

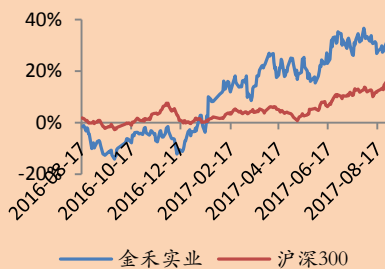


## 金禾实业 (002597)

投资评级：增持

报告日期：2017-08-30

股价走势：



研究员：宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人：蒋园园  
0551-65161837

联系人：李超齐  
0551-65161837

## 内生增长稳定，业绩保持高增长

**事件：**公司公布 2017 年上半年报告，实现营收 22.57 亿元，同比增长 35.4%；归母净利润 4.84 亿元，同比增长 104.88%；扣非净利润 4.1 亿元，同比增长 165.32%；基本每股收益 0.85 元/股，同比增长 102.38。公司预计 2017 年前三季度实现归母净利润 6.22 亿元—6.88 亿元，同比增长 76.93%—95.70%。

**主要观点：**

### □ 业绩稳定持续增长

2017 年上半年公司业绩稳定持续增长，主要是由于精细化工产品和基础化工产品量价齐升，产品综合毛利率持续提升，2017 年上半年毛利率为 30.80%，同比增长 9.01 个百分点；精细化工产品毛利率达到 55.22%，同比增长 16.45%；基础化工产品毛利率为 24.74%，同比增长 8.24%。同时公司成本管控能力出色，2017Q2 期间费用率为 6.88%，环比下降 1.75 个百分点，呈现持续改善的趋势。新建 1500 吨三氯蔗糖项目于 2017 年 3 月建成，5 月达到满负荷生产，上半年贡献部分业绩。同时公司出售华尔泰 55% 的股权，获得投资收益 7375 万元。

### □ 精细化工产品量价齐升

报告期公司精细化工产品（甲、乙基麦芽酚、安塞蜜、三氯蔗糖，都属于食品添加剂）量价齐升。公司现有三氯蔗糖产能 2000 吨，其中新建 1500 产能已于 2017 年 3 月建成投产，5 月达到满负荷状态，上半年贡献部分业绩。目前三氯蔗糖价格为 30 万元/吨，和前期相比价格下降，符合公司对三氯蔗糖价格走势的预期和判断。公司三氯蔗糖具有产能优势，将对下半年业绩起到积极影响。公司甲、乙基麦芽酚产能为 4000 吨，因竞争对手天利海发生安全事故，公司分别上调价格至 15.5 万元/吨、15 万元/吨，涨幅约 40%。目前甲、乙基麦芽酚市价在 23—24 万元/吨，公司产品价格和市价相比，还有提升的空间。目前安塞蜜均价为 4.5 万元/吨，和去年同期均价 4 万元相比，增幅 12.5%，增厚业绩。

### □ 环保持续投入，构筑安全生产边际

公司新建的日处理量 3000 吨的废水处理厂以及年处理量 9000 吨的固废处理厂成功投入使用，至此，公司每日处理废水能力已达到 8400 吨，大大增加了公司环境保护能力，提高了公司生产基地的环境容量，降低了环保风险以及环保处理成本。

### □ 盈利预测与估值

目前公司甜味剂产品安塞蜜以及香料产品甲、乙基麦芽酚的产能、市场占有率均已处于全球领先地位，市场定价权显著增强。同时 1500 吨三氯蔗糖项目投产，高景气有望延续，我们上调盈利预测。预计 2017-19 年的 EPS 为 1.76 元、2.42 元、2.66 元，对应当前股价 PE 分别为 12X、9X、8X。给

