

**金禾实业** 股票代码：002597.SZ

## 主业夯实，安赛蜜变局引关注

### 事项：

公司发布 2015 年业绩快报：2015 年公司实现营业收入 33.36 亿元，同比增长 3.77%；归属于上市公司股东净利润 2.19 亿元，同比增长 31.33%；EPS 0.38。

### 主要观点

#### 1. 主业夯实，盈利能力大幅改善。

公司营业收入稳步增长，主要因为基础化工品销售规模的稳步提升和安赛蜜等产品价格的稳中有升，公司整体毛利率水平稳步增长。从单季看，四季度净利润同比大幅增长 56.31%，其中四季度公司理财产品等投资收益大约贡献 1500-2000 万元。

#### 2. 安赛蜜供给格局持续改善。

我们认为，安赛蜜的竞争格局正在显著改善，一方面是浩波产能的逐步退出市场：江苏浩波是公司的主要竞争对手（产能占比约 30%，金禾 45%），虽然目前仍未彻底退出，但月产量与出货量仅约 200 吨和 100 吨（浩波总产能 6000 吨），而金禾 9000 吨产能产销量均在 8000 吨附近；另一方面新进入者壁垒极高：5000 万吨新增产能总投资可达 5-10 亿元，且建设周期 15 个月以上，而金禾在现有装置基础上扩能 3000 吨，投资仅需几千万元，边际成本大幅领先。公司有望逐步占据浩波退出的市场空缺。

#### 3. 浩波若确定停产或致安赛蜜短期内大幅涨价。

和竞品阿斯巴甜价甜比相近，而多年价格战使安赛蜜价格不足阿斯巴甜一半，价格存翻倍的价值回归空间。并且，下游成本占比极低（可乐安赛蜜成本占比不到 0.01%），需求刚性，供给端短期大幅缩量尤其不会影响可乐、伊利等大客户的既定采购节奏，或致安赛蜜短期大幅涨价。

#### 4. 三氯蔗糖稳步推进，上半年有望正式投产。

公司年产 500 吨三氯蔗糖项目 15 年 8 月开始试生产，目前处于停产调试阶段，预计 3 月底重新复产，公司力争上半年正式投产。

#### 5. 盈利预测与投资评级。

保守预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 0.38、0.48、0.56，对应 PE 32X、26X、22X。公司主业稳固，新项目不断推进，外延式并购预期强烈。安赛蜜供给端改善+价值回归使安赛蜜价格存翻倍空间。给予公司推荐评级。

### 风险提示：

浩波退出进度缓慢，安赛蜜涨价力度不达预期。

目标价：- RMB

当前股价：12.35RMB

**投资评级 推荐**

**评级变动 首次评级**

### 证券分析师



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001  
电话：010-66500885  
邮箱：caoling@hcyjs.com



联系人：冯自力

电话：010-66500860  
邮箱：fengzili@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	56,460
流通 A 股/B 股(万股)	55,124/-
资产负债率(%)	38.0
每股净资产(元)	3.6
市盈率(倍)	35.15
市净率(倍)	3.62
12 个月内最高/最低价	19.0/6.89

