

金禾实业 (002597.SZ)

安赛蜜提价预期不改，股东增持提供

安全边际

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价 (元): **16.3**

 分析师 联系人
 胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176

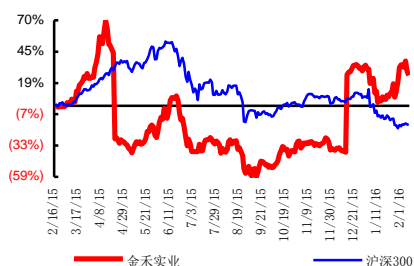
huyc@r.qizq.com.cn zhangzhe01@r.qizq.com.cn

2016年02月15日

基本状况

总股本(百万股)	565
流通股本(百万股)	551
市价(元)	10.56
市值(百万元)	5,962
流通市值(百万元)	5,821

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	2,977.2	3,214.7	3,351.5	3,642.7	4,016.3
营业收入增速	6.99%	7.98%	4.26%	8.69%	10.26%
净利润增长率	7.80%	13.92%	32.26%	22.67%	19.61%
摊薄每股收益 (元)	0.53	0.59	0.39	0.48	0.57
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	19.67	23.38	32.07	25.97	21.71
PEG	2.52	1.68	0.99	1.15	1.11
每股净资产 (元)	6.45	6.79	3.48	3.98	4.55
每股现金流量	0.76	1.31	0.86	0.94	0.95
净资产收益率	8.16%	8.63%	11.13%	12.01%	12.56%
市净率	1.61	2.02	3.57	3.12	2.73
总股本 (百万股)	277.68	284.16	568.25	564.59	564.59

投资要点

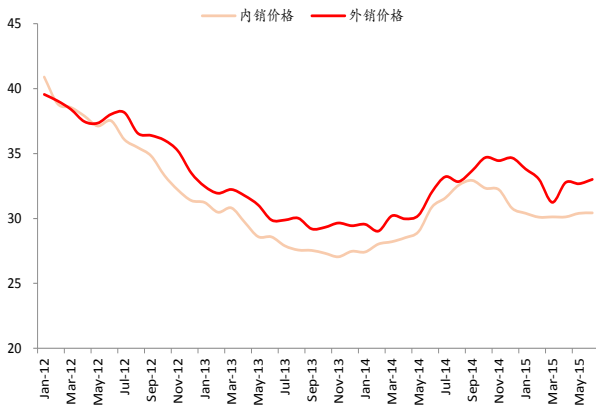
- 事件: 公司完成控股股东增持股份和股份回购及注销计划, 金禾实业控股股东金瑞投资集团于 2015 年 7 月起增持公司股份 479.134 万股, 占公司总股本的 0.85%, 增持均价 10.55 元。同时公司实际回购并注销股份 365.56 万股, 占公司总股本的比例为 0.64%, 成交均价 10.80 元 (含交易费用)。**
- 当前股价接近股东增持以及股份回购均价, 安全边际较高:** 公司最新收盘价 10.56 元和控股股东的持股均价接近, 相对于 10.80 元的回购均价略有倒挂。而持续的增持和股份回购彰显出公司对于未来的发展信心, 公司目前市值 60 亿元, 在相对保守的业绩预测下对应 16 年 22xPE, 安全边际较高。同时在精细化化工产品定价权逐步加强的预期下, 公司有望享受一定的估值溢价, 安赛蜜的提价预期为未来 2-3 年的业绩提供充分的弹性。
- 竞争格局改善, 安赛蜜提价预期不改:** 公司现有 9000 吨/年的安赛蜜产能, 占全球总产能的 40% 左右, 是全球最大的安赛蜜生产商, 和主要竞争对手江苏浩波占全球产能的 70%。得益于金禾实业的大化工布局和产品结构, 公司的安赛蜜生产成本相对于行业竞争对手享有一定优势。2010 年安赛蜜的最高价格曾到达 5 万/吨, 但是 2011 年开始行业的价格战加剧, 价格曾最低滑落到大约 2.5 万/吨, 此后便一直处于低位。2014 年开始金禾的国内主要竞争对手赢利能力恶化, 面临破产。2014 年中期开始, 国内的安赛蜜价格开始出现反弹, 目前的销售均价在 3.3-3.5 万/吨左右。若竞争对手退出, 金禾的价格话语权将进一步提升, 国内的安赛蜜价格有望进入持续的缓慢上涨周期。保守预测每年提价 3000 元/吨, 将为公司贡献出 2000 万元以上的新增毛利空间。

