

2018年05月17日

公司研究

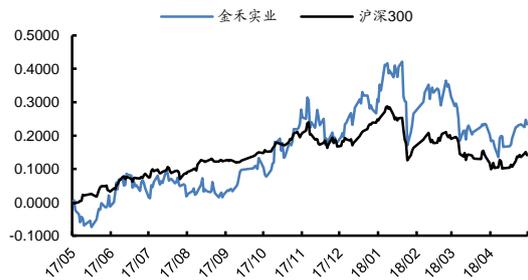
评级：买入（维持）

研究所  
 证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
 021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
 证券分析师：陈博 S0350518010001  
 010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn  
 联系人：谷航 S0350117040024  
 010-88576933 guh@ghzq.com.cn  
 联系人：卢昊  
 021-60338172 luh@ghzq.com.cn

## 可转债项目变更，实现三氯蔗糖扩产进一步扩大 综合竞争优势

——金禾实业（002597）事件点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
金禾实业	2.5	-2.5	23.2
沪深300	3.8	-1.9	14.2

### 市场数据

市场数据	2018-05-16
当前价格（元）	24.31
52周价格区间（元）	17.66 - 28.55
总市值（百万）	13716.58
流通市值（百万）	13601.70
总股本（万股）	56423.62
流通股（万股）	55951.06
日均成交额（百万）	222.91
近一月换手（%）	20.25

### 相关报告

《金禾实业（002597）2018年一季报点评：甜味剂行业龙头业绩高增长，定远项目开启一体化发展新篇章》——2018-04-27

《金禾实业（002597）动态研究：食品甜味剂行业龙头，拟投资定远项目开启成长新征程》——2018-03-11

《金禾实业（002597）2017年报及2018年一季报预增点评：甜味剂行业龙头业绩高增长，布局定远项目开启新征程》——2018-02-28

### 事件：

2018年5月16日，金禾实业（002597）发布公告，变更部分可转债投资项目，将400吨吡啶盐建设项目变更为1500吨三氯蔗糖扩产项目，金禾实业2017年3月投建的1500吨三氯蔗糖项目现已满产，本次扩建后将在原有项目厂房实施技改，预计于2018年底全部完成，技改后金禾实业将拥有3500吨/年的三氯蔗糖设计产能，进一步扩大综合竞争优势。

### 投资要点：

- **基础化工产品价格大幅上涨，公司业绩弹性进一步扩大。**公司基础化工产品主要有双氧水、合成氨、浓硝酸等。近期受多地地区中小产能停产和检修影响，双氧水出现严重供不应求现象，主要基础化工产品价格同时大幅上涨扩大公司业绩弹性。同时公司年初完成出让持有控股子公司华尔泰55%的股权，为公司带来7374.96万元投资受益。
- **新增1500吨三氯蔗糖产能满产运行同时拟扩增1500吨三氯蔗糖产能，稳固公司甜味剂龙头地位。**三氯蔗糖方面，2016年4月英国泰莱关停了新加坡三氯蔗糖产能，2016年8月份盐城捷康因环保问题被停产，目前产能恢复情况尚不乐观，公司2017年二季度完成新增产能1500吨/年投产，并在5月份实现满产运行，2018年5月发布公告拟进一步扩产1500吨三氯蔗糖产能，总计实现3500吨/年产能，公司市占率将达到40%以上，甜味剂龙头地位稳固。
- **拟投资22.5亿元布局循环经济产业园项目，加快实现甜味剂产业一体化进程。**公司近期与定远县政府签订投资框架协议，预计总投资22.5亿元分两期开展循环经济产业园项目，一期项目预计投资8-10亿元，实现扩产5000吨/年甲基麦芽酚和8万吨/年氯化亚砷扩产等，公司作为行业龙头加快实现甜味剂产业一体化进程，公司综合竞争力持续增强。
- **盈利预测和投资评级：**基础化工产品价格暴涨进一步扩大公司业绩弹性；公司1500吨三氯蔗糖投产并在5月份达到满产，稳固公司甜味

