

金禾实业 (002597.SZ)

竞争格局优化，甜味剂主业持续高景气

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03月28日

基本状况

总股本(百万股)	565
流通股本(百万股)	551
市价(元)	13.57
市值(百万元)	7,662
流通市值(百万元)	7,480

业绩预测

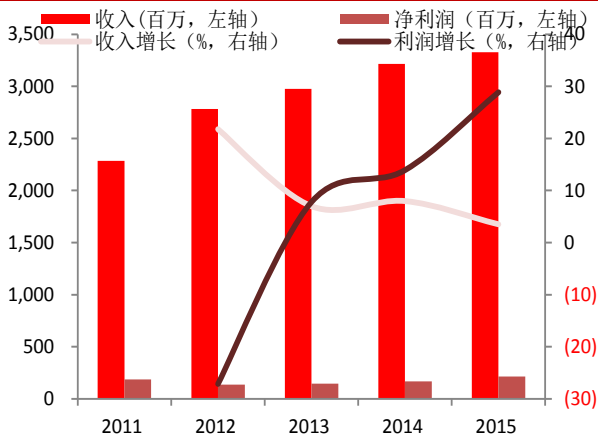
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,214.7	3,327.7	3,620.6	3,968.4	4,360.4
营业收入增速	7.98%	3.52%	8.80%	9.61%	9.88%
净利润增长率	13.92%	28.87%	40.65%	21.27%	20.12%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.38	0.53	0.65	0.78
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	23.38	29.15	25.40	20.95	17.44
PEG	1.68	1.01	0.62	0.98	0.87
每股净资产(元)	6.79	3.65	4.21	4.86	5.64
每股现金流量	1.31	0.91	0.48	1.00	1.07
净资产收益率	8.63%	10.33%	12.68%	13.33%	13.80%
市净率	2.02	3.01	3.22	2.79	2.41
总股本(百万股)	284.16	568.25	564.59	564.59	564.59