图表 1: 金禾实业控股股东增持明细

股东名称	增持日期	均价 (元/股)	数量 (股)	增持金额 (万元)	增持方式
金瑞集团	2015/7/2	10.79	1,854,400	2001.19	竞价交易
金瑞集团	2016/1/12	8.92	956,819	853.79	竞价交易
金瑞集团	2016/2/5	11.11	1,980,121	2200.20	竞价交易
合计	——	10.55	4,791,340	5055.28	——

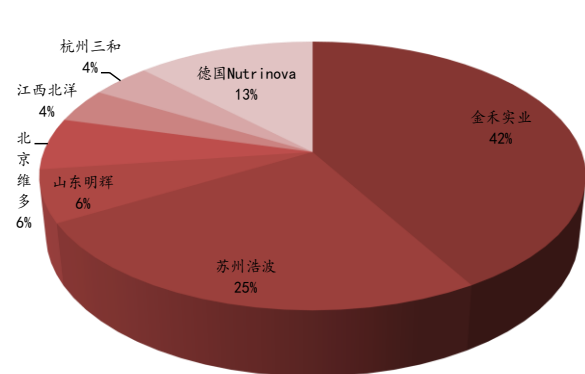
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 安赛蜜历史价格走势



来源: 中泰证券研究所

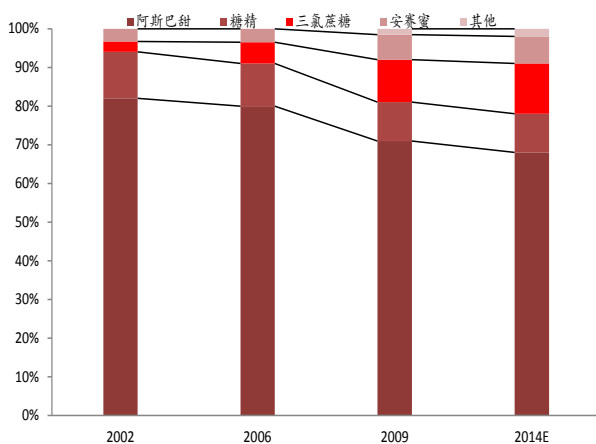
图表 3: 公司安赛蜜产能约占全球的 40%



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

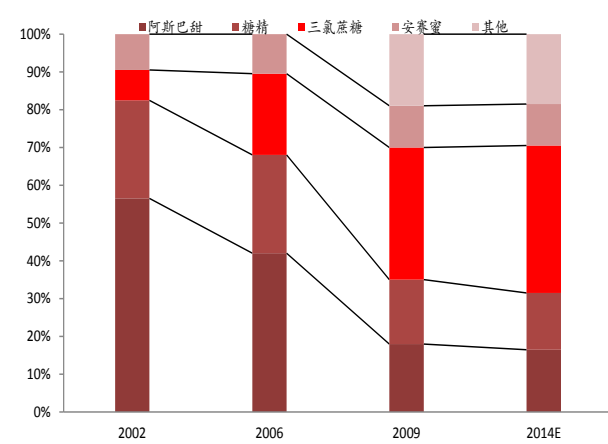
■ **三氯蔗糖投产在即, 甜味剂产品再添重要赢利点:** 2014 年公司完成第五代甜味剂三氯蔗糖 500 吨产能的全套生产流程及系统的研发, 并试产成功。2015 年正进行产品中试及收率方面的技术研发, 一旦技术完成突破, 公司 500 吨的三氯蔗糖产能将大规模投放市场。三聚蔗糖行业市场潜力较大, 显著的安全性及口感使得其成为欧美市场发展速度最快的合成甜味剂。2002-2014 年三氯蔗糖在饮料行业甜味剂的使用占比从不到 3% 提高到 13%, 在食品甜味剂的使用占比从不到 10% 提高到将近 40%。现在三氯蔗糖的市价在 22-25 万元/吨, 我们预计每吨三氯蔗糖能够贡献出 2-5 万吨的净利润, 保守估计至少带来 1000 万的新增净利润。

