

2017年10月23日

冠福股份 (002102.SZ)

并表带来业绩增长, 未来持续动力仍足

■事件: 公司于10月22日发布三季报, 前三季度实现营收62.5亿元, 同比增长768.2%, 扣非归母净利润1.46亿元, 同比增长100.2%, EPS 0.05。业绩同比增长较大的原因主要为17年增加合并塑米信息利润表项目。同时, 公司预计17年全年归母净利润2.0~2.5亿元, 同比-18.5%~1.87%。

■创新工艺, VE项目具备原料、成本优势: 公司采用新的合成路线, 以对二甲苯为原料, 生产VE关键中间体三甲基氢醌。打破国内间甲酚、三甲基氢醌被前两家寡头企业全面控制、供应量稀缺的界限; 并且, 新工艺的原料二甲苯来源充足, 价格便宜, 使公司具有较大的成本优势。公司子公司能特科技目前VE油产能为2万吨(对应VE粉产能4万吨), 约占全球产能的17%。目前VE价格探底回升, 截止17年10月20日VE粉报价约47.5元/千克, 较低点的39元/千克上涨了21.8%。凭借新工艺充足的原料优势、成本优势, 公司具有较强的竞争力; 未来随着VE行业景气的改善, 公司的业绩弹性较大。按照公司4万吨VE粉产能、全资子公司能特科技15%所得税来测算, VE粉的价格每上涨10元/kg, 将为公司带来年化约2.9亿元的利润弹性。

■布局垂直电商, 夯实销售网络: 子公司塑米信息是一家以塑料原料为主的大宗化工商品交易电子商务及供应链管理服务平台, 通过为交易链上的客户提供全方位的电子商务服务, 如线上的采购、金融; 线下的仓储物流等, 已发展成我国塑料行业影响力最大的供应链电商平台之一。塑米信息庞大的销售网络有望解决公司销售环节的不足, 在业务上形成协同效应。同时, 塑米信息丰厚的利润为公司提供了新的利润增长点, 塑米城17~19年的业绩承诺为1.5、2.25、3亿元。

■投资建议: 我们预计公司17年-19年的EPS分别为0.08、0.13、0.18元; 维持增持-A的投资评级, 12个月目标价为4.9元。

■风险提示: VE下游需求放缓、塑米城业绩不及预期等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,316.2	887.2	8,436.5	12,021.9	15,544.4
净利润	193.3	245.4	221.5	338.8	484.6
每股收益(元)	0.07	0.09	0.08	0.13	0.18
每股净资产(元)	1.09	1.73	3.07	3.43	4.50

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	54.8	43.1	47.8	31.3	21.9
市净率(倍)	3.7	2.3	1.3	1.2	0.9
净利润率	14.7%	27.7%	2.6%	2.8%	3.1%
净资产收益率	6.7%	5.4%	2.7%	3.7%	4.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%
ROIC	9.5%	8.4%	5.6%	4.9%	6.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

陶瓷

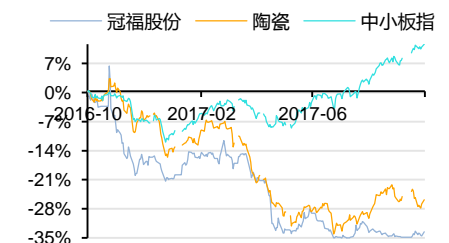
投资评级 **增持-A**
维持评级

12个月目标价: **4.9元**
股价(2017-10-23) **4.02元**

交易数据

总市值(百万元)	10,588.02
流通市值(百万元)	4,854.06
总股本(百万股)	2,633.84
流通股本(百万股)	1,207.48
12个月价格区间	3.93/6.44元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.1	-10.06	-45.88
绝对收益	1.52	2.03	-33.66

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040004
yuansc1@essence.com.cn
021-35082778

