

强烈推荐-A (维持)

金禾实业 002597.SZ

当前股价: 19.71 元
2017年05月01日

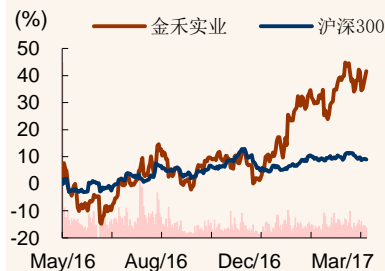
产品量价齐升, 业绩大幅增长41%

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	56432
已上市流通股(万股)	55449
总市值(亿元)	111
流通市值(亿元)	109
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	22.9
资产负债率	39.1%
主要股东	安徽金瑞投资集团有
主要股东持股比例	49.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	30	39
相对表现	3	27	31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《金禾实业(002597)——甜味剂量价齐升, 业绩大幅增长,》2017-03-19
- 2、《金禾实业(002597)——公司产品量价齐升, 兼备成长与低估值》2017-01-21

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2016 年 1 季报: 报告期内公司实现营业收入 11.07 亿元, 同比增长 32.18%, 归属于上市公司股东的净利润 2.01 亿元, 同比增长 41.20%, 扣非后归属于上市公司股东净利润 1.93 亿元, 同比增长 200.81%, 基本每股收益 0.36 元。同时预告 2017 年 1-6 月净利润同比增长 90%-115%。

评论:

1、产品量价齐升, 业绩大幅增长。

报告期内, 公司安赛蜜产品由于主要竞争对手自身原因导致生产不稳定, 市场供需偏紧, 产品价格同比大幅上涨, 公司去年将安赛蜜产能由 9000 吨扩至 12000 吨, 业绩弹性进一步提升, 目前安赛蜜价格涨至 45000 元/吨, 预计在市场新增产能投产前价格继续上涨的可能性较大; 今年 3 月公司另外一种主要产品麦芽酚主要竞争对手北京天利海发生重大安全事故, 导致其 3000 吨麦芽酚产能关停, 预计年内复产无望, 市场供应收缩明显, 公司随之分别提高甲基麦芽酚和乙基麦芽酚价格至 15.5 万元/吨和 15 万元/吨, 平均涨幅超过 40%, 公司拥有麦芽酚产能合计 4000 吨, 将直接受益于产品大幅提价; 基础化工方面公司硝酸、硫酸、三聚氰胺等基础化工产品价格同比也出现大幅上涨, 进一步增厚了公司业绩。产能方面 2016 年下半年新增的年产 20 万吨双氧水以及年产 500 吨三氯蔗糖产品产能, 为公司 2017 年上半年业绩带来部分贡献。另外公司拟出让控股子公司华尔泰 55% 股权, 预计将带来 8000 万投资收益。

2、产能进一步提升, 今年业绩高速增长确定性较大。

虽然近期多数基础化工产品价格出现回调, 但公司精细化工产品继续向好, 1500 吨三氯蔗糖产能于 3 月底正式投料开车, 4 月中旬该项目生产出第一批合格的三氯蔗糖产品。目前设备及工艺各项指标处于优化调整中。未来将逐步提高装置生产负荷, 公司目前拥有三氯蔗糖产能达到 2000 吨, 作为新一代甜味剂产品, 三氯蔗糖未来空间较大, 随着需求的不断增长, 目前价格已涨至 45 万元/吨。综合考虑以上因素, 我们预计公司 2 季度业绩环比将小幅提升。

3、发展思路清晰，未来进一步做大做强精细化工产业。

报告期内公司公告拟出售华尔泰 55% 股权，减少波动性较大，盈利能力较弱的基础化工产品占比，集中精力发展自身优势明显且发展前景较好的甜味剂产品，以新产品三氯蔗糖为例，其甜度可达蔗糖的 600-650 倍。具有无热量、甜度高、甜味纯正、广泛安全性等特点。拥有类似蔗糖的优良口感，是目前全球应用范围最广的健康甜味剂品种之一。目前，已有超过 120 个国家批准三氯蔗糖用于食品、保健品、医疗和日化产品中。目前，FAO/WHO 食品添加剂联合专家委员会 (JECFA) 将三氯蔗糖确定其为 A 级食品添加剂“公认安全级 (GRAS)”。而在国际上，不少食品巨头均是三氯蔗糖原料的优质稳定客户。在国内，一些企业也都在不断扩大三氯蔗糖的应用范围。未来公司将围绕大健康产业领域不断延伸产品种类，进一步做大做强。

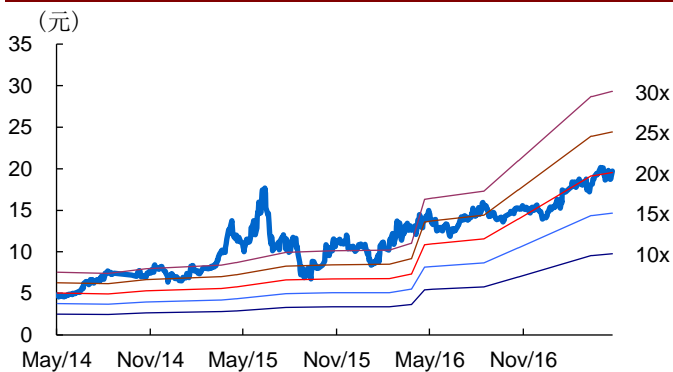
4、维持“强烈推荐-A”的投资评级。

我们认为三氯蔗糖市场成长无需担心。安赛蜜由于竞争对手江苏浩波进入破产程序，行业供给端收缩，价格在 17 年将继续维持在 4 万元/吨水平。预计公司 2017-2018 年每股收益分别为 1.27 元和 1.40 元，对应最新股价 PE 分别为 15 倍和 14 倍，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

