

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：23.77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)	4,860.49
年内股价最高最低(元)	27.44/20.63
沪深300指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

- 《募投产品顺利投入市场 环保趋严利好公司-醋化股份公司点评》，2017.8.24
- 《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

汇兑损失拖累三季度业绩 主要产品价格逐步改善

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	0.916	1.054	1.136
每股净资产(元)	5.31	6.18	7.06	8.14	9.28
每股经营性现金流(元)	0.82	0.96	0.75	1.00	1.16
市盈率(倍)	58.12	33.58	25.94	22.56	20.93
行业优化市盈率(倍)	14.63	17.12	53.99	53.99	53.99
净利润增长率(%)	4.24%	42.20%	26.84%	14.97%	7.81%
净资产收益率(%)	9.57%	11.70%	12.97%	12.94%	12.24%
总股本(百万股)	204.48	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2017年三季报，公司前三季度实现营业收入11.58亿元，同比增长22.92%，实现归属上市公司股东净利润1.06亿元，同比增长3.99%，其中Q3单季度实现净利润3004.56万元，同比下降11.53%。汇兑损失以及原材料成本的上涨是公司三季度业绩同比下降的主要原因，伴随着公司主要产品自9月下旬以来逐步上涨，四季度经营状况有望得到一定程度改善。

经营分析

- 主要产品产销平稳 价格小幅上涨：**公司三季度各类主要产品产销平稳，其中食品添加剂与颜料中间体产销率都超过100%，医药农药中间体基本实现满产满销。前三季度公司主要产品价格小幅上涨，食品、医药、颜料三大类产品价格同比上涨分别4.03%、3.86%、13.42%，二季度新装置过渡问题得到有效解决，公司生产状况维持平稳。
- 原材料成本上涨显著 汇兑损失拖累业绩：**3季度受到煤炭、吡啶等初级原材料价格上涨影响，公司主要原材料成本有所提升，冰醋酸、液氨、甲基吡啶价格分别同比上涨45.5%、16.67%以及35.61%，公司三季度综合毛利率16.54%较二季度小幅下降，同比下降7个百分点也充分说明这一问题。公司财务费用同比大幅提升，主要来自于汇率波动所带来的汇兑损失，由于公司有接近50%收入来自于海外，人民币升值对公司经营产生较大影响。我们认为原材料成本进一步上涨空间有限以及汇率逐步企稳将对公司四季度经营构成正面影响。
- 主要产品自9月下旬开始上涨 有望利好公司四季度业绩：**受到环保趋严等因素影响，公司各主要产品自9月下旬以来均呈现不同程度的上涨，其中山梨酸(钾)上涨超过30%，双乙甲酯价格上涨幅度超过40%。我们认为公司四季度业绩有望受益于产品量价齐升呈现一定程度改善。

投资建议

- 考虑到公司作为国内食品添加剂领域绝对龙头企业以及四季度经营有望逐步改善，我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.92、1.05、1.14，对当前股价PE分别为26倍、23倍、21倍，维持对公司的增持评级。

风险提示

食品添加剂需求低于预期 汇率波动风险

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

陈铖

联系人
chencheng@gjzq.com.cn

何雄

联系人
hexiong@gjzq.com.cn

图表 1：财务数据与盈利预测

损益表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,423	1,242	1,330	1,909	2,100	2,235
增长率	-12.7%	7.1%	43.6%	10.0%	6.5%	
主营业务成本	-1,169	-1,012	-1,053	-1,533	-1,685	-1,796
% 销售收入	82.1%	81.5%	79.1%	80.3%	80.3%	80.3%
毛利	255	230	277	377	414	439
% 销售收入	17.9%	18.5%	20.9%	19.7%	19.7%	19.7%
营业税金及附加	-8	-8	-9	-11	-12	-12
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-32	-31	-33	-46	-48	-51
% 销售收入	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%
管理费用	-79	-86	-88	-122	-126	-127
% 销售收入	5.6%	6.9%	6.6%	6.4%	6.0%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	135	105	147	197	228	248
% 销售收入	9.5%	8.5%	11.1%	10.3%	10.9%	11.1%
财务费用	-19	-3	8	4	7	11
% 销售收入	1.3%	0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.5%
资产减值损失	-11	-4	-2	-2	-4	-9
公允价值变动收益	-5	1	0	0	0	0
投资收益	0	4	3	3	3	3
% 税前利润	0.1%	3.3%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%
营业利润	101	103	156	202	234	253
营业利润率	7.1%	8.3%	11.7%	10.6%	11.1%	11.3%
营业外收支	16	15	15	15	15	15
税前利润	118	118	171	217	249	268
利润率	8.3%	9.5%	12.9%	11.3%	11.9%	12.0%
所得税	-18	-14	-23	-29	-34	-36
所得税率	15.4%	11.9%	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	100	104	148	187	215	232
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	187	215	232
净利率	7.0%	8.4%	11.1%	9.8%	10.3%	10.4%

