资源与环境研究中心

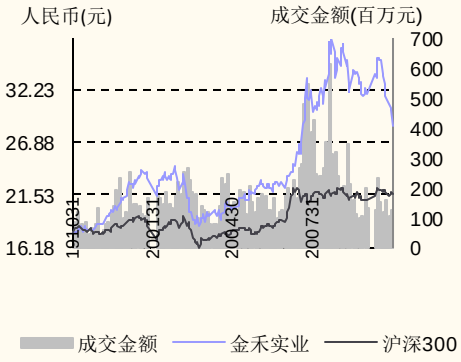
金禾实业 (002597.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：28.45 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)	159.56
年内股价最高最低(元)	37.43/17.71
沪深 300 指数	4695
中小板综	12240



相关报告

1.《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

2.《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

3.《业绩符合预期，持续深化产业链布局-【国金基化】金禾实业年报点...》，2020.3.6

4.《成本不断优化，持续完善产业链布局-【国金基化】金禾实业点评报...》，2020.2.29

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

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

业绩基本符合预期，在建项目落地助力成长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,133	3,972	4,001	4,911	5,471
营业收入增长率	-7.75%	-3.89%	0.74%	22.73%	11.41%
归母净利润(百万元)	912	809	806	1,067	1,149
归母净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-0.37%	32.43%	7.63%
摊薄每股收益(元)	1.631	1.447	1.442	1.910	2.055
每股经营性现金流净额	1.72	1.61	2.25	2.45	2.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.26%	18.04%	16.76%	19.59%	18.72%
P/E	9.74	15.62	19.73	14.90	13.84
P/B	2.27	2.82	3.31	2.92	2.59

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年三季报，2020 年 1 月-9 月，公司实现营收 27.12 亿元，同比下滑 9.42%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比下滑 12.74%；其中三季度单季实现营业收入 8.83 亿元，同比下滑 13.11%，归母净利润 1.76 亿元，同比下滑 15.86%。

经营分析

- **精细化工三季度盈利有所下滑，基础化工变化不大。**2020 年上半年公司精细化工产品出口较多，下游客户有所囤货，导致公司三季度精细化工产品的销量环比下滑。从产品价格方面来看，目前安赛蜜价格 5.5-6 万元/吨，三氯蔗糖 20 万元/吨左右，甲基麦芽酚 9 万元/吨左右，乙基麦芽酚 8 万元/吨左右，2020 年三季度产品价格与 2020 年上半年相比，基本保持稳定。我们认为，精细化工和基础化工产品价格当前处于相对底部位置，未来下跌空间不大。
- **围绕核心产品实施技改和产能扩张，持续降本增效。**公司三季度在建工程共计 4.13 亿元，主要系公司年产 5000 吨三氯蔗糖项目、循环经济产业园一期等新建项目增加所致，公司围绕核心产品正在有条不紊实施多个技改项目，我们认为随着公司产能的逐步达产，公司的核心产品优势将进一步突出，并带来业绩增厚。
- **优势产品投产在即，未来成长确定性强。**根据公告披露，公司年产 5000 吨三氯蔗糖项目生产车间主体厂房基础部分已基本完成；年产 5000 吨甲乙基麦芽酚项目正在推进相关行政审批工作；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 吨呋喃铵盐等项目主体工程已完成封顶。预计这些项目的达产，将为公司的中长期成长注入动力。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.06 亿元（下调 11.7%）、10.67 亿元（下调 2.7%）和 11.5 亿元（下调 2.7%）。EPS 分别为 1.4 元、1.9 元、2.1 元，当前市值对应 PE 为 19.7/14.9/13.8，维持“买入”评级。

