

业绩略超预期, 基础化工和精细化工业务双轮驱动

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2017年前三季度实现营业收入33.01亿元, 同比增长28.25%, 归母净利润6.99亿元, 同比增长97.10%, 略超之前业绩预告上限, 扣非后归母净利润6.24亿元, 同比增长137.24%, 经营活动产生的现金流量净额6.15亿元, EPS1.24元。公司预计2017年全年归母净利润9.00亿元-9.40亿元, 同比增长63.13%-70.39%。
- **公司产业链完善, 安赛蜜和甲、乙基麦芽酚产能和市占率全球领先, 三氯蔗糖产能继续提升。** 公司产业链完善, 目前仍然是基础化工和精细化工两大业务并存的局面, 基础化工产业链原料为煤炭、硫磺、醋酸, 产品为液氨、双氧水、碳酸氢铵、三聚氰胺、双乙烯酮等, 精细化工产业链中, 安赛蜜和三氯蔗糖是第四代、第五代甜味剂, 公司的三氯蔗糖产能目前已经达到2000吨水平, 实际有效产能全国前列, 安赛蜜和甲、乙基麦芽酚产能、市占率都是全球领先。
- **行业逻辑未变。** 2017年上半年化工行业受到供给侧改革以及环保核查的压力仍然持续, 部分中小型化工企业已经退出市场, 部分细分行业和产品已经形成新的较为稳定竞争状态和产业格局, 随着国家环保巡查制度常态化, 中小企业生存空间受到挤压, 未来马太效应将越来越强。
- **业绩高增长来自于多种因素。** 1、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; 2、根据2017年1-9月及10月份以来的销售情况, 公司食品添加剂产品及基础化工产品价格较2016年同期相比均有所提升; 3、公司2016年下半年新增的年产20万吨双氧水产品产能, 较2016年全年业绩有增量贡献; 4、公司年产1500吨三氯蔗糖项目于2017年3月底建成, 并于5月中旬达产。
- **盈利预测与投资建议。** 上调盈利预测, 预计2017-2019年EPS分别为1.60元、1.64元、1.70元, 目前申万化工行业指数三级分类的“其他化学制品”行业估值水平为39倍(TTM, 整体法), 我们给予公司2018年17倍估值, 对应目标价27.20元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动风险, 环保风险, 安全生产风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3755.08	4235.65	4221.44	4406.51
增长率	12.84%	12.80%	-0.34%	4.38%
归属母公司净利润(百万元)	551.46	902.39	923.69	957.52
增长率	157.15%	63.64%	2.36%	3.66%
每股收益EPS(元)	0.98	1.60	1.64	1.70
净资产收益率ROE	21.26%	26.96%	22.56%	19.66%
PE	23	14	14	13
PB	5.16	3.96	3.21	2.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

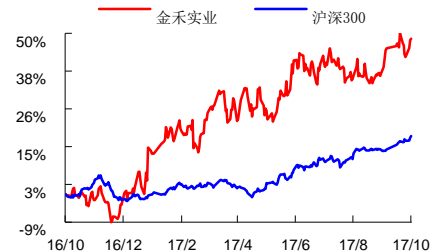
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.64
流通A股(亿股)	5.60
52周内股价区间(元)	14.23-22.86
总市值(亿元)	127.18
总资产(亿元)	45.38
每股净资产(元)	5.26

相关研究

1. 金禾实业(002597): 三氯蔗糖提升业绩, 看好公司未来 (2017-08-30)

关键假设：

假设 1：由于华尔泰于 2017 年上半年转让完成，模型中考虑 2017 年上半年其贡献的收入；

假设 2：2017-2019 年，各化工品的销量如下：三聚氰胺 6.5、6、6 万吨，硝酸 20、12、12 万吨，季戊四醇 2、2、2 万吨，新戊二醇 1、1、1 万吨，碳铵 37、35、35 万吨，浓硫酸 40、30、30 万吨，双氧水 35、35、35 万吨，液氮 21、18、18 万吨，甲基麦芽酚 0.12、0.12、0.12 万吨，乙基麦芽酚 0.3、0.3、0.3 万吨，安赛蜜 1.1、1.1、1.1 万吨，三氯蔗糖销量 0.14、0.16、0.2 万吨，液氨 7、7、7 万吨，甲醛 9.5、9.5、9.5 万吨。

假设 3：2017-2019 年，各基础化工品的不含税价假设不变，分别为：三聚氰胺 6302 元/吨，硝酸 1197 元/吨，双氧水 672 元/吨，季戊四醇 9402 元/吨，浓硫酸 214 元/吨，碳铵 581 元/吨，新戊二醇 12991 元/吨，液氮 2273 元/吨，甲醛 1111 元/吨，安赛蜜 40000 元/吨，甲基麦芽酚 120000 元/吨，乙基麦芽酚 125000 元/吨，三氯蔗糖 300000 元/吨。

