资源与环境研究中心

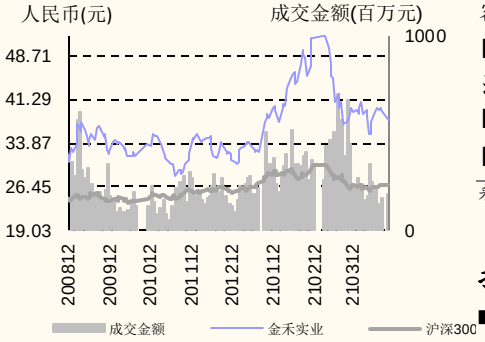
金禾实业 (002597.SZ) 买入（维持评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）： 37.75 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.61
已上市流通 A 股(亿股)	5.59
总市值(亿元)	211.74
年内股价最高最低(元)	51.94/19.03
沪深 300 指数	5104
深证成指	13979



相关报告

1.《业绩基本符合预期，在建项目落地助力成长-【国金基化】金禾实业...》，2020.11.1

2.《业绩符合预期，精细化工占比持续提升-【国金基化】金禾实业中报...》，2020.8.28

3.《业绩符合预期，降本增效看好长期成长-【国金基化】金禾实业 1 季...》，2020.4.27

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荥 分析师 SAC 执业编号：S1130520090002
yangyiying@gjzq.com.cn

具备绝对成本及产业链优势，长期看好公司成长——金禾实业公司深度更新报告

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,133	3,972	3,666	4,200	5,072	5,864
营业收入增长率	0.00%	-3.89%	-7.69%	14.56%	20.76%	15.61%
归母净利润(百万元)	912	809	719	927	1,128	1,309
归母净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	29.05%	21.62%	16.09%
摊薄每股收益(元)	1.631	1.447	1.281	1.653	2.011	2.334
每股经营性现金流净额	1.72	1.61	1.75	3.80	2.61	3.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.26%	18.04%	14.53%	9.85%	11.12%	9.77%
P/E	9.74	15.62	25.32	22.80	18.75	16.15
P/B	2.27	2.82	3.68	3.94	3.50	3.09

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三氯蔗糖行业目前景气底部，看好未来价格提升带来盈利弹性大幅增加。**公司新建三氯蔗糖项目全面投产后产能将达到 8000 吨/年，全球市占率 60%以上，公司将成为全球三氯蔗糖行业龙头。我们认为三氯蔗糖短期内景气度仍将处于景气底部，但三氯蔗糖行业落后产能进一步出清后，三氯蔗糖价格触底反弹时点即将到来，预计三氯蔗糖价格今年上涨，带来明后年业绩大幅增加。公司 8000 吨/年产能全部达产后，三氯蔗糖价格每上涨 1 万元/吨盈利预计增加约 6000 万元，看好未来三氯蔗糖价格上涨带来公司业绩大幅增加。
- **基础化工品一季度涨幅明显，预计公司一季度基础化工业务盈利环比提升。**受益于疫情回暖，基础化工下游需求拉动，公司液氨、三聚氰胺、碳铵、硝酸、浓硫酸、甲醛 21Q1 均价分别为 3047/7182/725/1924/587/1315 元/吨，环比 20Q4 分别上涨 7.36%/18.36%/16.37%/4.96%/47.12%/10.60%,预计公司一季度基础化工业绩环比提升。
- **定远项目布局一体化产业链，实现长远发展目标。**2020 年 3 月公司 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 吨呋喃铵盐项目取得环评批复；2020 年公司完成了年产 4500 吨佳乐麝香溶液、1000 吨呋喃铵盐项目的建设工作，并于 2021 年 1 月正式进入试生产阶段，有利于实现公司产业链横向、纵向一体化建设，促进公司长远稳定发展

盈利预测与投资建议

- 公司凭借绝对的成本优势以及产业链优势，足以支撑公司继续切入多个细分领域并成为行业龙头，长期看公司盈利中枢持续增长。考虑到疫情对公司营销，预计 2021-2022 年归母净利润分别为 9.27 亿元(下调 13.12%)、11.28 亿元（维持原有预期），预计 2023 年为 13.09 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 产品价格下跌风险；产能建设及投放进度不及预期等。

内容目录

一、2020 年度盈利同比下降，四季度业绩环比恢复 4
1.1 公司业绩概述 4
1.2 2020 年盈利分析：全年业绩同比下滑，四季度环比有所改善 4
1.3 2020Q4：单季度业绩环比回升，基础化工业务景气度上行 5
二、基础化工品一季度景气度上行，预计基础化工业务一季度盈利环比提升 5
三、精细化工业务持续稳固行业龙头地位 6
3.1 三氯蔗糖：行业目前景气底部，看好未来价格提升带来盈利弹性大幅增加 6
3.2 安赛蜜：公司龙头地位稳固，行业景气度处于历史高位 7
3.3 甲乙基麦芽酚：5000 吨/年新增产能投产进一步夯实公司龙头地位 7
3.4 定远项目进行产业链延伸布局，未来打开公司成长空间 8
四、公司继续加强研发建设，进一步完善专利布局 9
五、公司重大事项进展跟踪 10
六、盈利预测与投资建议 11
六、风险提示 12

图表目录

图表 1：营业收入有所下滑 4
图表 2：归母净利润有所下滑 4
图表 3：2020 年营收同比下降 7.69% 4
图表 4：2020 年食品添加剂营收占比 51.86% 4
图表 5：公司期间费用率情况 5
图表 6：公司毛利率、净利率、ROE 情况 5
图表 7：公司季度营收及增速 5
图表 8：公司季度归母净利润及增速 5
图表 9：双氧水、液氯、三聚氰胺、硝酸市场价格 6
图表 10：浓硫酸、碳铵、甲醛市场价格 6
图表 11：三氯蔗糖市场价格（万元/吨） 6
图表 12：DMF 价格走势 7
图表 13：氯化亚砜价格走势（元/吨） 7
图表 14：安赛蜜价格走势 7
图表 15：硫磺价格近期持续上涨增加成本 8
图表 16：麦芽酚市场价格 8
图表 17：金属镁价格走势 8
图表 18：液氯价格走势 8
图表 19：公司现有主要产品及产能情况 9
图表 20：公司重大事项披露情况 10

