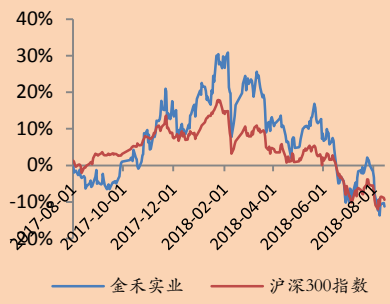
金禾实业（002597）

投资评级：增持

报告日期：2018-08-15

股价走势：



研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

研究员：李超齐
0551-65161591
S0010518070002

公司业绩稳步增长，符合预期

事件：2018 年 8 月 14 日公司公布 2018 半年报，实现营收 22.56 亿元，同比增长-0.05%；归股净利润 5.43 亿元，同比增长 12.09%；扣非净利润 5.13 亿元，同比增长 25.21%；基本每股收益 0.96 元/股，同比增长 12.94%。

主要观点：

❑ 公司业绩稳定增长

报告期内公司实现营业收入 22.56 亿元，同比下降 0.05%，略微下降；实现归属于上市公司股东的净利润为 5.43 亿元，同比增长 12.09%。主要是由于 2017 年上半年公司出售了控股子公司华尔泰的股权，对 2017 年上半年业绩产生一定影响，剔除 2017 年上半年华尔泰影响后，公司营业收入同比增长 24.78%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 18.66%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长 33.69%。报告期内公司销售费用、管理费用、财务费用同比增幅分别为-35.51%、46.45%、-52.72%，费用增幅大幅下滑，显示了公司较强的成本管控能力，使得公司产品综合毛利率为 34.55%，较去年同期增加 3.75 个百分点。同时在报告期内公司研发投入 0.45 亿元，同比增长 359.56%，较高的研发投入，为公司未来丰富产品，降低成本，提高收率打下了坚实的基础。

❑ 加快向精细化工转型

报告期内公司精细化工实现营业收入 9.31 亿元，占营业收入比重为 41.28%，同比增加 11.78 个百分点，精细化工在公司产品中的地位进一步巩固，也显示公司正在加快向精细化工转型。食品添加剂是公司最重要的精细化工产品，主要包括甲、乙基麦芽酚、安塞蜜、三氯蔗糖等，其对应产能分别为 0.4 万吨、1.2 万吨、0.2 万吨，甲、乙基麦芽酚、安塞蜜在产能、市占率均已处于全球领先地位，综合竞争优势显著，三氯蔗糖产能在国内同行中处于领先水平，对公司业绩起到重要支撑作用。

❑ 新项目有序推进

目前公司定远一期项目有序推进。公司在定远盐化工业园内投资建设循环经济产业园，其中一期投资额 8.6 亿元，二期投资额 10-12 亿元。一期项目有序推进，主要是建设基麦芽酚等产品。建成后公司将实现资源整合，实现纵向一体化发展，使得公司在成本、产能等方面的优势将更加凸显，综合竞争力将进一步提高。

❑ 盈利预测与估值

公司是甜味剂行业龙头企业，具有产能、成本等综合竞争优势，同时公司基础化工产品价格相对保持高位，我们对公司发展看好，预计 2018-20 年的 EPS 为 2.43 元、3.13 元、3.83 元，对应当前股价 PE 分别为 8X、6X、5X。给予“增持”评级。

盈利预测 单位：百万元

财务指标	2017	2018 E	2019E	2020E
营业收入	4480	5600	7280	8736
收入同比（%）	19%	25%	30%	20%
归属母公司净利润	1022	1372	1766	2160
净利润同比（%）	85%	34%	29%	22%
毛利率（%）	33.8%	36.0%	36.5%	37.0%
ROE（%）	30.3%	32.4%	32.5%	30.3%
每股收益	1.81	2.43	3.13	3.83
P/E	10.75	8.01	6.22	5.09
P/B	3.19	2.67	2.00	1.54
EV/EBITDA	9	7	5	4

