

冠福股份 (002102.SZ)

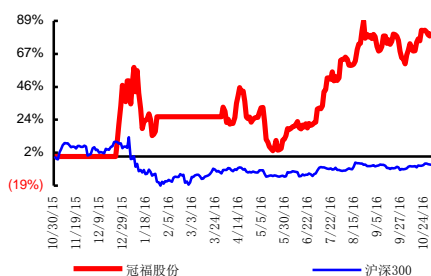
有序推进维生素 E 项目建设和塑米城过会，
未来增长动力强劲

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**6.67—7.33**
 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30日

基本状况

总股本(百万股)	2,186
流通股本(百万股)	1,208
市价(元)	6.03
市值(百万元)	13,183
流通市值(百万元)	7,282

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	987.72	1,081.37
净利润增长率	-79.70%	3296.32%	5.52%	384.26%	9.48%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.27	0.09	0.37	0.41
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	61.09	15.30	13.98
PEG	—	0.02	11.06	0.04	1.47
每股净资产(元)	3.23	3.93	1.40	2.25	2.65
每股现金流量	-0.27	0.09	0.30	0.30	0.22
净资产收益率	0.28%	6.74%	6.64%	16.59%	15.37%
市净率	2.72	3.78	4.06	2.54	2.15
总股本(百万股)	628.89	728.73	2,186.18	2,651.67	2,651.67

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：2016年10月30日，公司公告2016年三季报，实现营业收入7.20亿元，同比减少27.16%；归属于母公司股东的净利润为1.22亿元，同比增长126.62%；归属于母公司扣非后净利润为0.73亿元，同比增长147.36%。**
- **点评：业绩符合预期，有序推进维生素 E 项目建设和塑米城过会，未来增长动力强劲，维持“买入”。**2016年三季度公司有序推进维生素 E 项目，与美国 Amyris 公司达成了法尼烯独家供应和股权投资协议，全资子公司能特科技有限公司参股 Amyris 公司 1,000 万股（占 4%）并获得其生产的法尼烯在维生素 E 领域的独家使用权。根据公司公告塑米城 2016 年上半年已实现净利润 0.59 亿元，我们预计全年大概率实现 1.15 亿元净利润的业绩承诺，塑米城增发项目顺利过会可为公司提供又一利润增长点。我们维持原来的推荐逻辑，公司在完成原陶瓷、竹木、玻璃等家用品生产分销业务剥离的基础上顺利推进维生素 E 项目以及后续塑料 B2B 业务的展开，2017 年维生素 E 和塑米城有望分别贡献 7.3 亿和 1.5 亿利润，公司盈利能力大幅改善，维持“买入”。（请参考我们 8 月 15 日发布的深度报告《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》）
- **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。**公司已完成 2016 年中期资本公积金转增股本方案，因此我们相应调整股本和每股收益预测。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 0.09、0.32、0.40 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 0.09、0.34、0.41 元。公司目前股价对应 2017 年 17×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 7.3 亿和 1.5 亿利润，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 6.67-7.33 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
营业收入	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
营业成本	-1,629	-1,652	-993	-550	-1,221	-1,225	存货	291	404	105	151	234	235
% 销售收入	87.3%	88.2%	75.4%	69.6%	52.5%	47.7%	其他流动资产	33	125	31	25	54	51
毛利	238	222	323	241	1,105	1,342	流动资产	644	1,097	1,510	2,712	4,102	5,024
% 销售收入	12.7%	11.8%	24.6%	30.4%	47.5%	52.3%	% 总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	56.0%	61.4%
营业税金及附加	-6	-6	-8	-4	-11	-13	长期投资	694	876	1,029	1,029	1,029	1,029
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	421	748	526	489	432	351
营业费用	-150	-96	-112	-32	-209	-231	% 总资产	20.9%	16.8%	10.8%	8.4%	5.9%	4.3%
% 销售收入	8.0%	5.1%	8.5%	4.0%	9.0%	9.0%	无形资产	212	1,697	1,696	1,507	1,656	1,665
管理费用	-104	-98	-121	-79	-186	-205	非流动资产	1,370	3,366	3,362	3,136	3,227	3,155
% 销售收入	5.6%	5.2%	9.2%	10.0%	8.0%	8.0%	% 总资产	68.0%	75.4%	69.0%	53.6%	44.0%	38.6%
息税前利润 (EBIT)	-22	22	81	126	698	892	资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,329	8,179
% 销售收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	30.0%	34.8%	短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
财务费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22	应付款项	497	958	371	288	685	666
% 销售收入	3.3%	4.3%	6.9%	2.8%	0.9%	0.9%	其他流动负债	21	64	46	21	53	57
资产减值损失	-13	-19	-11	0	0	0	流动负债	1,166	1,539	936	1,712	2,501	2,486
公允价值变动收益	28	86	37	0	0	0	长期贷款	22	646	734	734	734	734
投资收益	85	-2	134	80	85	91	其他长期负债	143	219	293	293	293	293
% 税前利润	223.3%	—	59.3%	34.3%	10.4%	9.0%	负债	1,331	2,405	1,963	2,739	3,528	3,513
营业利润	16	6	151	185	761	962	普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	3,771	4,646
营业利润率	0.9%	0.3%	11.5%	23.4%	32.7%	37.5%	少数股东权益	28	26	43	38	30	20
营业外收支	22	26	75	50	54	56	负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,329	8,179
税前利润	38	32	226	234	815	1,018	比率分析						
利润率	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	35.0%	39.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-13	-28	-35	-35	-122	-153	每股指标						
所得税率	33.1%	89.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.069	0.009	0.265	0.093	0.321	0.400
净利润	26	3	191	199	693	865	每股净资产 (元)	1.600	3.231	3.933	1.404	1.725	2.125
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-8	-10	每股经营现金净流 (元)	0.122	-0.266	0.093	0.304	0.324	0.313
归属于母公司的净利润	28	6	193	204	701	875	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	30.1%	34.1%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	4.28%	0.28%	6.74%	6.64%	18.59%	18.84%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	9.56%	10.70%
净利润	26	3	191	199	693	865	投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	25.44%	32.27%
少数股东损益	0	0	0	-5	-8	-10	增长率						
非现金支出	45	49	89	38	38	34	营业收入增长率	168.29%	0.36%	-29.76%	-39.95%	194.26%	10.34%
非经营收益	-57	14	-87	-108	-117	-126	EBIT增长率	74.18%	201.99%	262.63%	55.39%	453.12%	27.76%
营运资金变动	37	-234	-125	534	95	-89	净利润增长率	37.39%	-79.70%	3296.32%	5.53%	243.64%	24.88%
经营活动现金净流	50	-167	68	659	701	675	总资产增长率	3.26%	121.61%	9.17%	20.03%	25.33%	11.61%
资本开支	38	19	131	-238	75	-94	资产管理能力						
投资	9	-55	-512	0	0	0	应收账款周转天数	24.0	38.0	61.1	80.0	30.0	30.0
其他	0	10	-5	80	85	91	存货周转天数	75.5	76.7	93.4	100.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-29	-65	-648	318	9	185	应付账款周转天数	34.5	28.0	35.0	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	585	0	0	0	固定资产周转天数	77.1	107.0	158.7	188.4	52.7	34.3
债权募资	68	333	154	884	360	0	偿债能力						
其他	-45	-130	-102	-29	-22	-22	净负债/股东权益	71.32%	49.02%	35.11%	2.20%	-16.51%	-31.63%
筹资活动现金净流	23	203	637	855	338	-22	EBIT利息保障倍数	-0.4	0.3	0.9	5.7	31.7	40.5
现金净流量	44	-29	57	1,832	1,048	838	资产负债率	66.08%	53.89%	40.29%	46.84%	48.13%	42.95%

