太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-31

公司点评报告

买入/维持

金禾实业(002597)

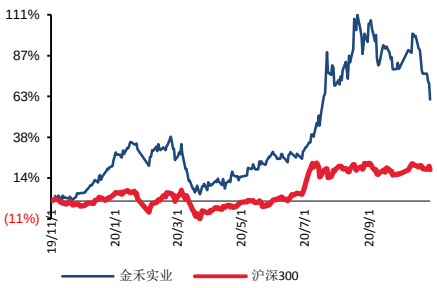
目标价：42

昨收盘：28.45

材料 材料II

# 业绩短期下滑，中长期持续看好

■ 走势比较




■ 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 561/559 |
| 总市值/流通(百万元) | 15,956/15,906 |
| 12 个月最高/最低(元) | 37.43/18.20 |

**相关研究报告：**

金禾实业（002597）《【太平洋化工】金禾实业：二季度业绩环比改善，受益代糖消费新趋势，维持“买入”》--2020/08/30

金禾实业（002597）《【太平洋化工】金禾实业一季报点评：短期业绩承压，持续看好公司未来发展》--2020/04/28

金禾实业（002597）《【太平洋化工深度】金禾实业：食品添加剂细分行业“隐形冠军”，中长期优质标的，维持“买入”》--2020/03/23

**证券分析师：柳强**

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

**事件：**公司发布 2020 年三季报，报告期实现营业收入 27.12 亿元，同比-9.42%；归母净利润 5.33 亿元，同比-12.74%。其中第三季度单季营业收入 8.83 亿元，同比-13.11%，环比-9.09%；归母净利润 1.76 亿元，同比-15.86%，环比-13.89%。

**主要观点：**

## 1. 汇率影响及发货量减少，拖累三季度业绩

公司主要业务为食品添加剂、大宗化学品、医药中间体、功能性化工品及中间体等生产和销售。其中基础化工板块主要服务于食品添加剂板块，为其提供生产原料，可谓一体化生产。**食品添加剂主要有甲乙基麦芽酚、安赛蜜和三氯蔗糖。**大宗化学品产品主要有双氧水、硝酸、液氨、三聚氰胺、碳铵、浓硫酸、双乙烯酮等。

**2020 年第三季度，公司业绩环比下滑，主要由于：（1）公司毛利率 30.17%，环比-1.82%。**我们认为主要由于三季度人民币兑美元升值，主要出口产品三氯蔗糖、麦芽粉和安赛蜜美元定价，换算为人民币显示价格环比微跌。同时，DMF 三季度均价 6527 元/吨，环比+33%，三氯蔗糖成本增加。**（2）二季度海外疫情，客户备货较多，当前海外疫情背景下，消费有所影响，三季度公司发货量有所减少。**

费用方面，2020 年第三季度，公司销售费用率 3.61%，环比+0.29%；管理费用率 6.75%，环比-0.79%；财务费用率-0.08%，环比+0.16%。资本开支方面，第三季度新增资本支出 2.04 亿元，在建工程达到 4.13 亿元，固定资产达到 16.56 亿元，在建工程/固定资产实现 24.94%。

## 2. 甜味剂行业隐形冠军，中长期持续向好

**代糖消费成为行业新趋势。甜味剂是仅次于调味品的第二大类食品添加剂，2018 年全球甜味配料市场中蔗糖和果葡萄糖浆合计占比约 90%，人工甜味剂占比仅 9%。出于健康、政府控糖、成本、市场等因素，人工甜味剂发展前景广阔。可口可乐公司，2019 年零糖可口保持两位数的增长，2020 年中国零糖产品继续保持强劲增长。**

**公司在食品添加剂细分领域，特别是甜味剂多个产品具有全球规模及成本优势，处于国内最高水平。**公司拥有三氯蔗糖（第五代高倍甜味剂）3000 吨/年，全球市占率 25%，在建 5000 吨/年，远超目前行

业第一 3500 吨/年的英国泰莱。甲乙基麦芽酚（香料）6000 吨/年，全球市占率第一，拟扩建增加 5000 吨/年。安赛蜜（第四代高倍甜味剂）1.2 万吨/年，全球市占率约 60%。

2020 年 9 月 22 日，公司隆重召开“确保年产 5000 吨三氯蔗糖项目 12 月底建成投产安装攻坚誓师大会”，确保该项目 2020 年底建成投产。**届时，公司三氯蔗糖规模全球第一，在 DMF 价格大幅上涨，导致三氯蔗糖成本上升（单耗 0.37），而产品价格压制的状态下，势必加速行业洗牌，落后产能出清。**

同时，由子公司金轩科技作为实施主体的年产 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 吨呋喃铵盐项目推进顺利，该项目预计营收 10.9 亿元。

**公司积极推进“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设。**爱乐甜产品已与多个茶饮、商超、烘焙连锁企业开展对接，并通过社群运行、品牌合作、线上和线下销售方式，为产品下一步市场拓展打开空间。**2020 年 7 月，公司来安生产基地糖浆生产车间新产品，爱乐甜 零卡糖浆（饮料浓浆）产品顺利试生产并开始交付订单。**

### 3. 盈利预测及评级

考虑海外需求影响，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.38 亿元、9.43 亿元、11.04 亿元，对应 EPS 1.32 元、1.68 元、1.97 元， PE 21.6、16.9、14.4 倍。**公司业绩短期下滑，但作为食品添加剂三氯蔗糖和安赛蜜（甜味剂）、甲乙基麦芽酚（香料）全球龙头，中长期向好，维持 “买入”评级。**

**风险提示：产品销量及价格下滑，在建项目投产进度不及预期。**

■ **盈利预测和财务指标：**

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 3,972 | 3,870 | 4,463 | 5,266 |
| (+/-%) | -3.9% | -2.6% | 15.3% | 18.0% |
| 净利润(百万元) | 809 | 738 | 943 | 1,104 |
| (+/-%) | -11.3% | -8.7% | 27.8% | 17.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.44 | 1.32 | 1.68 | 1.97 |
| 市盈率(PE) | 19.7 | 21.6 | 16.9 | 14.4 |

*资料来源：Wind，太平洋证券研究院*

表：盈利预测和财务指标

| 资产负债表 | | | | 单位：百万元 |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2019** | **2020E** | **2021E** | **2022E** |
| 货币资金 | 1,776 | 2,350 | 3,067 | 3,906 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 220 | 215 | 247 | 292 |
| 预付账款 | 65 | 64 | 71 | 84 |
| 存货 | 373 | 363 | 405 | 478 |
| 其他流动资产 | 1,047 | 1,047 | 1,047 | 1,047 |
| 流动资产合计 | 3,481 | 4,039 | 4,838 | 5,808 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 1,774 | 1,942 | 2,129 | 2,335 |
| 在建工程 | 53 | 58 | 64 | 71 |
| 无形资产 | 102 | 102 | 102 | 102 |
| 其他非流动资产 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 非流动资产合计 | 2,025 | 2,198 | 2,390 | 2,603 |
| **资产合计** | **5,506** | **6,238** | **7,228** | **8,411** |
| 短期借款 | 100 | 103 | 106 | 109 |
| 应付票据 | 373 | 373 | 373 | 373 |
| 应付账款 | 344 | 335 | 374 | 441 |
| 预收款项 | 39 | 38 | 43 | 51 |
| 其他应付款 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他流动负债 | 264 | 264 | 264 | 264 |
| 流动负债合计 | 1,125 | 1,118 | 1,165 | 1,244 |
| 长期借款 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应付债券 | 499 | 499 | 499 | 499 |
| 其他非流动负债 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 非流动负债合计 | 543 | 543 | 543 | 543 |
| **负债合计** | **1,667** | **1,661** | **1,708** | **1,787** |
| 归属母公司所有者权益 | 4,482 | 5,220 | 6,163 | 7,268 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **所有者权益合计** | 4,482 | 5,220 | 6,163 | 7,268 |
| **负债和股东权益** | **6,149** | **6,881** | **7,871** | **9,055** |

