股收益(元)	0.069	0.009	0.265	0.280	1.001	1.201
							每股净资产(元)	1.600	3.231	3.933	4.213	6.745	7.945
							每股经营现金净流(元)	0.122	-0.266	0.093	0.911	0.825	0.607
							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%	14.84%	15.11%
							总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	5.92%	5.84%
							投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	31.72%	33.68%
							增长率						
							主营业务收入增长率	168.29%	0.36%	-29.76%	-39.95%	1585.98%	38.95%
							EBIT增长率	74.18%	201.99%	262.63%	55.36%	638.11%	21.46%
							净利润增长率	37.39%	-79.70%	3296.32%	5.52%	342.09%	19.92%
							总资产增长率	3.26%	121.61%	9.17%	20.03%	160.54%	21.64%
							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	9.2	4.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	71.32%	49.02%	35.11%	2.20%	-45.31%	-48.45%
							EBIT利息保障倍数	0.2	0.6	1.8	7.5	44.0	53.0

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。