

金禾实业 (002597.SZ)

代糖景气度维持高位，甜味剂龙头业绩高增长

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：薛聪	010-88005107/0755-81981378	xuecong@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120001
证券分析师：刘子栋	021-60933133	liuzidong@guosen.com.cn	执证编码：S0980521020002
证券分析师：张玮航	021-60933136	zhangweihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010001
联系人：曹熠	021-60871329	caoyi1@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：公司发布 2021 年度业绩快报公告，经初步核算，2021 年全年实现营业收入 58.45 亿元，同比增长 59.44%；实现归母净利润 11.68 亿元，同比增长 62.62%。

国信化工观点：

1) **大宗化学品和甜味剂景气度双上行，公司业绩大幅增长：**2021 年前三季度公司实现归母净利润 7.13 亿元，四季度单季度实现归母净利润 4.55 亿元，同比增长 145.95%。报告期内，公司 5000 吨/年三氯蔗糖产能投产并完成产能爬坡，贡献增量业绩。2021 年大宗化学品景气度上行，公司部分大宗化学品销售均价同比上涨。2021 年大宗商品景气向上，公司主营的大宗商品价格不同程度上涨，其中三聚氰胺和碳酸氢铵价格大幅上涨，全年分别上涨 44.64%和 49.81%，硝酸、甲醛和双氧水价格年中最高分别达到 2979 元/吨、2065 元/吨和 1748 元/吨。同时由于原料价格上涨，公司甜味剂和香料等食品添加剂产品销售价格有所提升，全球代糖需求随着疫情复苏增长，公司主营甜味剂产品量价齐升，推动公司业绩大幅增长。

2) **三氯蔗糖新增产能首先，供需收紧代糖景气向上：**2021 年 8 月开始，全球疫情逐步恢复，下游食品饮料小幅复苏，叠加甜味剂原料的大宗化学品价格快速上涨，公司主营甜味剂价格均有调涨。安赛蜜价格最高上涨至 9.5 万元/吨，甲基麦芽粉和乙基麦芽酚价格最高分别上涨至 15 万元/吨和 18 万元/吨。其中三氯蔗糖的主要原料 DMF（二甲基甲酰胺）和氯化亚砷由于上游原材料涨价、供给收缩和下游应用领域需求增长等原因大幅上涨，支撑三氯蔗糖价格上涨。2021 年生态环境部发布《关于加强高耗能、高排放项目生态环境源头防控的指导意见》，三氯蔗糖被划分为高污染行业，根据国内能耗双控政策在全国各地的执行情况及配套政策，原则上国内企业难以获得三氯蔗糖新批新建项目，成本端提升叠加需求复苏，三氯蔗糖价格快速上涨至最高 48 万元/吨，并且三氯蔗糖价格由于新增产能不足，预计仍将维持较高价格水平。

3) **投资建议：**公司主营业务三氯蔗糖受“两高”政策限制，行业新增产能难以获批，代糖饮品需求持续放量，三氯蔗糖供需紧平衡下行业维持高景气度。我们认为，公司 2021 年新增三氯蔗糖将贡献全年业绩，新增 5000 吨麦芽酚产能，定远二期规划持续推进，公司在代糖领域布局持续拓展，站稳全球代糖龙头地位。预计 21-23 年归母净利润为 11.68/16.36/16.72 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.92/2.98 元，对应当前股价 PE 为 18.4/13.1/12.8X，维持“买入”评级。