| 现金流量表 | | | | 单位：百万元 |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2019** | **2020E** | **2021E** | **2022E** |
| **经营活动现金流** | 1,762 | 1,033 | 1,226 | 1,404 |
| 现金收益 | 964 | 1,031 | 1,268 | 1,464 |
| 存货影响 | -62 | 9 | -42 | -73 |
| 经营性应收影响 | 625 | 5 | -42 | -59 |
| 经营性应付影响 | -58 | -9 | 44 | 76 |
| 其他影响 | 292 | -3 | -3 | -3 |
| **投资活动现金流** | -1,081 | -456 | -505 | -559 |
| 资本支出 | -532 | -491 | -540 | -594 |
| 股权投资 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 其他长期资产变化 | -578 | 5 | 5 | 5 |
| **融资活动现金流** | -253 | -2 | -4 | -5 |
| 借款增加 | -49 | 3 | 3 | 3 |
| 财务费用 | 19 | -5 | -7 | -8 |
| 股东融资 | -246 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债变化 | 24 | 0 | 0 | 0 |

| 利润表 | | | | 单位：百万元 |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2019** | **2020E** | **2021E** | **2022E** |
| **营业收入** | 3,972 | 3,870 | 4,463 | 5,266 |
| 营业成本 | 2,729 | 2,662 | 2,966 | 3,504 |
| 营业税金及附加 | 32 | 31 | 36 | 42 |
| 销售费用 | 131 | 128 | 143 | 169 |
| 管理费用 | 86 | 83 | 96 | 113 |
| 研发费用 | 137 | 135 | 152 | 179 |
| 财务费用 | -19 | 5 | 7 | 8 |
| 资产减值损失 | -13 | 2 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 投资收益 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| **营业利润** | 940 | 858 | 1,096 | 1,283 |
| 营业外收入 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 营业外支出 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| **利润总额** | 937 | 856 | 1,094 | 1,280 |
| 所得税 | 129 | 118 | 150 | 176 |
| **净利润** | 808 | 738 | 943 | 1,104 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 809 | 738 | 943 | 1,104 |
| NOPLAT | 740 | 717 | 923 | 1,086 |
| EPS（摊薄） | 1.44 | 1.32 | 1.68 | 1.97 |

| 主要财务比率 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2019** | **2020E** | **2021E** | **2022E** |
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | -3.9% | -2.6% | 15.3% | 18.0% |
| EBIT增长率 | -16.9% | -3.1% | 28.8% | 17.6% |
| 归母公司净利润增长率 | -11.3% | -8.7% | 27.8% | 17.1% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 31.3% | 31.2% | 33.5% | 33.5% |
| 净利率 | 20.4% | 19.1% | 21.1% | 21.0% |
| ROE | 18.0% | 14.1% | 15.3% | 15.2% |
| ROIC | 16.7% | 13.9% | 15.1% | 15.1% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 27.1% | 24.1% | 21.7% | 19.7% |
| 债务权益比 | 14.4% | 12.4% | 10.5% | 9.0% |
| 流动比率 | 309.5% | 361.3% | 415.1% | 466.8% |
| 速动比率 | 276.4% | 328.8% | 380.4% | 428.4% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转天数 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 应付账款周转天数 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 存货周转天数 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 1.44 | 1.32 | 1.68 | 1.97 |
| 每股经营现金流 | 3.14 | 1.84 | 2.19 | 2.50 |
| 每股净资产 | 7.99 | 9.31 | 10.99 | 12.96 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 19.7 | 21.6 | 16.9 | 14.4 |
| P/B | 3.6 | 3.1 | 2.6 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 15.2 | 14.4 | 11.7 | 10.1 |

*资料来源：Wind，太平洋证券研究院*

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

# 销 售 团 队


| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。