股价与行业-市场走势对比

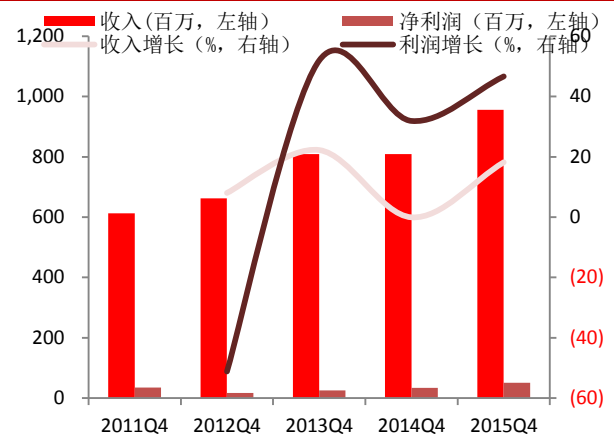


投资要点

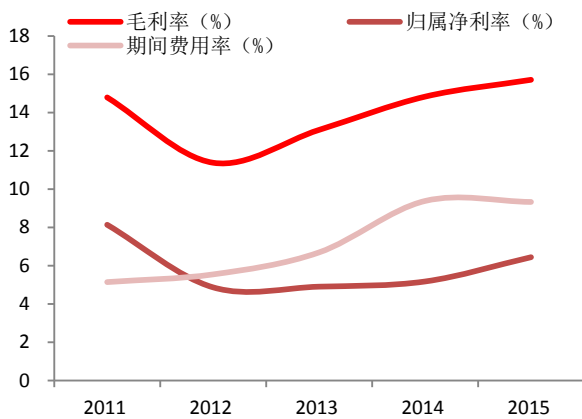
- **事件：金禾实业公布 2015 年业绩，15 年公司实现营业收入 33.28 亿元，同比增长 3.52%；实现归属于上市公司净利润 2.14 亿元，同比增长 28.87%。其中 15Q4 实现营业收入 9.56 亿元，同比增长 18.18%，实现归属于上市公司净利润 5061.28 万元，同比增长 46.64%。同时公司预计 16Q1 实现归属于上市公司净利润 1.26-1.38 亿元，同比大幅增长 220%-250%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.7 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。**
- **15 年业绩符合预期，拆迁清算收益拉动 16Q1 利润大幅预增：**15 年全年公司收入同比小幅增长 3.52%，主要得益于贸易业务的大幅增长以及精细化工品类的稳步提升，其中精细化工类产品实现收入 5.84 亿元，同比提高 3.34%；基础化工产品实现收入 24.30 亿元，同比下滑 5%。由于甜味剂和香料产品销售价格保持平稳增长，主要原材料的价格降幅较大及技术创新生产效率提高，公司 15 年全年的净利润同比增长 28.87%，其中 15Q4 同比大幅增长了 46.64%。16Q1 公司预计实现净利润 1.26-1.38 亿元，同比大幅增长 220%-250%，主要得益于 8000 万的全资子公司拆迁清算收益。若扣除该项收益，16Q1 的净利润仍能保持 17%-47%的增速，精细化工产品销量提高以及基础化工产品原材料下降贡献主要的利润增量。
- **精细化工产品毛利率大幅提升，期间费用率基本保持稳定：**15 年全年公司的毛利率为 15.71%，同比提高 0.88%，其中基础化工产品的毛利率为 12.52%，同比小幅提高 0.8%，精细化工产品的毛利率为 35.49%，同比大幅提高了 10.46%。具体到细分精细化工品，安赛蜜的毛利率达到 28.29%，同比提高了 12.13%；甲、乙基麦芽酚毛利率分别达到 44.44%和 40.21%，同比增长 16.52%和 7.18%。公司的费用率基本保持稳定，15 年全年的期间费用率为 9.33%，同比小幅下降 0.05%。现金流方面，15 年公司经营活动净现金流为 5.18 亿元，同比大幅提高了 39.41%，收现比为 110.60%，同比略有下滑 4.40%。

图表 1: 公司 15 年的收入和利润增速变化情况


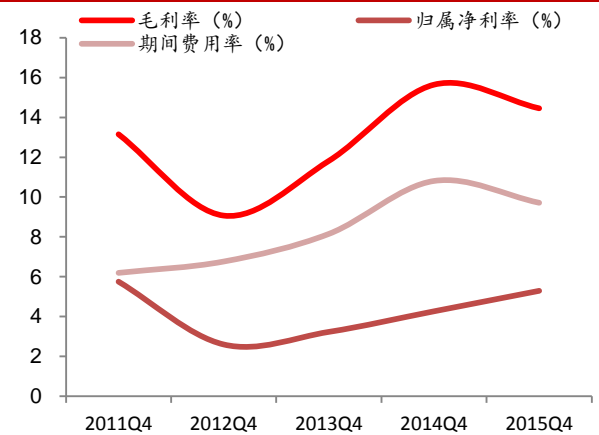
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 15Q4 的收入和利润增速变化情况


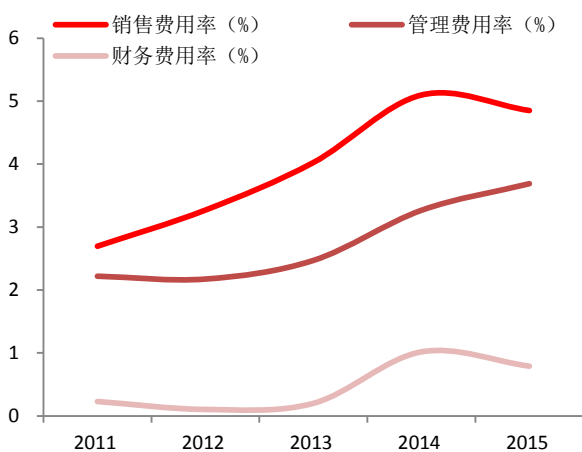
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 15 年的费用率和利润率变化情况


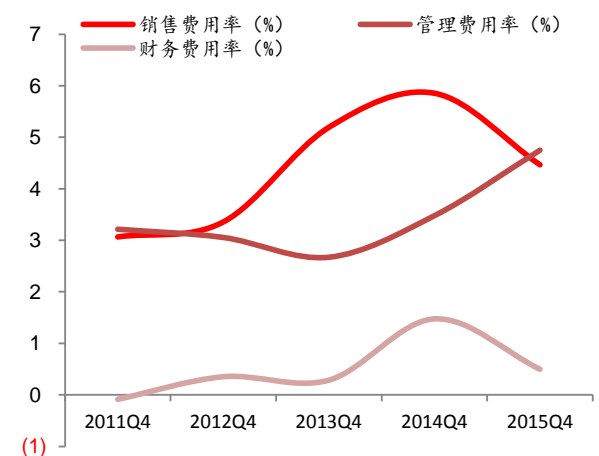
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司 15Q4 的费用率和利润率变化情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 15 年的费用率构成明细


