

金禾实业 (002597.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **18.6**

分析师 联系人

胡彦超 张喆

S0740512070001

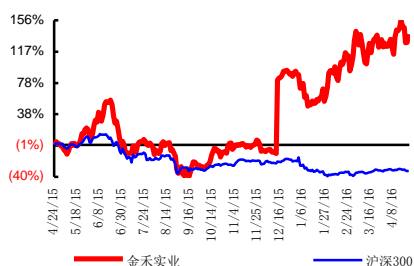
021-20315176

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

2016年04月24日

业绩略超预期, 产品量价齐升“未完待续”
基本状况

总股本(百万股)	565
流通股本(百万股)	551
市价(元)	13.98
市值(百万元)	7,893
流通市值(百万元)	7,706

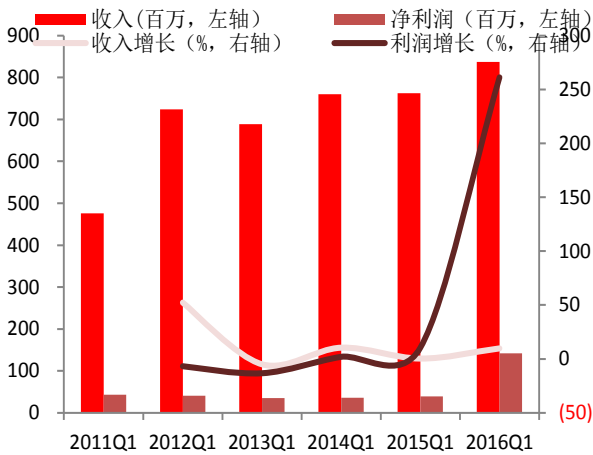
股价与行业-市场走势对比

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

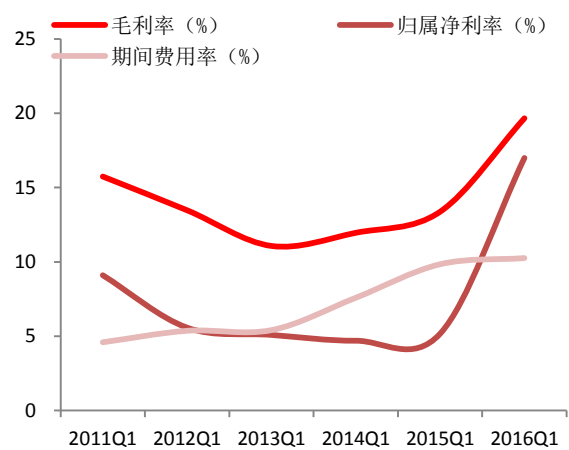
- **事件: 金禾实业公布 2016 年一季度业绩, 16Q1 公司实现营业收入 8.37 亿元, 同比增长 9.77%; 实现归属于上市公司净利润 1.42 亿元, 同比大幅增长 261.21%。同时公司预计 16H1 实现归属于上市公司净利润 2.01-2.30 亿元, 同比增长 70%-95%。**
- **业绩略超预期, 净利润大幅提升: 2016Q1 公司净利润同比大幅增长了 261.21%, 略超年报中 220%-250% 的业绩指引, 在扣除子公司拆迁清算收益等非经常性损益之后仍保持 100.23% 的增长。我们预计精细化化工产品销量提高以及基础化工产品原材料煤炭、尿素等大宗产品价格降幅较大是利润大幅增长的主要原因, 其中安赛蜜产品 16Q1 的出货量在 2500 吨左右, 同比提高 25%-30%。同时公司给出 2016H1 净利润同比 70%-95% 的业绩指引相对保守, 15Q2 基数较高是利润增速略有下滑的主要原因。**
- **毛利率同比大幅提升 6.29%, 净利润率再创新高: 2016Q1 公司的毛利率达到 19.66%, 同比大幅提高 6.29%, 环比提高 5.21%, 主要得益于基础化工产品的原材料价格下降以及安赛蜜等基础化工产品销售价格的提升。期间费用率方面, 2016Q1 公司的期间费用率为 10.25%, 同比小幅提高 0.41%。其中销售费用率为 5.78%, 同比提高 0.93%; 管理费用率为 3.35%, 同比下降 0.26%; 财务费用率为 1.13%, 同比小幅下滑 0.24%。公司 16Q1 的净利润率水平为 16.99%, 创近两年来的单季度最高水平。公司的现金流情况优秀, 16Q1 经营活动产生的现金流量净额为 1.58 亿, 同比大幅提高 92.91%。主要是因为销售收入同比增加, 并且公司改变部分销售回款策略, 以货币资金方式结算货款, 销售商品收到的现金较同期增幅较大。16Q1 公司的货币资金达到 9.01 亿元, 同比大幅提高 87.71%, 较年初也大幅增长 60.78%。**