图表 21：公司前十大股东变动情况（截至 2020 年 12 月 31 日） 1
图表 22：同行业公司估值情况 1
图表 23：公司历史 PE Band 1
图表 24：公司历史 PB Band 1

一、2020 年度盈利同比下降，四季度业绩环比恢复

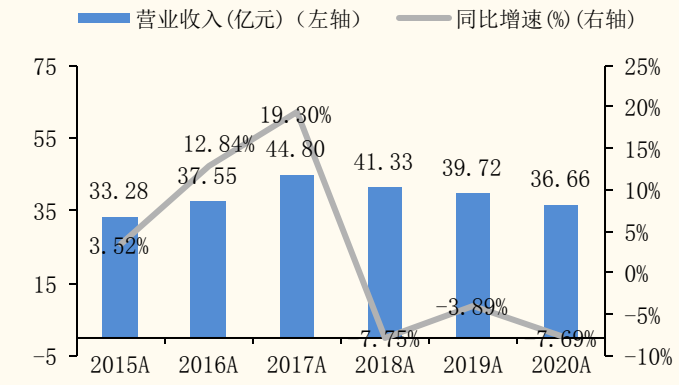
1.1 公司业绩概述

- **公司发布 2020 年年报：**公司全年实现营业收入 36.66 亿元，同比下降 7.69%；毛利润 9.92 亿元，同比下降 20.16%，毛利率同降 13.49%至 27.06%；归母净利润 7.19 亿元，同比下降 11.16%。产生销售费用 0.54 亿元，销售费率同比下降 1.82%至 1.47%；管理费用 1.22 亿元，管理费率同比下降 1.17%至 3.32%；研发费用 1.20 亿元，研发费率同比下降 0.16%至 3.28%；财务费用-0.028 亿元，财务费率由去年同期-0.48%提升至-0.08%。
- **此外，公司发布了 2021 年第一季度业绩预告，**预计归母净利润大约 1.7-2.2 亿元，去年同期 1.52 亿元，同比增长 11.88%-44.79%；**公司发布 2021 年度财务预算报告，**预计公司 2021 年营业收入为 4.2 亿元，同比上涨 14.56%；预计实现净利润 9 亿元，同比上涨 26.55%。

1.2 2020 年盈利分析：全年业绩同比下滑，四季度环比有所改善

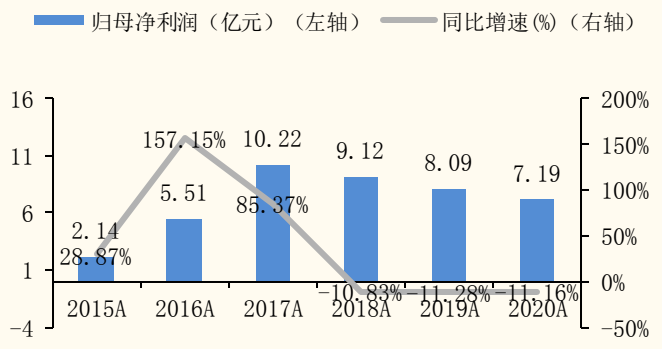
- **2020 年整体业绩较为稳定,营收利润小幅下降。**2020 年公司实现营业收入 36.66 亿元(YoY-7.69%)，归母净利润 7.19 亿元(YoY-11.16%)、扣非净利润 5.70 亿元(YoY-23.33%)，均有所下降。非经常性损益 1.48 亿元，相比往年有较大增长。公司营收利润有所下降受疫情影响较大，基础化工业务上半年受疫情影响，国内物流受阻、下游需求下滑，基础化工品价格同比大幅下降，下半年疫情回暖后基础化工板块景气逐步回升，总体上大宗化工原料业务毛利率由 24.08%下降至 19.10%；精细化工业务三氯蔗糖、安赛蜜、甲乙基麦芽酚受疫情影响，加大出口量的同时全年均价同比均有所下滑，导致食品添加剂板块毛利率由 43.04%下降至 36.25%。

图表 1：营业收入有所下滑



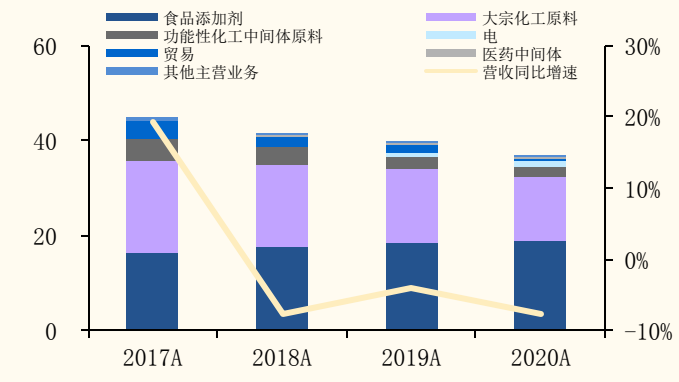
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：归母净利润有所下滑