评论：

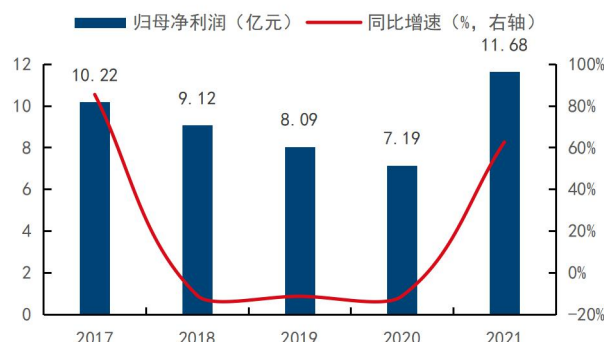
大宗化学品和甜味剂景气度双上行，公司业绩大幅增长。公司发布 2021 年度业绩快报公告，经初步核算，2021 年全年实现营业收入 58.45 亿元，同比增长 59.44%；实现归母净利润 11.68 亿元，同比增长 62.62%。2021 年前三季度公司实现归母净利润 7.13 亿元，四季度单季度实现归母净利润 4.55 亿元，同比增长 145.95%。报告期内，公司 5000 吨/年三氯蔗糖产能投产并完成产能爬坡，贡献增量业绩。2021 年大宗化学品景气度上行，公司部分大宗化学品销售均价同比上涨。同时由于原料价格上涨，公司甜味剂和香料等食品添加剂产品销售价格有所提升，全球代糖需求随着疫情复苏增长，公司主营甜味剂产品量价齐升，推动公司业绩大幅增长。

图1：2017 年-2021 年营业收入及同比增速



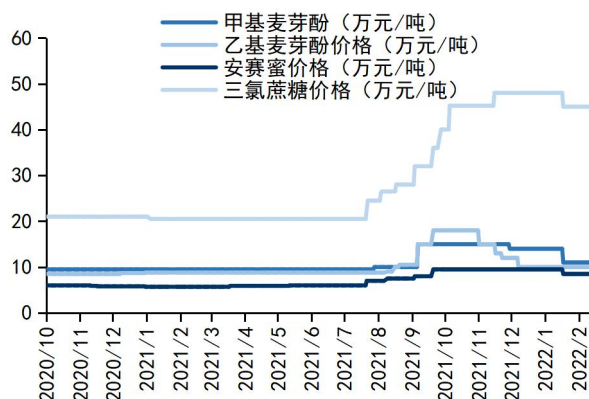
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2017 年-2021 年归母扣非净利润收入及同比增速

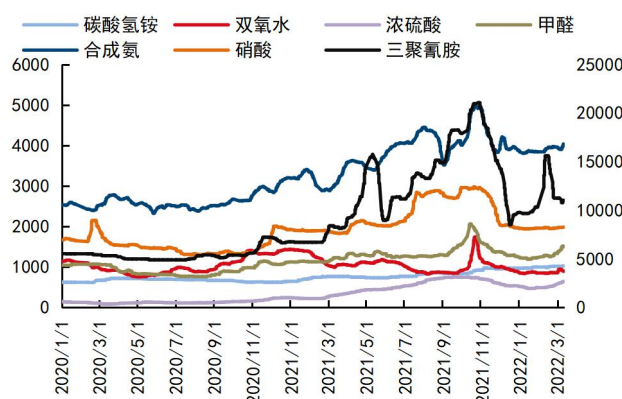


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2021 年大宗商品景气向上，公司主营的大宗商品价格不同程度上涨，其中三聚氰胺和碳酸氢铵价格大幅上涨，全年分别上涨 44.64%和 49.81%，硝酸、甲醛和双氧水价格年中最高分别达到 2979 元/吨、2065 元/吨和 1748 元/吨。2021 年 8 月开始，全球疫情逐步恢复，下游食品饮料小幅复苏，叠加甜味剂原料的大宗化学品价格快速上涨，公司主营甜味剂价格均有调涨。安赛蜜价格最高上涨至 9.5 万元/吨，甲基麦芽粉和乙基麦芽酚价格最高分别上涨至 15 万元/吨和 18 万元/吨。其中三氯蔗糖的主要原料 DMF（二甲基甲酰胺）和氯化亚砷由于上游原材料涨价、供给收缩和下游应用领域需求增长等原因大幅上涨，支撑三氯蔗糖价格上涨。2021 年生态环境部发布《关于加强高耗能、高排放项目生态环境源头防控的指导意见》，三氯蔗糖被划分为高污染行业，根据国内能耗双控政策在全国各地的执行情况及配套政策，原则上国内企业难以获得三氯蔗糖新批新建项目，成本端提升叠加需求复苏，三氯蔗糖价格快速上涨至最高 48 万元/吨，并且三氯蔗糖价格由于新增产能不足，预计仍将维持较高价格水平。