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	533	931	1,326	1,694
应收票据	280	280	280	280
应收账款	117	121	127	142
预付账款	235	241	252	281
存货	402	412	432	481
其他流动资产	191	191	191	191
流动资产合计	1,757	2,176	2,608	3,069
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	1,308	1,077	887	730
在建工程	5	5	5	5
无形资产	117	117	117	117
其他非流动资产	172	172	172	172
非流动资产合计	1,604	1,373	1,183	1,026
<b>资产合计</b>	<b>3,361</b>	<b>3,549</b>	<b>3,791</b>	<b>4,095</b>
短期借款	171	171	171	171
应付票据	9	9	9	9
应付账款	255	262	274	305
预收款项	80	83	87	97
其他应付款	43	43	43	43
一年内到期的非流动负债	69	69	69	69
其他流动负债	145	145	145	145
流动负债合计	771	781	797	839
长期借款	126	126	126	126
应付债券	198	198	198	198
其他非流动负债	141	141	141	141
非流动负债合计	465	465	465	465
<b>负债合计</b>	<b>1,236</b>	<b>1,245</b>	<b>1,262</b>	<b>1,304</b>
归属母公司所有者权益	1,928	2,144	2,415	2,733
少数股东权益	207	170	124	69
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,135</b>	<b>2,314</b>	<b>2,539</b>	<b>2,802</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,371</b>	<b>3,559</b>	<b>3,801</b>	<b>4,106</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>141</b>	<b>433</b>	<b>388</b>	<b>363</b>
现金收益	391	415	379	385
存货影响	-106	-10	-20	-49
经营性应收影响	-38	-10	-17	-44
经营性应付影响	-19	10	17	42
其他影响	-87	29	29	29
<b>投资活动现金流</b>	<b>-240</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
资本支出	-154	-1	-1	-1
股权投资	9	0	0	0
其他长期资产变化	-96	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>117</b>	<b>-34</b>	<b>7</b>	<b>6</b>
借款增加	188	0	0	0
财务费用	-33	-34	7	6
股东融资	-29	0	0	0
其他长期负债变化	-9	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>3,215</b>	<b>3,336</b>	<b>3,503</b>	<b>3,923</b>
营业成本	2,738	2,809	2,942	3,276
营业税金及附加	13	13	14	15
销售费用	164	170	179	200
管理费用	105	109	114	128
财务费用	33	34	-7	-6
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>160</b>	<b>201</b>	<b>261</b>	<b>310</b>
营业外收入	29	40	40	40
营业外支出	11	11	11	11
<b>利润总额</b>	<b>178</b>	<b>230</b>	<b>290</b>	<b>339</b>
所得税	40	52	65	76
<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>178</b>	<b>225</b>	<b>263</b>
少数股东损益	-28	-37	-46	-54
<b>归属母公司净利润</b>	<b>166</b>	<b>215</b>	<b>271</b>	<b>318</b>
NOPLAT	151	182	197	236
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.38	0.48	0.56

**主要财务比率**

	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	8.0%	3.8%	5.0%	12.0%
EBIT 增长率	4.8%	20.4%	8.0%	19.7%
归母净利润增长率	13.9%	29.4%	26.0%	17.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.8%	15.8%	16.0%	16.5%
净利率	4.3%	5.3%	6.4%	6.7%
ROE	8.6%	10.0%	11.2%	11.6%
ROIC	5.4%	6.1%	6.1%	6.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.7%	35.0%	33.2%	31.8%
债务权益比	33.0%	30.4%	27.7%	25.1%
流动比率	227.8%	278.7%	327.0%	365.8%
速动比率	175.7%	225.9%	272.9%	308.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转天数	13	13	13	13
应付账款周转天数	34	34	34	34
存货周转天数	53	53	53	53
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.29	0.38	0.48	0.56
每股经营现金流	0.25	0.77	0.69	0.64
每股净资产	3.42	3.80	4.28	4.84
<b>估值比率</b>				
P/E	42	32	26	22
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	18	16	17	17

## 化工组分析师介绍

### 华创证券首席分析师：曹令

理学硕士，2011年加入华创证券研究所。2013年新财富最佳分析师第四名团队成员；2015年第一财经最佳分析师第二名团队成员。

### 华创证券分析师：蔡春根

复旦大学经济学硕士。2014年加入华创证券研究所，2015年第一财经最佳分析师第二名团队成员。

### 华创证券助理分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2015年加入华创证券研究所，同年第一财经最佳分析师第二名团队成员。

### 华创证券助理分析师：冯自力

中国科学院管理学硕士，2015年加入华创证券研究所，同年第一财经最佳分析师第二名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	李妮莎	销售经理	010-66500809	linisha@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	林芷璇	销售助理	0755-88283039	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售助理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500