予“增持”评级。

盈利预测

单位：百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3755	5069	6083	6996
收入同比 (%)	13%	35%	20%	15%
归属母公司净利润	551	993	1366	1501
净利润同比 (%)	157%	80%	38%	10%
毛利率 (%)	24.3%	31.0%	31.4%	31.8%
ROE (%)	21.3%	28.9%	32.0%	28.7%
每股收益	0.98	1.76	2.42	2.66
P/E	22.15	12.31	8.94	8.14
P/B	4.96	4.08	3.09	2.42
EV/EBITDA	11	12	9	7

资料来源：wind、华安证券研究所

□ 风险提示

精细化工产品价格下降、战略转型低于预期

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2,405	3,588	4,723	5,809	<b>营业收入</b>	3,755	5,069	6,083	6,996
现金	575	1,014	1,554	2,013	营业成本	2,842	3,498	4,173	4,771
应收账款	149	196	239	275	营业税金及附加	30	25	32	39
其他应收款	5	6	8	9	销售费用	214	249	313	360
预付账款	101	55	(30)	(74)	管理费用	109	156	197	226
存货	369	562	687	724	财务费用	12	23	36	29
其他流动资产	1,206	1,754	2,265	2,863	资产减值损失	19	8	3	(3)
<b>非流动资产</b>	1,887	1,738	1,572	1,520	公允价值变动收益	(7)	(132)	51	10
长期投资	1	2	2	2	投资净收益	22	0	0	0
固定资产	1,351	1,265	1,180	1,094	<b>营业利润</b>	543	978	1,380	1,584
无形资产	135	126	117	109	营业外收入	138	78	108	93
其他非流动资产	400	345	273	315	营业外支出	18	10	10	13
<b>资产总计</b>	4,292	5,326	6,295	7,329	<b>利润总额</b>	663	1,045	1,478	1,663
<b>流动负债</b>	1,594	2,224	2,517	2,726	所得税	100	157	222	250
短期借款	275	1,085	1,083	1,080	<b>净利润</b>	563	888	1,256	1,414
应付账款	351	363	447	532	少数股东损益	12	(104)	(110)	(87)
其他流动负债	967	777	987	1,113	<b>归属母公司净利润</b>	551	993	1,366	1,501
<b>非流动负债</b>	50	26	(143)	(329)	<b>EBITDA</b>	763	1,096	1,511	1,706
长期借款	23	23	23	23	<b>EPS (元)</b>	0.98	1.76	2.42	2.66
其他非流动负	28	3	(166)	(352)					
<b>负债合计</b>	1,644	2,250	2,374	2,396					
少数股东权益	185	80	(30)	(117)	<b>主要财务比率</b>				
股本	564	564	564	564	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
资本公积	485	382	382	382	<b>成长能力</b>				
留存收益	1,383	2,049	3,005	4,104	营业收入	12.84%	35.00%	20.00%	15.00%
归属母公司股东权	2,464	2,995	3,951	5,050	营业利润	154.86%	80.04%	41.17%	14.73%
<b>负债和股东权益</b>	4,292	5,326	6,295	7,329	归属于母公司净利润	157.15%	80.00%	37.66%	9.84%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	24.32%	31.00%	31.40%	31.80%
					净利率(%)	35.16%	14.69%	19.58%	22.46%
					ROE(%)	21.26%	28.89%	32.04%	28.66%
					ROIC(%)	33.44%	44.29%	31.75%	31.43%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	38.30%	42.25%	37.71%	32.70%
					净负债比率(%)	15.44%	2.79%	-17.00%	-20.22%
					流动比率	1.51	1.61	1.88	2.13
					速动比率	1.28	1.36	1.60	1.87
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.95	1.05	1.05	1.03
					应收账款周转率	27.81	30.30	28.92	28.20
					应付账款周转率	12.20	14.20	15.02	14.29
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.98	1.76	2.42	2.66
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	(0.46)	1.94	1.62
					每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.31	7.00	8.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.2	12.3	8.9	8.1
					P/B	5.0	4.1	3.1	2.4
					EV/EBITDA	11.02	12.12	8.50	7.29

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。