现金流量表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100	104	148	187	215	232
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	76	70	68	3	5	10
非经营收益	23	-2	-10	-14	-12	-12
营运资金变动	-52	-3	-9	-24	-3	6
经营活动现金净流	146	169	197	152	205	236
资本开支	-62	-52	-104	-19	-4	-35
投资	0	0	-117	-1	0	0
其他	4	4	3	3	3	3
投资活动现金净流	-58	-48	-219	-17	-1	-32
股权筹资	0	469	0	0	0	0
债权筹资	-24	-118	-140	-98	-3	1
其他	-69	-13	-38	-12	-1	-6
筹资活动现金净流	-93	338	-178	-110	-4	-4
现金净流量	-5	459	-200	25	200	200

来源：Wind，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	214	680	475	500	700	900
应收账款	228	209	242	332	333	322
存货	87	98	90	139	148	153
其他流动资产	22	15	106	19	21	20
流动资产	550	1,002	914	989	1,201	1,395
% 总资产	43.9%	59.8%	52.4%	53.7%	58.0%	60.3%
长期投资	7	7	91	92	91	91
固定资产	618	585	620	651	661	701
% 总资产	49.3%	34.9%	35.5%	35.4%	31.9%	30.3%
无形资产	70	68	98	107	115	124
非流动资产	702	673	830	851	869	918
% 总资产	56.1%	40.2%	47.6%	46.3%	42.0%	39.7%
资产总计	1,252	1,674	1,744	1,840	2,070	2,312
短期借款	337	250	111	13	10	12
应付款项	198	200	220	248	259	267
其他流动负债	23	14	25	25	26	27
流动负债	558	464	356	286	296	305
长期贷款	32	0	0	0	0	0
其他长期负债	140	125	125	110	110	110
负债	730	589	481	396	406	415
普通股股东权益	522	1,085	1,263	1,444	1,665	1,897
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,252	1,674	1,744	1,840	2,070	2,312

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.300	0.508	0.722	0.916	1.054	1.136
每股净资产	6.807	5.307	6.176	7.063	8.141	9.277
每股经营现金净流	1.900	0.824	0.963	0.745	1.001	1.155
每股股利	0.000	0.200	0.360	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.09%	9.57%	11.70%	12.97%	12.94%	12.24%
总资产收益率	7.96%	6.20%	8.47%	10.18%	10.41%	10.04%
投入资本收益率	12.87%	6.94%	9.15%	10.88%	11.05%	10.64%
增长率						
主营业务收入增长率	12.62%	-12.72%	7.07%	43.55%	9.99%	6.46%
EBIT增长率	51.42%	-22.32%	39.69%	34.12%	15.67%	8.87%
净利润增长率	59.43%	4.24%	42.20%	26.84%	14.97%	7.81%
总资产增长率	-1.75%	33.70%	4.15%	5.53%	12.50%	11.69%
资产管理能力						
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	41.0	39.0	38.0
固定资产周转天数	155.6	162.0	139.3	120.0	107.3	104.1
偿债能力						
净负债/股东权益	29.69%	-39.60%	-28.84%	-26.10%	-34.83%	-41.04%
EBIT利息保障倍数	7.3	31.6	-18.7	-48.9	-34.0	-22.8
资产负债率	58.32%	35.19%	27.58%	21.52%	19.59%	17.96%

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	2	2
增持	0	0	2	3	3
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.83	1.83

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
6	2017-08-24	增持	24.92	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的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH