



2017-03-20

公司点评报告

买入/维持

金禾实业(002597)

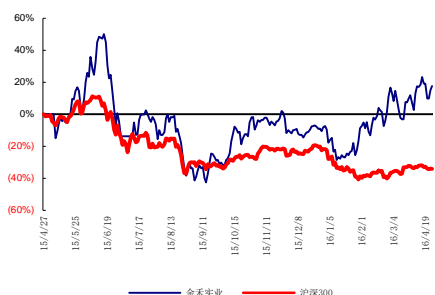
目标价: 25

昨收盘: 18.52

化工 化学制品

稳步转型精细化工, 2017 年业绩有望再次超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	564/554
总市值/流通(百万元)	10,451/10,269
12 个月最高/最低(元)	19.15/12.11

相关研究报告:

《金禾实业(002597): 半年业绩再次超预期, 下半年安赛蜜和甲乙基麦芽酚仍有提价空间》
--2016/08/18

《金禾实业(002597): 一季度业绩增长超预期, 2016 年有望带来新惊喜》
--2016/04/26

证券分析师: 杨林

执业资格证书编码: S1190516100002

联系人: 李泽江

电话: 010-88321612

E-MAIL: lizejiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080041

事件: 公司 3 月 17 日发布 16 年报, 2016 年实现归属于上市公司股东净利润 5.50 亿元, 同比增 157%; EPS 为 0.97 元; 其中第四季度实现净利润 2 亿元, 同比增长 295%; 2016 年度公司利润分配预案为截止 2017 年 12 月 31 日公司总股本 564,320,186 股为基数, 每 10 股派现金人民币 4.00 元。

公司 16 年基础化工产品毛利率稳步提升, 精细化工产品量价齐升, 业绩符合超预期。 近几年, 公司精细化工板块毛利占比逐年提升, 2013-2016 年分别为 29%、30%、39%、44.5%, 食品添加剂将逐步成为主要盈利贡献板块。16 年公司基础化工产品实现销售收入 21.99 亿元, 较上年度减少 9.53%, 但公司通过技术创新, 对生产工艺、设备持续进行升级改造, 新增节能减排、安全环保设施, 提升了生产效率、增加了产品收益, 2016 年基础化工产品毛利率达到 21.63%, 较上年度上升 9.11%。同时公司如硝酸、碳酸氢铵具备规模优势, 可提高原材料采购的议价能力, 而公司地处安徽滁州, 产品距离长三角目标市场较近, 具有很大的竞争优势。公司精细化工产品食品添加剂收入增长迅速, 2016 年收入 9.14 亿元, 同比增加 56.42%, 主要原因为安赛蜜、甲乙基麦芽酚销量及价格均有所增加, 年产 500 吨三氯蔗糖项目于 7 月份正式开始投产运行, 报告期内产品价格涨幅较大, 为公司贡献了部分业绩。

16 年江苏天成生化、宁波王龙因环保因素停产, 加剧双乙烯酮供应紧张, 安赛蜜迎来持续提价, 公司安赛蜜产能由 9000 吨扩产到 12000 吨, 量价齐升将带来业绩持续超预期。 16 年 4 月位于江苏泰州海安县的江苏天成因环保停产整顿, 我们判断此次停产将会迫使其异地搬迁, 停产时间至少 2 年以上。公司拥有 3.9 万吨双乙烯酮产能, 占国内 20% 左右。从双乙烯酮下游来看, 其主要有两大产业链, 分别为双乙烯酮-脱氢芳樟醇-维生素 E (或维生素 A) 和双乙烯酮-乙酰乙酰胺-安赛蜜 (见图 4)。目前双乙烯酮已由此前的 8300 元/吨上涨到目前的 15200 元/吨, 涨幅 83.1%, 后续还有上涨空间。原料双乙烯酮的价格上涨也推动了安赛蜜价格的上涨, 目前价格达到 50000 元/吨左右。由于金禾实业为自产双乙烯酮, 所以随着双乙烯酮-安赛蜜产业链价格的提升, 金禾实业将受益于价差的扩大而带来的盈利提升。金禾实业双乙烯酮产能 1 万吨, 主要自用于生产安赛蜜, 6 月份安赛蜜产能从 9000 吨扩至 12000 吨, 下半年随着新产能的投放, 销量预计增长 20% 以上, 量价齐升带来业绩持续超预期。

苏州浩波逐步退出, 安赛蜜市场竞争格局趋好。 目前全球安赛蜜

产能 2.25 万吨，金禾实业产能 12000 吨，占 53.3%，苏州浩波产能 6000 吨，占 26.7%，二者合计占全球总产能的 80%，属双寡头垄断。苏州浩波因连年亏损于 2015 年申请破产清算，退出已是大概率事件。同时，安赛蜜项目涉及产业链长，投资大（吨投资额至少 10 万元以上），建设周期长（一般为 1 年半左右），环保处理难度大（三废量大且处理难度高），所以短时间内行业难以出现新进入者，未来 1-2 年金禾实业将享受苏州浩波原有的市场份额带来的盈利提升。同时安赛蜜作为第四代甜味剂，更加安全可靠，在下游食品饮料生产中的用量极小，对其涨价敏感度低，预计后续仍有较大的提升空间。据测算，安赛蜜每上涨 1 万元，净利润将提升 7000 万，增厚 EPS 0.132 元。