图表 4: 三氯蔗糖在食品的使用占比已提高到 13%



来源: 中泰证券研究所

图表 5: 三氯蔗糖在饮料的使用占比已提高到 39%



来源: 中泰证券研究所

- **投资建议：目标价 16.30 元，维持“买入”评级。** 受益于竞争对手的退出风险，金禾实业的安赛蜜产品的定价权提升，安赛蜜价格有望进入反弹周期；而公司第五代甜味剂三氯蔗糖投产在即，精细化工再添重要赢利点。同时公司存在外延并购预期，控股股东增持股份和大股东积极回购股份彰显未来发展决心。预计公司 2015-17 年实现净利润 2.20/2.70/3.23 亿元，分别同比增长 32.26%/22.67%/19.61%；对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.57 元。给予 2016 年 34xPE，对应目标价 16.30 元，维持“买入”评级。
- **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 6：金禾实业销售收入预测（单位：百万元）

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
精细化工						
销售收入	512.21	503.83	565.34	664.81	718.70	779.47
增长率 (YOY)	—	-1.64%	12.21%	17.59%	8.11%	8.46%
毛利率	22.97%	21.39%	25.03%	33.37%	34.84%	36.93%
销售成本	394.54	396.07	423.85	442.95	468.27	491.58
增长率 (YOY)	—	0.39%	7.01%	4.50%	5.72%	4.98%
毛利	117.67	107.76	141.49	221.86	250.42	287.89
增长率 (YOY)	—	-8.42%	31.30%	56.81%	12.87%	14.96%
占总销售额比重	18.57%	17.06%	17.78%	19.84%	19.73%	19.41%
占主营业务利润比重	39.19%	29.05%	31.25%	40.70%	39.34%	39.67%
基础化工						
销售收入	2,206.07	2,410.18	2,558.31	2,619.88	2,840.46	3,136.61
增长率 (YOY)	—	9.25%	6.15%	2.41%	8.42%	10.43%
毛利率	7.94%	10.44%	11.72%	11.88%	13.13%	13.48%
销售成本	2,030.80	2,158.46	2,258.47	2,308.63	2,467.57	2,713.71
增长率 (YOY)	—	6.29%	4.63%	2.22%	6.88%	9.98%
毛利	175.27	251.72	299.84	311.25	372.88	422.90
增长率 (YOY)	—	43.62%	19.12%	3.80%	19.80%	13.41%
占总销售额比重	79.98%	81.59%	80.47%	78.17%	77.98%	78.10%
占主营业务利润比重	58.37%	67.85%	66.23%	57.10%	58.58%	58.28%
其他						
销售收入	40.06	40.02	55.70	66.84	83.55	100.26
增长率 (YOY)	—	-0.10%	39.18%	20.00%	25.00%	20.00%
毛利率	18.32%	28.74%	20.48%	17.92%	15.77%	14.85%
销售成本	32.72	28.52	44.29	54.86	70.37	85.37
增长率 (YOY)	—	-12.84%	55.29%	23.86%	28.28%	21.31%
毛利	7.34	11.50	11.41	11.98	13.18	14.89
增长率 (YOY)	—	56.68%	-0.78%	5.00%	10.00%	13.00%
占总销售额比重	1.45%	1.35%	1.75%	1.99%	2.29%	2.50%
占主营业务利润比重	2.44%	3.10%	2.52%	2.20%	2.07%	2.05%
销售收入小计	2758.34	2954.03	3179.35	3351.53	3642.71	4016.34
销售成本小计	2458.06	2583.05	2726.61	2806.44	3006.22	3290.66
毛利	300.28	370.98	452.74	545.09	636.49	725.68
平均毛利率	10.89%	12.56%	14.24%	16.26%	17.47%	18.07%