来源：中泰证券研究所

图表 2：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
营业总收入	1,867	1,874	1,316	790	13,326	18,516	货币资金	183	156	232	2,069	5,056	5,766
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
营业成本	-1,629	-1,652	-993	-550	-11,968	-16,792	存货	291	404	105	151	2,295	3,220
% 销售收入	87.3%	88.2%	75.4%	69.6%	89.8%	90.7%	其他流动资产	33	125	31	25	502	661
毛利	238	222	323	241	1,358	1,724	流动资产	644	1,097	1,510	2,712	11,803	15,172
% 销售收入	12.7%	11.8%	24.6%	30.4%	10.2%	9.3%	% 总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	78.5%	82.8%
营业税金及附加	-6	-6	-8	-4	-53	-74	长期投资	694	876	1,029	1,029	1,029	1,029
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	固定资产	421	748	526	489	432	351
营业费用	-150	-96	-112	-32	-267	-370	% 总资产	20.9%	16.8%	10.8%	8.4%	2.9%	1.9%
% 销售收入	8.0%	5.1%	8.5%	4.0%	2.0%	2.0%	无形资产	212	1,697	1,696	1,507	1,656	1,665
管理费用	-104	-98	-121	-79	-107	-148	非流动资产	1,370	3,366	3,362	3,136	3,227	3,155
% 销售收入	5.6%	5.2%	9.2%	10.0%	0.8%	0.8%	% 总资产	68.0%	75.4%	69.0%	53.6%	21.5%	17.2%
息税前利润 (EBIT)	-22	22	81	126	932	1,132	资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	15,030	18,327
% 销售收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	7.0%	6.1%	短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
财务费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22	应付款项	497	958	371	288	6,019	8,122
% 销售收入	3.3%	4.3%	6.9%	2.8%	0.2%	0.1%	其他流动负债	21	64	46	21	323	449
资产减值损失	-13	-19	-11	0	0	0	流动负债	1,166	1,539	936	1,712	8,106	10,334
公允价值变动收益	28	86	37	0	0	0	长期贷款	22	646	734	734	734	734
投资收益	85	-2	134	80	85	91	其他长期负债	143	219	293	293	293	293
% 税前利润	223.3%	—	59.3%	34.3%	8.1%	7.3%	负债	1,331	2,405	1,963	2,739	9,133	11,361
营业利润	16	6	151	185	994	1,201	普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	5,869	6,950
营业利润率	0.9%	0.3%	11.5%	23.4%	7.5%	6.5%	少数股东权益	28	26	43	38	28	15
营业外收支	22	26	75	50	54	56	负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	15,030	18,327
税前利润	38	32	226	234	1,049	1,257	比率分析						
利润率	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	7.9%	6.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-13	-28	-35	-35	-157	-189	每股指标						
所得税率	33.1%	89.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.069	0.009	0.265	0.093	0.340	0.408
净利润	26	3	191	199	891	1,069	每股净资产 (元)	1.600	3.231	3.933	1.404	2.213	2.621
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-10	-13	每股经营现金净流 (元)	0.122	-0.266	0.093	0.304	0.280	0.206
归属于母公司的净利润	28	6	193	204	902	1,081	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	6.8%	5.8%	回报率						
							净资产收益率	4.28%	0.28%	6.74%	6.64%	15.36%	15.56%
							总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	6.00%	5.90%
							投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	31.72%	33.68%
							增长率						
							营业总收入增长率	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%	157.03%	21.94%
							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%	-43.40%	-46.93%
							EBIT利息保障倍数	-0.4	0.3	0.9	5.7	42.3	51.4
							资产负债率	66.08%	53.89%	40.29%	46.84%	60.77%	61.99%

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。