

评级：增持 维持评级

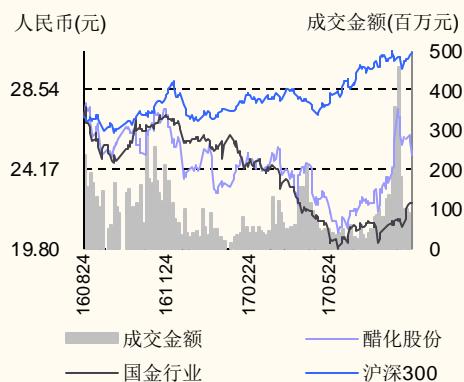
公司点评

市场价格(人民币): 24.92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)	5,095.64
年内股价最高最低(元)	27.80/20.63
沪深300指数	3756.09
上证指数	3287.70



## 相关报告

- 《主要产品平稳增长 盈利能力显著提升-醋化股份公司点评》, 2017.3.30
- 《主要产品价格平稳 农药中间体业务拖累三季度业绩-醋化股份公司...》, 2016.10.27
- 《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

霍堃

联系人  
huokun@gjzq.com.cn

蒲强

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

郭一凡

分析师SAC执业编号: S1130517050005  
(8621)60230247  
guoyf@gjzq.com.cn

## 募投产品顺利投入市场 环保趋严利好公司

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.508	0.722	0.919	1.064	1.155
每股净资产(元)	5.31	6.18	6.55	7.08	8.03
每股经营性现金流(元)	0.82	0.96	1.38	1.35	1.42
市盈率(倍)	58.12	33.58	27.13	23.41	21.57
行业优化市盈率(倍)	14.63	17.12	59.24	59.24	59.24
净利润增长率(%)	4.24%	42.20%	27.16%	15.87%	8.53%
净资产收益率(%)	9.57%	11.70%	14.03%	15.04%	14.38%
总股本(百万股)	204.48	204.48	204.48	204.48	204.48

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

## 业绩简评

- 醋化股份发布2017半年报, 公司2017年上半年实现营业收入7.77亿元, 同比增长23.34%; 归属上市公司股东净利润7631.31万元, 同比增长11.69%。公司Q2单季度业绩出现一定程度的环比放缓主要原因一方面来自于淡季以及新产能投入市场等因素使得主要产品价格承压, 整体涨幅有限; 另一方面由于冰醋酸、3-甲基吡啶、苯胺等原材料价格出现上涨也在一定程度上侵蚀公司的盈利。我们认为随着三季度进入行业传统旺季以及上游原材料价格逐步企稳, 公司业绩有望迎来边际改善。

## 经营分析

- 募投产能逐步投放, 稳步进入市场:** 公司募投项目“年产2万吨高纯双乙甲酯联产5,000吨双乙烯酮项目”和“年产11,000吨山梨酸钾项目”的投放市场, 在扩大公司销售规模的同时也对各主要产品价格造成一定压力。2017上半年公司食品添加剂、医药中间体以及颜料中间体业务平均价格上涨分别为5.64%、11.57%、28.21%, 而醋酸、苯胺等原材料价格同比大幅上涨, 也对于公司整体利润造成一定程度的侵蚀。我们认为进入下半年需求的传统旺季以及原材料价格的企稳, 公司整体盈利中枢有望得到恢复。此外公司募投的双乙烯酮除了生产双乙甲(乙)酯之外, 还流向乙酰乙酰类产品, 双乙烯酮整体供应量的扩大也促使公司主要产品生产一体化优势的进一步加强。
- 环保严查带来机遇 行业龙头有望充分受益:** 我们认为国内整体环保压力的提升对于公司作为行业龙头将充分受益, 近期山东、浙江等地环保核查的逐步推进已对公司所在行业各类产品造成一定的供给冲击, 我们认为这一环保高压态势将持续并充分利好公司这类优质龙头企业。
- 深耕醋酸下游产业链 未来成长性可期:** 公司作为国内醋酸深加工领域的绝对领军企业, 凭借其多年积累的技术优势龙头效应逐步显现, 未来依托乙烯酮与双乙烯酮这两个方向进行产业链下游的延伸, 成长性值得期待。

## 投资建议

- 考虑到公司的行业龙头地位以及未来几年的成长性, 我们预计公司17-19年的EPS分别为0.92元、1.06元、1.16元, 对应当前股价PE分别为27倍、23倍、22倍, 维持对公司的增持评级。