第五代甜味剂三氯蔗糖全面推进中。公司年产 500 吨三氯蔗糖项目已于 2016 年 7 月投产运行，目前该项目的各项生产技术、经济指标达到公司预期。16 年新加坡泰莱产能关停和盐城捷康 800 吨产能因环保因素停产导致的行业供给收缩，三氯蔗糖价格已由 16 年初的 25 万元/吨涨到目前的 50 万元/吨左右。16 年 9 月新建年产 1500 吨三氯蔗糖项目正在逐步推进中，将于 17 年 3 月达到试生产状态。届时三氯蔗糖产能合计将达到 2000 吨，届时市占率达到 30% 以上，有望成为国内乃至全球三氯蔗糖行业的龙头企业，将进一步提高公司在食品添加剂行业的领先地位。

维持“买入”评级：公司的主要产品安赛蜜、甲基麦芽酚在全球范围均属于双寡头垄断，且公司产能为全球最大，目前两产品的行业格局均发生了重大变化，安赛蜜主要竞争对手苏州浩波逐步退出，2017 年新增 1500 吨三氯蔗糖产能将持续带来业绩的高增长。公司转型精细化工领域将带来盈利和估值的双重上移。我们上调 2017-2019 年公司每股收益分别为 1.56 元、2.06 元、2.28 元（原值分别为 1.32 元、1.58 元和 1.78 元），谨慎原则给予公司目标价 25 元，对应公司 2017-2019 年 PE 分别为 16、12、11 倍。结合当前股价 18.48 元给予“买入”的投资评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，环保风险。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3755	5257	6780	7590
增长率 (%)	12.84%	40%	29%	12%
净利润(百万元)	551	886	1170	1295
增长率 (%)	157.15%	60.82%	32.05%	10.70%
每股收益(元)	0.97	1.56	2.06	2.28
市盈率	19	12	9	8

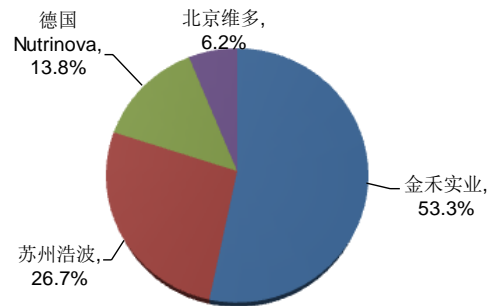
资料来源：Wind，太平洋证券

图表 1: 公司主要产品产能、营收占比

产品	产能/万吨	2016 年营收占比	毛利率
安赛蜜	1.2	8.90%	36.18%
三氯蔗糖	0.05	3.57%	-
甲、乙基麦芽粉	0.4	11.19%	49.33%
硝酸	55	11.76%	6.17%
辛戊二醇	2	4.11%	-
硫酸	60	5.41%	-
液氨	30	5.97%	-
三聚氰胺	9	12.89%	34.90%
双氧水	35	5.13%	-
合计		68.93%	-

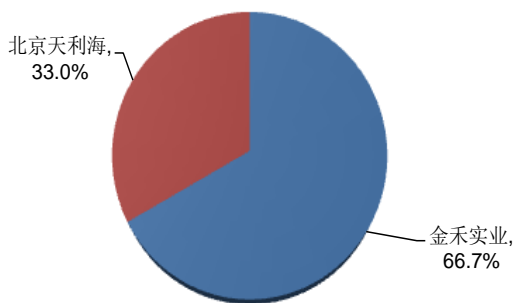
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 2: 金禾实业安赛蜜产能全球最大



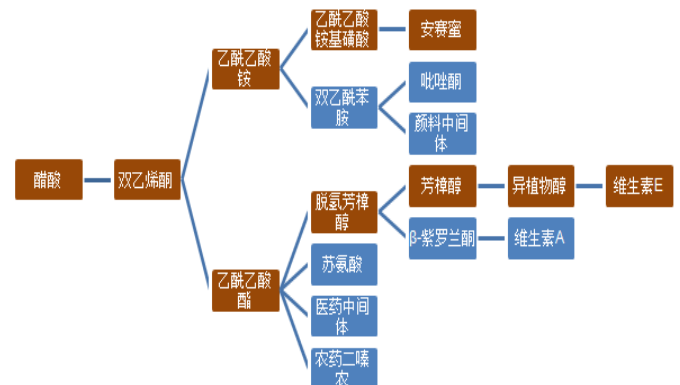
资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

图表 3: 金禾实业甲乙基麦芽酚产能全球最大



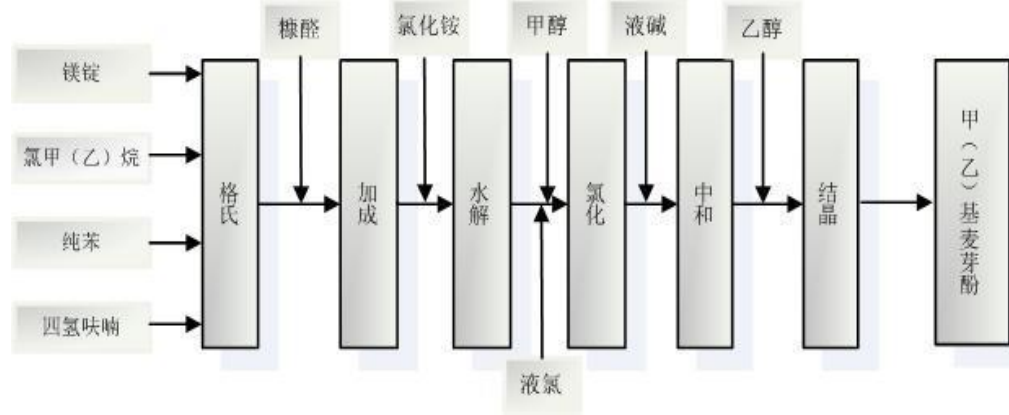
资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

图表 4: 公司安赛蜜产业链示意图



资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

图表 5：公司甲乙基麦芽酚产业链



资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。