



2017-10-30

公司点评报告

增持/调低

醋化股份(603968)

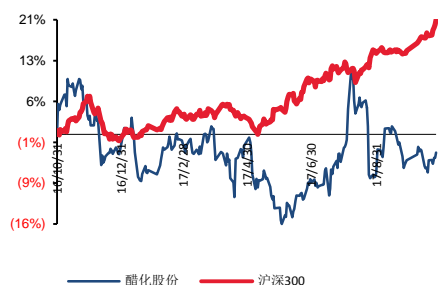
目标价: 29.6

昨收盘: 23.77

材料 材料 II

## 产品价格加速上涨，汇兑损益与滞后因素导致业绩不达预期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	204/137
总市值/流通(百万元)	4,860/3,247
12 个月最高/最低(元)	27.44/20.63

### 相关研究报告:

醋化股份(603968)《醋化股份(603968)中报点评:Q2 业绩下滑,仍看好中期涨价行情》--2017/08/28

醋化股份(603968)《醋化股份(603968)事件点评:第二轮环保风暴致昆达关停,利好公司产品涨价行情》--2017/08/07

醋化股份(603968)《醋化股份(603968)2017 年一季报点评:量价齐升致扣非净利大增 174%,维持“买入”评级》--2017/04/28

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

**事件:**公司近日发布 2017 年三季报,前三季度实现营业收入 11.58 亿元,同比增长 22.92%,归属于上市公司股东的净利润 1.06 亿元,同比增长 3.99%, EPS0.52 元。

**涨价滞后表现与汇兑损益导致净利不达预期。**山梨酸钾与双乙甲酯价格自 8 月下旬以来持续上涨,但订单对业绩影响滞后,一般当月 25 日左右签订下个月订单,9 月主要执行 8 月合同使产品涨价未能体现在业绩中;此外,公司出口收入占比 40%以上,今年人民币升值影响汇兑损益约 1500 万,对比 16 年同期美元升值增厚汇兑损益约 1000 万,也是影响利润低于预期的重要因素。

前三季度食品添加剂与医药农药中间体均价同比上涨约 4%,主要原料中巴豆醛与氢氧化钾价格波动不大,但醋酸价格同比上涨 45.5%,使盈利水平同比下滑。前三季度毛利率 18.86%,同比下降 2.36 个百分点。

**近两月双乙甲酯与山梨酸钾价格大幅跳涨,四季度业绩将显著受益。**受环保核查影响,公司竞争对手王龙、昆达、双桃开工率大幅下降,市场供应持续紧张,自 8 月下旬以来山梨酸钾价格由 21000-22000 元/吨涨至 28000-29000 元/吨(均价,含外贸),双乙甲酯价格由约 9500 元/吨涨至 14500 元/吨,涨幅分别高达 33%、53%,预计 10 月份业绩将环比显著好转,考虑到价格反映滞后,11 月业绩将更优异。

**盈利预测与投资建议。**调低公司盈利预测,预计 17-18 年 EPS 为 1.01 元、1.48 元,对应 PE 分别为 21 倍、14 倍,考虑到公司产品价格上涨逻辑未变,四季度业绩有望显著转好,但短期业绩不达预期影响市场情绪,给予公司“增持”评级。

**风险提示:**产品价格下跌的风险;公司股权分散影响经营效率的风险

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,329.91	1,837.04	2,214.15	2,677.87
(+/-%)	7.07%	38.13%	20.53%	20.94%
净利润(百万元)	147.73	206.38	302.98	387.03
(+/-%)	42.20%	39.70%	46.80%	27.74%
摊薄每股收益(元)	0.72	1.01	1.48	1.89
市盈率(PE)	29.71	21.19	14.44	11.30

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附录：公司财务预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1002	914	1079	1363	1777	<b>营业收入</b>	1242	1330	1837	2214	2678
货币资金	680	475	551	751	1060	<b>营业成本</b>	1012	1053	1430	1686	2031
应收账款	145	180	226	273	330	营业税金及附加	8	9	13	15	19
其他应收款	2	2	2	3	4	营业费用	31	33	46	51	56
预付款项	11	11	11	11	11	管理费用	86	88	116	131	147
存货	98	90	118	139	167	财务费用	3	-8	12	-4	-9
其他流动资产	4	96	96	96	96	资产减值损失	3.73	1.83	1.50	1.50	1.50
<b>非流动资产合计</b>	673	830	814	782	739	公允价值变动收益	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.90	2.76	3.00	3.00	3.00
固定资产	551.19	507.54	532.82	531.74	513.20	<b>营业利润</b>	103	156	222	336	435
无形资产	68	98	88	78	68	营业外收入	15.94	19.08	20.00	23.00	23.00
其他非流动资产	6	9	9	9	9	营业外支出	0.83	3.85	3.00	3.00	3.00
<b>资产总计</b>	1674	1744	1893	2145	2515	<b>利润总额</b>	118	171	239	356	455
<b>流动负债合计</b>	464	356	340	350	411	所得税	14	23	33	53	68
短期借款	236	96	38	0	0	<b>净利润</b>	104	148	206	303	387
应付账款	122	146	168	199	239	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	7	9	9	9	9	归属母公司净利润	104	148	206	303	387
一年内到期的非流动负债	15	15	15	16	17	EBITDA	172	214	300	404	500
<b>非流动负债合计</b>	125	125	14	14	14	<b>EPS (元)</b>	0.57	0.72	1.01	1.48	1.89
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	589	481	355	364	425	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-12.7%	7.1%	38.1%	20.5%	20.9%
实收资本(或股本)	204	204	204	204	204	营业利润增长	1.5%	51.5%	42.8%	51.2%	29.4%
资本公积	397	397	397	397	397	归属于母公司净利润增长	4.2%	42.2%	39.7%	46.8%	27.7%
未分配利润	432	522	594	700	836	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1085	1263	1357	1599	1909	毛利率(%)	18%	21%	22%	24%	24%
<b>负债和所有者权益</b>	1674	1744	1712	1964	2334	净利率(%)	8%	11%	11%	14%	14%
<b>现金流量表</b>			单位:百万元			总资产净利润(%)	6%	8%	11%	14%	15%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10%	12%	15%	19%	20%
<b>经营活动现金流</b>	169	197	236	332	404	<b>偿债能力</b>					
净利润	104	148	206	303	387	资产负债率(%)	35%	28%	21%	19%	18%
折旧摊销	66.21	66.02	65.70	71.46	73.61	流动比率	2.16	2.56	3.17	3.89	4.33
财务费用	3	-8	12	-4	-9	速动比率	1.95	2.31	2.83	3.50	3.92
应付账款的变化	0	0	22	30	41	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.78	1.06	1.20	1.25
<b>投资活动现金流</b>	-48	-219	-48	-39	-29	应收账款周转率	9	8	9	9	9
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	9.48	9.94	11.68	12.07	12.23
长期投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	4	3	3	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.72	1.01	1.48	1.89
<b>筹资活动现金流</b>	328	-187	-112	-94	-67	每股净现金流(最新摊薄)	2.19	-1.02	0.37	0.98	1.51
短期借款	236	96	38	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.31	6.18	6.64	7.82	9.34
长期借款	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	128	0	0	0	0	P/E	37.53	29.71	21.19	14.44	11.30
资本公积增加	332	0	0	0	0	P/B	4.03	3.46	3.22	2.73	2.29
<b>现金净增加额</b>	448	-208	76	200	309	EV/EBITDA	22.88	18.74	12.90	9.00	6.66

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyin@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。