

## 金禾实业(002597)/化学制品

## 基础化工超预期, 助力甜蜜事业大放异彩

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 26.96

**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**
**电话: 021-20315733**

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

电话:

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 564    |
| 流通股本(百万股) | 560    |
| 市价(元)     | 26.96  |
| 市值(百万元)   | 15,229 |
| 流通市值(百万元) | 15,216 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 甜蜜事业大放异彩, 又到配置时点
- 2 精细化工持续超预期, 业绩和估值有望双升
- 3 三氯蔗糖动销超预期, 重申“买入”

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,327.75 | 3,755.08 | 4,664.55 | 5,364.74 | 5,883.53 |
| 营业收入增速    | 3.52%    | 12.84%   | 24.22%   | 15.01%   | 9.67%    |
| 净利润(百万元)  | 214.45   | 551.46   | 1,027.53 | 1,159.62 | 1,283.69 |
| 净利润增长率    | 28.87%   | 157.15%  | 86.33%   | 12.85%   | 10.70%   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.38     | 0.98     | 1.82     | 2.05     | 2.27     |
| 市盈率(倍)    | 29.15    | 15.99    | 13.41    | 11.88    | 10.74    |
| PEG       | 1.01     | 0.10     | 0.16     | 0.92     | 1.00     |
| 每股净资产(元)  | 3.55     | 4.37     | 5.74     | 7.29     | 9.02     |
| 每股现金流量(元) | 0.91     | 1.65     | 0.87     | 2.47     | 2.63     |
| 净资产收益率    | 10.62%   | 22.38%   | 31.74%   | 28.18%   | 25.23%   |

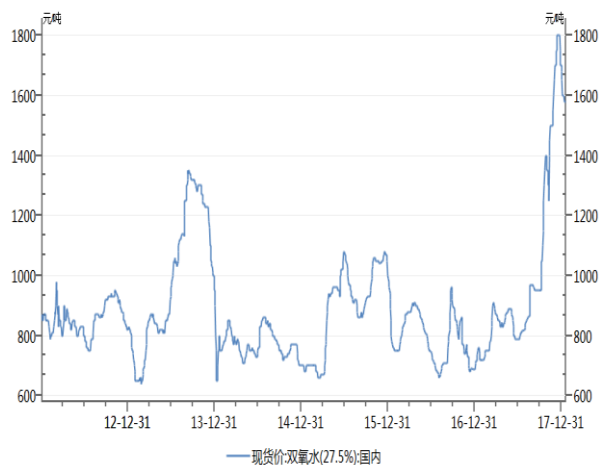
备注:

