

金禾实业(002597.SZ)

解除环保挂牌督办，又到配置时点

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **22**

 分析师 联系人
 胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176 021-20315280

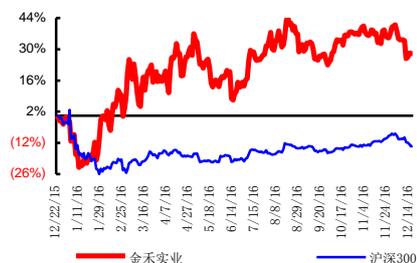
huyc@r.qlzq.com.cn zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

2016年12月22日

基本状况

总股本(百万股)	564
流通股本(百万股)	554
市价(元)	15.06
市值(百万元)	8,494
流通市值(百万元)	8,343

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

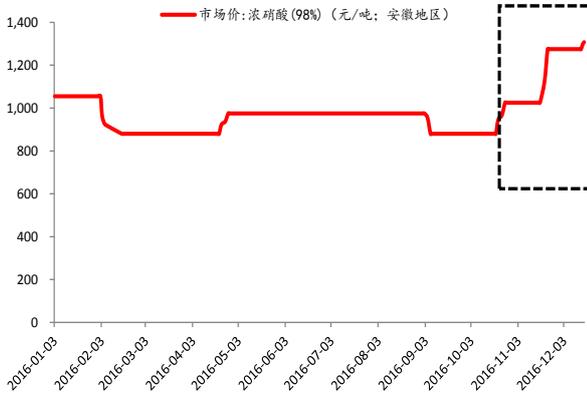
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,214.7	3,327.7	3,684.3	4,295.1	4,664.8
营业收入增速	7.98%	3.52%	10.72%	16.58%	8.61%
净利润增长率	13.92%	28.87%	130.65%	24.11%	17.70%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.38	0.88	1.09	1.28
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	23.38	29.15	15.49	12.48	10.60
PEG	1.68	1.01	0.12	0.52	0.60
每股净资产(元)	6.79	3.55	4.45	5.54	6.82
每股现金流量	1.31	0.91	0.80	1.41	1.61
净资产收益率	8.63%	10.62%	19.68%	19.63%	18.77%
市净率	2.02	3.10	3.05	2.45	1.99
总股本(百万股)	284.16	568.25	564.59	564.59	564.59

投资要点

- 核心观点: 受环保事件挂牌督办+美国专利侵犯调查事项的影响, 公司近期股价出现一定回调。我们认为, 一方面环境违法案件挂牌事件等短期利空已经被市场充分消化; 另一方面在甜味剂产品持续量价齐升的基础上, 基础化工产品价格四季度复苏, 公司全年业绩有望持续超预期。随着安赛蜜价格弹性的完全释放和三氯蔗糖产品的全面放量, 明后年业绩仍能持续高增长。我们小幅上调 2016-18 年 EPS 至 0.88/1.09/1.28 元, 当期股价已为阶段性低点, 对应 17 年仅 13xPE, 持续重点推荐。**
- 解除公司环境违法案件挂牌督办, 短期利空已被充分认知: 公司今晚最新公告显示, 安徽省环境保护厅已下达了《安徽省环保厅关于解除安徽金禾实业股份有限公司环境违法案件挂牌督办的通知》, 同意解除对公司的挂牌督办。公司环境违法案件的事件性利空已经消除, 在整改期间不影响公司的持续生产经营。同时 11 月中旬, 美国塞拉尼斯申请对金禾在内的三家中国企业侵犯安赛蜜的某一生产环节进行专利调查。我们认为一方面, 裁判结果仍有很大不确定性, 对于全球客户来说金禾已经成为稳定提供安赛蜜的合作伙伴, 如果有必要将只是改变生产工艺, 并且金禾已经储备了相关的工艺技术; 另一方面, 2016 年 1-9 月份金禾向美国出口 875.35 吨, 仅占 1-9 月份安赛蜜总销量的 12.08%。即使按照最坏打算, 我们预计该项调查对金禾的实际业绩仍不会造成重大影响。**
- 甜味剂产品持续量价齐升+基础化工产品价格复苏, 公司全年业绩有望持续超预期: 1) 年初至今推荐逻辑持续兑现, 甜味剂产品持续量价齐升格局不变: 阿里巴巴的数据显示, 安赛蜜最新报价维持在 4 万/吨以上, 较年初提高 30% 以上; 三氯蔗糖部分报价已经接近 50 万/吨, 较年初涨幅近 100%。2) 基础化工产品价格四季度全面复苏: 受益于煤价的上涨, 公司主要基础化工产品三聚氰胺、硫酸、硝酸等价格在四季度都出现了一定幅度的上涨, Wind 数据显示三聚氰胺的最新报价 8600 元/吨, 同比提高近 50%; 浓**