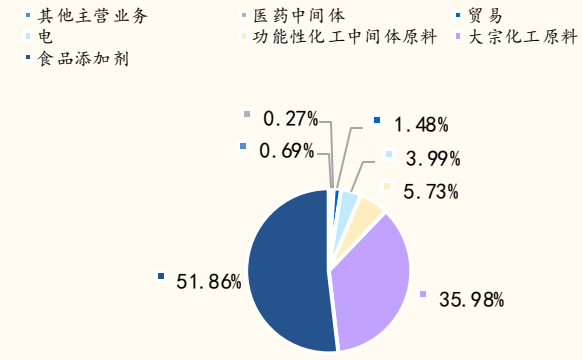


来源：wind，国金证券研究所

图表 3：2020 年营收同比下降 7.69%



图表 4：2020 年食品添加剂营收占比 51.86%

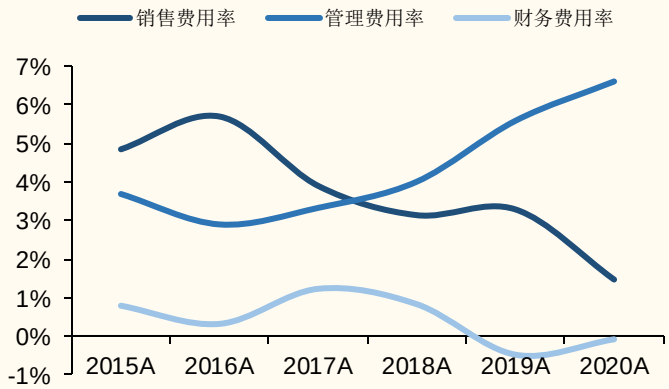


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

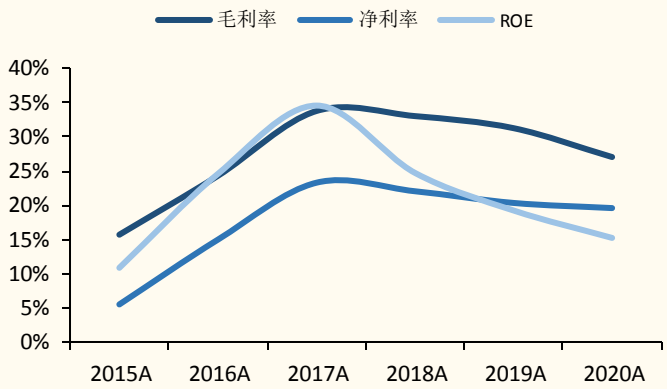
■ **员工薪酬与折旧增加导致管理费用率大幅提升。**公司 2020 年销售费用 0.54 亿元，销售费率同比下降 1.82%至 1.47%，主要是 2020 年公司执行新收入准则，将运输费用作为合同履约成本计入营业成本所致；管理费用 1.22 亿元，管理费率同比下降 1.17%至 3.32%，主要是员工持股计划本期摊销的股份支付费用增加，并且子公司金轩科技和金轩新能源 2019 年下半年投产，因此本年发生的职工薪酬、折旧费用等较上年增加所致；研发费用 1.20 亿元，研发费率同比下降 0.16%至 3.28%；财务费用-0.028 亿元，主要是汇率持续下降确认的汇兑净损失金额大幅增长所致。

图表 5：公司期间费用率情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司毛利率、净利率、ROE 情况

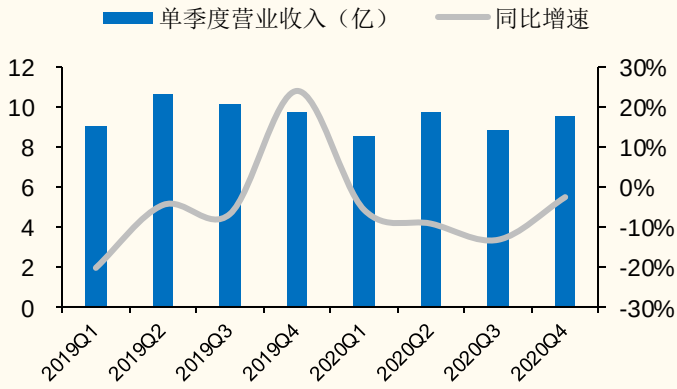


来源：Wind，国金证券研究所

1.3 2020Q4：单季度业绩环比回升，基础化工业务景气度上行

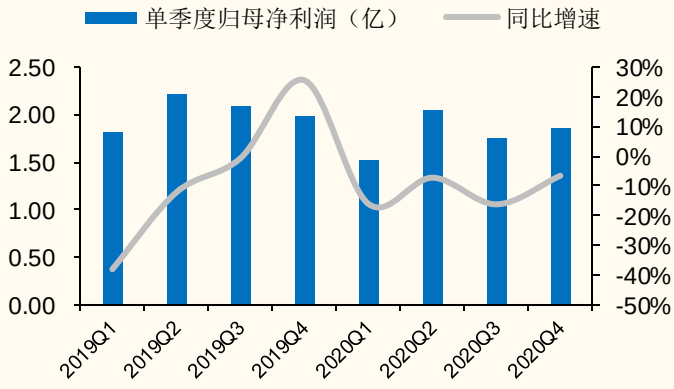
■ **Q4 单季度业绩呈现恢复态势。**从单季度情况来看，2020Q1-Q4 分别实现营业收入 8.58 亿元（-5.6%）、9.72 亿元（-9.1%）、8.83 亿元（-13.1%）、9.54 亿元（-2.45%）；分别实现归母净利润 1.52 亿元（-3.47%）、2.05 亿元（-7.2%）、1.76 亿元（-16.2%）、1.85 亿元（-7%）。四季度业绩环比回升，主要由于大宗化工原料四季度涨价明显，毛利率有所提升。

图表 7：公司季度营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：公司季度归母净利润及增速



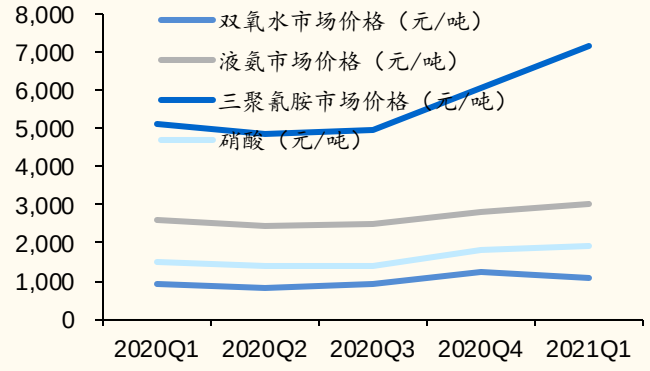
来源：Wind，国金证券研究所

二、基础化工品一季度景气度上行，预计基础化工业务一季度盈利环比提升

■ **2021Q1 基础化工品景气度上行，盈利持续提升。**浓硫酸 2020Q4 均价 399 元/吨增长至 2021Q1 均价 587 元/吨（YOY 47.12%）；三聚氰胺 2020Q4 均价 6068 元/吨增长至 2021Q1 均价 7182 元/吨（YOY 18.36%）；碳铵 2020Q4 均价 623 元/吨增长至 2021Q1 均价 725 元/吨（YOY

