

日期: 2018年08月17日

行业: 基础化工



分析师: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

## 基本数据 (截止 2018 年 8 月 16 日)

报告日股价 (元)	18.23
12mth A 股价格区间 (元)	17.88/29.25
总股本 (亿股)	5.64
无限售 A 股/总股本	99.29%
流通市值 (亿元)	102
每股净资产 (元)	6.20

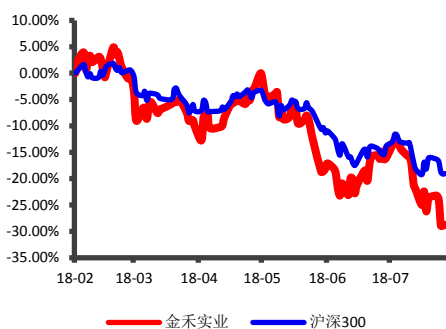
## 主要股东 (2018H1)

安徽金瑞投资集团有限公司	44.25%
香港中央结算有限公司 (陆股通)	4.22%

## 收入结构 (2018H1)

食品添加剂	41.15%
大宗化工原料	39.30%
功能性化工中间体原料	9.31%
贸易	9.16%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX18-JHSY03

首次报告日期: 2017年7月21日

相关报告:

2017/07/21 金禾实业深度报告: 甜味剂龙头扬帆起航, 多管齐下助推业绩腾飞

## 三氯蔗糖顺利放量, 中报业绩符合预期

## ■ 事件

金禾实业发布2018年半年报, 2018年1-6月实现营业收入22.56亿元, 同比减少0.05%; 归属于母公司股东净利润5.43亿元, 同比增速12.09%; 扣非后归属于母公司股东净利润5.13亿元, 同比增长25.21%。公司预计2018年1-9月实现归属于母公司股东净利润7.14-8.05亿元, 同比增长2.06%-15.06%, 扣非后归母净利润预计为6.74-7.75亿元, 同比增长8.06%-24.25%。

## ■ 公司点评

## 三氯蔗糖放量, 食品添加剂销售额大幅提升

公司食品添加剂业务 2018 年上半年实现营业收入 9.28 亿元, 同比增长 41.10%; 毛利率为 42.51%, 同比下降 12.99 个百分点。主要产品安赛蜜价格稳步上升, 上半年单吨含税均价约为 5 万元; 甲基麦芽酚价格稳定, 乙基麦芽酚价格二季度开始有所下滑, 目前单吨含税价分别为 20 万和 10 万左右, 预计全年均价与 17 年接近。三氯蔗糖随着市场供给增加, 出现了降价, 2018 年上半年单吨含税均价约在 22 万左右, 目前价格有所提升。此外, 公司计划进行三氯蔗糖的技改项目, 有望进一步扩大三氯蔗糖产能 (提升 2000 吨), 提升产品市占率。

## 剥离华尔泰影响基化业务体量, 产品价差扩大盈利能力提升

公司大宗化学品 2018 年上半年实现营收 8.86 亿元, 同比下降 20.85%, 主要是因为公司出售华尔泰子公司股权的影响。公司大宗业务主要产品为三聚氰胺、浓硝酸、浓硫酸、双氧水等, 多数产品价格中枢高于 2017 年, 因此毛利率达到 33.46%, 同比提升了 8.72 个百分点。随着环保督查持续深入, 环保税、退城入园等政策实施, 基础化工品有望进入长景气期, 毛利率有望维持高位。

## 定远产业园项目有望打开新增长点

公司拟建设年产 2 万吨糠醛配套燃烧糠醛渣及生物质原料为主的次高温次高压锅炉装置及年产 5000 吨高效食品添加剂甲乙基麦芽酚装置、年产 8 万吨氯化亚砷装置。同时, 配套建设 1500t/d 的污水处理厂及配套危废焚烧装置。项目预计投资 8.6 亿元, 计划 12 个月完工。项目达产后预计能够实现年营业收入超 8 亿元, 年利润额 2.6 亿元。

## ■ 盈利预测与估值

我们预计公司在 2018-2020 年将实现营业收入 50.75、57.41 和 62.49 亿元, 同比增长 13.29%、13.12% 和 8.83%, 归属于母公司股东净利润为 11.68、14.36 和 16.90 亿元, 同比增长 14.22%、23.01% 和

17.66%，每股 EPS 为 2.07、2.55 和 3.00 元。对应 PE 为 8.8、7.2 和 6.1 倍。未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 风险提示

麦芽酚市场供给恢复；三氯蔗糖销售不及预期；技改进程不及预期；出现安全及环保事故。

■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4479.88	5075.37	5741.42	6248.63
年增长率	19.30%	13.29%	13.12%	8.83%
归属于母公司的净利润	1022.27	1167.66	1436.35	1689.95
年增长率	85.37%	14.22%	23.01%	17.66%
每股收益 (元)	1.79	2.07	2.55	3.00
PE (X)	10.2	8.8	7.2	6.1

数据来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1134	530	1733	3407
应收和预付款项	991	823	1221	996
存货	312	440	384	487
其他流动资产	1283	1283	1283	1283
长期股权投资	2	2	2	2
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1376	2488	2237	1851
无形资产和开发支出	59	52	44	36
其他非流动资产	235	218	200	200
<b>资产总计</b>	<b>5392</b>	<b>5835</b>	<b>7104</b>	<b>8262</b>
短期借款	388	0	0	0
应付和预收款项	1047	1026	1238	1152
长期借款	442	442	442	442
其他负债	66	59	59	59
<b>负债合计</b>	<b>1943</b>	<b>1527</b>	<b>1739</b>	<b>1653</b>
股本	564	564	564	564
资本公积	505	505	505	505
留存收益	2379	3237	4293	5536
归属母公司股东权益	3449	4307	5363	6605
少数股东权益	0	1	2	3
<b>股东权益合计</b>	<b>3449</b>	<b>4308</b>	<b>5365</b>	<b>6608</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5392</b>	<b>5835</b>	<b>7104</b>	<b>8262</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	1130	1458	1563	2069
投资活动产生现金流量	-544	-1347	20	20
融资活动产生现金流量	317	-714	-380	-415
<b>现金流量净额</b>	<b>881</b>	<b>-604</b>	<b>1203</b>	<b>1674</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>4480</b>	<b>5075</b>	<b>5741</b>	<b>6249</b>
营业成本	2966	3294	3606	3811
营业税金及附加	32	36	40	44
营业费用	175	198	224	244
管理费用	149	166	187	200
财务费用	55	22	6	-26
资产减值损失	5	8	11	11
投资收益	107	20	20	20
公允价值变动损益	-12	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1207</b>	<b>1371</b>	<b>1687</b>	<b>1986</b>
营业外收支净额	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1208</b>	<b>1371</b>	<b>1687</b>	<b>1986</b>
所得税	164	203	250	295
净利润	1044	1169	1437	1691
少数股东损益	22	1	1	1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1022</b>	<b>1168</b>	<b>1436</b>	<b>1690</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	34%	35%	37%	39%
EBIT/销售收入	27%	27%	29%	31%
销售净利率	23%	23%	25%	27%
ROE	29%	27%	27%	26%
资产负债率	36%	26%	24%	20%
流动比率	2.48	2.83	3.56	5.10
速动比率	1.60	1.50	2.49	3.86
总资产周转率	0.83	0.87	0.81	0.76
应收账款周转率	4.99	7.30	5.19	7.31
存货周转率	9.50	7.48	9.40	7.83

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。