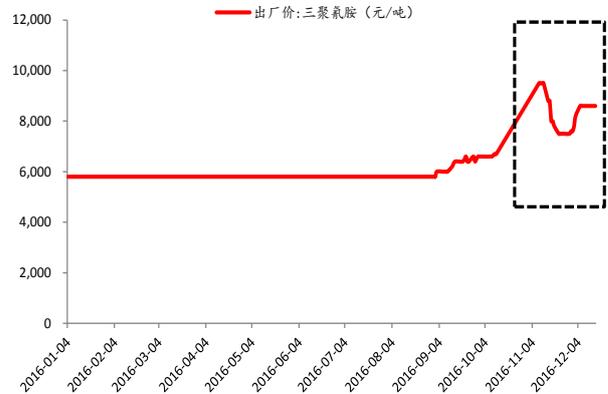
硫酸最新报价 265 元/吨，较二季度环比提高超过 60%；浓硝酸的价格为 1340 元/吨，环比提高超过 40%。我们认为，在精细化工甜味剂产品量价齐升格局持续的基础上，基础化工产品价格在全年的全面复苏有望为公司全年的业绩提供又一支撑，公司的业绩有望持续超出预期。

图表 1：浓硫酸今年四季度的价格走势



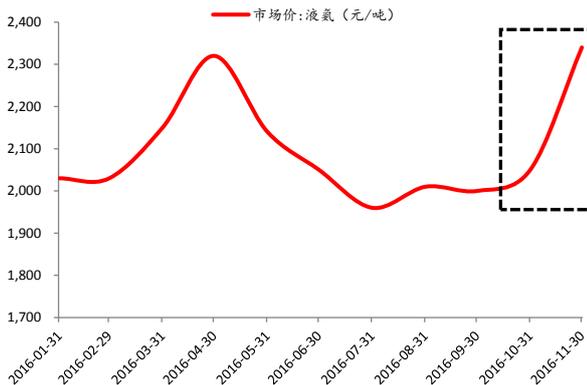
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：三聚氰胺今年四季度的价格走势



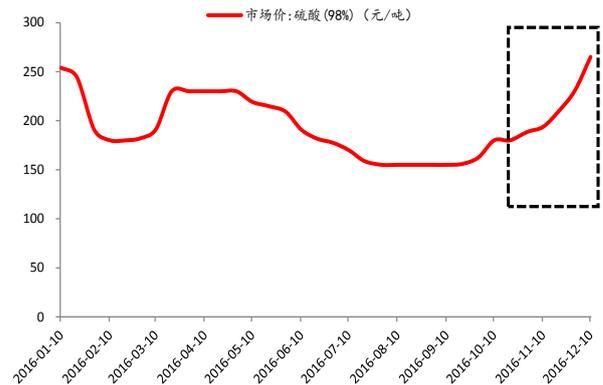
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：液氨今年四季度的价格走势



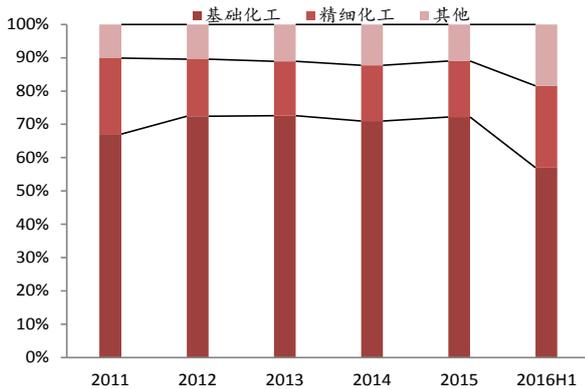
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：硝酸今年四季度的价格走势