**投资要点**

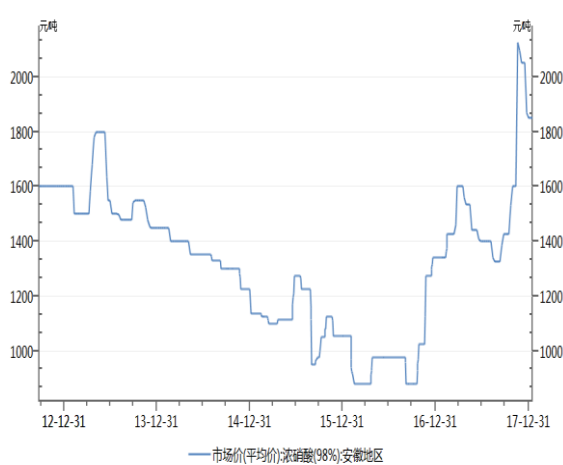
- **事件: 金禾实业1月19日晚间公告, 公司上修年报业绩预告, 2017年预计盈利10.2亿元-10.45亿元, 同比增长84.96%-89.50%。高于2017年10月25日公布的2017年度净利润区间为9-9.4亿元。**
- **公司作为甜味剂的龙头, 产业链布局完善, 成本优势明显。我们自16年初推荐以来, 公司业绩不断超市场预期, 时至今日, 我们保守预计在未来2年公司的业绩依旧存有较好的成长性; 随着精细化工占比的提升, 估值空间有望进一步打开。参照17年底深度报告《20171030 甜蜜事业大放异彩, 又到配置时点》。**
- **双氧水、硝酸价格大幅上涨, 驱动公司业绩超预期。2017年第四季度, 公司部分基础化工产品价格环比涨幅较大, 毛利增幅明显, 超出公司原有预期。其中双氧水的价格从三季度末的950元/吨上涨至高点1800元/吨, 浓硝酸的价格从三季度末的1400元/吨上涨至高点2100元/吨, 四季度双氧水、浓硝酸的均价分别为1490和1790元/吨, 而16年四季度双氧水、浓硝酸的均价分别为780和1110元/吨。公司现有双氧水产能35万吨, 硝酸产能12万吨; 假定2017年销量与2016年保持不变, 按照双氧水、浓硝酸单季度销量9、3万吨来匡算, 四季度双氧水、浓硝酸分别多贡献6390万、2400万元的毛利。**
- **甲基麦芽酚年单陆续敲定, 为2018年业绩保驾护航。公司年单签订已在进行, 甲基麦芽酚年单目前签订的占比近20%, 均价16-17万, 年单均价同比增50%, 目前部分客户仍在商谈中。去年甲基麦芽酚年单均价10-11万, 占比近40%; 假定今年年单签订也达到40%、均价16-17万, 在销量不变的前提下光甲基麦芽酚年单收入就可以新增收入近20%。**
- **产能释放, 2018年三氯蔗糖销量有望增长超50%。受益于规模效应和基础化工产业链一体化公司生产成本低于行业平均的约30%, 利润安全边际高, 价格回归可压缩中小工厂利润空间加速其退出市场, 市场集中度提升将加速三氯蔗糖放量。公司现有产能2000吨, 18年有望继续扩产1500吨新产能填补需求缺口。我们预计17年三氯蔗糖销量1800吨, 18年公司产能释放, 有望实现近50%以上的销量增长。**
- **公司安赛蜜业务保持稳健成长。2011年以来, 行业内中小企业为争夺市场份额发起价格战, 安赛蜜价格由75000元/吨高点下行至不足27000元/吨, 公司安赛蜜业务2013年毛利率一度下降至不足5%。恶性价格战下行业内中小企业盈利能力恶化, 过剩产能逐步退出市场, 2014年安赛蜜价格触底后逐步回升。2016年公司安赛蜜销量同比增长约25%, 价格上行下毛利率亦提升7.9p**

ct 至 36.2%。我们认为，当下的安赛蜜格局相对稳固，预计 17-19 年公司的安赛蜜业务依旧有望保持量价小幅增长的势头。

- **基础化工业务精装上阵，景气度有所回落但盈利趋于稳定。**公司优化公司产业结构，逐步减少基础化工板块的业务占比，部分配套精细化工实现产业链闭环。公司主营的基础化工产品 2016 年 Q4 开始全面回暖，目前景气度依旧较好。
- **估值探讨：被低估的成长龙头，估值有望提升。**随着公司产业结构由基础化工过渡为食品添加剂企业，公司消费品属性逐渐明朗，周期属性相对弱化，叠加甜味剂进入量价齐升通道，业绩成长性强，估值有望提升。
- **投资建议：维持“买入”评级。**基于公司精细化工的高景气的持续，我们调整公司盈利预测，2017-19 年公司收入至 46.6、53.6、58.8 亿元（原数据为 44.9、49.9、54.8 亿元），净利润至 10.3、11.6、12.8 亿元（原数据为 9.6、10.9、12.1 亿元），同比增长 86.3%、12.9%、10.7%。当前股价对应 2018 年 13XPE，维持“买入”评级。
- **风险提示：环保风险、三氯蔗糖推广不达预期。**

**图表 1: 2017Q4 双氧水价格大幅上涨**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 2: 2017Q4 硝酸价格大幅上涨**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 3: 金禾实业财务预测表**

| 损益表 (人民币百万元)   |        |        |        |          |          |          |
|----------------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
|                | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
| 营业总收入          | 3,215  | 3,328  | 3,755  | 4,665    | 5,365    | 5,884    |
| 增长率            | 7.98%  | 3.5%   | 12.8%  | 24.2%    | 15.0%    | 9.7%     |
| 营业成本           | -2,738 | -2,805 | -2,842 | -3,163   | -3,567   | -3,892   |
| % 销售收入         | 85.2%  | 84.3%  | 75.7%  | 67.8%    | 66.5%    | 66.2%    |
| 毛利             | 477    | 523    | 913    | 1,501    | 1,797    | 1,991    |
| % 销售收入         | 14.8%  | 15.7%  | 24.3%  | 32.2%    | 33.5%    | 33.8%    |
| 营业税金及附加        | -13    | -13    | -30    | -37      | -43      | -47      |
| % 销售收入         | 0.4%   | 0.4%   | 0.8%   | 0.8%     | 0.8%     | 0.8%     |
| 营业费用           | -164   | -161   | -214   | -201     | -231     | -265     |
| % 销售收入         | 5.1%   | 4.9%   | 5.7%   | 4.3%     | 4.3%     | 4.5%     |
| 管理费用           | -105   | -123   | -109   | -131     | -150     | -165     |
| % 销售收入         | 3.3%   | 3.7%   | 2.9%   | 2.8%     | 2.8%     | 2.8%     |
| 息税前利润 (EBIT)   | 195    | 225    | 560    | 1,133    | 1,374    | 1,515    |
| % 销售收入         | 6.1%   | 6.8%   | 14.9%  | 24.3%    | 25.6%    | 25.7%    |
| 财务费用           | -33    | -26    | -12    | -10      | -6       | 2        |
| % 销售收入         | 1.0%   | 0.8%   | 0.3%   | 0.2%     | 0.1%     | 0.0%     |
| 资产减值损失         | -12    | -20    | -19    | 0        | 0        | 0        |
| 公允价值变动收益       | -1     | 16     | -7     | 0        | 0        | 0        |
| 投资收益           | 9      | 17     | 22     | 100      | 15       | 15       |
| % 税前利润         | 5.2%   | 7.6%   | 3.3%   | 8.1%     | 1.1%     | 1.0%     |
| 营业利润           | 160    | 213    | 543    | 1,223    | 1,382    | 1,532    |
| 营业利润率          | 5.0%   | 6.4%   | 14.5%  | 26.2%    | 25.8%    | 26.0%    |
| 营业外收支          | 18     | 16     | 120    | 15       | 15       | 15       |
| 税前利润           | 178    | 229    | 663    | 1,238    | 1,397    | 1,547    |
| 利润率            | 5.5%   | 6.9%   | 17.6%  | 26.5%    | 26.0%    | 26.3%    |
| 所得税            | -40    | -45    | -100   | -186     | -210     | -232     |
| 所得税率           | 22.4%  | 19.6%  | 15.0%  | 15.0%    | 15.0%    | 15.0%    |
| 净利润            | 138    | 184    | 563    | 1,052    | 1,188    | 1,315    |
| 少数股东损益         | -28    | -31    | 12     | 25       | 28       | 31       |
| 归属于母公司的净利润     | 166    | 214.45 | 551.46 | 1,027.53 | 1,159.62 | 1,283.69 |
| 净利率            | 5.2%   | 6.4%   | 14.7%  | 22.0%    | 21.6%    | 21.8%    |
| 现金流量表 (人民币百万元) |        |        |        |          |          |          |
|                | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
| 净利润            | 138    | 184    | 563    | 1,052    | 1,188    | 1,315    |
| 少数股东损益         | 0      | 0      | 0      | 25       | 28       | 31       |
| 非现金支出          | 247    | 249    | 237    | 251      | 279      | 304      |
| 非经营收益          | 23     | -6     | 6      | -99      | -13      | -12      |
| 营运资金变动         | -37    | 91     | 125    | -712     | -58      | -123     |
| 经营活动现金净流       | 372    | 518    | 931    | 516      | 1,423    | 1,515    |
| 资本开支           | 261    | 221    | 519    | 175      | 107      | 175      |
| 投资             | -269   | -84    | -395   | 0        | 0        | 0        |
| 其他             | 24     | 22     | 16     | 100      | 15       | 15       |
| 投资活动现金净流       | -506   | -282   | -898   | -75      | -92      | -160     |
| 股权募资           | 32     | 0      | 0      | 0        | 0        | 0        |
| 债权募资           | 190    | -107   | 85     | 96       | -50      | 120      |
| 其他             | -111   | -156   | -138   | -17      | -271     | -301     |
| 筹资活动现金净流       | 112    | -262   | -53    | 79       | -321     | -181     |
| 现金净流量          | -23    | -26    | -20    | 520      | 1,010    | 1,174    |