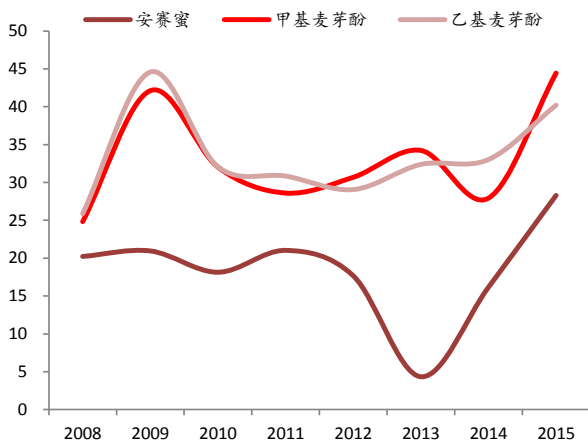
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司 15Q4 的费用率构成明细


来源: Wind, 中泰证券研究所

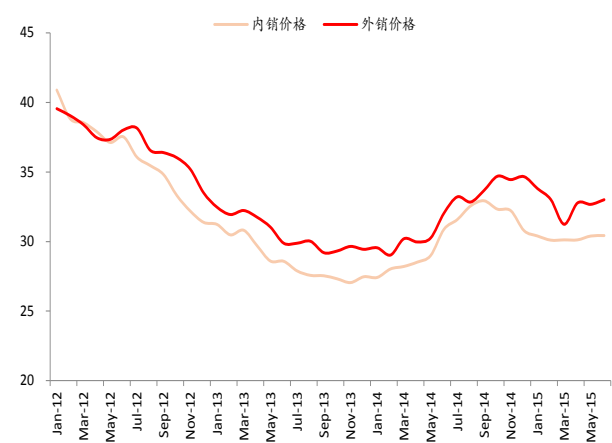
- **安赛蜜价格主导权提升，缓慢提价优化竞争格局：**公司现有 9000 吨/年的安赛蜜产能，由于主要竞争对手江苏浩波的月出货量只有 100 吨左右，金禾已经占全球市场份额的 60% 以上。得益于金禾实业的大化工布局完整的产品结构，公司的安赛蜜生产成本享有优势。2010 年安赛蜜的最高价格曾到达 5-6 万/吨，随着行业竞争格局恶化并且价格战加剧，价格曾最低滑落到大约 2.5 万/吨，此后便一直处于低位。2014 年中期开始，国内的安赛蜜价格开始出现反弹，目前的销售均价在 3.3-3.5 万/吨左右。目前浩波进入破产清算阶段，金禾的价格话语权将进一步提升，安赛蜜价格有望进入持续的缓慢上涨周期。公司将继续通过价格调控去引导行业竞争格局，并通过技术革新和工艺路线优化，降低生产成本，提高盈利能力。我们预计每年提价 3000 元/吨，将为公司贡献出 2000 万元以上的新增毛利空间。

图表 7：精细化工产品的毛利率水平大幅提升



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：安赛蜜的历史价格走势



来源：中泰证券研究所

- **加码产能，精细化工产业全面提速：**公司 3 月 17 日推出公开发行可转换公司债券的计划，金禾拟募投 6 亿资金全部用于甜味剂、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。我们认为吡啶盐和三氯蔗糖项目的产能扩建将进一步巩固公司在食品添加剂行业的领先地位，向下游产业链延伸进一步提升公司盈利能力。尤其是第五代甜味剂三氯蔗糖项目将为公司增添重要的盈利点，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。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。

图表 9：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

- **投资建议：目标价 16.30 元，维持“买入”评级。**公司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缓慢提价预期不改，甜味剂主业进入新品投放+老产品提价的高景气周期。同时公司在确保主业快速发展的同时，有望加快对食品添加剂行业的外延布局，并积极关注医药中间体和新材料等相关行业。我们预计公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.53/0.65/0.78 元。维持 2016 年 16.30 元的目标价，对应 16 年 30xPE，“买入”评级。