假设 4：2017-2019 年，除了三氯蔗糖之外，各化工品毛利率假设不变，与 2017 年前三季度的毛利率保持一致。三氯蔗糖由于开工率逐步提升，毛利率未来三年预计为 25%、35%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	3755.1	4235.7	4221.4	4406.5
	增速	12.8%	12.8%	-0.3%	4.4%
	成本	2842.0	2915.6	2886.5	3044.3
	毛利率	24.3%	31.2%	31.6%	30.9%
基础化工	收入	2,198.67	2085.56	1857.13	1857.13
	增速	-9.5%	-5.1%	-11.0%	0.0%
	成本	1,723.05	1564.17	1392.85	1392.85
	毛利率	21.6%	25.0%	25.0%	25.0%
精细化工	收入	913.83	1379.00	1439.00	1439.00
	增速	56.4%	50.9%	4.4%	0.0%
	成本	517.09	634.34	633.16	618.77
	毛利率	43.4%	54.0%	56.0%	57.0%
其他	收入	642.58	771.09	925.31	1110.38
	增速	105.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	601.84	717.12	860.54	1032.65
	毛利率	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3755.08	4235.65	4221.44	4406.51	净利润	563.04	921.33	943.08	977.62
营业成本	2841.98	2915.63	2886.55	3044.27	折旧与摊销	217.19	184.88	191.24	194.40
营业税金及附加	30.26	25.54	26.91	30.40	财务费用	12.15	26.41	26.07	22.81
销售费用	213.98	171.54	166.75	163.04	资产减值损失	19.43	20.00	20.00	20.00
管理费用	109.06	114.36	109.76	105.76	经营营运资本变动	-5.02	-280.47	42.44	-19.60
财务费用	12.15	26.41	26.07	22.81	其他	123.79	-113.06	-37.07	-27.65
资产减值损失	19.43	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	930.58	759.09	1185.76	1167.59
投资收益	22.12	95.00	10.00	10.00	资本支出	-213.02	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-7.26	1.75	1.20	-0.03	其他	-685.32	96.75	11.20	9.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-898.34	46.75	-38.80	-40.03
营业利润	543.08	1058.92	996.61	1030.20	短期借款	142.00	125.00	0.00	0.00
其他非经营损益	119.55	25.00	100.00	100.00	长期借款	-48.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	662.62	1083.92	1096.61	1130.20	股权融资	-39.79	0.00	0.00	0.00
所得税	99.58	162.59	153.53	152.58	支付股利	-95.98	-110.29	-180.48	-184.74
净利润	563.04	921.33	943.08	977.62	其他	-27.49	-314.63	-26.07	-22.81
少数股东损益	11.58	18.94	19.39	20.10	筹资活动现金流净额	-69.37	-299.92	-206.55	-207.55
归属母公司股东净利润	551.46	902.39	923.69	957.52	现金流量净额	-20.32	505.93	940.41	920.01
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	575.10	1081.03	2021.44	2941.45	成长能力				
应收和预付款项	613.57	674.54	674.11	704.13	销售收入增长率	12.84%	12.80%	-0.34%	4.38%
存货	365.31	371.19	373.28	391.47	营业利润增长率	154.86%	94.99%	-5.88%	3.37%
其他流动资产	851.01	923.86	921.71	949.76	净利润增长率	206.30%	63.64%	2.36%	3.66%
长期股权投资	1.41	1.41	1.41	1.41	EBITDA 增长率	64.59%	64.45%	-4.43%	2.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1451.93	1324.57	1190.85	1053.96	毛利率	24.32%	31.16%	31.62%	30.91%
无形资产和开发支出	134.56	130.71	126.86	123.02	三费率	8.93%	7.37%	7.17%	6.62%
其他非流动资产	299.50	295.83	292.16	288.49	净利率	14.99%	21.75%	22.34%	22.19%
资产总计	4292.39	4803.14	5601.82	6453.69	ROE	21.26%	26.96%	22.56%	19.66%
短期借款	275.00	400.00	400.00	400.00	ROA	13.12%	19.18%	16.84%	15.15%
应付和预收款项	944.14	803.75	841.13	893.02	ROIC	20.98%	36.26%	34.45%	37.75%
长期借款	22.55	22.55	22.55	22.55	EBITDA/销售收入	20.57%	29.99%	28.76%	28.31%
其他负债	402.28	158.95	157.64	164.74	营运能力				
负债合计	1643.97	1385.25	1421.32	1480.31	总资产周转率	0.95	0.93	0.81	0.73
股本	564.32	564.32	564.32	564.32	固定资产周转率	2.96	3.17	3.36	3.93
资本公积	485.49	485.49	485.49	485.49	应收账款周转率	27.81	27.78	26.30	26.84
留存收益	1383.40	2175.50	2918.71	3691.50	存货周转率	6.05	7.79	7.65	7.90
归属母公司股东权益	2463.76	3214.28	3957.50	4730.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.74%	—	—	—
少数股东权益	184.66	203.61	223.00	243.10	资本结构				
股东权益合计	2648.42	3417.89	4180.49	4973.38	资产负债率	38.30%	28.84%	25.37%	22.94%
负债和股东权益合计	4292.39	4803.14	5601.82	6453.69	带息债务/总负债	18.10%	30.50%	29.73%	28.54%
					流动比率	1.51	2.29	2.91	3.49
					速动比率	1.28	2.01	2.64	3.21
					股利支付率	17.40%	12.22%	19.54%	19.29%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	772.42	1270.21	1213.91	1247.42	每股收益	0.98	1.60	1.64	1.70
PE	23.06	14.09	13.77	13.28	每股净资产	4.37	5.70	7.01	8.38
PB	5.16	3.96	3.21	2.69	每股经营现金	1.65	1.35	2.10	2.07
PS	3.39	3.00	3.01	2.89	每股股利	0.17	0.20	0.32	0.33
EV/EBITDA	15.72	9.07	8.71	7.74					
股息率	0.75%	0.87%	1.42%	1.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn