

业绩优异，食品添加剂龙头瘦身前行

——金禾实业（002597）中报点评

2017年08月30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：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030	
廖鹏飞	联系人	
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	
张明烨	联系人	
	zhang_my@dxzq.net.cn 010-66554030	

事件：

金禾实业发布半年度报告，上半年实现营业收入 22.57 亿元，同比增长 35.40%，归母净利润 4.84 亿元，同比增长 104.88%，扣非后归母净利润 4.10 亿元，同比增长 165.32%。公司预计前三季度归母净利润 6.22-6.88 亿元。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	956.12	837.25	829.82	906.5	1181.5	1106.72	1150.47
增长率（%）	18.18%	9.77%	0.69%	15.51%	23.57%	32.18%	38.64%
毛利率（%）	14.45%	19.66%	23.94%	24.06%	28.08%	30.98%	30.63%
期间费用率（%）	9.71%	10.25%	8.91%	8.69%	8.18%	8.63%	6.88%
营业利润率（%）	4.44%	6.88%	14.44%	15.15%	19.32%	21.77%	30.64%
净利润（百万元）	29.91	137.03	98.25	118.57	209.19	214.36	291.90
增长率（%）	20.79%	337.77%	25.68%	166.84%	599.42%	56.44%	197.10%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.25	0.17	0.20	0.35	0.36	0.50
资产负债率（%）	39.64%	40.17%	38.87%	38.02%	38.30%	39.09%	32.31%
净资产收益率（%）	1.36%	5.92%	4.24%	4.85%	7.90%	7.48%	10.69%
总资产收益率（%）	0.82%	3.54%	2.59%	3.01%	4.87%	4.56%	7.24%

观点：

- 业绩表现亮眼。上半年实现营业收入22.57亿元，同比增长35.40%，归母净利润4.84亿元，同比增长104.88%，扣非后归母净利润4.10亿元，同比增长165.32%。公司预计前三季度归母净利润6.22-6.88亿元。其中公司精细化工产品营业收入同比增长57.51%，主要为报告期内公司食品添加剂产品价格及销量较2016年上半年度均有所增加，其中三氯蔗糖产品销量增幅较大，在2017年上半年公司的三氯蔗糖1500吨顺利投产，产能达到2000吨，同时由于竞争对手检修、搬迁、扩建被否等原因，价格一度达到50万元

/吨, 量价齐升; 甲、乙基麦芽酚实现营收0.84亿元、1.99亿元, 同比增长29.55%、18.66%, 甲、乙基麦芽酚的主要竞争对手意外停产使价格出现上涨; 安赛蜜的均价也由于去年同期水平, 实现营收1.98亿元, 同比增长23.58%。

环保是对化工行业产生重大影响的因素之一。被称为史上最严的新《环保法》已经于2015年1月1日正式实施。新环保法针对违法成本低、守法成本高的问题, 规定对环境违法乱纪企业按日连续计罚, 罚款将上不封顶, 这将大幅提高企业的违法成本。2017年化工行业不断有环保不达标企业受到停产、整顿、罚款的处罚, 我们认为, 未来政府的环保政策将日趋严苛, 公民的环保意识不断加强, 化工企业将处于全民监督之下, 环保不达标企业将无法生存。金禾在安全和环保上面的投入多, 其他未达标企业未来必将要补上环保这一课, 而这一课将是一个长期的过程。

- 基础化工仍有发力可能。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。基础化工产品上半年实现销售收入12.47亿元, 同比增长17.50%, 主要为部分化工产品价格较同期相比有一定的上升, 公司基础化工产品整体毛利率为24.74%, 同比增加8.24%。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。近期由于环保趋严, 基础化工的部分产品依旧存在在涨价的可能, 给公司带来超额的利润。

剥离华尔泰, 瘦身前行。公司于17年第二季度完成控股子公司华尔泰股权转让工作, 获取投资收益7374.96万元。此次转让完成后, 对公司的整体利润影响较小, 但是显示出公司逐渐转型为精细化学品为主公司的信心, 与去年同期相比, 精细化工品的营收在逐步提升, 从去年年中的25%提升到目前30%。随着国家环保部实施的环保巡查制度和压力成为常态化, 未来化工行业内细分行业及产品的产能将逐步向行业龙头聚集, 公司目前主要的优势在于食品添加剂的精细化工, 围绕消费升级和产业升级两条主线, 精细化学品大有可为。同时公司在环保上不断加大投入, 能够满足公司的平稳运行。

结论:

金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, 目前主要的产品三氯蔗糖、安赛蜜等前景广阔, 我们预计公司2017年-2019年的营业收入分别为49.32亿元、54.36亿元和57.96亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为9.4亿元、10.5亿元和11.8亿元, 每股收益分别为1.69元、1.88元和2.11元, 对应PE分别为13X、12X、10X。我们看好公司发展, 维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示:

产品价格大幅波动。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2000	2344	2839	3384	3898	营业收入	3328	3755	4932	5436	5796
货币资金	503	514	579	917	1298	营业成本	2805	2842	3400	3772	3951
应收账款	125	145	190	209	223	营业税金及附加	13	30	40	44	47
其他应收款	5	5	6	7	7	营业费用	161	214	197	217	232
预付款项	348	371	636	804	880	管理费用	123	109	148	163	174
存货	556	365	437	485	508	财务费用	26	12	13	(4)	(7)
其他流动资产	1549	1815	2976	3707	4045	资产减值损失	20	19	20	3	3
非流动资产合计	1580	1887	1738	1623	1527	公允价值变动收益	16	(7)	5	5	5
长期股权投资	2	1	1	1	1	投资净收益	17	22	20	20	20
固定资产	1184	1351	1222	1126	1045	营业利润	213	543	1139	1266	1422
无形资产	115	135	121	109	98	营业外收入	17	138	20	22	22
其他非流动资产	279	400	393	387	383	营业外支出	2	18	20	20	20
资产总计	3580	4232	4577	5007	5425	利润总额	229	663	1139	1268	1424
流动负债合计	1037	1594	1241	1354	1408	所得税	45	100	174	194	218
短期借款	133	275	0	0	0	净利润	184	563	965	1074	1205
应付账款	264	351	420	466	489	少数股东损益	(31)	12	19	21	24
预收款项	104	51	61	68	71	归属母公司净利润	214	551	946	1052	1181
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	405	50	50	50	50	BPS (元)	0.38	0.98	1.69	1.88	2.11
长期借款	71	23	23	23	23	主要财务比率					
应付债券	2000	1980	1980	1980	1980		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1442	1644	1291	1404	1458	成长能力					
少数股东权益	176	185	204	225	250	营业收入增长	4%	13%	31%	10%	7%
实收资本(或股	568	564	560	560	560	营业利润增长	33%	155%	110%	11%	12%
资本公积	462	474	474	474	474	归属于母公司净利	29%	157%	72%	11%	12%
未分配利润	928	1383	2047	2343	2682	获利能力					
归属母公司股东	1958	2422	3082	3378	3717	毛利率(%)	15.7%	19.9%	23.5%	24.4%	25.9%
负债和所有者权益	3577	4251	4577	5007	5425	净利率(%)	6.4%	9.6%	13.6%	13.5%	13.5%
现金流量表					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利润(%)	0%	5.1%	13.3%	21.1%	21.4%
						ROE(%)	10.9%	22.8%	30.7%	31.2%	31.8%
经营活动现金流	518	931	941	1165	1291	偿债能力					
净利润	214	551	946	1052	1181	资产负债率(%)	40.3%	38.8%	28.2%	28.0%	26.9%
折旧摊销	230	217	237	216	198	流动比率	1.9	1.5	2.3	2.5	2.8
财务费用	22	9	13	(4)	(7)	速动比率	1.4	1.2	1.9	2.1	2.4
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	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
投资活动现金流	(282)	(898)	(100)	(100)	(100)	应收账款周转率	27.5	27.8	29.5	27.2	26.8
公允价值变动收	3	(3)	0	0	0	应付账款周转率	10.8	9.2	8.8	8.5	8.3
长期股权投资减	89	186	186	186	186	每股指标(元)					
投资收益	(17)	(22)	(25)	(25)	(25)	每股收益(最新摊	0.38	0.98	1.69	1.88	2.11
筹资活动现金流	(267)	(69)	(796)	(727)	(810)	每股净现金流(最新	0.91	1.65	1.68	2.08	2.30
应付债券增加	133	275	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.45	4.29	5.50	6.03	6.63
长期借款增加	71	23	23	23	23	估值比率					
普通股增加	284	(4)	(4)	0	0	P/E	57.4	22.2	12.8	11.5	10.3
资本公积增加	(325)	12	0	0	0	P/B	6.3	5.0	3.9	3.6	3.3
现金净增加额	(31)	(37)	45	338	381	EV/EBITDA	22.3	13.4	7.3	6.9	6.3

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。

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，从事基础化工行业研究，2016年加入东兴证券。

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。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，2015年10月起从事基础化工行业分析，2017年6月加入东兴证券研究所化工团队。

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。