图表 10: 金禾实业的相关报告

日期	相关报告
2016/3/17	点评报告《加码产能，甜味剂主业全面提速》
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 11: 金禾实业销售收入预测 (单位: 百万元)

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
精细化工						
销售收入	503.83	565.34	584.23	741.56	845.19	960.58
增长率 (YOY)	—	12.21%	3.34%	26.93%	13.97%	13.65%
毛利率	21.39%	25.03%	35.49%	38.59%	41.36%	45.43%
销售成本	396.07	423.85	376.89	455.36	495.65	524.16
增长率 (YOY)	—	7.01%	-11.08%	20.82%	8.85%	5.75%
毛利	107.76	141.49	207.34	286.20	349.54	436.42
增长率 (YOY)	—	31.30%	46.54%	38.04%	22.13%	24.86%
占总销售额比重	17.06%	17.78%	17.56%	20.48%	21.30%	22.03%
占主营业务利润比重	29.05%	31.25%	39.66%	46.86%	46.78%	50.00%
基础化工						
销售收入	2,410.18	2,558.31	2,430.31	2,503.22	2,653.41	2,812.62
增长率 (YOY)	—	6.15%	-5.00%	3.00%	6.00%	6.00%
毛利率	10.44%	11.72%	12.52%	12.50%	14.50%	15.00%
销售成本	2,158.46	2,258.47	2,126.06	2,190.32	2,268.67	2,390.72
增长率 (YOY)	—	4.63%	-5.86%	3.02%	3.58%	5.38%
毛利	251.72	299.84	304.25	312.90	384.74	421.89
增长率 (YOY)	—	19.12%	1.47%	2.84%	22.96%	9.66%
占总销售额比重	81.59%	80.47%	73.03%	69.14%	66.86%	64.50%
占主营业务利润比重	67.85%	66.23%	58.20%	51.23%	51.49%	48.33%
其他						
销售收入	40.02	55.70	313.21	375.85	469.82	587.27
增长率 (YOY)	—	39.18%	462.32%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	28.74%	20.48%	3.56%	3.11%	2.74%	2.48%
销售成本	28.52	44.29	302.07	364.15	456.95	572.73
增长率 (YOY)	—	55.29%	582.03%	20.55%	25.48%	25.34%
毛利	11.50	11.41	11.14	11.70	12.87	14.54
增长率 (YOY)	—	-0.78%	-2.36%	5.00%	10.00%	13.00%
占总销售额比重	1.35%	1.75%	9.41%	10.38%	11.84%	13.47%
占主营业务利润比重	3.10%	2.52%	2.13%	1.92%	1.72%	1.67%
销售收入小计	2954.03	3179.35	3327.75	3620.63	3968.42	4360.47
销售成本小计	2583.05	2726.61	2805.02	3009.83	3221.26	3487.62
毛利	370.98	452.74	522.73	610.80	747.15	872.85
平均毛利率	12.56%	14.24%	15.71%	16.87%	18.83%	20.02%

