

日期: 2017年09月01日

行业: 基础化工



分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

业绩符合预期, 三氯蔗糖放量顺利

■ 公司动态事项

公司2017年半年报称, 2017年上半年实现营业收入22.57亿元, 同比增长35.4%; 归属于母公司股东净利润4.84亿元(含7374.96万元剥离华尔泰投资收益), 同比增长104.88%; 扣非后归属于母公司股东净利润为4.10亿元, 同比增长165.32%; 基本每股收益0.85元, 同比增长102.38%。

公司预计2017年1-9月实现归属于母公司股东净利润6.22-6.88亿元, 同比增长76.93-95.70%。

■ 公司点评

精细化工维持高增速, 基础化工毛利率再度提升

公司2017年上半年精细化工业务营业收入为6.66亿元, 同比增长57.51%, 毛利率达到55.22%, 较去年提升16.45个百分点, 实现毛利3.68亿元, 去年同期为1.64亿元, 毛利润增速高达124.33%。基础化工业务营业收入12.47亿元, 同比增长17.50%, 毛利率达到24.74%, 同比提升8.24个百分点, 实现毛利3.09亿元(已剥离华尔泰), 去年同期为1.75亿元, 增速为76.29%。尽管基础化工产品价格上涨及剥离华尔泰使得基础化工毛利率得到提升, 但公司主要利润点仍然转移至精细化工业务上。此外, 南京金之穗贸易业务大幅扩张也较好的填补了剥离华尔泰带来的营收缺口(营业收入2.89亿元, 增速为385.88%)。

安赛蜜及甲、乙基麦芽酚量价齐升, 三氯蔗糖持续放量

公司产品安赛蜜和三氯蔗糖是高倍甜味剂中主流产品, 安赛蜜年产能达到12000吨, 国内竞争对手浩波的衰退使得公司成为安赛蜜国内寡头, 全球市占率将超过70%, 2017年上半年安赛蜜营收增速为23.58%, 毛利率达到45.36%, 提升13.48个百分点(售价从3.5万/吨上升至4-4.5万/吨); 三氯蔗糖年产能达到2000吨, 并且还有持续扩产计划, 国内竞争对手盐城捷康限产及重组, 国际龙头Tate&Lyle新加坡工厂关闭, 搬迁至美国的计划还未完成, 将大大削弱公司扩产带来的市场冲击, 市占率有望突破25%, 2017年上半年三氯蔗糖实现营业收入1.70亿元, 同比增速为698.05%, 毛利率为54.84%, 同比增加28.01个百分点。

基本数据(截止2017年8月31日)

报告日股价(元)	20.97
12mth A 股价格区间(元)	13.61/22.15
总股本(百万股)	564.32
无限售 A 股/总股本	99.16%
流通市值(亿元)	117
每股净资产(元)	4.84

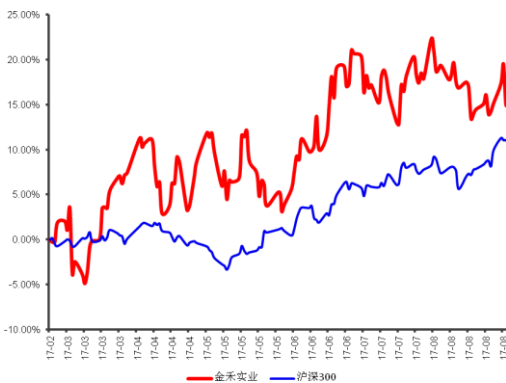
主要股东(截止至2017年08月04日)

安徽金瑞投资集团有限公司	44.25%
--------------	--------

收入结构(2017H1)

基础化工	55.25%
安赛蜜	8.78%
三氯蔗糖	7.54%

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号: HLX17-JHSY02

首次报告日期: 2017年7月21日

相关报告:

2017/07/21 金禾实业深度报告: 甜味剂龙头扬帆起航, 多管齐下助推业绩腾飞

甲基、乙基麦芽酚方面，公司竞争对手天利海连续出现安全事故（新事故 2017 年 3 月 24 日发生，警示约谈并暂扣安全生产许可证 3-6 个月），市场供给严重不足，市场价格单吨甚至出现过 30 万/吨的价格，公司产品提升报价后，大致能有单吨 6 万左右的价格提升，大幅提升公司盈利能力。并且连续停产也将导致客户向金禾实业倾斜，甲、乙基麦芽酚行业有望由两大龙头并存变为单寡头垄断格局，对公司形成长期利好。