来源: 中泰证券研究所

| 资产负债表 (人民币百万元) |        |         |         |         |         |         |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2014   | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| 货币资金           | 533    | 560     | 575     | 1,070   | 2,052   | 3,196   |
| 应收款项           | 399    | 543     | 513     | 591     | 654     | 737     |
| 存货             | 402    | 556     | 365     | 420     | 489     | 544     |
| 其他流动资产         | 423    | 399     | 952     | 1,126   | 1,172   | 1,201   |
| 流动资产           | 1,757  | 2,058   | 2,405   | 3,208   | 4,368   | 5,678   |
| % 总资产          | 52.1%  | 56.6%   | 56.0%   | 63.7%   | 72.3%   | 78.5%   |
| 长期投资           | 2      | 96      | 105     | 105     | 105     | 105     |
| 固定资产           | 1,323  | 1,252   | 1,452   | 1,437   | 1,272   | 1,157   |
| % 总资产          | 39.3%  | 34.4%   | 33.8%   | 28.5%   | 21.1%   | 16.0%   |
| 无形资产           | 146    | 138     | 171     | 126     | 133     | 134     |
| 非流动资产          | 1,614  | 1,580   | 1,887   | 1,827   | 1,670   | 1,556   |
| % 总资产          | 47.9%  | 43.4%   | 44.0%   | 36.3%   | 27.7%   | 21.5%   |
| 资产总计           | 3,371  | 3,637   | 4,292   | 5,035   | 6,038   | 7,234   |
| 短期借款           | 240    | 189     | 522     | 622     | 572     | 692     |
| 应付款项           | 387    | 699     | 826     | 481     | 581     | 610     |
| 其他流动负债         | 145    | 150     | 246     | 435     | 482     | 526     |
| 流动负债           | 771    | 1,037   | 1,594   | 1,538   | 1,635   | 1,827   |
| 长期贷款           | 126    | 71      | 23      | 23      | 23      | 23      |
| 其他长期负债         | 338    | 334     | 28      | 28      | 28      | 28      |
| 负债             | 1,236  | 1,442   | 1,644   | 1,588   | 1,685   | 1,878   |
| 普通股股东权益        | 1,928  | 2,019   | 2,464   | 3,237   | 4,115   | 5,088   |
| 少数股东权益         | 207    | 176     | 185     | 209     | 237     | 268     |
| 负债股东权益合计       | 3,371  | 3,637   | 4,292   | 5,035   | 6,038   | 7,234   |
| 比率分析           |        |         |         |         |         |         |
|                | 2014   | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| 每股指标           |        |         |         |         |         |         |
| 每股收益(元)        | 0.586  | 0.377   | 0.977   | 1.821   | 2.055   | 2.275   |
| 每股净资产(元)       | 6.786  | 3.553   | 4.366   | 5.737   | 7.292   | 9.016   |
| 每股经营现金净流(元)    | 1.307  | 0.911   | 1.649   | 0.871   | 2.472   | 2.630   |
| 每股股利(元)        | 0.300  | 0.170   | 0.400   | 0.450   | 0.500   | 0.550   |
| 回报率            |        |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率         | 8.63%  | 10.62%  | 22.38%  | 31.74%  | 28.18%  | 25.23%  |
| 总资产收益率         | 4.94%  | 5.90%   | 12.85%  | 20.41%  | 19.21%  | 17.75%  |
| 投入资本收益率        | 7.00%  | 9.91%   | 21.31%  | 36.54%  | 46.53%  | 51.70%  |
| 增长率            |        |         |         |         |         |         |
| 营业总收入增长率       | 7.98%  | 3.52%   | 12.84%  | 24.22%  | 15.01%  | 9.67%   |
| EBIT增长率        | 4.82%  | 15.29%  | 148.67% | 102.39% | 21.23%  | 10.27%  |
| 净利润增长率         | 13.92% | 28.87%  | 157.15% | 86.33%  | 12.85%  | 10.70%  |
| 总资产增长率         | 10.31% | 7.90%   | 18.00%  | 17.30%  | 19.92%  | 18.82%  |
| 资产管理能力         |        |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数       | 12.5   | 13.3    | 13.1    | 13.1    | 13.2    | 13.5    |
| 存货周转天数         | 46.5   | 62.3    | 59.1    | 48.5    | 50.0    | 51.0    |
| 应付账款周转天数       | 37.6   | 33.8    | 39.5    | 38.0    | 38.6    | 39.0    |
| 固定资产周转天数       | 149.9  | 136.6   | 123.2   | 103.9   | 84.5    | 68.5    |
| 偿债能力           |        |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益       | 1.49%  | -12.59% | -11.67% | -20.54% | -39.98% | -51.59% |
| EBIT利息保障倍数     | 6.0    | 8.6     | 46.1    | 113.8   | 224.1   | -715.7  |
| 资产负债率          | 36.66% | 39.64%  | 38.30%  | 31.54%  | 27.92%  | 25.96%  |

来源: 中泰证券研究所

## 投资评级说明：

|      | 评级 | 说明                                  |
|------|----|-------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上      |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间   |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 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。