

化工

2018年11月14日

# 金禾实业 (002597)

## ——三氯蔗糖技改扩产获环评批复，有望复制安赛蜜成功之路

报告原因：有信息公布需要点评

### 买入 (维持)

#### 投资要点：

- **公司公告：**公司收到滁州市环保局关于三氯蔗糖技改扩产项目的环评批复，同时公司将严格按照环评批复的各项要求实施，该项目原计划新增产能由年产2000吨调整至年产1500吨。依据谨慎性原则，经测算，项目建成并完全投产后，可实现年均销售收入2.92亿元，达产年实现销售收入3.01亿元，年均税后利润为6736万元，内部收益率为29.72%（税后），投资回收期4.41年（税后，含建设期）。
- **安赛蜜龙头地位稳固，三氯蔗糖扩产有望不断提升市场份额，复制安赛蜜成功之路。**公司当前安赛蜜产能1.2万吨，市场份额超60%，龙头地位稳固。2008至2013年间安赛蜜市场竞争激烈，产品价格持续下跌至约3万/吨，公司依靠产业链和技术优势，成本显著低于竞争对手，因此在低价竞争时期，竞争对手份额不断缩减甚至被迫退出市场，公司份额持续扩大成为绝对龙头，掌握行业定价权。2013年后产品价格开始反转，2017年均价上涨至4.5万/吨，目前价格上涨至5.5-6万/吨，涨价趋势仍在延续。公司三氯蔗糖原有产能500吨，2017年3月底新增1500吨产能投产，目前已处于满产状态。三氯蔗糖作为新型健康甜味剂需求旺盛，公司进一步扩产1500吨产能顺应市场需求。公司通过技术提升和规模效应，成本持续下降，可保持较高毛利率。公司技改环评获得批复，将为明年业绩贡献新增量，未来三氯蔗糖市场份额有望不断提升，复制安赛蜜成功之路。
- **定远一期进入建设阶段，未来成长确定。**公司定远一期项目已进入建设阶段。根据金轩科技此前的受理公示，一期项目包括1、年产8万吨氯化亚砷、副产1600吨盐酸（分两期建设：其中一期4万吨氯化亚砷、800吨盐酸）；2、年产5000吨乙基麦芽酚、配套年产2000吨氢氧化镁、年产11250吨氯甲烷、年产4000吨氯化镁；3、年产2万吨糠醛、配套年产247840吨糠醛渣生产线（分两期建设，其中一期年产1万吨糠醛、配套年产123920吨糠醛渣）。本次扩产计划体现公司进一步向化工产品上游原料开发延伸，实现产业链的垂直一体化整合，从而进一步发挥成本优势，提高综合竞争能力。预计一期项目有望于2019年一季度末二季度初投产，为明年带来确定性增量。
- **投资评级：**维持“买入”评级，维持盈利预测，预计2018-2020年归母净利润11.16、14.02、16.28亿元，EPS为2.00、2.51、2.91元，对应PE为8X、6X、5X。
- **风险提示：**项目投产及推广不及预期；甜味剂行业竞争加剧；产品价格下跌

**市场数据：** 2018年11月13日

收盘价(元)	15.28
一年内最高/最低(元)	29.25/13.4
市净率	2.3
息率(分红/股价)	3.93
流通A股市值(百万元)	8466
上证指数/深证成指	2654.88/7963.66

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2018年09月30日

每股净资产(元)	6.74
资产负债率%	34.33
总股本/流通A股(百万)	559/554
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 相关研究

《金禾实业(002597)点评：Q3部分产品价格下跌致业绩环比下滑，Q4有望改善》  
2018/10/17

#### 证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

#### 研究支持

沈衡 A0230518090001  
shenheng@swsresearch.com

#### 联系人

马昕晔  
(8621)23297818×7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,480	3,345	4,743	5,609	6,471
同比增长率(%)	19.30	1.34	5.90	18.30	15.40
净利润(百万元)	1,022	754	1,116	1,402	1,628
同比增长率(%)	85.38	7.77	9.20	25.63	16.12
每股收益(元/股)	1.81	1.35	2.00	2.51	2.91
毛利率(%)	33.8	33.3	35.4	36.6	36.6
ROE(%)	29.6	20.0	26.5	25.0	22.5
市盈率	8		8	6	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

### 财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,328	3,755	4,480	4,743	5,609	6,471
营业收入同比增长率 (yoy)	3.52%	12.84%	19.30%	5.90%	18.30%	15.40%
减: 营业成本	2,805	2,842	2,966	3,062	3,554	4,102
毛利率 (%)	15.71%	24.32%	33.79%	35.40%	36.60%	36.60%
减: 营业税金及附加	13	30	32	33	39	45
主营业务利润	509	883	1,482	1,648	2,016	2,324
主营业务利润率 (%)	15.30%	23.51%	33.07%	34.70%	35.90%	35.90%
减: 销售费用	161	214	175	202	229	260
减: 管理费用	123	109	149	155	169	184
减: 财务费用	26	12	55	31	30	23
经营性利润	199	548	1,103	1,260	1,588	1,857
经营性利润同比增长率 (yoy)	22.31%	175.46%	101.34%	14.30%	26.00%	16.90%
经营性利润率 (%)	5.97%	14.58%	24.61%	26.60%	28.30%	28.70%
减: 资产减值损失	20	19	5	6	-3	0
加: 投资收益及其他	17	22	107	50	50	50
营业利润	213	543	1,207	1,304	1,641	1,907
加: 营业外净收入	16	120	1	0	0	0
利润总额	229	663	1,208	1,304	1,641	1,907
减: 所得税	45	100	164	188	239	279
净利润	184	563	1,044	1,116	1,402	1,628
少数股东损益	-31	12	22	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	214	551	1,022	1,116	1,402	1,628
净利润同比增长率 (yoy)	28.87%	157.15%	85.37%	9.20%	25.63%	16.12%
全面摊薄总股本	568	564	564	559	559	559
每股收益 (元)	0.38	0.97	1.81	2.00	2.51	2.91
归属母公司所有者净利润率 (%)	6.44%	14.69%	22.82%	23.50%	25.00%	25.20%
ROE	10.62%	22.38%	29.64%	26.50%	25.00%	22.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao1@swyhsc.com">chentao1@swyhsc.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan4@swyhsc.com">lidan4@swyhsc.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swyhsc.com">xiewenni@swyhsc.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang2@swyhsc.com">zhufang2@swyhsc.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。