5、风险提示。甜味剂及化工品低于预期风险。

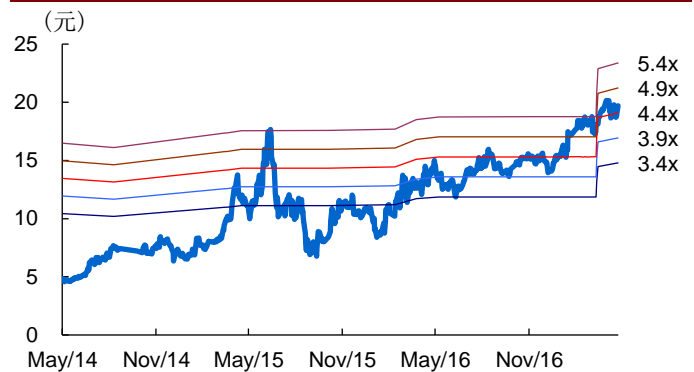
PE-PB Band

图 1：金禾实业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：金禾实业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2058	2405	2952	3640	4700
现金	560	575	776	1181	450
交易性投资	174	282	282	282	282
应收票据	412	364	450	517	568
应收款项	125	145	175	211	1806
其它应收款	5	5	6	7	7
存货	556	365	436	494	544
其他	225	670	827	948	1043
非流动资产	1580	1887	1881	1905	1794
长期股权投资	2	1	1	1	1
固定资产	1184	1351	1176	1097	1002
无形资产	115	135	121	109	98
其他	279	400	583	697	693
资产总计	3637	4292	4833	5545	6493
流动负债	1037	1594	1424	1562	1900
短期借款	133	275	150	150	379
应付账款	264	351	429	486	535
预收账款	104	51	63	71	78
其他	536	916	782	855	908
长期负债	405	50	38	28	28
长期借款	71	23	11	1	1
其他	334	28	28	28	28
负债合计	1442	1644	1463	1590	1928
股本	568	564	564	564	564
资本公积金	464	479	479	479	479
留存收益	987	1421	2136	2713	3315
少数股东权益	176	185	192	200	208
归属于母公司所	2019	2464	3179	3755	4357
负债及权益合计	3637	4292	4833	5545	6493

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	518	931	740	866	(627)
净利润	214	551	715	791	840
折旧摊销	230	217	238	207	192
财务费用	22	9	18	6	8
投资收益	(17)	(22)	(81)	(2)	(2)
营运资金变动	94	167	(161)	(149)	(1892)
其它	(24)	8	11	13	228
投资活动现金流	(282)	(898)	(230)	(230)	(80)
资本支出	(221)	(519)	(230)	(230)	(80)
其他投资	(61)	(379)	0	0	0
筹资活动现金流	(267)	(69)	(309)	(231)	(24)
借款变动	(228)	223	(372)	(12)	219
普通股增加	284	(4)	0	(1)	0
资本公积增加	(324)	14	0	0	0
股利分配	0	0	0	(214)	(237)
其他	1	(303)	63	(4)	(6)
现金净增加额	(31)	(37)	201	405	(731)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3328	3755	4642	5335	5868
营业成本	2805	2842	3471	3931	4324
营业税金及附加	13	30	19	21	23
营业费用	161	214	265	304	305
管理费用	123	109	125	144	158
财务费用	26	12	18	6	8
资产减值损失	20	19	8	8	9
公允价值变动收益	16	(7)	1	2	2
投资收益	17	22	80	0	0
营业利润	213	543	818	922	1042
营业外收入	17	138	20	20	20
营业外支出	2	18	2	2	2
利润总额	229	663	836	940	1060
所得税	45	100	113	141	212
净利润	184	563	722	799	848
少数股东损益	(31)	12	7	8	8
归属于母公司净利润	214	551	715	791	840
EPS (元)	0.38	0.98	1.27	1.40	1.49

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	13%	24%	15%	10%
营业利润	33%	155%	51%	13%	13%
净利润	29%	157%	30%	11%	6%
获利能力					
毛利率	15.7%	24.3%	25.2%	26.3%	26.3%
净利率	6.4%	14.7%	15.4%	14.8%	14.3%
ROE	10.6%	22.4%	22.5%	21.1%	19.3%
ROIC	7.7%	14.7%	20.0%	19.2%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	39.6%	38.3%	30.3%	28.7%	29.7%
净负债比率	7.1%	12.7%	3.6%	2.9%	5.8%
流动比率	2.0	1.5	2.1	2.3	2.5
速动比率	1.4	1.3	1.8	2.0	2.2
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
存货周转率	5.9	6.2	8.7	8.4	8.3
应收帐款周转率	27.5	27.8	29.0	27.6	5.8
应付帐款周转率	10.8	9.2	8.9	8.6	8.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.38	0.98	1.27	1.40	1.49
每股经营现金	0.91	1.65	1.31	1.54	-1.11
每股净资产	3.55	4.37	5.63	6.66	7.73
每股股利	0.00	0.00	0.38	0.42	0.45
估值比率					
PE	52.2	20.2	15.6	14.0	13.2
PB	5.5	4.5	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	25.7	15.4	10.9	10.3	9.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。