

金禾实业 (002597.SZ)

双乙烯酮格局优化，安赛蜜全面受益，拥有定价权但仍被明显低估的战略品种

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**20**

分析师 联系人

胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176 021-20315280

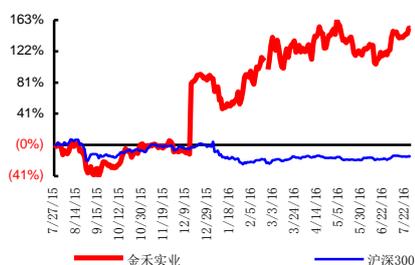
huyc@r.qizq.com.cn zhangzhe01@r.qizq.com.cn

2016年07月27日

基本状况

总股本(百万股)	565
流通股本(百万股)	551
市价(元)	14.88
市值(百万元)	8,401
流通市值(百万元)	8,202

股价与行业-市场走势对比



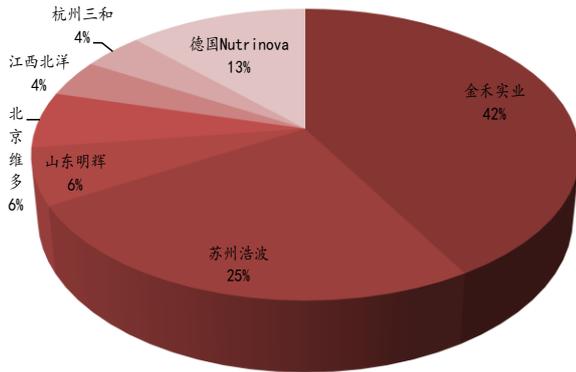
业绩预测

营业收入(百万元)	3,214.7	3,327.7	3,876.7	4,537.1	5,128.1
营业收入增速	7.98%	3.52%	16.50%	17.03%	13.03%
净利润增长率	13.92%	28.87%	101.64	28.10%	25.86%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.38	0.77	0.98	1.23
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	17.72	13.83	10.99
PEG	1.68	1.01	0.17	0.49	0.42
每股净资产(元)	6.79	3.55	4.34	5.32	6.56
每股现金流量(元)	1.31	0.91	0.61	1.29	1.50
净资产收益率	8.63%	10.62%	17.64%	18.43%	18.83%
市净率	2.02	3.10	3.13	2.55	2.07
总股本(百万元)	284.16	568.25	564.59	564.59	564.59
营业收入(百万元)	3,214.7	3,327.7	3,876.7	4,537.1	5,128.1

投资要点

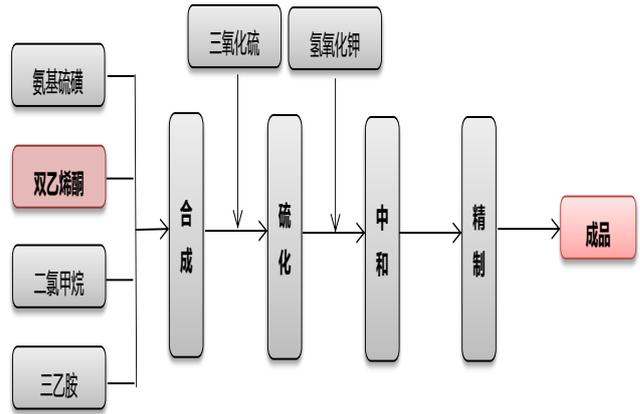
- 核心观点：**今天上午宁波王龙集团双乙烯酮车间管道发生泄漏事件，预计会进行停产检修。作为国内主要双乙烯酮生产商之一，王龙停产检修有望刺激双乙烯酮价格上涨。双乙烯酮是安赛蜜的重要原材料，安赛蜜的价格有望受益于双乙烯酮的价格上涨，目前已停止报价，安赛蜜产品的价格走势有望持续超预期。公司作为香精香料和甜味剂细分领域的绝对王者，对主导产品拥有强定价权，未来量价齐升确定性高。我们再次上调公司2016-18年EPS至0.77/0.98/1.23元，上调2016年目标价至20元，对应2017年20xPE。我们年初开始深度力荐公司，重申“买入”。
- 安赛蜜：**双乙烯酮价格上涨有望刺激安赛蜜价格上涨，量价齐升格局持续强化。王龙集团是国内最大的双乙烯酮生产商之一，产量约3万吨/年。在江苏天成4月停产之后，双乙烯酮供给端再次出现重要变化，目前双乙烯酮的价格在1.4万/吨，王龙停产有望进一步推升双乙烯酮价格。双乙烯酮是安赛蜜的主要原材料，4月22日金禾安赛蜜产品曾经因为天成停产提价2000元/吨，我们预计若双乙烯酮价格走高，安赛蜜产品的价格空间将会进一步打开。同时金禾现有1万吨双乙烯酮产能且完全自给，若安赛蜜价格提升，可以充分享受安赛蜜提价后带来的盈利能力提升。目前公司的安赛蜜价格稳定在3.8万/吨，预计上半年出货5000吨左右，同比增长20%以上。同时主要竞争对手浩波的月出货量只有100-150吨左右，伴随安全生产和环保的管制加强，浩波生存压力进一步加大，退出只是时间问题。我们预计安赛蜜16-18年将持续提价，提价幅度为25%/20%/20%，毛利从2015年的0.7亿提升至2018年的3.7亿元。
- 甲、乙基麦芽酚：**受益天利海爆炸事故，产品量价齐升。天利海突发安全事件之后，麦芽酚产品的提价空间全面打开。4月公司麦芽酚产品提价5000元/吨，五一之后销售均价已经提升至10万/吨左右，我们保守估计直接增厚公司16年EPS0.1元。目前天利海所剩库存已十分有限，短期迅速复产的概率不大。我们预计上半年公司甲、乙基麦芽酚产品发货量在2500吨左右，完成去年全年发货量的60%。