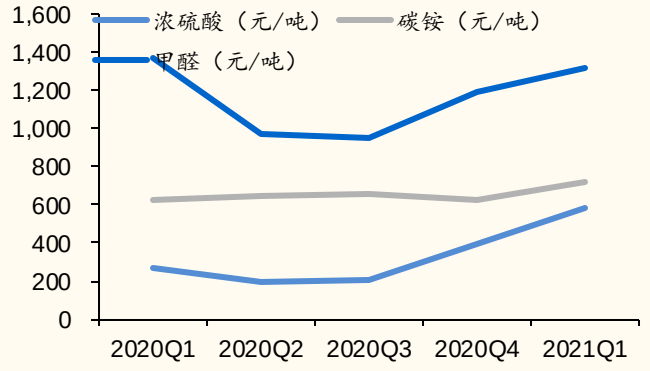
16.37%）；甲醛 2020Q4 均价 1189 元/吨增长至 2021Q1 均价 1315 元/吨（YOY 10.60%）；液氨 2020Q4 均价 2838 元/吨增长至 2021Q1 均价 3047 元/吨（YOY 7.36%）；硝酸 2020Q4 均价 1833 元/吨增长至 2021Q1 均价 1924 元/吨（YOY 4.96%）。

图表 9：双氧水、液氨、三聚氰胺、硝酸市场价格



来源：百川浮盈，国金证券研究所

图表 10：浓硫酸、碳铵、甲醛市场价格



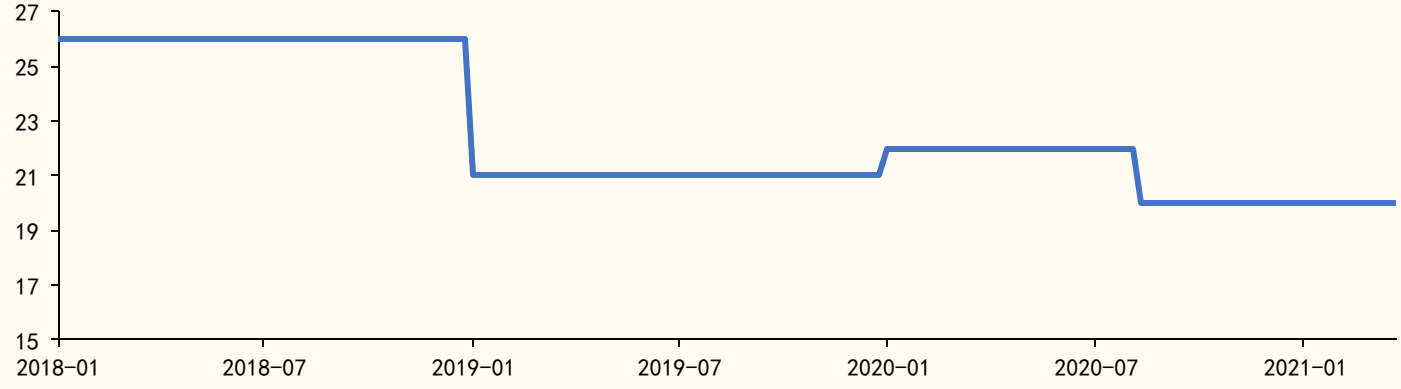
来源：百川浮盈，国金证券研究所

三、精细化工业务持续稳固行业龙头地位

3.1 三氯蔗糖：行业目前景气底部，看好未来价格提升带来盈利弹性大幅增加

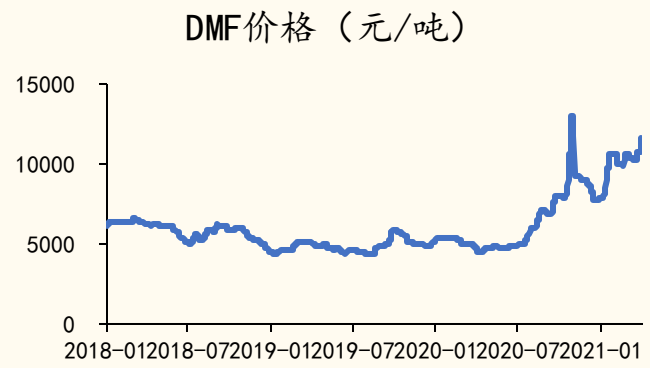
- **预计小产能持续淘汰下三氯蔗糖行业洗牌即将结束，预计三氯蔗糖未来价格提升大幅增加公司盈利。**三氯蔗糖作为第五代高倍甜味剂具备甜度高、口味纯正、安全性相对较高以及热量低、不会引起血糖波动等诸多优点，代表着未来甜味剂的发展方向，市场发展空间广阔。目前公司 5000 吨/年三氯蔗糖项目主体工程已完成建设并开始试生产，全面投产后三氯蔗糖产能将达到 8000 吨/年，全球市占率 60%以上，公司将成为全球三氯蔗糖行业龙头，三氯蔗糖行业落后产能进一步出清后，三氯蔗糖价格触底反弹时点即将到来，预计三氯蔗糖价格今年上涨，带来明后年业绩大幅增加。。
- 根据百川资讯 2021Q1 三氯蔗糖均价 20 万元/吨，而三氯蔗糖原材料氯化亚砜价格从 2021 年初 1700 元/吨上涨至目前 3600 元/吨左右（YOY+87.78%）、原材料 DMF 价格从 2021 年初 8600 元/吨上涨至目前 11325 元/吨左右（YOY+138.42%），导致三氯蔗糖一季度盈利收窄。
- 我们认为三氯蔗糖目前景气度处于底部，随着公司新增产能投放，持续增强议价权，三氯蔗糖行业落后产能进一步出清后，预计三氯蔗糖价格将触底反弹，看好三氯蔗糖价格未来上涨。公司 8000 吨/年产能全部达产后，三氯蔗糖价格每上涨 1 万元/吨盈利预计增加约 6000 万元，看好未来三氯蔗糖价格上涨带来公司业绩大幅增加。

图表 11：三氯蔗糖市场价格（万元/吨）



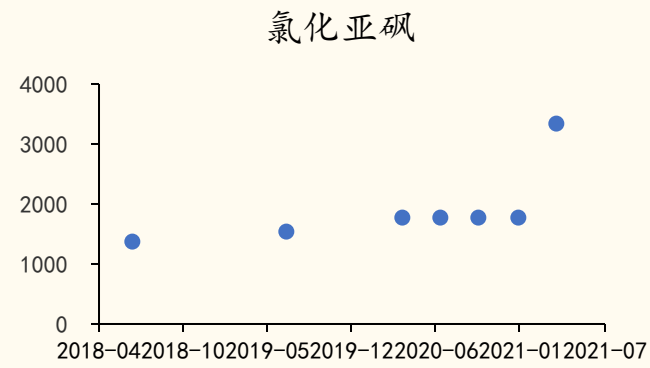
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 12：DMF 价格走势