来源: 中泰证券研究所

图表 12：金禾实业财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,977	3,215	3,328	3,621	3,968	4,360
增长率	6.99%	8.0%	3.5%	8.8%	9.6%	9.9%
营业成本	-2,587	-2,738	-2,805	-3,010	-3,221	-3,488
% 销售收入	86.9%	85.2%	84.3%	83.1%	81.2%	80.0%
毛利	390	477	523	611	747	873
% 销售收入	13.1%	14.8%	15.7%	16.9%	18.8%	20.0%
营业税金及附加	-10	-13	-13	-14	-14	-15
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
营业费用	-120	-164	-161	-170	-185	-203
% 销售收入	4.0%	5.1%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-74	-105	-123	-105	-119	-126
% 销售收入	2.5%	3.3%	3.7%	2.9%	3.0%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	186	195	225	322	430	529
% 销售收入	6.3%	6.1%	6.8%	8.9%	10.8%	12.1%
财务费用	-6	-33	-26	-2	-1	2
% 销售收入	0.2%	1.0%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-5	-12	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	16	0	0	0
投资收益	0	9	17	15	15	15
% 税前利润	—	5.2%	7.6%	3.8%	3.0%	2.6%
营业利润	175	160	213	335	443	546
营业利润率	5.9%	5.0%	6.4%	9.2%	11.2%	12.5%
营业外收支	11	18	16	65	48	40
税前利润	187	178	229	400	491	586
利润率	6.3%	5.5%	6.9%	11.0%	12.4%	13.4%
所得税	-32	-40	-45	-78	-101	-117
所得税率	16.9%	22.4%	19.6%	19.6%	20.5%	20.0%
净利润	155	138	184	322	390	469
少数股东损益	9	-28	-31	20	25	29
归属于母公司的净利润	146	166	214	302	366	439
净利率	4.9%	5.2%	6.4%	8.3%	9.2%	10.1%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	514	533	560	798	1,244	1,823
应收款项	396	399	543	459	484	546
存货	295	402	556	400	441	487
其他流动资产	248	423	399	575	604	628
流动资产	1,454	1,757	2,058	2,232	2,773	3,485
% 总资产	47.6%	52.1%	56.6%	58.8%	65.9%	72.1%
长期投资	2	2	96	96	96	96
固定资产	1,383	1,323	1,252	1,266	1,130	1,043
% 总资产	45.3%	39.3%	34.4%	33.4%	26.9%	21.6%
无形资产	157	146	138	107	115	117
非流动资产	1,602	1,614	1,580	1,562	1,434	1,348
% 总资产	52.4%	47.9%	43.4%	41.2%	34.1%	27.9%
资产总计	3,056	3,371	3,637	3,794	4,207	4,833
短期借款	180	240	189	289	239	359
应付款项	405	387	699	441	502	528
其他流动负债	99	145	150	143	154	166
流动负债	685	771	1,037	872	895	1,052
长期贷款	195	126	71	71	71	71
其他长期负债	149	338	334	334	334	334
负债	1,030	1,236	1,442	1,276	1,299	1,457
普通股股东权益	1,790	1,928	2,019	2,321	2,687	3,126
少数股东权益	236	207	176	196	221	250
负债股东权益合计	3,056	3,371	3,637	3,794	4,207	4,833

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.526	0.586	0.377	0.534	0.648	0.778
每股净资产(元)	6.447	6.786	3.553	4.110	4.758	5.536
每股经营现金净流(元)	0.764	1.307	0.911	0.478	1.001	1.071
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.16%	8.63%	10.62%	13.00%	13.62%	14.06%
总资产收益率	4.78%	4.94%	5.90%	7.95%	8.70%	9.09%
投入资本收益率	8.21%	7.00%	9.91%	12.88%	17.94%	22.11%
增长率						
营业总收入增长率	6.99%	7.98%	3.52%	8.80%	9.61%	9.88%
EBIT增长率	19.81%	4.82%	15.29%	42.98%	33.49%	23.07%
净利润增长率	7.80%	13.92%	28.87%	40.65%	21.27%	20.12%
总资产增长率	18.88%	10.31%	7.90%	4.29%	10.89%	14.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.7	12.5	13.3	13.1	13.2	13.5
存货周转天数	41.6	46.5	62.3	48.5	50.0	51.0
应付账款周转天数	36.6	37.6	33.8	38.0	38.6	39.0
固定资产周转天数	137.7	149.9	136.6	118.4	102.8	84.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.85%	1.49%	-12.59%	-16.45%	-31.31%	-40.57%
EBIT利息保障倍数	31.2	6.0	8.6	142.1	444.3	-265.7
资产负债率	33.69%	36.66%	39.64%	33.65%	30.88%	30.14%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	155	138	184	322	390	469
少数股东损益	0	0	0	20	25	29
非现金支出	202	247	249	222	250	275
非经营收益	-4	23	-6	-72	-53	-45
营运资金变动	-142	-37	91	-201	-22	-95
经营活动现金净流	212	372	518	290	589	634
资本开支	356	261	221	138	75	150
投资	-20	-269	-84	0	0	0
其他	133	24	22	15	15	15
投资活动现金净流	-243	-506	-282	-123	-60	-135
股权募资	0	32	0	0	0	0
债权募资	157	190	-107	100	-50	120
其他	-77	-111	-156	-9	-9	-10
筹资活动现金净流	80	112	-262	90	-59	110
现金净流量	49	-23	-26	257	471	609

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。