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

邓健全

报告联系人

dengjq@essence.com.cn

相关报告

冠福股份: 冠福股份公司
深度分析/袁善宸 2017-08-23

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,316.2	887.2	8,436.5	12,021.9	15,544.4	成长性					
减:营业成本	992.8	600.0	7,980.9	11,312.6	14,518.4	营业收入增长率	-29.8%	-32.6%	850.9%	42.5%	29.3%
营业税费	8.3	4.2	6.7	9.6	12.4	营业利润增长率	2543.4%	56.6%	-26.1%	97.2%	48.3%
销售费用	112.4	6.6	36.3	51.7	66.8	净利润增长率	3296.3%	27.0%	-9.7%	52.9%	43.0%
管理费用	121.5	86.3	133.3	189.9	245.6	EBITDA 增长率	178.3%	12.6%	-5.3%	71.9%	39.2%
财务费用	90.7	61.3	109.9	178.4	235.6	EBIT 增长率	179.0%	23.2%	-4.4%	83.7%	42.7%
资产减值损失	10.7	-1.5	9.5	6.2	4.7	NOPLAT 增长率	2235.2%	14.6%	-9.0%	83.7%	42.7%
加:公允价值变动收益	37.2	91.9	-33.8	5.6	7.5	投资资本增长率	29.7%	37.1%	111.6%	6.6%	42.6%
投资和汇兑收益	134.1	14.3	48.7	65.7	42.9	净资产增长率	41.4%	57.7%	76.1%	11.5%	30.6%
营业利润	151.0	236.6	174.8	344.7	511.1	利润率					
加:营业外净收支	74.9	77.7	59.5	70.7	69.3	毛利率	24.6%	32.4%	5.4%	5.9%	6.6%
利润总额	225.9	314.3	234.3	415.4	580.4	营业利润率	11.5%	26.7%	2.1%	2.9%	3.3%
减:所得税	34.6	66.8	58.6	103.8	145.1	净利润率	14.7%	27.7%	2.6%	2.8%	3.1%
净利润	193.3	245.4	221.5	338.8	484.6	EBITDA/营业收入	23.6%	39.4%	3.9%	4.7%	5.1%
						EBIT/营业收入	18.4%	33.6%	3.4%	4.4%	4.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	157	204	23	15	11
						流动资产周转天数	107	239	101	139	154
						流动资产周转天数	357	707	414	503	533
						应收帐款周转天数	194	323	189	235	249
						存货周转天数	70	82	91	97	100
						总资产周转天数	1,276	2,433	634	660	657
						投资资本周转天数	674	1,339	254	250	242
						投资回报率					
						ROE	6.7%	5.4%	2.7%	3.7%	4.1%
						ROA	3.9%	3.5%	0.8%	1.5%	1.2%
						ROIC	9.5%	8.4%	5.6%	4.9%	6.5%
						费用率					
						销售费用率	8.5%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
						管理费用率	9.2%	9.7%	1.6%	1.6%	1.6%
						财务费用率	6.9%	6.9%	1.3%	1.5%	1.5%
						三费/营业收入	24.7%	17.4%	3.3%	3.5%	3.5%
						偿债能力					
						资产负债率	40.3%	35.6%	64.3%	58.0%	66.6%
						负债权益比	67.5%	55.2%	180.0%	138.2%	199.8%
						流动比率	1.61	1.43	1.39	1.58	1.45
						速动比率	1.50	1.21	1.07	1.33	1.15
						利息保障倍数	2.66	4.86	2.59	2.93	3.17
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.02	0.03	0.05
						分红比率	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%

现金流量表

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	191.3	247.5	221.5	338.8	484.6	EPS(元)	0.07	0.09	0.08	0.13	0.18
加:折旧和摊销	78.2	64.5	46.8	46.8	46.8	BVPS(元)	1.09	1.73	3.07	3.43	4.50
资产减值准备	10.7	-1.5	-	-	-	PE(X)	54.8	43.1	47.8	31.3	21.9
公允价值变动损失	-37.2	-91.9	-33.8	5.6	7.5	PB(X)	3.7	2.3	1.3	1.2	0.9
财务费用	83.1	65.6	109.9	178.4	235.6	P/FCF	-29.8	-13.1	-7.6	19.9	-8.9
投资损失	-134.1	14.3	-48.7	-65.7	-42.9	P/S	8.0	11.9	1.3	0.9	0.7
少数股东损益	-2.0	2.1	-45.8	-27.2	-49.3	EV/EBITDA	34.6	34.9	31.9	17.8	13.9
营运资金的变动	-126.3	-185.7	-4,186.6	-443.2	-3,524.8	CAGR(%)	17.7%	20.7%	280.2%	17.7%	20.7%
经营活动产生现金流量	68.0	15.7	-3,936.6	33.5	-2,842.5	PEG	3.1	2.1	0.2	1.8	1.1
投资活动产生现金流量	-647.6	355.8	-1.4	-81.9	-139.4	ROIC/WACC	1.1	1.0	0.6	0.5	0.7
融资活动产生现金流量	635.5	-107.0	5,846.1	1,159.9	4,073.8	REP	3.6	3.4	2.1	2.1	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

袁善宸、张汪强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034