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 13：氯化亚砜价格走势（元/吨）

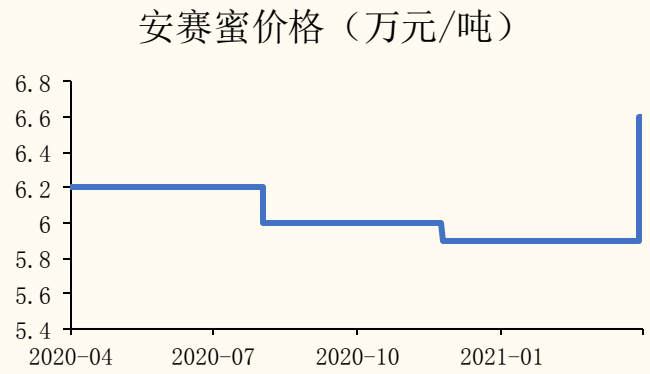


来源：凯盛新材公司公告，百川盈孚，国金证券研究所

3.2 安赛蜜：公司龙头地位稳固，行业景气度处于历史高位

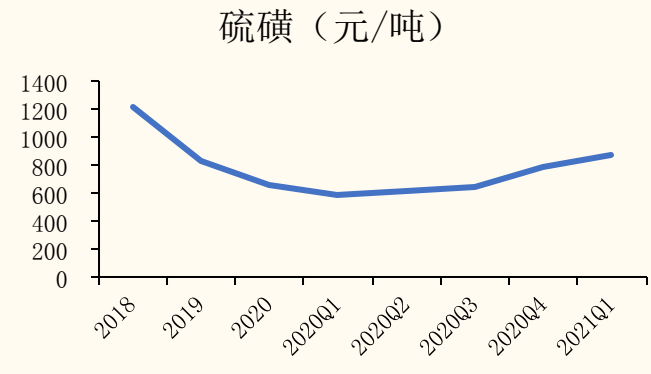
- 安赛蜜又名 AK 糖，化学名为乙酰磺酸钾，为第四代人工合成甜味剂，广泛应用于食品、饮料、口腔卫生/化妆品及药剂等领域。目前公司拥有安赛蜜产能 1.2 万吨/年，全球市占率 65%以上，具备全球绝对定价权。目前安赛蜜价格 6.5 万元/吨，行业景气度处于历史高位，预计减糖趋势下安赛蜜需求将继续稳定增长，拉动公司安赛蜜销量持续增加，安赛蜜高景气下将持续贡献公司盈利。
- 根据百川资讯 2021Q1 安赛蜜均价 5.9 万元/吨，2020Q4 均价为 6.0 万元/吨，价格环比小幅下滑；而安赛蜜原材料硫磺价格从 2020Q4 均价 796 元/吨环比上涨至 2020Q1 均价 885 元/吨，导致安赛蜜一季度盈利收窄。
- **预计 2021Q2 安赛蜜价格上涨幅度超过原材料价格上涨幅度。**随着原料快速上涨，根据市场调研，市场报价已于一季度末二季度初发生变化，从目前的观察到的市场报价情况，价格调整幅度预计大幅超过原材料上涨幅度。

图表 14：安赛蜜价格走势



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 15：硫磺价格近期持续上涨增加成本



来源：wind，国金证券研究所

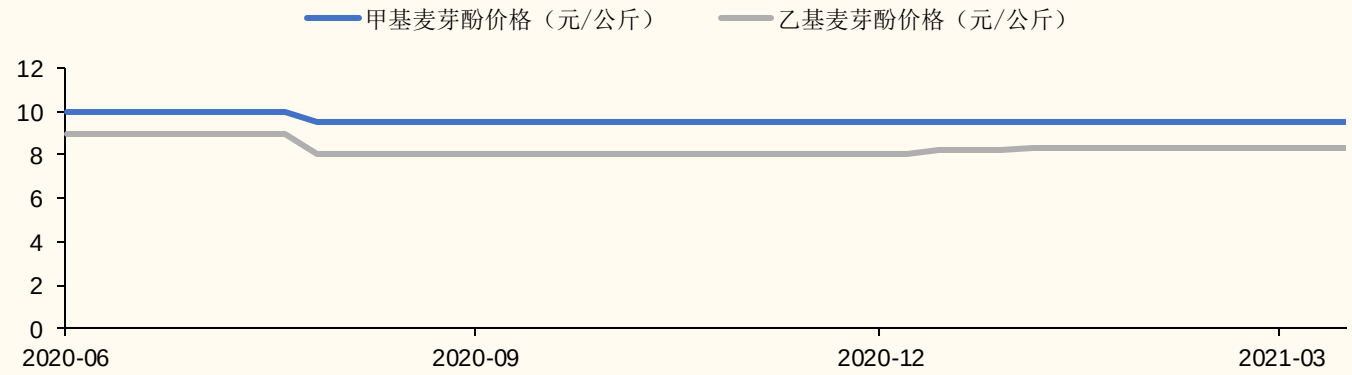
3.3 甲乙基麦芽酚：5000 吨/年新增产能投产进一步夯实公司龙头地位

- **公司 5000 吨/年甲乙基麦芽酚预计投产，进一步巩固公司龙头地位。**甲乙基麦芽酚下游主要为香料和日化，香料使用上，乙基麦芽酚较甲基麦芽酚的增香效果更好，因此乙基麦芽酚在作为香料使用时，比甲基麦芽酚应用

更广;乙基麦芽酚的熔点为 90°C，甲基麦芽酚的熔点可以达到 160°C，因此，甲基麦芽酚可应用于烘焙制品上。此外，甲基麦芽酚在医药中间体制造中也有较多应用。

- 公司目前具备 5000 吨/年甲乙基麦芽酚产能，由子公司金沃科技作为实施主体的年产 5000 吨甲乙基麦芽酚项目已于 2020 年 4 月取得环评批复，目前正在积极推进项目建设的相关工作，这部分产能投产后将进一步强化公司龙头地位。
- 甲乙基麦芽酚 2020Q1 均价环比 2020Q4 相对平稳，主要原料糠醛、金属镁、液氯价格一季度涨势迅猛，导致甲乙基麦芽酚一季度盈利有所收窄。
- **预计公司 2021Q2 麦芽酚价格将要上调。**目前公司主要竞争对手天利海于春节前停产且至今没有生产，虽然有万香科技新产能的释放，由于万香科技麦芽酚成本过高，乙基麦芽酚单位成本 2019 年达到 7.08 万元，2020H1 达到 6.31 万元/吨（来自万香科技公司公告），因此现阶段并未对公司造成过多的影响，随着产品原材料的上涨，且天利海短期内较为确定性的停产现状，根据目前市场调研，市场报价环比亦发生调整。