图3：甜味剂价格（元/吨）


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：公司主营大宗化学品价格走势（元/吨，元/吨）


资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

布局定远第二生产基地，公司持续稳健成长。2017 年公司与定远县人民政府签订了《金禾实业循环经济产业园项目框架协议书》，项目以金轩科技为主体，计划投资 22.5 亿元人民币分两期建设该项目。一期计划投资 8-10 亿元，建设 1.5 万吨糠醛配套燃烧糠醛渣及生物质原料为主的 75t/h 次高温次高压锅炉项目、8 万吨氯化亚砷项目、以氯气为原料的高效消毒剂项目、3000t/d 污水处理厂项目和 5000 吨甲乙基麦芽酚装置，2019 年将 5000 吨甲乙基麦芽酚项目调整为 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃、1000 吨呋喃铵盐项目。二期计划投资 10-12 亿元，建设 10 万吨工业酒精项目、4 万吨谷元粉、4 万吨面粉、3 万吨乙醛、2 万吨巴豆醛、3 万吨双乙炔酮、3 万吨山梨酸钾项目。

定远项目主要以甜味剂上游原料覆盖为目标，并且利用对上游原料的开发，扩展下游产业链，实现产业链的垂直一体化整合，和横向拓展，包括佳乐麝香、呋喃铵盐产能的开发，有利于公司在食品添加剂、医药中间体等精细化工、生物科技领域内相关产业的拓展。二期配套了食品添加剂的多种原料，为公司未来发展更多添加剂和香精香料产品提供原料和发展可能性。目前定远一期项目除 1 万吨糠醛、4 万吨氯化亚砷产能、5000 吨 2-甲基呋喃和 3000 吨 2-甲基四氢呋喃还未投产外，已全部投产。由于定远项目是两期分开审批，二期项目正在积极申请环评等各类审批手续，定远项目建成后，公司将实现甜味剂产业链纵向一体化，并且为横向发展提供可能性，成为国内甜味剂绝对龙头。

表1：金禾实业定远循环经济产业园项目

项目名称	产品	产能（万吨/年）	计划投资额（亿元）	建设阶段
一期项目	糠醛	2	8.62	2019 年投产 1 万吨/年
	氯化亚砷	8		2019 年投产 4 万吨/年
	佳乐麝香溶液	0.45		2021 年 1 月投产
	2-甲基呋喃	0.5		建设中
	2-甲基四氢呋喃	0.3		建设中
	呋喃铵盐	0.1		2021 年 1 月投产
二期项目	工业酒精	10	10-12	原计划 2020 年开工建设，预计 2022 年投产
	谷元粉（中间产品）	4		
	面粉（中间产品）	4		
	乙醛（中间产品）	3		
	巴豆醛	2		
	双乙炔酮	3		
	山梨酸钾	3		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：三氯蔗糖维持高景气，维持“买入”评级

公司主营业务三氯蔗糖受“两高”政策限制，行业新增产能难以获批，代糖饮品需求持续放量，三氯蔗糖

供需紧平衡下行业维持高景气度。我们认为，公司 2021 年新增三氯蔗糖将贡献全年业绩，新增 5000 吨麦芽酚产能，定远二期规划持续推进，公司在代糖领域布局持续拓展，站稳全球代糖龙头地位。预计 21-23 年归母净利润为 11.68/16.36/16.72 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.92/2.98 元，对应当前股价 PE 为 18.4/13.1/12.8X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