风险提示

- 产品销量不及预期；产品价格下跌风险；产能建设及投放进度不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,480**	**4,133**	**3,972**	**4,001**	**4,911**	**5,471**
增长率		-7.7%	-3.9%	0.7%	22.7%	11.4%
主营业务成本	-2,966	-2,767	-2,729	-2,746	-3,274	-3,690
%销售收入	66.2%	67.0%	68.7%	68.6%	66.7%	67.5%
毛利	1,514	1,366	1,243	1,255	1,637	1,781
%销售收入	33.8%	33.0%	31.3%	31.4%	33.3%	32.5%
营业税金及附加	-32	-38	-32	-32	-39	-44
%销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-175	-130	-131	-132	-162	-180
%销售收入	3.9%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-149	-80	-86	-86	-106	-118
%销售收入	3.3%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	0	-86	-137	-136	-167	-186
%销售收入	0.0%	2.1%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润（EBIT）	1,158	1,033	858	869	1,164	1,253
%销售收入	25.8%	25.0%	21.6%	21.7%	23.7%	22.9%
财务费用	-55	-35	19	7	13	18
%销售收入	1.2%	0.8%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-5	-17	-13	-2	0	0
公允价值变动收益	-12	9	6	2	3	2
投资收益	107	58	29	50	50	50
%税前利润	8.9%	5.5%	3.1%	5.4%	4.0%	3.8%
营业利润	1,207	1,063	940	931	1,234	1,328
营业利润率	26.9%	25.7%	23.7%	23.3%	25.1%	24.3%
营业外收支	1	-6	-3	2	1	1
税前利润	1,208	1,058	937	933	1,235	1,329
利润率	27.0%	25.6%	23.6%	23.3%	25.2%	24.3%
所得税	-164	-146	-129	-127	-168	-181
所得税率	13.6%	13.8%	13.7%	13.6%	13.6%	13.6%
净利润	1,044	912	808	806	1,067	1,149
少数股东损益	22	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,022**	**912**	**809**	**806**	**1,067**	**1,149**
净利率	22.8%	22.1%	20.4%	20.1%	21.7%	21.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,044	912	808	806	1,067	1,149
少数股东损益	22	0	0	0	0	0
非现金支出	220	225	248	278	319	361
非经营收益	-46	-29	-46	-20	-22	-17
营运资金变动	-114	-144	-109	196	4	5
经营活动现金净流	**1,103**	**963**	**902**	**1,259**	**1,368**	**1,498**
资本开支	-501	-507	-415	-597	-629	-629
投资	-120	24	-901	2	3	2
其他	77	81	79	50	50	50
投资活动现金净流	**-544**	**-402**	**-1,237**	**-545**	**-576**	**-577**
股权募资	0	0	1	-126	0	0
债权募资	638	-209	-81	61	100	100
其他	-344	-409	-246	-386	-459	-496
筹资活动现金净流	**294**	**-618**	**-327**	**-451**	**-359**	**-396**
现金净流量	**854**	**-57**	**-661**	**263**	**433**	**525**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,404	1,976	1,776	2,039	2,472	2,997
应收款项	902	831	747	582	715	796
存货	312	311	373	337	402	453
其他流动资产	1,374	723	1,105	1,112	1,125	1,136
流动资产	3,991	3,840	4,000	4,070	4,714	5,382
%总资产	70.4%	67.4%	65.1%	62.3%	62.9%	63.9%
长期投资	146	96	127	127	127	127
固定资产	1,376	1,542	1,828	2,158	2,447	2,693
%总资产	24.2%	27.1%	29.7%	33.0%	32.7%	32.0%
无形资产	94	129	155	179	202	225
非流动资产	1,682	1,854	2,149	2,465	2,777	3,045
%总资产	29.6%	32.6%	34.9%	37.7%	37.1%	36.1%
资产总计	**5,673**	**5,695**	**6,149**	**6,535**	**7,490**	**8,428**
短期借款	389	181	101	0	0	0
应付款项	1,048	819	760	795	949	1,069
其他流动负债	327	287	264	229	290	319
流动负债	1,764	1,287	1,125	1,024	1,239	1,388
长期贷款	2	1	1	201	301	401
其他长期负债	459	487	542	503	503	503
负债	**2,225**	**1,775**	**1,667**	**1,728**	**2,043**	**2,291**
普通股股东权益	**3,449**	**3,920**	**4,482**	**4,807**	**5,447**	**6,136**
其中：股本	564	559	559	559	559	559
未分配利润	1,909	2,395	3,007	3,490	4,131	4,820
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**5,673**	**5,695**	**6,149**	**6,535**	**7,490**	**8,428**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.812	1.631	1.447	1.442	1.910	2.055
每股净资产	6.112	7.015	8.021	8.603	9.748	10.982
每股经营现金净流	1.956	1.724	1.614	2.254	2.448	2.680
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.577	0.764	0.822
回报率						
净资产收益率	29.64%	23.26%	18.04%	16.76%	19.59%	18.72%
总资产收益率	18.02%	16.01%	13.15%	12.33%	14.25%	13.63%
投入资本收益率	23.38%	19.48%	14.54%	13.64%	16.10%	15.39%
增长率						
主营业务收入增长率	19.30%	-7.75%	-3.89%	0.74%	22.73%	11.41%
EBIT增长率	106.82%	-10.81%	-16.94%	1.36%	33.88%	7.69%
净利润增长率	85.37%	-10.83%	-11.28%	-0.37%	32.43%	7.63%
总资产增长率	32.17%	0.37%	7.98%	6.27%	14.62%	12.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.1	14.0	17.7	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	41.7	41.1	45.7	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	46.8	43.8	40.0	38.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	108.6	116.1	163.1	164.7	133.3	116.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.42%	-39.96%	-47.42%	-47.63%	-48.14%	-49.67%
EBIT利息保障倍数	21.0	29.9	-45.4	-130.7	-92.2	-68.9
资产负债率	39.21%	31.17%	27.11%	26.44%	27.28%	27.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

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

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH