

金禾实业 (002597.SZ)

麦芽酚打开提价空间，精细化工产品

全面高景气

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价 (元): **18.6**

分析师 胡彦超 联系人 张喆

S0740512070001

021-20315176

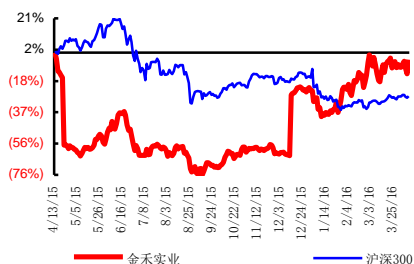
huyc@r.qizq.com.cn zhangzhe01@r.qizq.com.cn

2016年04月11日

基本状况

总股本(百万股)	565
流通股本(百万股)	551
市价(元)	13.74
市值(百万元)	7,758
流通市值(百万元)	7,574

股价与行业-市场走势对比

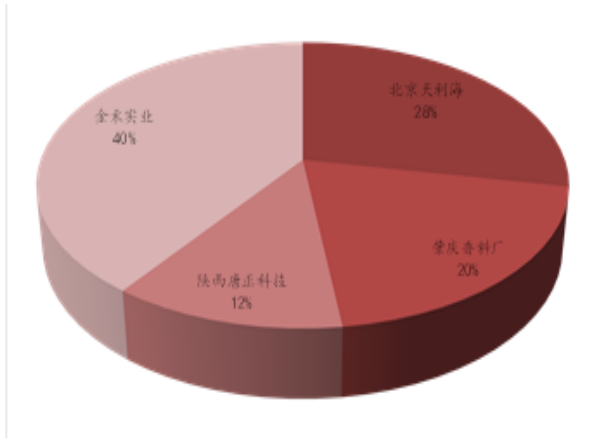


业绩预测

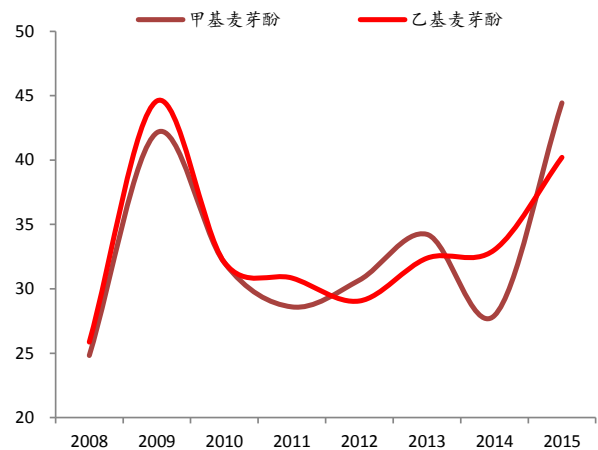
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3,214.7	3,327.7	3,677.4	4,052.4	4,452.0
营业收入增速	7.98%	3.52%	10.51%	10.20%	9.86%
净利润增长率	13.92%	28.87%	62.87%	22.29%	18.99%
摊薄每股收益 (元)	0.59	0.38	0.62	0.76	0.90
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	23.38	29.15	21.94	17.94	15.08
PEG	1.68	1.01	0.35	0.80	0.79
每股净资产 (元)	6.79	3.55	4.19	4.95	5.85
每股现金流量	1.31	0.91	0.56	1.11	1.20
净资产收益率	8.63%	10.62%	14.75%	15.28%	15.38%
市净率	2.02	3.10	3.23	2.74	2.32
总股本 (百万股)	284.16	568.25	564.59	564.59	564.59