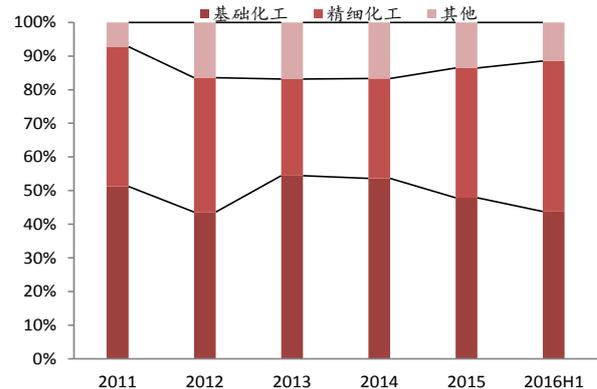


来源：Wind，中泰证券研究所

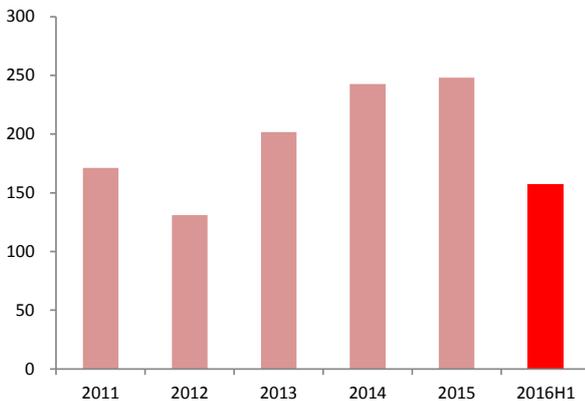
- **弱化周期性思维，甜味剂龙头尚未被充分认知。**1) **基础化工业务提供稳定现金流，会受周期波动影响，但是产品系列丰富可削弱波动：**金禾的基础化工产品收入占比在 60% 以上、毛利占比在 40% 以上，但是金禾的基础化工产品多为甜味剂精细化工主业的配套产品，产品系列丰富，占比最高的三聚氰胺和硝酸的收入占比略微高于 20%，液氨、浓硫酸、碳铵和双氧水等产品的收入占比也在 10% 左右。虽然基础化工产品的周期性较为明显，但是丰富的产品系列有削弱周期波动的效应。从历史的毛利贡献额来看，基础化工产品的历史毛利额稳定在 2 个亿左右，未来作为精细化工产品的配套业务，基础化工业务的产能不会大量增加，能够提供稳定的现金流；2) **甜味剂产品需求相对稳定，周期性相对较弱：**金禾实业的甜味剂主业下游客户主要为食品饮料公司，需求端相对稳定。公司在细分行业的定价权是极为稀缺的，产品消费品属性较为明显。

图表 5：金禾实业的收入占比情况


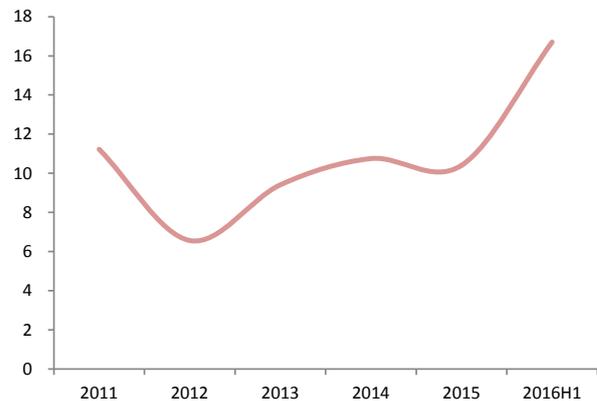
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：金禾实业的毛利占比情况


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：公司基础化工产品的毛利贡献额相对稳定


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：公司基础化工产品毛利率的变化情况


来源：Wind，中泰证券研究所

- **安赛蜜价格弹性尚未完全释放+三氯蔗糖全面放量，明后年业绩仍能持续高增长。**
- 1) **安赛蜜价格弹性尚未完全释放：**受益于行业竞争格局的持续改善，安赛蜜产品已基本完成行业洗牌，产品价格已逐步触底回升。而安赛蜜价格从年初的 3.5 万/吨左右提升到 4 万/吨主要是由于原材料双乙烯酮涨价而带来的被动提价，我们预计安赛蜜的价格弹性将在明后年完全释放。而且公司安赛蜜有 40% 占比是签订的低价长单，安赛蜜明年部分长单价格稳定在 4 万/吨左右，预计价格弹性将在明年继续释放。
- 2) **三氯蔗糖产品全面放量：**三氯蔗糖作为公司储备多年的品种在今年正式投产，500 吨的装置目前基本处于满产满销。公司新增 1500 吨装置预计明年上半年能够正式投产，公司近期成为王老吉低糖、无糖产品系列产品三氯蔗糖和安赛蜜的重要供应商，我们估计若三氯蔗糖价格保持平稳，每 1000 吨的新增销量能够贡献出至少 1.5 亿的毛利。根据我们的测算，假设 17 年安赛蜜销量为 1.1 万吨，每吨价格提高 6000 元，增厚 EPS0.16 元；假设三氯蔗糖放量后的价格不变或者每新增 200 吨产量，价格下降 1 万/吨，新增 600 吨产量，平均增厚 EPS0.10 元。