图表 1: 公司 16Q1 的收入和利润增速变化情况



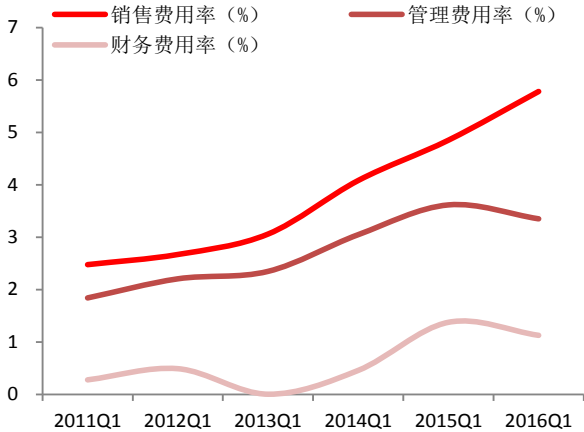
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 16Q1 的费用率和利润率变化情况



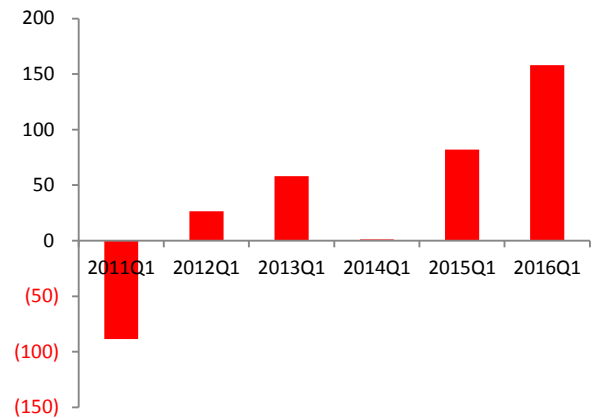
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 16Q1 的费用率变化明细



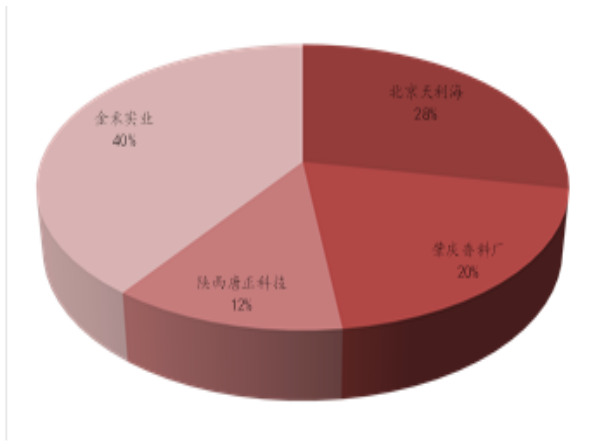
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司 16Q1 经营活动现金流净额大幅增长

