

# 醋化股份 (603968.SH) 多种化学品行业

评级：增持 维持评级

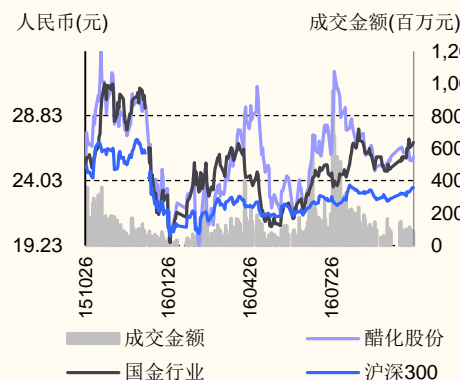
公司点评

市场价格 (人民币): 25.09 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	136.60
总市值(百万元)	5,271.49
年内股价最高最低(元)	33.57/19.23
沪深 300 指数	3367.45
上证指数	3131.94



## 相关报告

1. 《业绩符合预期 山梨酸钾与双乙甲酯贡献增量-醋化股份公司点评》，2016.8.25
2. 《王龙集团突发黑天鹅事件 公司有望充分受益-醋化股份公司点评》，2016.7.27
3. 《山梨酸 (钾) 与医药中间体行业有望迎来供需改善-醋化股份首次覆...》，2016.7.5

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001  
puqiang@gjzq.com.cn

霍莹 联系人  
htobkn@gjzq.com.cn  
(8622)66233248

陈煜 联系人  
chbanyu@gjzq.com.cn  
(8622)66233237

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.300	0.508	0.709	0.887	1.063
每股净资产(元)	6.81	5.31	6.02	6.90	7.97
每股经营性现金流(元)	1.90	0.82	0.70	1.14	1.24
市盈率(倍)	N/A	58.12	35.36	28.30	23.59
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	59.43%	4.24%	39.64%	24.95%	19.96%
净资产收益率(%)	19.09%	9.57%	11.79%	12.84%	13.35%
总股本(百万股)	76.68	204.48	204.48	204.48	204.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 醋化股份发布 2016 年三季报, 公司 1-3 季度实现收入 9.42 亿元, 同比下降 1.75%; 归属上市公司股东净利润 1.02 亿元, 同比增长 16.2%。其中三季度公司实现收入 3.12 亿元, 同比增长 12.27%; 实现归属上市公司股东净利润 3396 万元, 同比增长 52.36%。公司经营状况良好业绩符合预期。

## 经营分析

- **龙头产品受益行业格局改善 收入稳步提升:** 三季度公司主要产品山梨酸钾、双乙甲酯、脱氢乙酸等, 受益于行业格局改善以及龙头企业突发性事件性响, 价格较去年大幅提升; 同期农药中间体 2-氰基吡啶与 3-氰基吡啶受到下游需求低迷的影响, 价格同比呈现较大幅度下跌。整体来看行业格局改善对公司的正向作用仍大于农药中间体业务给公司带来的影响, 公司整体收入规模实现稳定增长。我们认为目前公司主要产品价格稳定, 叠加氰基吡啶类产品价格企稳回升影响, 四季度收入将大概率保持同比增长的趋势。
- **子公司拖累三季度业绩 四季度有望改善:** 公司全资子公司南通立洋化学主要产品氰基吡啶市场的持续低迷, 是拖累三季度公司业绩的主要原因。吡啶产业链受到下游农药行业景气度低迷影响, 从去年三季度以来价格持续下跌, 纯吡啶价格较去年同期下跌超过 8000 元, 氰基吡啶相关产品同比下降 10000 元左右, 全行业亏损严重。预计这一颓势将在四季度得到一定程度改善, 近期凡特鲁斯等国际吡啶巨头提高氰基吡啶报价, 我们认为公司农药中间体业务四季度将呈现一定程度的环比改善。
- **募投项目稳步推进 公司有望实现稳健增长:** 2 万吨双乙甲酯项目维持稳步推进, 预计在今年年底能实现试生产, 明年有望贡献业绩。考虑到天成生化退出市场所带来的相关产品的市场真空, 公司有望进一步提高自身市占率。我们认为公司作为国内醋酸下游衍生品生产的龙头企业, 在巩固自身优势产品的同时积极进行产能扩张增强市场地位, 公司有望在未来维持稳健增长。

## 投资建议

- 我们认为公司在本行业内具有较强的竞争优势和研发能力, 未来将继续深耕醋酸下游产业链, 企业未来具有较大的成长空间。我们预计 16-18 年公司的 EPS 分别为 0.71 元、0.89 元、1.06 元, 对应当前股价的 PE 分别为 35 倍、28 倍以及 24 倍, 维持对公司的“增持”评级。

图表 1：公司财务数据及盈利预测

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,264	1,423	1,242	1,344	1,566	1,664
增长率		12.6%	-12.7%	8.2%	16.5%	6.3%
主营业务成本	-1,067	-1,169	-1,012	-1,069	-1,231	-1,296
% 销售收入	84.5%	82.1%	81.5%	79.6%	78.6%	77.9%
毛利	196	255	230	275	335	368
% 销售收入	15.5%	17.9%	18.5%	20.4%	21.4%	22.1%
营业税金及附加	-5	-8	-8	-7	-8	-8
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-32	-32	-31	-33	-38	-40
% 销售收入	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用	-70	-79	-86	-78	-89	-93
% 销售收入	5.5%	5.6%	6.9%	5.8%	5.7%	5.6%
息税前利润（EBIT）	89	135	105	157	200	227
% 销售收入	7.1%	9.5%	8.5%	11.7%	12.8%	13.7%
财务费用	-30	-19	-3	-7	-7	6
% 销售收入	2.4%	1.3%	0.3%	0.5%	0.5%	-0.3%
资产减值损失	-2	-11	-4	0	0	0
公允价值变动收益	4	-5	1	0	0	0
投资收益	2	0	4	4	2	2
% 税前利润	2.9%	0.1%	3.3%	2.1%	1.0%	0.8%
营业利润	65	101	103	154	195	235
营业利润率	5.1%	7.1%	8.3%	11.4%	12.4%	14.1%
营业外收支	9	16	15	15	15	15
税前利润	73	118	118	169	210	250
利润率	5.8%	8.3%	9.5%	12.6%	13.4%	15.0%
所得税	-11	-18	-14	-24	-28	-32
所得税率	14.7%	15.4%	11.9%	14.0%	13.5%	13.0%
净利润	63	100	104	145	181	217
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	63	100	104	145	181	217
净利率	4.9%	7.0%	8.4%	10.8%	11.6%	13.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	63	100	104	145	181	217
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	61	76	70	53	49	46
非经营收益	26	23	-2	10	10	-3
营运资金变动	-35	-52	-3	-65	-7	-6
经营活动现金净流	115	146	169	144	233	254
资本开支	-76	-62	-52	-2	-4	-5
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	-2	4	4	4	2	2
投资活动现金净流	-78	-58	-48	0	-2	-3
股权募资	0	0	469	0	0	0
债权募资	-6	-24	-118	99	-138	-237
其他	-61	-69	-13	-23	-27	-14
筹资活动现金净流	-67	-93	338	76	-164	-251
现金净流量	-30	-5	459	220	67	0

来源：Wind，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	241	214	680	900	967	967
应收账款	168	228	209	305	331	339
存货	89	87	98	94	101	106
其他流动资产	32	22	15	24	27	27
流动资产	529	550	1,002	1,323	1,426	1,439
% 总资产	41.5%	43.9%	59.8%	67.7%	70.4%	71.4%
长期投资	7	7	7	8	7	7
固定资产	665	618	585	543	505	471
% 总资产	52.1%	49.3%	34.9%	27.8%	24.9%	23.4%
无形资产	72	70	68	78	87	96
非流动资产	746	702	673	631	601	575
% 总资产	58.5%	56.1%	40.2%	32.3%	29.6%	28.6%
资产总计	1,275	1,252	1,674	1,954	2,027	2,015
短期借款	329	337	250	475	337	100
应付款项	242	198	200	228	256	263
其他流动负债	15	23	14	21	23	23
流动负债	585	558	464	724	616	386
长期贷款	64	32	0	0	0	0
其他长期负债	156	140	125	0	0	0
负债	805	730	589	724	616	386
普通股股东权益	470	522	1,085	1,230	1,411	1,629
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,275	1,252	1,674	1,954	2,027	2,015

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.815	1.300	0.508	0.709	0.887	1.063
每股净资产	6.127	6.807	5.307	6.016	6.903	7.966
每股经营现金净流	1.495	1.900	0.824	0.703	1.141	1.244
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.31%	19.09%	9.57%	11.79%	12.84%	13.35%
总资产收益率	4.90%	7.96%	6.20%	7.42%	8.94%	10.79%
投入资本收益率	8.84%	12.87%	6.94%	7.92%	9.89%	11.44%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.42%	12.62%	-12.72%	8.20%	16.52%	6.26%
EBIT 增长率	6.17%	51.42%	-22.32%	49.27%	27.27%	13.70%
净利润增长率	-4.89%	59.43%	4.24%	39.64%	24.95%	19.96%
总资产增长率	3.94%	-1.75%	33.70%	16.73%	3.72%	-0.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.8	33.0	40.6	60.0	58.0	57.0
存货周转天数	31.0	27.4	33.4	32.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	48.0	47.0	47.2	48.0	47.0	46.0
固定资产周转天数	189.5	155.6	162.0	121.8	84.0	62.7
偿债能力						
净负债/股东权益	31.39%	29.69%	-39.60%	-34.58%	-44.63%	-53.22%
EBIT 利息保障倍数	3.0	7.3	31.6	22.5	27.2	-40.2
资产负债率	63.15%	58.32%	35.19%	37.06%	30.38%	19.15%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-05	增持	27.42	30.00~35.00
2	2016-07-27	增持	28.92	30.00~35.00
3	2016-08-25	增持	27.03	30.00~35.00

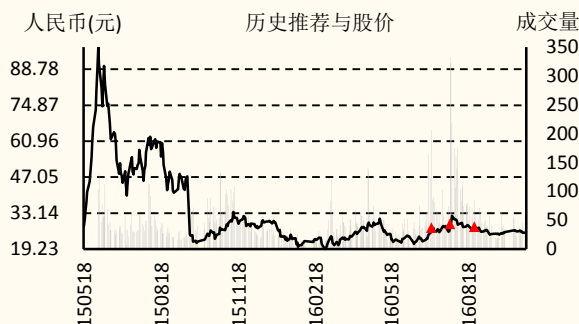
来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

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%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD