

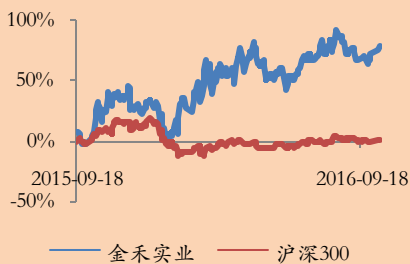


## 金禾实业 (002597)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-10-17

股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161837

联系人: 李超齐

0551-65161837

## 安赛蜜麦芽酚量价齐升促增长

主要观点:

### 安赛蜜、麦芽酚量价齐升促业绩增长

安赛蜜、麦芽酚量价齐升是公司业绩大幅增长的核心。公司是甜味剂产品—安赛蜜、香料产品—甲、乙基麦芽酚全球最大供应商。上半年,安赛蜜实现销售收入 16,043.09 万元,同比增长 35.92%,产品均价同比增长 2.96%,安赛蜜占全球市场份额比重约 60%以上;甲、乙基麦芽酚分别实现销售收入 7,065.15 万元、15,425.27 万元,同比分别增长 26.39%、35.53%,其价格有一定涨幅,甲、乙基麦芽酚占全球市场份额比重约 50%以上。三种核心产品产能充足,市场占有率高,规模优势显著。

### 扩产和新建项目稳步推进

公司依据市场情况,对现有产能合理扩张。2016 年初启动建设年产 20 万吨双氧水装置项目,该生产装置已于 2016 年 6 月初完成建设并成功开车生产,现有产能为 35 万吨/年。2016 年 4 月启动安赛蜜扩产项目,由年产 9000 吨扩至年产 12000 吨,并于 2016 年 6 月中旬成功开车生产,运营正常;2016 年 4 月完成了年产 500 吨三氯蔗糖生产装置的技术和工艺路线的优化,并成功满产运行,同时将依据满产运行情况在下半年度推进年产 1500 吨三氯蔗糖的项目建设。

### 基础化工和精细化工协同发展

公司基础化工生产线拥有完整的热能、电力、循环水和污水处理等辅助生产系统,公司精细化工产业能够充分利用公司的辅助生产系统,实现优势互补。强周期的基础化工产业与弱周期的食品添加剂产业,能够有效提高公司的抗风险能力。经济不景气时,食品添加剂业务受影响较小,可以弥补公司基础化工产品受到的影响;经济景气时,基础化工的业绩弹性较大,利润大幅提升,使公司整体业绩提高,抗风险能力提高。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 36.52 亿元、41.49 亿元、46.12 亿元,归母净利润为 4.37 亿元、5.26 亿元、6.39 亿元,EPS 为 0.77 元、0.93 元、1.13 元,当前股价对应 PE 分别为 19X、16X、13X。考虑到公司安赛蜜和麦芽酚全球市场占有率高,前景广阔,给予“增持”评级。

盈利预测

单位:百万元

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3328	3652	4149	4612
收入同比 (%)	4%	10%	14%	11%
归属母公司净利润	214	437	526	639
净利润同比 (%)	29%	104%	20%	22%
毛利率 (%)	15.7%	22.7%	20.0%	21.5%
ROE (%)	8.4%	17.0%	17.6%	19.4%
每股收益	0.38	0.77	0.93	1.13
P/E	39.78	19.53	16.22	13.35
P/B	4.23	3.89	3.39	2.94
EV/EBITDA	13	16	14	11

资料来源: wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2,058	2,216	2,745	3,345	<b>营业收入</b>	3,328	3,652	4,149	4,612
现金	560	981	1,300	1,840	营业成本	2,805	2,823	3,319	3,620
应收账款	131	137	158	176	营业税金及附加	13	14	16	18
其他应收款	5	4	5	6	销售费用	161	157	190	217
预付账款	85	54	(7)	(107)	管理费用	123	106	128	149
存货	570	438	559	635	财务费用	26	(1)	(6)	(13)
其他流动资产	706	602	730	794	资产减值损失	20	(14)	2	4
<b>非流动资产</b>	1,580	1,420	1,343	1,207	公允价值变动收益	16	(116)	19	26
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	17	0	0	0
固定资产	1,192	1,116	1,041	965	<b>营业利润</b>	213	451	520	642
无形资产	115	107	100	93	营业外收入	17	23	20	22
其他非流动资产	271	195	200	146	营业外支出	2	9	7	6
<b>资产总计</b>	3,637	3,636	4,088	4,552	<b>利润总额</b>	229	465	534	658
<b>流动负债</b>	1,037	907	1,055	1,192	所得税	45	70	80	99
短期借款	133	132	130	127	<b>净利润</b>	184	395	454	559
应付账款	264	289	320	354	少数股东损益	(31)	(41)	(72)	(80)
其他流动负债	640	487	604	711	<b>归属母公司净利润</b>	214	437	526	639
<b>非流动负债</b>	405	398	456	472	<b>EBITDA</b>	460	533	597	711
长期借款	71	71	71	71	<b>EPS (元)</b>	0.38	0.77	0.93	1.13
其他非流动负债	334	327	385	401					
<b>负债合计</b>	1,442	1,305	1,511	1,663					
少数股东权益	176	135	63	(17)					
股本	568	565	565	565					
资本公积	521	428	428	428					
留存收益	928	1,203	1,522	1,914					
归属母公司股东权益	2,019	2,196	2,514	2,906					
<b>负债和股东权益</b>	3,637	3,636	4,088	4,552					

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.52%	9.75%	13.59%	11.17%
营业利润	33.47%	111.54%	15.46%	23.32%
归属于母公司净利润	28.87%	103.65%	20.40%	21.56%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	15.71%	22.70%	20.00%	21.50%
净利率(%)	35.16%	6.44%	11.96%	12.67%
ROE(%)	8.37%	16.96%	17.60%	19.35%
ROIC(%)	10.45%	22.95%	19.52%	23.45%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	39.64%	35.90%	36.96%	36.54%
净负债比率(%)	5.09%	0.13%	-15.21%	-26.60%
流动比率	1.98	2.44	2.60	2.81
速动比率	1.43	1.96	2.07	2.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.95	1.00	1.07	1.07
应收账款周转率	27.48	28.28	29.08	28.56
应付账款周转率	12.81	13.21	13.62	13.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.77	0.93	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.72	0.91	1.48
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.89	4.45	5.15
<b>估值比率</b>				
P/E	39.8	19.5	16.2	13.3
P/B	4.2	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	12.94	16.19	14.00	11.03

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	518	404	516	838
净利润	184	437	526	639
折旧摊销	230	83	83	82
财务费用	22	(1)	(6)	(13)
投资损失	(17)	0	0	0
营运资金变动	239	56	(35)	180
其他经营现金	(139)	(172)	(51)	(50)
<b>投资活动现金流</b>	(282)	210	(19)	(26)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(0)	0	0	(0)
其他投资现金	(282)	210	(19)	(26)
<b>筹资活动现金流</b>	(267)	(319)	(158)	(247)
短期借款	(38)	(1)	(2)	(3)
长期借款	(56)	0	0	0
普通股增加	284	(4)	0	0
资本公积增加	(266)	(94)	0	0
其他筹资现金	(191)	(221)	(157)	(244)
<b>现金净增加额</b>	(31)	295	339	565

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。