

金禾实业(002597)/化学制品
产品持续量价齐升, 盈利能力料将大幅提高
评级: 买入(维持)

市场价格: 19.71

目标价格: 25.0

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

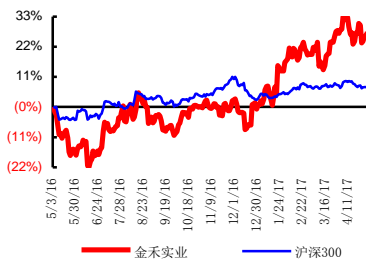
联系人: 龚小乐

电话: 021-20315138

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	564
流通股本(百万股)	554
市价(元)	19.71
市值(百万元)	11,123
流通市值(百万元)	10,929

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 金禾实业(002597.SZ) 一季报点评: 业绩持续优秀, 估值有待提升
- 2 金禾实业(002597.SZ)跟踪报告: 解除环保挂牌督办, 又到配置时点(中泰食品饮料胡彦超)
- 3 金禾实业(002597.SZ) 三季报点评: 持续高增长, 仍旧被低估(中泰食品饮料胡彦超)

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,327.75	3,755.08	4,606.10	5,038.06	5,489.08
增长率 yoy%	3.52%	12.84%	22.66%	9.38%	8.95%
净利润	214.45	551.46	783.15	848.95	965.46
增长率 yoy%	28.87%	157.15%	42.01%	8.40%	13.72%
每股收益(元)	0.38	0.98	1.39	1.50	1.71
每股现金流量	0.91	1.65	0.49	2.05	2.16
净资产收益率	10.62%	22.38%	26.17%	23.85%	22.91%
P/E	29.15	15.99	14.20	13.10	11.52
PEG	1.01	0.10	0.34	1.56	0.84
P/B	3.10	3.58	3.72	3.12	2.64

备注:

投资要点

- **事件: 金禾实业发布 2017 年一季报, 报告期内实现营收 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%。同时公司预计 2017 年上半年归属于上市公司股东的净利润为 4.49-5.08 亿元, 同比增长 90%-115%。**
- **产品价格继续提升, 一季报利润增速落于业绩指引上限。17Q1 公司实现收入 11.07 亿元, 同比增长 32.18%, 环比提高 8.61pct, 一方面得益于精细化工和基础化工产品价格的持续提升, 另一方面得益于 2016 年下半年年产 20 万吨双氧水和年产 500 吨三氯蔗糖产能的正式投产。17Q1 公司实现净利润 2.01 亿元, 同比增长 41.20%, 利润增速靠近前期业绩指引上限; 利润增速快于收入增速的主要原因在于核心产品价格的明显上涨。**
- **精细化工产品提价驱动毛利率大幅提升, 费用率小幅下降。17Q1 公司毛利率为 30.98%, 同比提高 11.32pct, 主要得益于甲基麦芽酚和乙基麦芽酚等精细化工产品价格上涨。17Q1 公司期间费用率为 8.63%, 同比下降 1.62pct, 其中销售费用率为 4.51%, 同比下降 1.27pct, 管理费用率为 3.17pct, 同比下降 0.18pct, 财务费用率为 0.96%, 同比下降 0.17pct。17Q1 年公司净利率为 19.37%, 同比提高 3.00pct, 全年经营活动产生的现金流量净额达到 1.29 亿元, 同比下降 18.32%。**
- **天利海停产有望推动麦芽酚继续涨价, 三氯蔗糖投产有望驱动业绩更快增长。公司和天利海属于麦芽酚行业寡头垄断者, 前期天利海再次因爆炸事故停产, 短期产能无法恢复, 我们认为该事件有望进一步推动麦芽酚价格上扬, 公司充分受益。二季度 1500 吨三氯蔗糖产能将正式投产, 至此公司三氯蔗糖产能将达到 2000 吨, 新产能投产后预计三氯蔗糖价格会有一定波动, 但销量大幅增长仍有望驱动业绩实现更快增长。**
- **甜味剂龙头尚未被充分认知, 中报高增速指引下全年盈利能力有望继续提升。金禾甜味剂主业下游客户主要为食品饮料公司, 需求端相对稳定, 公司在细分行业的定价权是极为稀缺的, 产品消费品属性较为明显, 因此在估值方面要弱化周期性思维。公司预计 2017 年中报净利润增速在 90%-115%之间, 其中公司拟出让持有控股子公司华尔泰 55%股权, 预计二季度完成股权转让后能增加 8000 万元投资收益, 扣除投资收益影响中报主营利润增速位于 56%-81%区间。我们认为公司核心产品仍处于量价齐升周期, 全年业绩高增长趋势确立。**
- **投资建议: 上调目标价至 25 元, 维持“买入”评级。我们上调盈利预测,**

预计 2017-19 年公司收入为 46.06、50.38、54.89 亿元，同比增长 22.66%、9.38%、8.95%；实现净利润 7.83、8.49、9.65 亿元，同比增长 42.01%、8.40%、13.72%，对应 EPS 分别为 1.39、1.50、1.71 元。上调目标价至 25.0 元，对应 2017 年 18XPE。