《金禾实业（002597）事件点评：甜味剂行业龙头业绩超预期，主要化工产品四季度价格环比大幅上涨》——2018-01-22

《金禾实业（002597）调研简报：投资定远化工园区项目加快甜味剂业务上下游一体化进程，行业龙头综合竞争力强》——2017-12-03

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

剂龙头地位。我们认为公司投资定远项目实现向产业链上游延伸，在产品达产后将进一步扩大公司业绩弹性，预计公司 2018-2020 年 EPS 为 2.10、2.99 和 3.52 元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 同行业竞争加剧风险；产品价格上涨不及预期；下游市场需求不及预期；新增投资定远县一期项目建设进度和盈利能力低于预期；金禾实业未来扩产 1500 吨三氯蔗糖产能释放的不确定性。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	4480	5044	7785	10445
增长率(%)	19.3%	12.6%	54.3%	34.2%
净利润（百万元）	1022	1182	1684	1985
增长率(%)	85.4%	15.7%	42.4%	17.8%
摊薄每股收益（元）	1.81	2.10	2.99	3.52
ROE(%)	29.6%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 金禾实业盈利预测表 (暂不考虑公司发行可转债未来转股对公司股本摊薄影响)

证券代码:	002597.SZ	股票价格:	24.31	投资评级:	买入	日期:	2018/5/16		
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	30%	15%	16%	17%	EPS	1.81	2.10	2.99	3.52
毛利率	34%	35%	35%	32%	BVPS	6.11	7.75	10.11	12.92
期间费率	9%	9%	9%	9%	估值				
销售净利率	23%	23%	22%	19%	P/E	13.4	11.6	8.1	6.9
<b>成长能力</b>					P/B	4.0	3.1	2.4	1.9
收入增长率	19%	13%	54%	34%	P/S	3.1	2.7	1.8	1.3
利润增长率	85%	16%	42%	18%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
总资产周转率	0.79	0.75	0.88	0.94	营业收入	4480	5044	7785	10445
应收账款周转率	4.98	5.21	5.21	5.21	营业成本	2966	3288	5055	7120
存货周转率	9.50	8.30	9.13	9.61	营业税金及附加	32	35	54	84
<b>偿债能力</b>					销售费用	175	212	311	439
资产负债率	39%	35%	35%	34%	管理费用	149	182	280	376
流动比	2.26	2.30	2.41	2.64	财务费用	55	24	24	12
速动比	2.09	2.08	2.20	2.41	其他费用/(-收入)	91	3	(9)	(1)
					营业利润	1207	1306	2051	2414
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业外净收支	1	117	(34)	(17)
现金及现金等价物	1404	1744	2561	3913	利润总额	1208	1423	2017	2397
应收款项	900	967	1493	2003	所得税费用	164	216	311	371
存货净额	312	401	560	750	净利润	1044	1207	1706	2025
其他流动资产	1376	1480	2060	2359	少数股东损益	22	24	22	41
<b>流动资产合计</b>	<b>3991</b>	<b>4323</b>	<b>6404</b>	<b>8755</b>	归属于母公司净利润	1022	1182	1684	1985
固定资产	1333	1822	1770	1673					
在建工程	43	273	363	413	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
无形资产及其他	59	74	85	70	经营活动现金流	1103	1129	1322	1808
长期股权投资	2	2	2	2	净利润	1044	1207	1706	2025
<b>资产总计</b>	<b>5673</b>	<b>6739</b>	<b>8869</b>	<b>11158</b>	少数股东权益	22	24	22	41
短期借款	388	488	588	688	折旧摊销	210	135	177	176
应付款项	970	911	1260	1579	公允价值变动	(12)	5	5	5
预收帐款	30	83	128	172	营运资金变动	(161)	(241)	(588)	(438)
其他流动负债	376	401	684	882	投资活动现金流	(544)	(854)	(215)	(128)
<b>流动负债合计</b>	<b>1764</b>	<b>1883</b>	<b>2660</b>	<b>3321</b>	资本支出	76	(854)	(215)	(128)
长期借款及应付债券	442	442	442	442	长期投资	(1)	0	0	0
其他长期负债	19	19	19	19	其他	(619)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>461</b>	<b>461</b>	<b>461</b>	<b>461</b>	筹资活动现金流	317	(160)	(254)	(297)
<b>负债合计</b>	<b>2225</b>	<b>2344</b>	<b>3121</b>	<b>3782</b>	债务融资	533	100	100	100
股本	564	564	564	564	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3449	4395	5748	7376	其它	(216)	(260)	(354)	(397)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5673</b>	<b>6739</b>	<b>8869</b>	<b>11158</b>	现金净增加额	877	115	854	1383

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。