投资要点

- 核心观点:** 作为麦芽酚行业双寡头之一的天利海突发安全事故停产整顿，金禾实业的麦芽酚产品享有绝对定价权，提价空间全面打开。在保守预测的情况下，麦芽酚产品提价 20%，将直接增厚公司 16 年 EPS0.09 元。同时公司安赛蜜产品竞争格局优化，缓慢提价预期不改，新品三氯蔗糖的投产将新增重要盈利点。新品投放+优势品类提价，金禾实业的甜味剂及香精香料产品全面进入景气周期。上调 2016 年目标价至 18.6 元，对应 16 年 30xPE，继续重点推荐。
- 竞争对手突发黑天鹅事件，麦芽酚产品提价空间全面打开:** 麦芽酚是常用的食品增香剂，也是胃药主要成分潘多拉素的原料之一，公司现有 4000 吨/年的总产能，与北京天利海 (3000 吨/年) 占全球总产能的 70%。金禾与北京天利海是麦芽酚行业的双寡头，享有绝对的定价权。由于天利海厂房突发安全事故停产整顿，金禾实业的麦芽酚产品提价空间已经全面打开。2015 年公司的麦芽酚产品平均价格在 7.97 万/吨，共实现收入 3.21 亿，贡献毛利 1.33 亿元，毛利率接近 42%。根据我们的测算，若麦芽酚产品提价 20%/30%/40%，公司的 EPS 将分别增厚 0.09/0.13/0.18 元。
- 安赛蜜价格主导权提升，缓慢提价优化竞争格局:** 此外公司另一重要精细化工产品安赛蜜的产能为 9000 吨/年，目前主要竞争对手浩波进入破产清算阶段，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。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。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。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 1：金禾和天利海占全球麦芽酚行业产能 70%


来源：中泰证券研究所

图表 2：15 年金禾的麦芽酚产品毛利率大幅提升


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：麦芽酚产品提价业绩弹性测算

提价弹性测算	提价 20%	提价 30%	提价 40%
毛利率 (%)	53%	56%	58%
EPS (元)	0.62	0.66	0.71

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，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 4：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：上调目标价至 18.60 元，维持“买入”评级。**由于天利海的突发安全事件，公司麦芽酚产品提价空间全面打开，中性预测今年提价 20%，会增厚 EPS0.09 元；同时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。我们上调公司 2016-18 年 EPS 分别至 0.62/0.76/0.90 元。上调 2016 年目标价至 18.60 元，对应 16 年 30xPE，维持“买入”评级。

图表 5：金禾实业的相关报告

日期	相关报告
2016/3/28	点评报告《竞争格局优化，甜味剂主业持续高景气》
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 6: 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	798.39	929.21	1,052.20
增长率 (YOY)	—	12.21%	3.34%	36.66%	16.39%	13.24%
毛利率	21.39%	25.03%	35.49%	44.33%	47.15%	50.79%
销售成本	396.07	423.85	376.89	444.49	491.08	517.83
增长率 (YOY)	—	7.01%	-11.08%	17.94%	10.48%	5.45%
毛利	107.76	141.49	207.34	353.91	438.13	534.36
增长率 (YOY)	—	31.30%	46.54%	70.69%	23.80%	21.96%
占总销售额比重	17.06%	17.78%	17.56%	21.71%	22.93%	23.63%
占主营业务利润比重	29.05%	31.25%	39.66%	52.16%	52.42%	55.04%
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%	68.07%	65.48%	63.18%
占主营业务利润比重	67.85%	66.23%	58.20%	46.12%	46.04%	43.46%
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%	10.22%	11.59%	13.19%
占主营业务利润比重	3.10%	2.52%	2.13%	1.72%	1.54%	1.50%
销售收入小计	2954.03	3179.35	3327.75	3677.46	4052.44	4452.08
销售成本小计	2583.05	2726.61	2805.02	2998.96	3216.70	3481.28
毛利	370.98	452.74	522.73	678.51	835.75	970.80
平均毛利率	12.56%	14.24%	15.71%	18.45%	20.62%	21.81%