- **风险提示：**三氯蔗糖推广不达预期、环保风险、食品添加剂产品被公众误解的风险。

图表 1: 金禾实业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,215	3,328	3,755	4,606	5,038	5,489
增长率	7.98%	3.5%	12.8%	22.7%	9.4%	9.0%
营业成本	-2,738	-2,805	-2,842	-3,342	-3,577	-3,850
%销售收入	85.2%	84.3%	75.7%	72.6%	71.0%	70.1%
毛利	477	523	913	1,264	1,461	1,639
%销售收入	14.8%	15.7%	24.3%	27.4%	29.0%	29.9%
营业税金及附加	-13	-13	-30	-37	-40	-44
%销售收入	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-164	-161	-214	-212	-227	-247
%销售收入	5.1%	4.9%	5.7%	4.6%	4.5%	4.5%
管理费用	-105	-123	-109	-129	-141	-154
%销售收入	3.3%	3.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	195	225	560	886	1,053	1,195
%销售收入	6.1%	6.8%	14.9%	19.2%	20.9%	21.8%
财务费用	-33	-26	-12	-10	-8	-2
%销售收入	1.0%	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-12	-20	-19	0	0	0
公允价值变动收益	-1	16	-7	0	0	0
投资收益	9	17	22	100	15	15
%税前利润	5.2%	7.6%	3.3%	10.1%	1.4%	1.2%
营业利润	160	213	543	976	1,060	1,207
营业利润率	5.0%	6.4%	14.5%	21.2%	21.0%	22.0%
营业外收支	18	16	120	15	15	15
税前利润	178	229	663	991	1,075	1,222
利润率	5.5%	6.9%	17.6%	21.5%	21.3%	22.3%
所得税	-40	-45	-100	-149	-161	-183
所得税率	22.4%	19.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	138	184	563	843	913	1,039
少数股东损益	-28	-31	12	59	64	73
归属于母公司的净利润	166	214.45	551.46	783.15	848.95	965.46
净利率	5.2%	6.4%	14.7%	17.0%	16.9%	17.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	533	560	575	855	1,598	2,479
应收款项	399	543	513	584	615	688
存货	402	566	365	444	490	538
其他流动资产	423	399	952	1,142	1,173	1,198
流动资产	1,757	2,058	2,405	3,024	3,876	4,902
%总资产	52.1%	56.6%	56.0%	62.3%	69.9%	75.9%
长期投资	2	96	105	105	105	105
固定资产	1,323	1,252	1,452	1,437	1,272	1,157
%总资产	39.3%	34.4%	33.8%	29.6%	22.9%	17.9%
无形资产	146	138	171	126	133	134
非流动资产	1,614	1,580	1,887	1,827	1,670	1,556
%总资产	47.9%	43.4%	44.0%	37.7%	30.1%	24.1%
资产总计	3,371	3,637	4,292	4,851	5,546	6,458
短期借款	240	189	522	622	572	692
应付款项	387	699	826	502	574	596
其他流动负债	145	150	246	440	482	523
流动负债	771	1,037	1,594	1,564	1,627	1,811
长期贷款	126	71	23	23	23	23
其他长期负债	338	334	28	28	28	28
负债	1,236	1,442	1,644	1,614	1,678	1,862
普通股股东权益	1,928	2,019	2,464	2,993	3,560	4,215
少数股东权益	207	176	185	244	309	382
负债股东权益合计	3,371	3,637	4,292	4,851	5,546	6,458

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.586	0.377	0.977	1.388	1.504	1.711
每股净资产 (元)	6.786	3.553	4.366	5.304	6.308	7.469
每股经营现金净流 (元)	1.307	0.911	1.649	0.488	2.050	2.164
每股股利 (元)	0.300	0.170	0.400	0.450	0.500	0.550
回报率						
净资产收益率	8.63%	10.62%	22.38%	26.17%	23.85%	22.91%
总资产收益率	4.94%	5.90%	12.85%	16.14%	15.31%	14.95%
投入资本收益率	7.00%	9.91%	21.31%	28.52%	36.11%	41.50%
增长率						
营业总收入增长率	7.98%	3.52%	12.84%	22.66%	9.38%	8.95%
EBIT增长率	4.82%	15.29%	148.67%	58.32%	18.83%	13.42%
净利润增长率	13.92%	28.87%	157.15%	42.01%	8.40%	13.72%
总资产增长率	11.77%	7.90%	18.00%	13.02%	14.32%	16.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.5	13.3	13.1	13.1	13.2	13.5
存货周转天数	46.5	62.3	59.1	48.5	50.0	51.0
应付账款周转天数	37.6	33.8	39.5	38.0	38.6	39.0
固定资产周转天数	149.9	136.6	123.2	105.2	90.0	73.4
偿债能力						
净负债/股东权益	1.49%	-12.59%	-11.67%	-15.20%	-33.24%	-44.52%
EBIT利息保障倍数	6.0	8.6	46.1	89.0	127.1	492.9
资产负债率	36.66%	39.64%	38.30%	33.27%	30.25%	28.82%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。