## 风险提示

行业环保管控力度低于预期 募投项目投放低于预期

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率	1,423	1,242	1,330	1,909	2,100	2,235	应收账款	214	680	475	550	625	872
主营业务成本	-12.7%	7.1%	43.6%	10.0%	6.5%	存货	228	209	242	332	333	322	
%销售收入	-1,169	-1,012	-1,053	-1,533	-1,685	-1,796	其他流动资产	87	98	90	139	148	153
毛利	82.1%	81.5%	79.1%	80.3%	80.3%	80.3%	流动资产	22	15	106	19	21	20
%销售收入	255	230	277	377	414	439	%总资产	550	1,002	914	1,039	1,126	1,367
营业税金及附加	17.9%	18.5%	20.9%	19.7%	19.7%	19.7%	长期投资	43.9%	59.8%	52.4%	57.3%	60.4%	65.8%
%销售收入	-8	-8	-9	-11	-12	-12	固定资产	7	7	91	92	91	91
营业费用	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	%总资产	618	585	620	573	531	495
%销售收入	-32	-31	-33	-46	-48	-51	无形资产	2.3%	34.9%	35.5%	31.6%	28.5%	23.8%
管理费用	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	非流动资产	70	68	98	107	115	124
%销售收入	-79	-86	-88	-122	-126	-127	%总资产	702	673	830	773	739	712
销售费用	5.6%	6.9%	6.6%	6.4%	6.0%	5.7%	资产总计	56.1%	40.2%	47.6%	42.7%	39.6%	34.2%
%销售收入	135	105	147	197	228	248	<b>负债总计</b>	<b>1,252</b>	<b>1,674</b>	<b>1,744</b>	<b>1,812</b>	<b>1,866</b>	<b>2,079</b>
息税前利润 (EBIT)	9.5%	8.5%	11.1%	10.3%	10.9%	11.1%	短期借款	337	250	111	87	0	0
%销售收入	-19	-3	8	5	9	15	应付款项	198	200	220	313	345	362
财务费用	1.3%	0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.7%	其他流动负债	23	14	25	73	74	74
%销售收入	-11	-4	-2	-2	-4	-9	流动负债	558	464	356	473	418	436
资产减值损失	-5	1	0	0	0	0	长期贷款	32	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	4	3	3	3	3	其他长期负债	140	125	125	0	0	0
投资收益	0.1%	3.3%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%	<b>负债总计</b>	<b>730</b>	<b>589</b>	<b>481</b>	<b>473</b>	<b>418</b>	<b>436</b>
%税前利润	101	103	156	202	237	258	<b>普通股股东权益</b>	<b>522</b>	<b>1,085</b>	<b>1,263</b>	<b>1,339</b>	<b>1,447</b>	<b>1,642</b>
营业利润	7.1%	8.3%	11.7%	10.6%	11.3%	11.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	16	15	15	15	15	15	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,252</b>	<b>1,674</b>	<b>1,744</b>	<b>1,812</b>	<b>1,866</b>	<b>2,079</b>
税前利润	118	118	171	217	252	273							
利润率	8.3%	9.5%	12.9%	11.4%	12.0%	12.2%							
所得税	-18	-14	-23	-29	-34	-37							
所得税率	15.4%	11.9%	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%							
净利润	100	104	148	188	218	236							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	100	104	148	188	218	236							
净利率	7.0%	8.4%	11.1%	9.8%	10.4%	10.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100	104	148	188	218	236	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.300	0.508	0.722	0.919	1.064	1.155
非现金支出	76	70	68	61	57	56	每股净资产	6.807	5.307	6.176	6.548	7.077	8.032
非经营收益	23	-2	-10	-14	-15	-18	每股经营现金净流	1.900	0.824	0.963	1.384	1.348	1.419
营运资金变动	-52	-3	-9	48	16	16	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>经营活动现金净流</b>	<b>146</b>	<b>169</b>	<b>197</b>	<b>283</b>	<b>276</b>	<b>290</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-62	-52	-104	1	-4	-5	净资产收益率	19.09%	9.57%	11.70%	14.03%	15.04%	14.38%
投资	0	0	-117	-1	0	0	总资产收益率	7.96%	6.20%	8.47%	10.36%	11.67%	11.36%
其他	4	4	3	3	3	3	投入资本收益率	12.87%	6.94%	9.15%	11.96%	13.63%	13.07%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-58</b>	<b>-48</b>	<b>-219</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	0	469	0	0	-69	0	主营业务收入增长率	12.62%	-12.72%	7.07%	43.55%	9.99%	6.46%
债权募资	-24	-118	-140	-134	-87	0	EBIT增长率	51.42%	-22.32%	39.69%	34.12%	15.67%	8.87%
其他	-69	-13	-38	-77	-44	-41	净利润增长率	59.43%	4.24%	42.20%	27.16%	15.87%	8.53%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-93</b>	<b>338</b>	<b>-178</b>	<b>-211</b>	<b>-200</b>	<b>-41</b>	总资产增长率	-1.75%	33.70%	4.15%	3.93%	2.93%	11.44%
<b>现金净流量</b>	<b>-5</b>	<b>459</b>	<b>-200</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>247</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	33.0	40.6	44.5	45.0	42.0	40.0
							存货周转天数	27.4	33.4	32.7	33.0	32.0	31.0
							应付账款周转天数	47.0	47.2	46.4	47.0	47.0	46.0
							固定资产周转天数	155.6	162.0	139.3	76.4	51.8	33.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	29.69%	-39.60%	-28.84%	-34.55%	-43.19%	-53.11%
							EBIT利息保障倍数	7.3	31.6	-18.7	-43.0	-24.5	-16.0
							资产负债率	58.32%	35.19%	27.58%	26.13%	22.43%	21.00%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**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	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>

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
4	2016-10-27	增持	25.78	N/A
5	2017-03-30	增持	25.21	N/A

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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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