

# 甜味剂龙头前景广阔

─金禾实业(002597)三季报点评

2016 年 10 月 25 日 强烈推荐/维持 金禾实业 财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: \$1480510120014				
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032					
梁博	分析师	执业证书编号: S1480512060006				
	liangbo@dxzq.net.cn 021-65465597					
廖鹏飞	联系人					
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121					
杨行远	联系人	执业证书编号: S1480115060007				
	yangxy@dxzq.net.cn 010-66554024					
刘宇卓	联系人	执业证书编号: S0080114090019				
	liu_yz@dxzq.net.cn 010-66554015					

## 事件:

金禾实业发布三季度报告,公司 2016 前三季度实现营业收入 25.74 亿元,同比增长 8.51%;实现归属母公司股东净利润 3.52 亿元,同比增长 114.57%。其中,全资子公司金丰投资第一季度完成了拆迁清算,确认收益实现净利润 8000 余万元;扣除非经常性损益后,归属于上市公司股东的的净利润 2.63 亿元,同比增长 74.54%。

## 公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入 (百万元)	762.73	824.15	784.75	956.12	837.25	829.82	906.5
增长率(%)	0.34%	1.08%	-5.47%	18.18%	9.77%	0.69%	15.51%
<b>-</b> 毛利率(%)	13.37%	18.50%	16.58%	14.45%	19.66%	23.94%	24.06%
期间费用率(%)	9.84%	8.06%	9.70%	9.71%	10.25%	8.91%	8.69%
营业利润率(%)	4.68%	10.90%	5.76%	4.44%	6.88%	14.44%	15.15%
净利润(百万元)	31.30	78.17	44.44	29.91	137.03	98.25	118.57
增长率(%)	18.34%	61.19%	16.22%	20.79%	337.77%	25.68%	166.84%
每股盈利 (季度,元)	0.14	0.14	0.08	0.09	0.25	0.17	0.20
资产负债率(%)	37.08%	38.22%	37.95%	39.64%	40.17%	38.87%	38.02%
净资产收益率(%)	1.44%	3.61%	2.01%	1.36%	5.92%	4.24%	4.85%
总资产收益率(%)	0.91%	2.23%	1.25%	0.82%	3.54%	2.59%	3.01%



### 观点:

- ▶ 精细化工表现表现亮眼。公司2016前三季度实现营业收入25.74亿元,同比增长8.51%;实现归属母公司股东净利润3.52亿元,同比增长114.57%。其中单季度净利润1.18亿,毛利率24.06%。公司的主要精细化工产品安赛蜜、甲乙基麦芽酚、三氯蔗糖年内价格持续上涨,虽然有对手盘出现安全环保的因素在里面,但深层次的可以表明,公司在安全环保等方面,注重投入,取得成效,随着环保等因素的催化,我国化工品的格局有可能发生改变,强者恒强的局面将逐渐出现。
- 基础化工三四季度开始发力。公司的基础化工和精细化工业务,具有发展的协同优势,降低公司生产成本,增强抗风险的能力。基础化工的业绩弹性较大,在景气周期内产品价格的提升能够进一步提升公司的毛利率。近期公司的基础化工产品三聚氰胺由于部分厂家的停产导致的价格上涨,同时原料端价格的持续低迷有望给公司带来超预期的利润,同时双氧水的扩产和价格的触底反弹,使基础化工整体表现在下半年有望更进一步。
- ➤ 三氯蔗糖有望未来两年均带来超额收益。公司三氯蔗糖除了投产的500吨,在建1500吨,投产期6-8个月,预计17年二季度投产,目前三氯蔗糖的价格在45万元/吨,并且三氯蔗糖的使用范围不断扩展,不断有新的使用者加入,作为目前糖的最佳替代品,三氯蔗糖的空间较为广阔,虽然捷康已经复产,但产能较低,三氯蔗糖有望贯穿未来两年,成为公司持续的利润来源。同时公司作为原材料的双乙烯酮在一定程度上具备了在环保和安全驱严条件下,价格上涨的空间,有望成为安赛蜜相似的稳定利润来源。

#### 结论:

全禾实业利用自身优势,对基础化工进行技术改造,一体化优势明显,大力发展精细化工,目前主要的产品安赛蜜、三氯蔗糖等前景广阔,我们预计公司2016年-2018年的营业收入分别为37亿元、44亿元和46亿元,归属于上市公司股东净利润分别为4.53亿元、4.39亿元和5.13亿元,每股收益分别为0.80元、0.78元和0.91元,对应PE分别为19X、19X、16X。我们看好公司发展,维持公司"强烈推荐"评级。



## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元		百万元	利润表				单位:百万元			
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015	2016E		2018E
流动资产合计	1699	1997	2134	2457	2742	营业收入	3215	3328	3733	4417	4674
货币资金	475	500	516	569	763	营业成本	2738	2805	2969	3538	3705
应收账款	117	125	141	167	176	营业税金及附加	13	13	15	18	19
其他应收款	3	5	6	7	7	营业费用	164	161	149	177	187
预付款项	348	371	636	804	880	管理费用	105	123	149	155	140
	402	556	588	701	734		33	26	8	2	1
其他流动资产	1549	1815	2976	3707	4045	资产减值损失	12	20	10	3	3
非流动资产合计	1614	1580	1449	1350	1267	公允价值变动收益	(1)	16	5	5	5
长期股权投资	2	2	2	2	2	投资净收益	9	17	20	20	20
固定资产	1308	1184	1069	984	913	营业利润	160	213	457	550	644
	117	115	103	93	84	营业外收入	29	17	120	22	22
其他非流动资产	187	279	275	271	268	营业外支出	11	2	20	20	20
资产总计	3313	3577	3583	3806	4009	利润总额	178	229	557	552	646
流动负债合计	771	1037	889	1027	1067	所得税	40	45	114	113	133
短期借款	171	133	0	0	0	净利润	138	184	443	439	513
应付账款	255	264	280	333	349	少数股东损益	(28)	(31)	0	0	1
预收款项	80	104	110	131	137	归属母公司净利润	166	214	443	439	512
一年内到期的非	2512	2513	0	0	0	EBITDA	5514	5129	7602	9015	9839
非流动负债合计	465	405	405	405	405	EPS (元)	0.59	0.38	0.78	0.78	0.91
长期借款	126	71	71	71	71	主要财务比率	0.00	0.00	0.70	0.70	0.01
应付债券	2000	1980	1980	1980	1980		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1236	1442	1293	1431	1472						
少数股东权益	207	176	177	177	178	营业收入增长	8%	4%	12%	18%	6%
实收资本(或股	284	568	564	564	564	营业利润增长	-9%	33%	121%	17%	17%
资本公积	788	462	462	462	462	归属于母公司净利	14%	29%	111%	-3%	17%
未分配利润	799	928	1087	1171	1333	获利能力					
归属母公司股东	1871	1958	2113	2198	2359	毛利率 (%)	14.8%	19.9%	23.5%	24.4%	25.9%
负债和所有者权	3313	3577	3583	3806	4009	净利率(%)	5.2%	9.6%	13.6%	13.5%	13.5%
现金流量表					百万元	总资产净利润(%)	0%	4.2%	5.1%	12.6%	11.5%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	8.9%	10.9%	21.3%	20.0%	21.7%
经营活动现金流	372	518	586	484	621	偿债能力					
净利润	166	214	453	439	513	资产负债率(%)	37.3%	40.3%	35.9%	37.6%	36.7%
折旧摊销	236	230	220	200	184	流动比率	2.2	1.9	2.4	2.4	2.6
财务费用	23	22	8	2	1	速动比率	1.7	1.4	1.8	1.7	1.9
应收账款减少	128	(744)	(481)	(223)	0	营运能力					
预收帐款增加	(53)	508	321	147	0	总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2
投资活动现金流	(506)	(282)	(100)	(100)	(100)	应收账款周转率	29.1	27.5	28.0	28.7	27.3
公允价值变动收	3	(3)	0	0	0	应付账款周转率	9.7	10.8	10.9	11.6	10.9
长期股权投资减	89	186	186	186	186	毎股指标(元)					
投资收益	(9)	(17)	(25)	(25)	(25)	每股收益(最新摊	0.59	0.38	0.80	0.78	0.91
筹资活动现金流	112	(267)	(460)	(339)	(327)	每股净现金流(最新	1.31	0.91	1.04	0.86	1.10
应付债券增加	171	133	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.58	3.45	3.76	3.90	4.18
长期借款增加	126	71	71	71	71	估值比率					
普通股增加	6	284	(4)	0	0	P/E	25.6	39.7	18.7	19.3	16.5
资本公积增加	32	(325)	0	0	0	P/B	2.3	4.4	4.0	3.8	3.6
现金净增加额	(23)	(31)	26	45	194	EV/EBITDA	13.4	12.3	8.0	7.4	6.7

资料来源:东兴证券研究所



### 分析师简介

#### 杨若木

基础化工行业小组组长,9年证券行业研究经验,擅长从宏观经济背景下,把握化工行业的发展脉络,对周期性行业的业绩波动有比较准确判断,重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师"水晶球奖"第三名,"今日投资"化工行业最佳选股分析师第一名,金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师,《证券通》化工行业金牌分析师。

## 梁博

2007 年获得工学硕士学位,两年化工工程设计经验,2010 年起任中山证券化工行业研究员,2011 年加盟东兴证券研究所,有五年石油化工研究经验。

### 联系人简介

#### 廖鹏飞

中国石油大学(北京)化学工艺硕士,2010-2015年就职于中国石化润滑油北京研究院,2015年就职于民生证券,2016年加入东兴证券。

#### 杨行远

化学博士,2015年加盟东兴证券研究所,四年化工行业工作经验。

#### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

#### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未 经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险 和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级(以沪深300指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(以沪深300指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。