来源：中泰证券研究所

图表 7: 金禾实业财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	2,783	2,977	3,215	3,352	3,643	4,016
增长率	21.78%	7.0%	8.0%	4.3%	8.7%	10.3%
营业成本	-2,466	-2,587	-2,738	-2,806	-3,006	-3,291
%销售收入	88.6%	86.9%	85.2%	83.7%	82.5%	81.9%
毛利	317	390	477	545	636	726
%销售收入	11.4%	13.1%	14.8%	16.3%	17.5%	18.1%
营业税金及附加	-10	-10	-13	-13	-15	-16
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-91	-120	-164	-158	-171	-187
%销售收入	3.3%	4.0%	5.1%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-60	-74	-105	-97	-109	-116
%销售收入	2.2%	2.5%	3.3%	2.9%	3.0%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	155	186	195	278	341	406
%销售收入	5.6%	6.3%	6.1%	8.3%	9.4%	10.1%
财务费用	-3	-6	-33	-4	-1	-1
%销售收入	0.1%	0.2%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-6	-5	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	0	9	3	5	5
%税前利润	0.2%	—	5.2%	1.1%	1.3%	1.2%
营业利润	146	175	160	277	345	411
营业利润率	5.3%	5.9%	5.0%	8.3%	9.5%	10.2%
营业外收支	9	11	18	15	18	20
税前利润	155	187	178	292	362	431
利润率	5.6%	6.3%	5.5%	8.7%	9.9%	10.7%
所得税	-21	-32	-40	-57	-74	-86
所得税率	13.7%	16.9%	22.4%	19.6%	20.5%	20.0%
净利润	134	155	138	235	288	344
少数股东损益	-2	9	-28	15	18	22
归属于母公司的净利润	136	146	166	220	270	323
净利率	4.9%	4.9%	5.2%	6.6%	7.4%	8.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	466	514	533	927	1,126	1,606
应收账款	419	396	399	425	444	503
存货	295	295	402	373	412	460
其他流动资产	188	248	423	433	459	485
流动资产	1,368	1,454	1,757	2,158	2,441	3,054
%总资产	53.2%	47.6%	52.1%	57.9%	63.2%	69.9%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	1,037	1,383	1,323	1,316	1,159	1,051
%总资产	40.3%	45.3%	39.3%	35.3%	30.0%	24.1%
无形资产	148	157	146	109	117	119
非流动资产	1,203	1,602	1,614	1,569	1,420	1,314
%总资产	46.8%	52.4%	47.9%	42.1%	36.8%	30.1%
资产总计	2,571	3,056	3,371	3,727	3,862	4,368
短期借款	120	180	240	340	290	410
应付账款	350	405	387	410	467	496
其他流动负债	60	99	145	313	153	166
流动负债	530	685	771	1,063	910	1,071
长期贷款	98	195	126	126	126	126
其他长期负债	18	149	338	338	338	338
负债	647	1,030	1,236	1,528	1,374	1,536
普通股股东权益	1,692	1,790	1,928	1,978	2,248	2,571
少数股东权益	231	236	207	221	240	261
负债股东权益合计	2,571	3,056	3,371	3,727	3,862	4,368

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.634	0.526	0.586	0.387	0.478	0.572
每股净资产(元)	7.923	6.447	6.786	3.481	3.982	4.554
每股经营现金净流(元)	1.254	0.764	1.307	0.856	0.938	0.951
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.01%	8.16%	8.63%	11.13%	12.01%	12.56%
总资产收益率	5.27%	4.78%	4.94%	5.91%	6.99%	7.39%
投入资本收益率	8.02%	8.21%	6.88%	11.32%	13.49%	16.28%
增长率						
营业总收入增长率	21.78%	6.99%	7.98%	4.26%	8.69%	10.26%
EBIT增长率	-28.18%	19.81%	4.82%	42.18%	22.98%	19.02%
净利润增长率	-27.14%	7.80%	13.92%	32.26%	22.67%	19.61%
总资产增长率	3.02%	18.88%	10.31%	10.56%	3.61%	13.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	11.7	12.5	13.1	13.2	13.5
存货周转天数	40.5	41.6	46.5	48.5	50.0	51.0
应付账款周转天数	28.0	36.6	37.6	38.0	38.6	39.0
固定资产周转天数	114.3	137.7	149.9	140.3	121.2	98.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.86%	-6.85%	1.49%	-11.99%	-20.60%	-30.80%
EBIT利息保障倍数	54.1	31.2	6.0	66.8	266.3	508.2
资产负债率	25.17%	33.69%	36.66%	40.99%	35.58%	35.16%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	134	155	138	235	288	344
少数股东损益	0	0	0	15	18	22
非现金支出	176	202	247	243	271	296
非经营收益	1	-4	23	-9	-12	-13
营运资金变动	-42	-142	-37	18	-18	-91
经营活动现金净流	268	212	372	501	548	558
资本开支	475	356	261	183	105	170
投资	0	-20	-269	0	0	0
其他	12	133	24	3	5	5
投资活动现金净流	-463	-243	-506	-180	-100	-165
股权募资	0	0	32	0	0	0
债权募资	-64	157	190	99	-50	120
其他	-17	-77	-111	-11	-181	-12
筹资活动现金净流	-81	80	112	88	-231	108
现金净流量	-277	49	-23	409	217	501

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“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。