

金禾实业(002597)/化学制品
精细化工持续超预期, 业绩和估值有望双升
评级: 买入(维持)

市场价格: 21.65

目标价格: 30.6

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

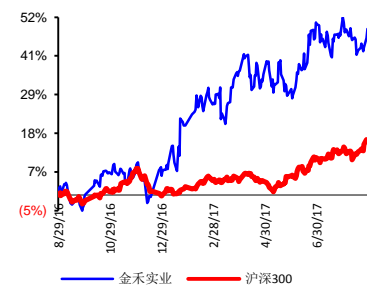
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	564
流通股本(百万股)	559
市价(元)	21.65
市值(百万元)	12,218
流通市值(百万元)	12,107

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 精细化工持续景气, 估值有望逐步提升
- 2 金禾实业(002597.SZ) _一季报点评: 产品持续量价齐升, 盈利能力料将大幅提高
- 3 金禾实业(002597.SZ) _年报点评: 业绩持续优秀, 估值有待提升

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	4,191.62	4,365.96	4,884.97
增长率 yoy%	3.52%	12.84%	11.63%	4.16%	11.89%
净利润	214	551	863	893	1,037
增长率 yoy%	28.87%	157.15%	56.55%	3.43%	16.10%
每股收益(元)	0.38	0.98	1.53	1.58	1.84
每股现金流量	0.91	1.65	0.69	2.11	2.20
净资产收益率	10.62%	22.38%	28.09%	24.24%	23.51%
P/E	29.15	15.99	12.88	12.46	10.73
PEG	1.01	0.10	0.23	3.64	0.67
P/B	3.10	3.58	3.62	3.02	2.52

备注:

投资要点

- **事件: 金禾实业 8 月 29 日发布中报, 公司在 2017 年上半年实现营业收入 22.57 亿元, 同比增加 35.40%; 实现归属于上市公司股东的净利润达 4.84 亿元, 同比增长 104.88%。基本每股收益为 0.85 元, 较上年同期增 102.38%。**
- **收入、利润均超市场预期。**我们认为, 公司上半年总体界定为量价齐升, 公司精细化工产品实现销售收入 6.65 亿元, 同比增长 57.51%; 公司基础化工产品实现销售收入 12.47 亿元, 同比增长 17.50%, 主要为报告期内公司部分基础化工产品价格较同期相比有一定的上升。分产品来看, 安赛蜜收入 2 亿元, 增速 24%, 目前价格约 4.5 万元/吨; 甲基麦芽酚收入 2.84 亿元, 同比增长 26%, 目前甲基麦芽酚市场均价约 23-24 万元/吨, 考虑到公司联单的要害, 预计公司近期甲基麦芽酚均价可达 18 万元/吨, 较年初的 12 万元/吨提升近 50%。我们认为, 天利海短期依旧难以复产, 甲基麦芽酚有望继续保持较高的价格; 三氯蔗糖前段时间价格略有回落, 近期价格反弹至 30 万元/吨, 销量也出现明显的提升, 我们预计到今年年底, 三滤蔗糖有望持续的放量。我们认为, 精细化工高景气的格局在今年下半年乃至明年有望继续保持, 驱动公司收入和利润加速成长。
- **公司产品安赛蜜和三氯蔗糖是未来主流甜味剂, 需求将保持快速增长。**安赛蜜和三氯蔗糖是未来主流甜味剂, 需求将保持快速增长。安赛蜜竞争对手浩波经营举步维艰, 公司龙头地位突显; 三氯蔗糖全球巨头泰莱搬迁产能、盐城健康环保不达标停产, 公司有望借机弯道超车; 三氯蔗糖 2017 年 4 月初新增的 1500 吨已投产, 公司短期借助成本的优势逐步抢占市场份额, 预计公司的产品有望快速走向市场。
- **精细化工收入已占比近 40%, 下半年占比有望更高。**公司的产业结构逐步由基础化工过渡为食品添加剂企业, 估值有望进一步提升。公司在 5-6 月份完成华尔泰(基础化工)的转让, 下半年华尔泰的产品不再并入报表。从上半年而收入结构来看, 上半年如果扣掉贸易收入的 2.3 亿元, 上半年基础化工和精细化工收入近 20 亿元, 其中精细化工收入 8.1 亿元, 占比 40%。下半年我们预计精细化工收入依旧可以保持 20% 以上的增长, 届时精细化工的收入占比有望过半, 而毛利占比我们预计可以达到 70%。公司的产业结构也正式的由基础化工过渡为食品添加剂企业, 估值有望进一步提升。
- **投资建议: 上调目标价至 30.6 元, 维持“买入”评级。**基于公司精细化工

的高景气的持续，我们上调盈利预测，预计 2017-19 年公司收入为 41.92、43.65、48.84 亿元，同比增长 11.6%、4.2%、11.9%；实现净利润 863、893、1,037 亿元，同比增长 56.55%、3.43%、16.10%，对应 EPS 分别为 1.53、1.58、1.84 元。上调目标价至 30.6 元，对应 2017 年 20XPE。