疫情导致下游食饮需求收缩的风险；能耗双控等环保低碳政策收紧的风险；项目投产不及预期的风险；产品价格大幅波动的风险。

相关研究报告：

《国信证券-金禾实业-002597-首次覆盖深度报告：代糖风潮兴起，龙头布局加速》——2021-10-29

《金禾实业-002597-2014 年半年报点评：经营持续向好，安赛蜜值得期待》——2014-08-19

《金禾实业-002597-单寡头时代，安赛蜜景气反转》——2014-07-02

《金禾实业-002597-重大事件快评：安赛蜜格局在重塑，价格有望持续上涨》——2014-06-26

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1776	1139	2441	3096	3938	营业收入	3972	3666	5753	6595	6420
应收款项	228	316	473	542	528	营业成本	2729	2674	4112	4392	4244
存货净额	373	340	541	574	549	营业税金及附加	32	25	46	53	51
其他流动资产	674	1427	1151	1121	1091	销售费用	131	54	173	198	193
流动资产合计	4000	4102	5405	6133	6906	管理费用	86	122	196	221	216
固定资产	1828	2460	2956	3422	3692	财务费用	(19)	(3)	(47)	(74)	(116)
无形资产及其他	102	117	94	70	47	投资收益	29	51	46	42	46
投资性房地产	216	314	314	314	314	资产减值及公允价值变动	19	96	36	51	61
长期股权投资	4	4	5	6	6	其他收入	(122)	(102)	0	0	0
资产总计	6149	6998	8774	9945	10966	营业利润	940	840	1356	1898	1940
短期借款及交易性金融负债	101	292	210	210	210	营业外净收支	(3)	(9)	(6)	(6)	(7)
应付款项	716	942	1136	1205	1152	利润总额	937	830	1350	1892	1933
其他流动负债	307	268	472	504	483	所得税费用	129	112	182	255	261
流动负债合计	1125	1502	1818	1919	1845	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	500	483	1173	1173	1173	归属于母公司净利润	809	719	1168	1636	1672
其他长期负债	43	65	87	109	131						
长期负债合计	543	549	1261	1283	1305	现金流量表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1667	2051	3078	3201	3150	净利润	809	719	1168	1636	1672
少数股东权益	0	1	1	1	1	资产减值准备	0	(6)	5	2	2
股东权益	4482	4946	5694	6743	7815	折旧摊销	230	262	233	282	313
负债和股东权益总计	6149	6998	8774	9945	10966	公允价值变动损失	(19)	(96)	(36)	(51)	(61)
						财务费用	(19)	(3)	(47)	(74)	(116)
关键财务与估值指标	2019	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	294	(704)	343	52	19
每股收益	1.45	1.28	2.08	2.92	2.98	其它	(1)	6	(5)	(2)	(2)
每股红利	0.38	0.55	0.75	1.05	1.07	经营活动现金流	1313	181	1708	1919	1943
每股净资产	8.02	8.82	10.15	12.02	13.93	资本开支	0	(980)	(675)	(675)	(500)
ROIC	20%	15%	21%	27%	26%	其它投资现金流	(710)	70	80	0	0
ROE	18%	15%	21%	24%	21%	投资活动现金流	(711)	(910)	(595)	(676)	(501)
毛利率	31%	27%	29%	33%	34%	权益性融资	10	1	0	0	0
EBIT Margin	25%	22%	21%	26%	27%	负债净变化	(1)	(1)	690	0	0
EBITDA Margin	31%	29%	25%	31%	32%	支付股利、利息	(210)	(310)	(419)	(588)	(600)
收入增长	-4%	-8%	57%	15%	-3%	其它融资现金流	(392)	714	(82)	0	0
净利润增长率	-11%	-11%	63%	40%	2%	融资活动现金流	(803)	93	189	(588)	(600)
资产负债率	27%	29%	35%	32%	29%	现金净变动	(200)	(637)	1302	656	842
息率	1.0%	1.4%	2.0%	2.7%	2.8%	货币资金的期初余额	1976	1776	1139	2441	3096
P/E	26.4	29.9	18.4	13.1	12.8	货币资金的期末余额	1776	1139	2441	3096	3938
P/B	4.8	4.3	3.8	3.2	2.7	企业自由现金流	0	(736)	962	1155	1316
EV/EBITDA	18.8	22.3	16.8	12.3	12.1	权益自由现金流	0	(23)	1611	1219	1417

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032