基础化工轻装上阵，环保升级保障稳定生产

公司基础化工产品覆盖三聚氰胺、硝酸、浓硫酸、双氧水等，种类多，且产业链一体化带来的协同效应不可忽视。尽管在 2016 年至今，多个产品实现了底部反转，但整体盈利能力仍然弱于精细化工行业。此次公司剥离华尔泰子公司，从产品布局上看，不存在产品种类的缩减，不影响产业链协同效应，并且有助于提升企业整体盈利能力。

此外，公司在上半年新建的日处理量 3000 吨的废水处理厂及年处理量 9000 吨的固废处理厂已经成功投入使用，目前公司单日废水处理能力达到 8400 吨，大大增加了公司环保能力，降低了环保风险。

存在的预期差：

1. 基础化工板块毛利率为 24.74%，超过 2016 年年报的 21.63%，略超预期，主要是硝酸等产品的价格持续提升及剥离华尔泰导致。
2. 存货总量较一季度下降 34.45%（在产品与库存商品之和较期初下降 31.47%，多种产品涨价及新产能投放情况下并未出现滞销现象），除去剥离华尔泰的影响外，仍然有下降，并且存货的总资产占比仅有 6.32%，较去年同期降低 6.27 个百分点，为上市以来新低。
3. 三氯蔗糖价格受公司定价模式影响下降，并不是公司 1500 吨产能投放造成，并且山东地区环保督查对山东地区产能释放有影响。此外，公司三氯蔗糖生产成本优于预期，在行业洗牌中能发挥巨大优势。

■ 盈利预测与估值

基于基础化工业务毛利率提升及精细化工主营产品售价及成本变动，我们上调公司业绩预测，预计公司在 2017-2019 年将实现营业收入 41.66、43.86 和 47.99 亿元，同比增长 10.93%、5.29% 和 9.40%，归属于母公司股东净利润为 8.14、9.49 和 11.67 亿元，同比增长 47.66%、16.57% 和 22.90%，每股 EPS 为 1.44、1.68 和 2.07 元。对应 PE 为 14.4、12.4 和 10.1 倍，未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 风险提示

原材料价格出现波动；下游客户出现不可抗力影响；出现环保及安全事故。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3755.08	4165.57	4386.06	4798.52

年增长率	12.84%	10.93%	5.29%	9.40%
归属于母公司的净利润	551.46	814.30	949.20	1166.61
年增长率	157.15%	47.66%	16.57%	22.90%
每股收益 (元)	0.98	1.44	1.68	2.07
PE (X)	21.3	14.4	12.4	10.1

数据来源: Wind 上海证券研究所

注: 有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	391	287	1551	2210
应收和预付款项	614	744	677	870
存货	365	560	374	609
其他流动资产	848	848	848	848
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1452	1436	1239	892
无形资产和开发支出	135	118	102	86
其他非流动资产	285	267	248	248
资产总计	4091	4262	5041	5765
短期借款	275	0	0	0
应付和预收款项	826	704	847	788
长期借款	23	23	23	23
其他负债	319	316	316	316
负债合计	1443	1043	1185	1126
股本	564	564	564	564
资本公积	474	474	474	474
留存收益	1425	1971	2607	3389
归属母公司股东权益	2464	3010	3646	4428
少数股东权益	185	210	210	210
股东权益合计	2648	3220	3856	4638
负债和股东权益合计	4091	4262	5041	5765

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	915	674	1694	989
投资活动产生现金流量	-898	-233	-137	13
融资活动产生现金流量	-69	-544	-293	-343
现金流量净额	-36	-104	1263	659

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3755	4166	4386	4799
营业成本	2842	2855	2882	3032
营业税金及附加	30	31	32	35
营业费用	214	208	197	202
管理费用	109	125	132	149
财务费用	12	43	24	7
资产减值损失	19	17	17	17
投资收益	22	74	0	0
公允价值变动损益	-7	0	0	0
营业利润	543	960	1102	1357
营业外收支净额	120	15	15	15
利润总额	663	975	1117	1372
所得税	100	135	168	206
净利润	563	840	949	1167
少数股东损益	12	26	0	0
归属母公司股东净利润	551	814	949	1167

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	24%	31%	34%	37%
EBIT/销售收入	18%	23%	25%	28%
销售净利率	15%	20%	22%	24%
ROE	22%	27%	26%	26%
资产负债率	35%	24%	24%	20%
流动比率	1.56	2.39	2.97	4.11
速动比率	0.91	1.29	2.16	3.05
总资产周转率	0.92	0.98	0.87	0.83
应收账款周转率	7.39	6.39	7.70	6.26
存货周转率	7.78	5.10	7.71	4.98

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。