图表 9：安赛蜜提价的业绩弹性测算

涨价幅度 (元)	2000	4000	6000	8000	10000
增厚毛利 (万元)	5300	7000	10000	12000	14000
增厚 EPS (元)	0.08	0.11	0.16	0.19	0.22

来源：中泰证券研究所

图表 10：三氯蔗糖放量的业绩弹性测算

新增销量 (吨)	假设价格不变					假设每新增 200 吨, 价格下降 1 万/吨				
	200	400	600	800	1000	200	400	600	800	1000
增厚毛利 (万元)	3000	5000	8000	10000	13000	2000	3400	5000	6000	6500
增厚 EPS (元)	0.05	0.08	0.13	0.16	0.21	0.03	0.05	0.08	0.10	0.10

来源：中泰证券研究所

图表 11：王老吉新推出低糖、无糖系列


来源：公开资料，中泰证券研究所

- **投资建议：16 年目标价 22 元，维持“买入”评级。**公司作为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。同时基础化工产品价格四季度全面复苏，有望为公司业绩高增长提供又一保障。我们再次小幅上调 2016-18 年 EPS 至 0.88/1.09/1.28 元，2016 年目标价 22 元，对应 2017 年 20xPE，维持“买入”评级，继续重点推荐。

图表 12：金禾实业的相关报告

日期	相关报告
2016/10/24	点评报告《持续高增长，仍旧被低估》
2016/9/29	研究简报《股价回调提供买点，仍被低估的甜味剂龙头》
2016/8/17	点评报告《业绩增速再超预期，量价齐升未完待续》
2016/7/27	研究简报《双乙酰酮格局优化，安赛蜜全面受益，拥有定价权但仍被明显低估的战略品种》
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 13：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	897.34	1,449.23	1,737.47
增长率 (YOY)	—	12.21%	3.34%	53.59%	61.50%	19.89%
毛利率	21.39%	25.03%	35.49%	47.59%	49.78%	51.47%
销售成本	396.07	423.85	376.89	470.30	727.87	843.21
增长率 (YOY)	—	7.01%	-11.08%	24.78%	54.77%	15.85%
毛利	107.76	141.49	207.34	427.04	721.35	894.25
增长率 (YOY)	—	31.30%	46.54%	105.96%	68.92%	23.97%
占总销售额比重	17.06%	17.78%	17.56%	24.36%	33.74%	37.25%
占主营业务利润比重	29.05%	31.25%	39.66%	50.73%	65.32%	70.41%
基础化工						
销售收入	2,410.18	2,558.31	2,430.31	2,442.46	2,466.89	2,491.56
增长率 (YOY)	—	6.15%	-5.00%	0.50%	1.00%	1.00%
毛利率	10.44%	11.72%	12.52%	16.50%	15.00%	14.50%
销售成本	2,158.46	2,258.47	2,126.06	2,039.46	2,096.85	2,130.28
增长率 (YOY)	—	4.63%	-5.86%	-4.07%	2.81%	1.59%
毛利	251.72	299.84	304.25	403.01	370.03	361.28
增长率 (YOY)	—	19.12%	1.47%	32.46%	-8.18%	-2.37%
占总销售额比重	81.59%	80.47%	73.03%	66.29%	57.43%	53.41%
占主营业务利润比重	67.85%	66.23%	58.20%	47.88%	33.51%	28.45%
其他						
销售收入	40.02	55.70	313.21	344.53	378.98	435.83
增长率 (YOY)	—	39.18%	462.32%	10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	28.74%	20.48%	3.56%	3.40%	3.40%	3.34%
销售成本	28.52	44.29	302.07	332.83	366.12	421.29
增长率 (YOY)	—	55.29%	582.03%	10.18%	10.00%	15.07%
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%	9.35%	8.82%	9.34%
占主营业务利润比重	3.10%	2.52%	2.13%	1.39%	1.17%	1.14%
销售收入小计	2954.03	3179.35	3327.75	3684.34	4295.10	4664.86
销售成本小计	2583.05	2726.61	2805.02	2842.59	3190.84	3394.79
毛利	370.98	452.74	522.73	841.75	1104.25	1270.07
平均毛利率	12.56%	14.24%	15.71%	22.85%	25.71%	27.23%