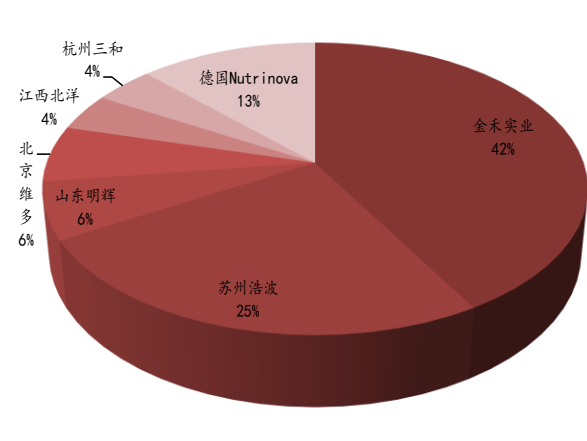


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 精细化工产品全面高景气，量价齐升逻辑逐步验证：**我们在年初重点推荐金禾实业时就一直强调，得益于竞争格局的改善，落后产能逐渐退出，提价空间全面打开，精细化工产品有望量价齐升。目前我们的推荐逻辑正得到逐步验证：1) 北京天利海突发安全事件，麦芽酚产品持续提价。4月22日公司麦芽酚产品提价5000元/吨，预计五一之后将继续大幅提价，销售价格有望同比提升20%-30%，达到10.5万/吨左右，我们保守估计直接增厚公司16年EPS0.1元。2) 安赛蜜价格主导权提升，缓慢提价优化竞争格局：同时4月22日公司安赛蜜提价2000元/吨，达到3.8万/吨。同时浩波目前的月出货量只有100-150吨左右(实际产能4000吨)，公司16Q1的出货量已经达到2500吨左右，占15年全年的30%左右。我们预计每年提价3000元/吨，将贡献出2000万元以上的新增毛利，增厚16年EPS0.03元。

图表 5: 金禾和天利海占全球麦芽酚产能 70%


来源：中泰证券研究所

图表 6: 金禾和浩波占全球安赛蜜产能 70%以上


来源：中泰证券研究所

- 加码产能，精细化工产品全面提速：**同时公司拟募投 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。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。
- 投资建议：16 年目标价 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。我们暂维持 2016 年目标价 18.60 元，对应 16 年 30xPE，“买入”评级。

图表 7: 金禾实业的相关报告

日期	相关报告
2016/4/11	点评报告《麦芽酚打开提价空间，精细化工产品全面高景气》
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 8：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 9：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%	固定资产	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							
利润率	6.3%	5.5%	6.9%	12.6%	14.1%	15.2%	比率分析						
所得税	-32	-40	-45	-91	-118	-136							
所得税率	16.9%	22.4%	19.6%	19.6%	20.5%	20.0%	每股指标						
净利润	155	138	184	372	456	542	每股收益(元)	0.526	0.586	0.377	0.619	0.756	0.900
少数股东损益	9	-28	-31	23	29	34	每股净资产(元)	6.447	6.786	3.553	4.195	4.951	5.851
归属于母公司的净利润	146	166	214	349	427	508	每股经营现金净流(元)	0.764	1.307	0.911	0.559	1.112	1.199
净利率	4.9%	5.2%	6.4%	9.5%	10.5%	11.4%	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.16%	8.63%	10.62%	14.75%	15.28%	15.38%
净利润	155	138	184	372	456	542	总资产收益率	4.78%	4.94%	5.90%	9.09%	9.88%	10.12%
少数股东损益	0	0	0	23	29	34	投入资本收益率	8.21%	7.00%	9.91%	15.37%	21.27%	25.78%
非现金支出	202	247	249	222	250	275	增长率						
非经营收益	-4	23	-6	-72	-53	-45	营业总收入增长率	6.99%	7.98%	3.52%	10.51%	10.20%	9.86%
营运资金变动	-142	-37	91	-206	-24	-96	EBIT增长率	19.81%	4.82%	15.29%	71.04%	32.86%	21.11%
经营活动现金净流	212	372	518	339	657	711	净利润增长率	7.80%	13.92%	28.87%	62.87%	22.29%	18.99%
资本开支	356	261	221	138	75	150	总资产增长率	18.88%	10.31%	7.90%	5.68%	12.50%	16.17%
投资	-20	-269	-84	0	0	0	资产管理能力						
其他	133	24	22	15	15	15	应收账款周转天数	11.7	12.5	13.3	13.1	13.2	13.5
投资活动现金净流	-243	-506	-282	-123	-60	-135	存货周转天数	41.6	46.5	62.3	48.5	50.0	51.0
股权募资	0	32	0	0	0	0	应付账款周转天数	36.6	37.6	33.8	38.0	38.6	39.0
债权募资	157	190	-107	100	-50	120	固定资产周转天数	137.7	149.9	136.6	116.6	100.6	82.6
其他	-77	-111	-156	-9	-9	-10	偿债能力						
筹资活动现金净流	80	112	-262	90	-59	110	净负债/股东权益	-6.85%	1.49%	-12.59%	-17.90%	-33.70%	-43.48%
现金净流量	49	-23	-26	306	538	685	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。