图表 16：麦芽酚市场价格



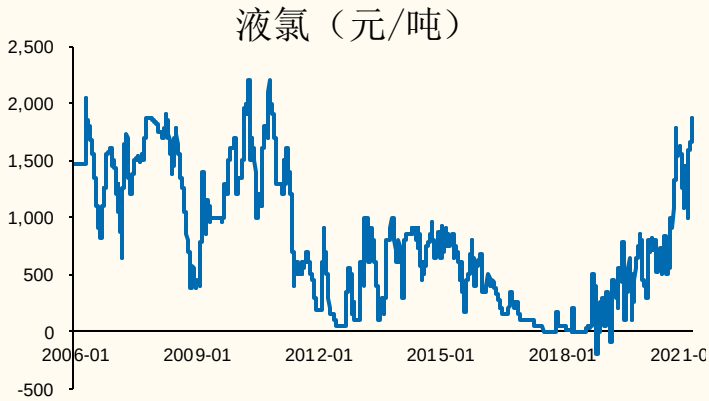
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 17：金属镁价格走势



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 18：液氯价格走势



来源：百川盈孚，国金证券研究所

3.4 定远项目进行产业链延伸布局，未来打开公司成长空间

- **定远项目布局产业链，实现长远发展目标。**佳乐麝香有强烈而持久的麝香香气，并伴有木香香调， 应用领域包括日化用品、烟草添加剂等，广泛用于香水、香精、化妆品香精、食品、医药等领域；呋喃铵盐（SMIA） 是生产头孢呋辛原料药的关键中间体（活性侧链）， 主要用合成二代头孢抗生素、头孢呋辛钠（注射剂）和头孢呋辛酯（片剂、胶囊）。

- 2020 年 3 月公司 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 吨呋喃铵盐项目取得环评批复； 2020 年公司完成了年产 4500 吨佳乐麝香溶液、1000 吨呋喃铵盐项目的建设工作，并于 2021 年 1 月正式进入试生产阶段。随着公司系列项目的建设完工并投产，有利于实现公司产业链横向、纵向一体化建设，形成上下游协同效应，优化产品结构，实现向食品添加剂等领域转型升级，促进公司长远稳定发展。

图表 19：公司现有主要产品及产能情况

产品	产能（吨/年）
安赛蜜	12000
三氯蔗糖	8000
甲基麦芽酚	1000
乙基麦芽酚	4000
呋喃铵盐	1000
佳乐麝香	3000（折纯）
三聚氰胺	60000
硝酸	120000
液氨	120000
浓硫酸	300000
双氧水	350000
碳铵	350000
甲醛	200000
新戊二醇	23000
季戊四醇	20000
双乙烯酮	10000

来源：公司公告，国金证券研究所

四、公司继续加强研发建设，进一步完善专利布局

- 2020 年，公司完成了合肥研发基地-安徽金禾化学材料研究所建设，目前金禾化学材料研究所已配备专职技术研发人员 30 多名，从事新产品和工艺的研发工作，研究生以上学历占比 70%以上，在化工领域具有丰富的从业经验。同时配备了研究所所需设备，可容纳近 40 名技术人员同时开展实验研究工作。金禾研究所(合肥)将作为公司前端研发基地，金禾本部研发中心(滁州)将作为承接金禾研究所研发成果转化的产业落地实践应用基地，做好工艺落地，新产品中试和产业化，金禾益康(南京)作为公司食品添加剂及配料的应用研发基地，形成前端研发、项目落地、产品应用三位一体的研发平台，为公司客户提供一体化的应用解决方案。公司对知识产权的保护工作也进一步加强并完善专利布局，在专利申请方面，2020 年共申请了 151 件专利， 其中发明专利 145 件，实用新型专利 6 件、PCT 专利 8 件；2020 年公司已获授权专利 17 件，其中授权发明专利 9 件，授权实用新 型专利 8 件。截止 2020 年末，公司共获授权专利 147 件，其中发明专利 86 件，实用新型专利 61 件。

五、公司重大事项进展跟踪

- **第一期股权激励完成，实现公司、股东、员工利益一致性。**2020 年 12 月 22 日，公司发布《关于第一期核心员工持股计划第一批股票出售完毕的公告》第一期核心员工持股计划（以下简称“员工持股计划”）第一批股票已于 2020 年 12 月 22 日出售完毕。出售股份数量为 3,620,000 股，占公司总股本 0.65%。公司第一期核心员工持股计划基于业务转型升级的关键时期实施，有利于建立和完善公司与员工的利益共享机制，实现公司、股东和员工利益的一致性，促进公司长期、稳定发展。