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,977	3,215	3,328	3,677	4,052	4,452	货币资金	514	533	560	843	1,353	2,004
增长率	6.99%	8.0%	3.5%	10.5%	10.2%	9.9%	应收款项	396	399	543	466	494	558
营业成本	-2,587	-2,738	-2,805	-2,999	-3,217	-3,481	存货	295	402	556	398	441	486
%销售收入	86.9%	85.2%	84.3%	81.5%	79.4%	78.2%	其他流动资产	248	423	399	575	603	627
毛利	390	477	523	679	836	971	流动资产	1,454	1,757	2,058	2,282	2,891	3,675
%销售收入	13.1%	14.8%	15.7%	18.5%	20.6%	21.8%	%总资产	47.6%	52.1%	56.6%	59.4%	66.8%	73.2%
营业税金及附加	-10	-13	-13	-14	-14	-15	长期投资	2	2	96	96	96	96
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	固定投资	1,383	1,323	1,252	1,266	1,130	1,043
营业费用	-120	-164	-161	-173	-188	-207	%总资产	45.3%	39.3%	34.4%	32.9%	26.1%	20.8%
%销售收入	4.0%	5.1%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	157	146	138	107	115	117
管理费用	-74	-105	-123	-107	-122	-129	非流动资产	1,602	1,614	1,580	1,562	1,434	1,348
%销售收入	2.5%	3.3%	3.7%	2.9%	3.0%	2.9%	%总资产	52.4%	47.9%	43.4%	40.6%	33.2%	26.8%
息税前利润 (EBIT)	186	195	225	385	512	620	资产总计	3,056	3,371	3,637	3,844	4,325	5,024
%销售收入	6.3%	6.1%	6.8%	10.5%	12.6%	13.9%	短期借款	180	240	189	289	239	359
财务费用	-6	-33	-26	-2	-1	3	应付款项	405	387	699	441	504	529
%销售收入	0.2%	1.0%	0.8%	0.1%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	99	145	150	142	154	166
资产减值损失	-5	-12	-20	0	0	0	流动负债	685	771	1,037	872	896	1,054
公允价值变动收益	0	-1	16	0	0	0	长期贷款	195	126	71	71	71	71
投资收益	0	9	17	15	15	15	其他长期负债	149	338	334	334	334	334
%税前利润	—	5.2%	7.6%	3.3%	2.6%	2.2%	负债	1,030	1,236	1,442	1,276	1,301	1,458
营业利润	175	160	213	398	526	638	普通股股东权益	1,790	1,928	2,019	2,368	2,795	3,304
营业利润率	5.9%	5.0%	6.4%	10.8%	13.0%	14.3%	少数股东权益	236	207	176	200	228	262
营业外收支	11	18	16	65	48	40	负债股东权益合计	3,056	3,371	3,637	3,844	4,325	5,024
税前利润	187	178	229	463	573	678	比率分析						
利润率	6.3%	5.5%	6.9%	12.6%	14.1%	15.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-32	-40	-45	-91	-118	-136	每股指标						
所得税率	16.9%	22.4%	19.6%	19.6%	20.5%	20.0%	每股收益(元)	0.526	0.586	0.377	0.619	0.756	0.900
净利润	155	138	184	372	456	542	每股净资产(元)	6.447	6.786	3.553	4.195	4.951	5.851
少数股东损益	9	-28	-31	23	29	34	每股经营现金净流(元)	0.764	1.307	0.911	0.559	1.112	1.199
归属于母公司的净利润	146	166	214	349	427	508	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.9%	5.2%	6.4%	9.5%	10.5%	11.4%	回报率						
							净资产收益率	8.16%	8.63%	10.62%	14.75%	15.28%	15.38%
							总资产收益率	4.78%	4.94%	5.90%	9.09%	9.88%	10.12%
							投入资本收益率	8.21%	7.00%	9.91%	15.37%	21.27%	25.78%
							增长率						
							营业总收入增长率	6.99%	7.98%	3.52%	10.51%	10.20%	9.86%
							EBIT增长率	19.81%	4.82%	15.29%	71.04%	32.86%	21.11%
							净利润增长率	7.80%	13.92%	28.87%	62.87%	22.29%	18.99%
							总资产增长率	18.88%	10.31%	7.90%	5.68%	12.50%	16.17%
							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	116.6	100.6	82.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-6.85%	1.49%	-12.59%	-17.90%	-33.70%	-43.48%
							EBIT利息保障倍数	31.2	6.0	8.6	170.0	1,002.3	-201.3
							资产负债率	33.69%	36.66%	39.64%	33.20%	30.08%	29.02%

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。