

金禾实业 (002597.SZ)

加码产能，甜味剂主业全面提速

 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

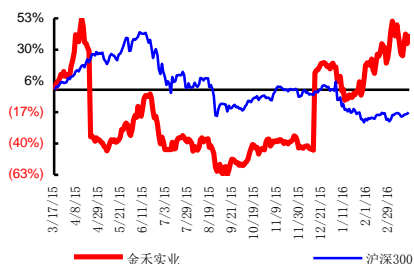
huyc@r.qlzq.com.cn zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

2016年03月17日

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 565 |
| 流通股本(百万股) | 551 |
| 市价(元) | 13.32 |
| 市值(百万元) | 7,520 |
| 流通市值(百万元) | 7,342 |

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

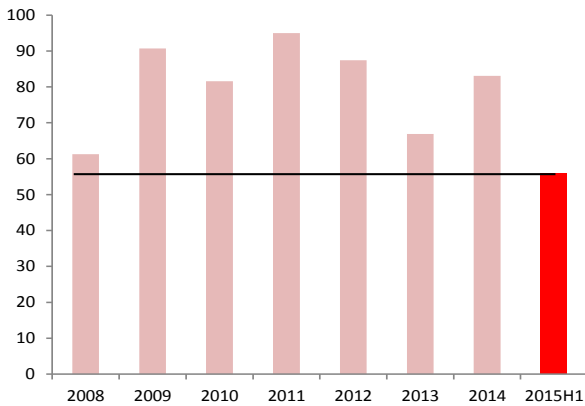
- **事件：金禾实业发布拟公开发行可转换公司债券的公告，公司拟通过公开发行可转换公司债券募集不超过6亿元资金，用于投资年产400吨吡啶盐项目和年产1500吨三氯蔗糖项目。**
- **加码产能，精细化工产业全面提速：**本次拟募投的6个亿资金将全部用于甜味剂、食品添加剂等精细化工产品的产能投放，其中2亿元用于建设年产400吨吡啶盐项目，4亿元用于年产1500吨三氯蔗糖项目。根据规划，项目建成后公司将合计新增收入5.14亿元，新增利润9735万元。
 - 吡啶盐是第三代治疗胃溃疡新药泮托拉唑的中间体，原材料是甲基麦芽酚。公司现有麦芽酚产能4000吨，约占全球产能的40%，是全球最大的麦芽酚生产商。而得益于新药泮托拉唑的需求旺盛，2015H1公司甲基麦芽酚实现5600万元，占14年全年收入的近70%。400吨吡啶盐项目实施后，公司将通过吡啶盐产品进一步打开医药中间体市场，向下游产业链延伸进一步提升公司盈利能力。按照规划，公司将新增1.98亿收入和4942万利润。
 - 第五代甜味剂三氯蔗糖是公司重要的储备项目，2014年公司研发的第五代甜味剂三氯蔗糖全套生产流程及系统试产成功，2015年公司完成了年产500吨三氯蔗糖项目的建设，在行业内处于领先水平。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%。此次年产1500吨三氯蔗糖项目投产将与现有甜味剂产品安赛蜜共享渠道优势，进一步巩固公司的甜味剂市场龙头地位。项目建成后的年销售额将达到3.16亿元，税后利润为4793万元。

图表 1: 本次募集资金的使用计划

| 序号 | 项目名称 | 项目总投资 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) |
|----|-----------------|------------|--------------|
| 1 | 年产 400 吨吡啶盐项目 | 26527 | 20000 |
| 2 | 年产 1500 吨三氯蔗糖项目 | 46220 | 40000 |
| 合计 | | | 60000 |

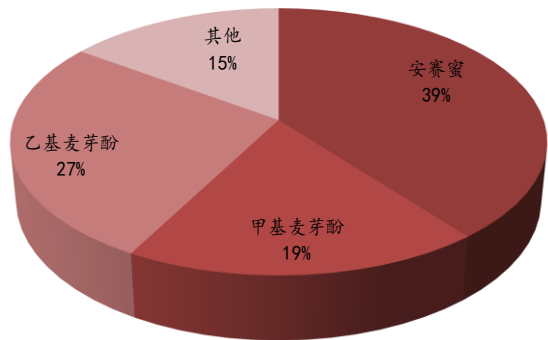
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 2015H 甲基麦芽酚实现 5600 万元



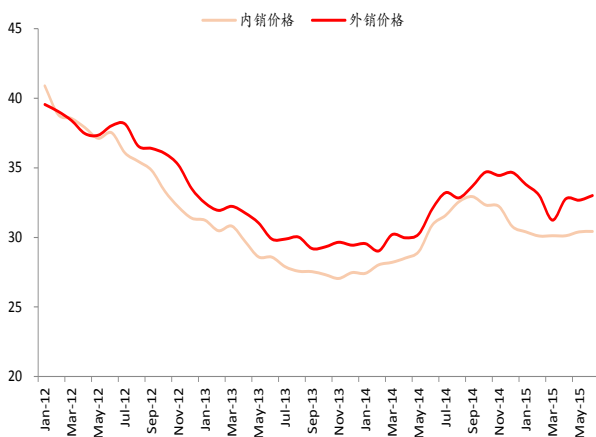
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 2015H1 公司精细化工产品的收入结构



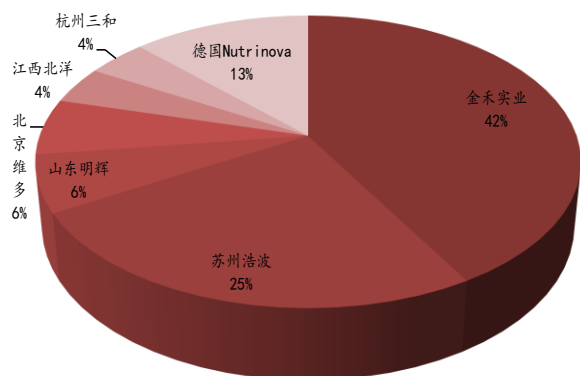
来源: 中泰证券研究所

图表 4: 安赛蜜历史价格走势



来源: 中泰证券研究所

图表 5: 公司安赛蜜的产能约占全球的 40%



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

- **安赛蜜缓慢提价预期不改, 甜味剂行业进入高景气周期:** 公司现有 9000 吨/年的安赛蜜产能, 占全球总产能的 40%左右, 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 and 完整的产品结构, 公司的安赛蜜生产成本享有一定优势。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。目前竞争对手已经进入破产清算阶段, 金禾的价格话语权将进一步提升, 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。

- **投资建议：目标价 16.30 元，维持“买入”评级。**公司拟募集资金全面加码精细化工主业，新型甜味剂三氯蔗糖的推出全面提速，为公司新增重点赢利点。同时受益于竞争对手的退出风险，金禾实业的安赛蜜产品提价预期不改，甜味剂主业进入新品投放+老产品提价的高景气周期。我们预计公司 2015-17 年 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。

图表 6：金禾实业相关报告

| 日期 | 相关报告 |
|-----------|------------------------------|
| 2016/2/29 | 点评报告《业绩符合预期，安赛蜜有望量价齐升》 |
| 2016/2/15 | 点评报告《安赛蜜提价预期不改，股东增持提供安全边际》 |
| 2016/1/19 | 深度报告《行业整合夯实甜味剂主业，外延拓展提供弹性空间》 |

来源：中泰证券研究所

- **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 7：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 8：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 |
| 应付款项 | 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 |
| 普通股股本权益 | 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。