图表 1: 金禾和浩波占全球麦芽酚产能 70%



来源: 中泰证券研究所

图表 2: 双乙烯酮为安赛蜜的重要原材料



来源: 中泰证券研究所

- **三氯蔗糖: 产能顺利投产, 价格增速略超预期。**上半年公司已经完成了年产 500 吨三氯蔗糖项目的建设, 主要竞争对手迫于环保压力停产, 目前三氯蔗糖的出货价已经提升到 35 万/吨左右, 较年初再次提高 5 万/吨。我们预计若三氯蔗糖保持现有价格, 有望为公司提供至少 2000 万元的新增毛利。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 4 亿元新增用于年产 1500 吨三氯蔗糖项目。按目前价格和成本静态测算, 2000 吨产能满产后将年新增毛利 2 亿元。
- **投资建议: 上调 16 年目标价至 20 元, 维持“买入”评级。**王龙集团突然乙烯酮车间管道泄漏事件, 有望推动安赛蜜原材料双乙烯酮价格的提升, 双乙烯酮是安赛蜜的主要原材料, 我们预计若双乙烯酮价格走高, 安赛蜜产品的价格空间将会进一步打开。当前市场仍未充分预期公司甜味剂主业持续向好的趋势, 安赛蜜、麦芽酚等核心产品量价齐升趋势不改+三氯蔗糖等新品顺利投产有望夯实全年业绩高增长, 我们再次上调公司 2016-18 年 EPS 至 0.77/0.98/1.23 元, 上调 2016 年目标价至 20 元, 对应 2017 年 20xPE, 维持“买入”评级, 继续重点推荐。

图表 3: 金禾实业的相关报告

日期	相关报告
2016/7/4	研究简报《甜味剂主业持续向好, 夯实业绩高增长》
2016/4/24	点评报告《业绩略超预期, 产品量价齐升“未完待续”》
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 4: 金禾实业销售收入预测 (单位: 百万元)

单位: 人民币百万元

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E
精细化工					
销售收入	503.83	565.34	584.23	997.68	1,413.88
增长率 (YOY)	—	12.21%	3.34%	70.77%	41.72%
毛利率	21.39%	25.03%	35.49%	45.11%	45.73%
销售成本	396.07	423.85	376.89	547.66	767.36
增长率 (YOY)	—	7.01%	-11.08%	45.31%	40.12%
毛利	107.76	141.49	207.34	450.03	646.52
增长率 (YOY)	—	31.30%	46.54%	117.05%	43.66%
占总销售额比重	17.06%	17.78%	17.56%	25.74%	31.16%
占主营业务利润比重	29.05%	31.25%	39.66%	58.10%	61.92%
基础化工					
销售收入	2,410.18	2,558.31	2,430.31	2,503.22	2,653.41
增长率 (YOY)	—	6.15%	-5.00%	3.00%	6.00%
毛利率	10.44%	11.72%	12.52%	12.50%	14.50%
销售成本	2,158.46	2,258.47	2,126.06	2,190.32	2,268.67
增长率 (YOY)	—	4.63%	-5.86%	3.02%	3.58%
毛利	251.72	299.84	304.25	312.90	384.74
增长率 (YOY)	—	19.12%	1.47%	2.84%	22.96%
占总销售额比重	81.59%	80.47%	73.03%	64.57%	58.48%
占主营业务利润比重	67.85%	66.23%	58.20%	40.39%	36.85%
其他					
销售收入	40.02	55.70	313.21	375.85	469.82
增长率 (YOY)	—	39.18%	462.32%	20.00%	25.00%
毛利率	28.74%	20.48%	3.56%	3.11%	2.74%
销售成本	28.52	44.29	302.07	364.15	456.95
增长率 (YOY)	—	55.29%	582.03%	20.55%	25.48%
毛利	11.50	11.41	11.14	11.70	12.87
增长率 (YOY)	—	-0.78%	-2.36%	5.00%	10.00%
占总销售额比重	1.35%	1.75%	9.41%	9.70%	10.35%
占主营业务利润比重	3.10%	2.52%	2.13%	1.51%	1.23%
销售收入小计	2954.03	3179.35	3327.75	3876.76	4537.11
销售成本小计	2583.05	2726.61	2805.02	3102.13	3492.97
毛利	370.98	452.74	522.73	774.63	1044.13
平均毛利率	12.56%	14.24%	15.71%	19.98%	23.01%

来源: 中泰证券研究所

图表 5: 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	3,877	4,537	5,128
增长率	6.99%	8.0%	3.5%	16.5%	17.0%	13.0%
营业成本	-2,587	-2,738	-2,805	-3,102	-3,493	-3,854
%销售收入	86.9%	85.2%	84.3%	80.0%	77.0%	75.1%
毛利	390	477	523	775	1,044	1,275
%销售收入	13.1%	14.8%	15.7%	20.0%	23.0%	24.9%
营业税金及附加	-10	-13	-13	-15	-16	-17
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
营业费用	-120	-164	-161	-182	-211	-238
%销售收入	4.0%	5.1%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-74	-105	-123	-112	-136	-149
%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	465	681	870
%销售收入	6.3%	6.1%	6.8%	12.0%	15.0%	17.0%
财务费用	-6	-33	-26	-2	0	5
%销售收入	0.2%	1.0%	0.8%	0.1%	0.0%	-0.1%
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%	2.7%	2.0%	1.6%
营业利润	175	160	213	478	696	890
营业利润率	5.9%	5.0%	6.4%	12.3%	15.3%	17.3%
营业外收支	11	18	16	95	48	40
税前利润	187	178	229	573	744	930
利润率	6.3%	5.5%	6.9%	14.8%	16.4%	18.1%
所得税	-32	-40	-45	-112	-152	-186
所得税率	16.9%	22.4%	19.6%	19.6%	20.5%	20.0%
净利润	155	138	184	461	591	744
少数股东损益	9	-28	-31	29	37	46
归属于母公司的净利润	146	166	214	432	554	697
净利率	4.9%	5.2%	6.4%	11.2%	12.2%	13.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	514	533	560	904	1,511	2,334
应收款项	396	399	543	491	553	643
存货	295	402	556	412	478	538
其他流动资产	248	423	399	584	628	660
流动资产	1,454	1,757	2,058	2,391	3,171	4,175
%总资产	47.6%	52.1%	56.6%	60.5%	68.9%	75.6%
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%	32.0%	24.5%	18.9%
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%	39.5%	31.1%	24.4%
资产总计	3,056	3,371	3,637	3,953	4,605	5,524
短期借款	180	240	189	289	239	359
应付款项	405	387	699	457	551	589
其他流动负债	99	145	150	146	163	180
流动负债	685	771	1,037	892	953	1,128
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	1,296	1,357	1,532
普通股股东权益	1,790	1,928	2,019	2,452	3,005	3,703
少数股东权益	236	207	176	205	242	289
负债股东权益合计	3,056	3,371	3,637	3,953	4,605	5,524

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	0.766	0.981	1.235
每股净资产(元)	6.447	6.786	3.553	4.342	5.323	6.558
每股经营现金净流(元)	0.764	1.307	0.911	0.614	1.286	1.502
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%	17.64%	18.43%	18.83%
总资产收益率	4.78%	4.94%	5.90%	10.94%	12.03%	12.62%
投入资本收益率	8.21%	7.00%	9.91%	18.32%	27.39%	34.48%
增长率						
营业总收入增长率	6.99%	7.98%	3.52%	16.50%	17.03%	13.03%
EBIT增长率	19.81%	4.82%	15.29%	106.68%	46.40%	27.71%
净利润增长率	7.80%	13.92%	28.87%	101.64%	28.10%	25.86%
总资产增长率	18.88%	10.31%	7.90%	8.67%	16.50%	19.95%
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	110.6	89.9	71.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.85%	1.49%	-12.59%	-19.59%	-36.26%	-47.11%
EBIT利息保障倍数	31.2	6.0	8.6	205.4	-6,901.5	-186.5
资产负债率	33.69%	36.66%	39.64%	32.79%	29.48%	27.74%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	155	138	184	461	591	744
少数股东损益	0	0	0	29	37	46
非现金支出	202	247	249	222	250	275
非经营收益	-4	23	-6	-102	-53	-45
营运资金变动	-142	-37	91	-234	-62	-127
经营活动现金净流	212	372	518	375	763	894
资本开支	356	261	221	108	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	-93	-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	373	644	869

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。