图表 20：公司重大事项披露情况

事件类型	内容
股东大会	2020 年 6 月 19 日，公司召开 2020 年第一次临时股东大会，会议通过了《关于使用节余募集资金永久补充流动资金的议案》、《关于续聘会计师事务所的议案》、《关于修订<公司章程>的议案》。
权益变动	2020 年 11 月 16 日，公司发布《关于控股股东部分股份解除质押的公告》，公司控股股东金瑞投资解除起质押公司股数共计 7,500,000 股，占总股本 1.34%。截至本公告披露日，公司控股股东及其一致行动人所质押的股份不存在平仓风险，不会导致公司实际控制权发生变更，不会对公司生产经营、公司治理等产生影响。 2021 年 1 月 4 日，公司发布《2020 年第四季度可转换公司债券转股情况的公告》，公司总股本增加 74090，变动后总股本为 560,903,311。
股权激励	公司于 2019 年 8 月 28 日召开了第五届董事会第五次会议和 2019 年第二次临时股东大会，会议审议通过了《关于第一期核心员工持股计划（草案）及其摘要的议案》、《关于<第一期核心员工持股计划管理办法>的议案》、《关于提请股东大会授权董事会办理第一期核心员工持股计划相关事宜的议案》及相关议案。 2020 年 12 月 22 日，公司发布《关于第一期核心员工持股计划第一批股票出售完毕的公告》第一期核心员工持股计划（以下简称“员工持股计划”）第一批股票已于 2020 年 12 月 22 日出售完毕。出售股份数量为 3,620,000 股，占公司总股本比例：0.65%。出售的方式为大宗交易，大宗交易的受让方与上市公司 5%以上股东、实际控制人不存在关联关系及一致行动关系。
投资活动	2020 年 5 月 30 日，公司发布《关于终止与专业投资机构合作投资的公告》，并于同年 6 月 1 日发布《关于终止与专业投资机构合作投资的补充公告》。公司决定终止与上海悦苏资产管理有限公司（以下简称“上海悦苏”）合作成立投资基金的事项。本次终止事项相关各方均不需承担违约责任，不会对公司的生产经营活动产生实质性影响。
利润分配	公司于 2021 年 4 月 7 日召开了第五届董事会第十五次会议，审议通过了《2020 年度利润分配预案》，拟定的 2020 年度利润分配预案为：以截至 2020 年 12 月 31 日公司总股本 560,903,311 股，扣除回购专户上已回购股份 1,776,982 股后的股份数为基数，向全体股东每 10 股派发现金人民币 4.5 元（含税），预计派发现金 251,606,848.05 元，剩余未分配利润结转以后年度，本年度不送红股，不以资本公积转增股本。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：公司前十大股东变动情况（截至 2020 年 12 月 31 日）

排名	股东名称	方向	持股数量（万股）	报告期内增减变动情况（万股）	持有有限售条件的股份数量	持股比例（%）	股本性质
1	安徽金瑞投资集团有限公司	不变	25048.72	0	0	44.66%	境内非国有法人

2	全国社保基金一零一组合	增加	1904.56	880.8566	0	3.40%	其他
3	中国工商银行一广发稳健增长证券投资基金	增加	900.00	900	0	1.60%	其他
4	荷兰汇盈资产管理公司一荷兰汇盈新兴市场股票基金	增加	823.23	45.45	0	1.47%	境外法人
5	香港中央结算有限公司	减少	779.85	-254.0392	0	1.39%	境外法人
6	前海人寿保险股份有限公司一分红保险产品华泰组合	增加	458.56	458.56	0	0.82%	其他
7	基本养老保险基金八零八组合	减少	454.05	-77.6211	0	0.81%	其他
8	杨迎春	不变	381.61	0	0	0.68%	境内自然人
9	中国光大银行股份有限公司一国投瑞银创新动力混合型证券投资基金	增加	364.57	358.6014	0	0.65%	其他
10	泰康人寿保险有限责任公司一投连一行业	增加	356.04	275.2802	0	0.63%	其他
合计			31471.18			56.11%	

来源：公司公告，国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

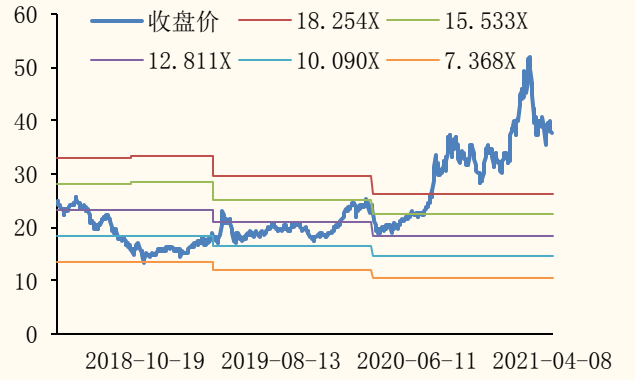
公司凭借绝对的成本优势以及产业链优势，足以支撑公司继续切入多个细分领域并成为行业龙头，在优势领域内将持续多点开花，长期看公司盈利中枢持续增长。我们预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 9.27 亿元(下调 13.12%)、11.28 亿元（下调 1.91%），预计 2023 年为 13.09 亿元。EPS 分别为 1.65 元、2.01 元、2.33 元，当前市值对应 PE 为 22.80/18.75/16.15，参考可比公司 2021 年估值 28.81 倍，维持公司“买入”评级。

图表 22：同行业公司估值情况

上市公司	代码	当前股价（元/股）	EPS(万得一致预测均值)			PE(万得一致预测均值)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
保龄宝	002286.SZ	10.80	0.17	0.58	--	65.30	18.54	--
金丹科技	300829.SZ	63.10	--	2.02	--	--	31.23	--
山东赫达	002810.SZ	65.84	1.35	1.80	2.44	27.39	36.67	27.02
行业均值						46.35	28.81	27.02

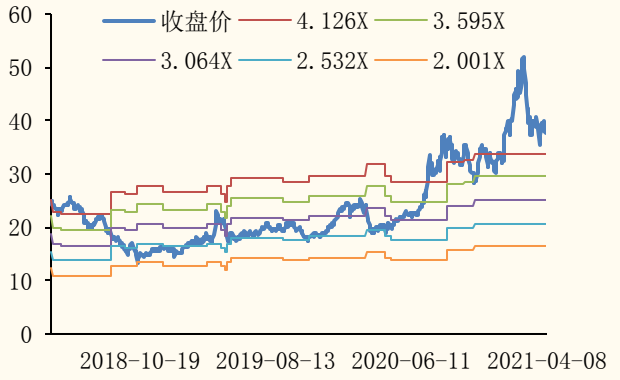
来源：wind，数据截止日期 2021 年 4 月 8 日，国金证券研究所

图表 23：公司历史 PE Band



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：公司历史 PB Band



来源：Wind，国金证券研究所

七、风险提示

- **产品价格下跌风险：**公司精细化工细分领域具有龙头地位，但在高盈利的吸引下，未来或有潜在新玩家加入，市场竞争可能加剧，产品价格有下跌风险。
- **产能建设及投放进度不及预期：**麦芽酚以及定远项目的新增产能投放进度可能不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**4,133**	**3,972**	**3,666**	**4,200**	**5,072**	**5,864**
增长率		-3.9%	-7.7%	14.6%	20.8%	15.6%
主营业务成本	-2,767	-2,729	-2,674	-2,856	-3,449	-3,987
%销售收入	67.0%	68.7%	72.9%	68.0%	68.0%	68.0%
毛利	1,366	1,243	992	1,344	1,623	1,876
%销售收入	33.0%	31.3%	27.1%	32.0%	32.0%	32.0%
营业税金及附加	-38	-32	-25	-21	-25	-29
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-130	-131	-54	-42	-51	-59
%销售收入	3.1%	3.3%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-80	-86	-122	-105	-127	-147
%销售收入	1.9%	2.2%	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-86	-137	-120	-139	-167	-193
%销售收入	2.1%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润（EBIT）	1,033	858	671	1,037	1,253	1,448
%销售收入	25.0%	21.6%	18.3%	24.7%	24.7%	24.7%
财务费用	-35	19	3	35	51	64
%销售收入	0.8%	-0.5%	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-17	-17	11	0	0	0
公允价值变动收益	9	6	93	0	0	0
投资收益	58	29	51	0	0	0
%税前利润	5.5%	3.1%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,063	940	840	1,072	1,303	1,513
营业利润率	25.7%	23.7%	22.9%	25.5%	25.7%	25.8%
营业外收支	-6	-3	-9	0	0	0
税前利润	**1,058**	**937**	**830**	**1,072**	**1,303**	**1,513**
利润率	25.6%	23.6%	22.7%	25.5%	25.7%	25.8%
所得税	-146	-129	-112	-145	-176	-203
所得税率	13.8%	13.7%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	912	808	719	927	1,128	1,309
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**912**	**809**	**719**	**927**	**1,128**	**1,309**
净利率	22.1%	20.4%	19.6%	22.1%	22.2%	22.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	912	808	719	927	1,128	1,309
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	225	248	266	293	331	363
非经营收益	-29	-46	-129	-6	0	0
营运资金变动	-144	-109	125	920	5	9
经营活动现金净流	**963**	**902**	**980**	**2,134**	**1,464**	**1,680**
资本开支	-507	-415	-860	-409	-340	-340
投资	24	-901	-98	0	0	0
其他	81	79	86	0	0	0
投资活动现金净流	**-402**	**-1,237**	**-872**	**-409**	**-340**	**-340**
股权募资	0	1	1	-108	0	0
债权募资	-209	-81	190	-163	-177	0
其他	-409	-246	-332	-392	-451	-524
筹资活动现金净流	**-618**	**-327**	**-141**	**-662**	**-628**	**-524**
现金净流量	**-57**	**-661**	**-33**	**1,062**	**497**	**817**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,976	1,776	1,139	2,201	2,698	3,514
应收款项	831	747	788	723	771	892
存货	311	373	340	352	425	492
其他流动资产	723	1,105	1,835	966	984	1,000
流动资产	3,840	4,000	4,102	4,242	4,878	5,897
%总资产	67.4%	65.1%	58.6%	58.6%	61.8%	66.4%
长期投资	96	127	234	234	234	234
固定资产	1,542	1,828	2,460	2,573	2,550	2,496
%总资产	27.1%	29.7%	35.1%	35.5%	32.3%	28.1%
无形资产	129	155	170	194	227	258
非流动资产	1,854	2,149	2,896	3,001	3,010	2,987
%总资产	32.6%	34.9%	41.4%	41.4%	38.2%	33.6%
资产总计	**5,695**	**6,149**	**6,998**	**7,243**	**7,887**	**8,884**
短期借款	181	101	292	177	0	0
应付款项	783	722	951	915	1,023	1,183
其他流动负债	323	302	260	294	330	382
流动负债	1,287	1,125	1,502	1,385	1,353	1,565
长期贷款	1	1	0	0	0	0
其他长期负债	487	542	549	483	483	483
负债	**1,775**	**1,667**	**2,051**	**1,868**	**1,836**	**2,048**
普通股股东权益	**3,920**	**4,482**	**4,946**	**5,374**	**6,050**	**6,836**
其中：股本	559	559	561	561	561	561
未分配利润	2,395	3,007	3,425	3,981	4,658	5,443
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
负债股东权益合计	**5,695**	**6,149**	**6,998**	**7,243**	**7,887**	**8,884**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.631	1.447	1.281	1.653	2.011	2.334
每股净资产	7.015	8.021	8.818	9.580	10.786	12.187
每股经营现金净流	1.724	1.614	1.746	3.804	2.611	2.996
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.360	0.435	0.406
回报率						
净资产收益率	23.26%	18.04%	14.53%	9.85%	11.12%	9.77%
总资产收益率	16.01%	13.15%	10.27%	6.10%	7.19%	6.26%
投入资本收益率	19.48%	14.54%	10.11%	8.43%	11.17%	10.26%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.75%	-3.89%	-7.69%	14.56%	20.76%	15.61%
EBIT增长率	-10.81%	-16.94%	-21.78%	54.62%	20.76%	15.61%
净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	29.05%	21.62%	16.09%
总资产增长率	0.37%	7.98%	13.80%	18.27%	2.44%	7.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.0	17.7	25.7	18.0	18.0	18.0
存货周转天数	41.1	45.7	48.7	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	43.8	40.0	51.8	50.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	116.1	163.1	175.1	154.0	118.6	93.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.96%	-47.42%	-25.15%	-47.38%	-51.08%	-56.98%
EBIT利息保障倍数	29.9	-45.4	-239.1	11.1	5.9	5.3
资产负债率	31.17%	27.11%	29.31%	38.13%	35.29%	35.89%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	8	21	68
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-25	买入	19.80	25.00～25.00
2	2019-08-29	买入	19.40	25.00～25.00
3	2019-10-29	买入	17.75	25.00～25.00
4	2020-02-29	买入	22.65	N/A
5	2020-03-06	买入	24.39	N/A
6	2020-04-27	买入	20.45	N/A
7	2020-08-28	买入	34.24	N/A
8	2020-11-01	买入	28.45	N/A

来源：国金证券研究所

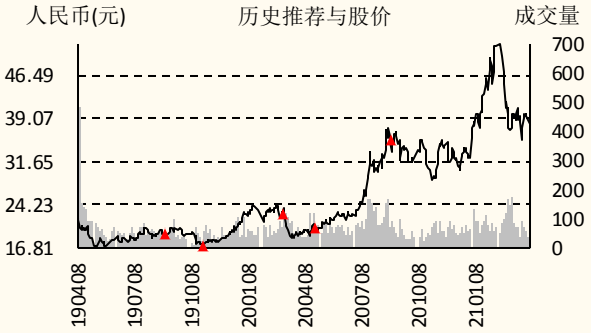
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402