资料来源：wind、华安证券研究所

❑ 风险提示

基础化工产品价格大幅下降、战略转型不及预期

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,991	4,587	6,297	8,332
现金	1,404	1,406	1,631	2,458
应收账款	154	212	272	319
其他应收款	2	6	7	7
预付账款	91	30	7	(39)
存货	312	524	588	694
其他流动资产	2,028	2,410	3,792	4,892
非流动资产	1,682	1,305	1,166	941
长期投资	2	2	2	2
固定资产	1,333	1,249	1,164	1,080
无形资产	59	55	52	48
其他非流动资	287	(1)	(51)	(189)
资产总计	5,673	5,893	7,463	9,273
流动负债	1,764	1,720	2,115	2,333
短期借款	388	387	386	382
应付账款	409	425	586	703
其他流动负债	966	908	1,143	1,248
非流动负债	461	112	(91)	(137)
长期借款	2	2	2	2
其他非流动负	459	110	(93)	(139)
负债合计	2,225	1,832	2,024	2,196
少数股东权益	0	(55)	(55)	(70)
股本	564	564	564	564
资本公积	505	362	362	362
留存收益	2,180	3,190	4,568	6,220
归属母公司股东权	3,449	4,116	5,494	7,146
负债和股东权益	5,673	5,893	7,463	9,273

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,103	634	636	1,286
净利润	1,044	1,372	1,766	2,160
折旧摊销	215	88	88	88
财务费用	47	(2)	(3)	(11)
投资损失	(107)	0	0	0
营运资金变动	(601)	(748)	(1,235)	(930)
其他经营现金	504	(77)	20	(20)
投资活动现金流	(544)	169	(21)	6
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(1)	1	(0)	(0)
其他投资现金	(543)	168	(21)	6
筹资活动现金流	317	(633)	(366)	(470)
短期借款	113	(1)	(1)	(4)
长期借款	(21)	0	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0
资本公积增加	20	(144)	0	0
其他筹资现金	205	(488)	(365)	(467)
现金净增加额	877	170	249	822

利润表 单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,480	5,600	7,280	8,736
营业成本	2,966	3,584	4,623	5,504
营业税金及附加	32	33	46	60
销售费用	175	274	352	422
管理费用	149	185	241	280
财务费用	55	(2)	(3)	(11)
资产减值损失	5	9	(4)	0
公允价值变动收益	(12)	(31)	24	(5)
投资净收益	107	0	0	0
营业利润	1,207	1,487	2,050	2,476
营业外收入	5	71	38	55
营业外支出	4	8	10	7
利润总额	1,208	1,550	2,078	2,523
所得税	164	232	312	379
净利润	1,044	1,317	1,766	2,145
少数股东损益	22	(55)	(0)	(15)
归属母公司净利润	1,022	1,372	1,766	2,160
EBITDA	1,459	1,573	2,134	2,552
EPS（元）	1.81	2.43	3.13	3.83

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	19.30%	25.00%	30.00%	20.00%
营业利润	122.28%	23.15%	37.87%	20.80%
归属于母公司净利润	85.37%	34.24%	28.70%	22.28%
获利能力				
毛利率(%)	33.79%	36.00%	36.50%	37.00%
净利率(%)	22.82%	24.51%	24.26%	24.72%
ROE(%)	30.28%	32.44%	32.47%	30.31%
ROIC(%)	53.61%	55.50%	41.12%	36.65%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.21%	31.08%	27.12%	23.68%
净负债比率(%)	-8.81%	-0.29%	-9.23%	-16.34%
流动比率	2.26	2.67	2.98	3.57
速动比率	2.09	2.36	2.70	3.27
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.97	1.09	1.04
应收账款周转率	30.21	31.32	30.95	30.31
应付账款周转率	11.78	13.42	14.40	13.55
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.81	2.43	3.13	3.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	1.12	1.13	2.28
每股净资产(最新摊薄)	6.11	7.29	9.74	12.67
估值比率				
P/E	10.7	8.0	6.2	5.1
P/B	3.2	2.7	2.0	1.5
EV/EBITDA	9.29	7.09	5.30	4.28

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。