来源：中泰证券研究所

图表 14：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	3,684	4,295	4,665	货币资金	514	533	560	1,008	1,686	2,572
增长率	6.99%	8.0%	3.5%	10.7%	16.6%	8.6%	应收账款	396	399	543	467	524	585
营业成本	-2,587	-2,738	-2,805	-2,843	-3,191	-3,395	存货	295	402	556	378	437	474
%销售收入	86.9%	85.2%	84.3%	77.2%	74.3%	72.8%	其他流动资产	248	423	399	561	601	619
毛利	390	477	523	842	1,104	1,270	流动资产	1,454	1,757	2,068	2,414	3,248	4,250
%销售收入	13.1%	14.8%	15.7%	22.8%	25.7%	27.2%	%总资产	47.6%	52.1%	56.6%	60.7%	69.4%	75.9%
营业税金及附加	-10	-13	-13	-14	-15	-16	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	-200	-217	%总资产	45.3%	39.3%	34.4%	31.8%	24.1%	18.6%
%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	-129	-135	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%	39.3%	30.6%	24.1%
息税前利润 (EBIT)	186	195	225	548	761	902	资产总计	3,056	3,371	3,637	3,976	4,682	5,599
%销售收入	6.3%	6.1%	6.8%	14.9%	17.7%	19.3%	短期借款	180	240	189	289	239	359
财务费用	-6	-33	-26	-2	1	6	应付款项	405	387	699	422	507	522
%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	138	154	164
资产减值损失	-5	-12	-20	0	0	0	流动负债	685	771	1,037	848	899	1,045
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%	2.3%	1.8%	1.6%	负债	1,030	1,236	1,442	1,253	1,304	1,450
营业利润	175	160	213	561	777	923	普通股股东权益	1,790	1,928	2,019	2,514	3,128	3,850
营业利润率	5.9%	5.0%	6.4%	15.2%	18.1%	19.8%	少数股东权益	236	207	176	209	250	299
营业外收支	11	18	16	95	48	40	负债股东权益合计	3,056	3,371	3,637	3,976	4,682	5,599
税前利润	187	178	229	656	824	963	比率分析						
利润率	6.3%	5.5%	6.9%	17.8%	19.2%	20.7%	每股指标	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-32	-40	-45	-128	-169	-193	每股收益 (元)	0.526	0.586	0.377	0.876	1.087	1.280
所得税率	16.9%	22.4%	19.6%	19.6%	20.5%	20.0%	每股净资产 (元)	6.447	6.786	3.553	4.452	5.540	6.819
净利润	155	138	184	527	655	771	每股经营现金净流 (元)	0.764	1.307	0.911	0.798	1.411	1.614
少数股东损益	9	-28	-31	33	41	48	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	146	166	214	495	614	723	回报率						
净利率	4.9%	5.2%	6.4%	13.4%	14.3%	15.5%	净资产收益率	8.16%	8.63%	10.62%	19.68%	19.63%	18.77%
							总资产收益率	4.78%	4.94%	5.90%	12.44%	13.11%	12.91%
							投入资本收益率	8.21%	7.00%	9.91%	21.97%	31.30%	37.25%
							增长率						
							营业总收入增长率	6.99%	7.98%	3.52%	10.72%	16.58%	8.61%
							EBIT增长率	19.81%	4.82%	15.29%	143.31%	38.87%	18.59%
							净利润增长率	7.80%	13.92%	28.87%	130.65%	24.11%	17.70%
							总资产增长率	18.88%	10.31%	7.90%	9.30%	17.77%	19.58%
							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	116.4	94.9	78.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-6.85%	1.49%	-12.59%	-22.94%	-40.04%	-51.06%
							EBIT利息保障倍数	31.2	6.0	8.6	241.8	-667.2	-140.6
							资产负债率	33.69%	36.66%	39.64%	31.51%	27.85%	25.89%

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。