- 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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,215	3,328	3,755	4,192	4,366	4,885	货币资金	533	560	575	968	1,748	2,648
增长率	7.98%	3.5%	12.8%	11.6%	4.2%	11.9%	应收款项	399	543	513	531	533	612
营业成本	-2,738	-2,805	-2,842	-2,925	-2,968	-3,269	存货	402	556	365	389	407	457
% 销售收入	85.2%	84.3%	75.7%	69.8%	68.0%	66.9%	其他流动资产	423	399	952	1,106	1,118	1,145
毛利	477	523	913	1,266	1,398	1,616	流动资产	1,757	2,058	2,405	2,993	3,805	4,863
% 销售收入	14.8%	15.7%	24.3%	30.2%	32.0%	33.1%	% 总资产	52.1%	56.6%	56.0%	62.1%	69.5%	75.8%
营业税金及附加	-13	-13	-30	-34	-35	-39	长期投资	2	96	105	105	105	105
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,323	1,252	1,452	1,437	1,272	1,157
营业费用	-164	-161	-214	-180	-188	-220	% 总资产	39.3%	34.4%	33.8%	29.8%	23.2%	18.0%
% 销售收入	5.1%	4.9%	5.7%	4.3%	4.3%	4.5%	无形资产	146	138	171	126	133	134
管理费用	-105	-123	-109	-117	-122	-137	非流动资产	1,614	1,580	1,887	1,827	1,670	1,556
% 销售收入	3.3%	3.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	% 总资产	47.9%	43.4%	44.0%	37.9%	30.5%	24.2%
息税前利润 (EBIT)	195	225	560	935	1,053	1,220	资产总计	3,371	3,637	4,292	4,820	5,475	6,419
% 销售收入	6.1%	6.8%	14.9%	22.3%	24.1%	25.0%	短期借款	240	189	522	622	572	692
财务费用	-33	-26	-12	-10	-7	-1	应付款项	387	699	826	442	481	511
% 销售收入	1.0%	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	其他流动负债	145	150	246	427	461	503
资产减值损失	-12	-20	-19	0	0	0	流动负债	771	1,037	1,594	1,491	1,514	1,706
公允价值变动收益	-1	16	-7	0	0	0	长期贷款	126	71	23	23	23	23
投资收益	9	17	22	100	15	15	其他长期负债	338	334	28	28	28	28
% 税前利润	5.2%	7.6%	3.3%	9.6%	1.4%	1.2%	负债	1,236	1,442	1,644	1,541	1,564	1,757
营业利润	160	213	543	1,025	1,061	1,234	普通股股东权益	1,928	2,019	2,464	3,073	3,684	4,410
营业利润率	5.0%	6.4%	14.5%	24.5%	24.3%	25.3%	少数股东权益	207	176	185	205	227	252
营业外收支	18	16	120	15	15	15	负债股东权益合计	3,371	3,637	4,292	4,820	5,475	6,419
税前利润	178	229	663	1,040	1,076	1,249	比率分析						
利润率	5.5%	6.9%	17.6%	24.8%	24.6%	25.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-40	-45	-100	-156	-161	-187	每股指标						
所得税率	22.4%	19.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.586	0.377	0.977	1.530	1.582	1.837
净利润	138	184	563	884	914	1,062	每股净资产(元)	6.786	3.553	4.366	5.446	6.528	7.815
少数股东损益	-28	-31	12	21	22	25	每股经营现金净流(元)	1.307	0.911	1.649	0.889	2.115	2.200
归属于母公司的净利润	166	214.45	551.46	863.32	892.89	1,036.65	每股股利(元)	0.300	0.170	0.400	0.450	0.500	0.550
净利率	5.2%	6.4%	14.7%	20.6%	20.5%	21.2%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	8.63%	10.62%	22.38%	28.09%	24.24%	23.51%
净利润	138	184	563	884	914	1,062	总资产收益率	4.94%	5.90%	12.85%	17.91%	16.31%	16.15%
少数股东损益	0	0	0	21	22	25	投入资本收益率	7.00%	9.91%	21.31%	30.93%	37.74%	44.26%
非现金支出	247	249	237	251	279	304	增长率						
非经营收益	23	-6	6	-99	-13	-12	营业总收入增长率	7.98%	3.52%	12.84%	11.63%	4.16%	11.89%
营运资金变动	-37	91	125	-647	13	-113	EBIT增长率	4.82%	15.29%	148.67%	67.04%	12.63%	15.83%
经营活动现金净流	372	518	931	409	1,215	1,266	净利润增长率	13.92%	28.87%	157.15%	56.55%	3.43%	16.10%
资本开支	261	221	519	175	107	175	总资产增长率	11.77%	7.90%	18.00%	12.29%	13.59%	17.23%
投资	-269	-84	-395	0	0	0	资产管理能力						
其他	24	22	16	100	15	15	应收账款周转天数	12.5	13.3	13.1	13.1	13.2	13.5
投资活动现金净流	-506	-282	-898	-75	-92	-160	存货周转天数	46.5	62.3	59.1	48.5	50.0	51.0
股权筹资	32	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	37.6	33.8	39.5	38.0	38.6	39.0
债权筹资	190	-107	85	96	-50	120	固定资产周转天数	149.9	136.6	123.2	115.6	103.8	82.5
其他	-111	-156	-138	-17	-271	-301	偿债能力						
筹资活动现金净流	112	-262	-53	79	-321	-181	净负债/股东权益	1.49%	-12.59%	-11.67%	-18.45%	-36.70%	-47.53%
现金净流量	-23	-26	-20	413	802	926	EBIT利息保障倍数	6.0	8.6	46.1	93.9	147.1	1,311.7
							资产负债率	36.66%	39.64%	38.30%	31.98%	28.57%	27.37%

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。