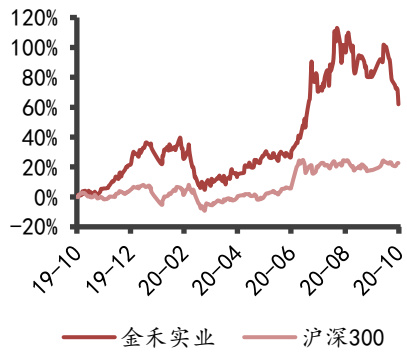
三季度业绩略有下滑，弱周期属性将增强

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-31
收盘价（元）	28.45
近 12 个月最高/最低（元）	39.50/17.49
总股本（百万股）	560.83
流通股本（百万股）	559.10
流通股比例（%）	99.69
总市值（亿元）	159.56
流通市值（亿元）	159.07

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊
执业证书号：S0010120080034
电话：13261762913
邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《金禾实业：食品添加剂板块稳步增长，消费属性持续增强》2020.8.28
《金禾实业：全球食品添加剂领军者》2020.8.18

事件描述：

10 月 31 日，公司公告 2020 年第三季度报告。据公告，2020 前三季度公司实现营收 27.12 亿元，同比下降 9.42%；归母净利润 5.33 亿元，同比下降 12.74%；扣非后归母净利润 4.44 亿元，同比下降 21.41%；加权平均 ROE 为 11.52%，同比下降 3.63 个百分点；经营活动现金流净额为 5.22 亿元，同比下降 8.10%。

➢ 三季度业绩略有下滑，看好后续发展

2020 前三季度，公司实现毛利润 5.37 亿元，同比下降 20.68%；净利率 19.64%，同比下降 0.75 个百分点。前三季度，公司管理费用 0.82 亿元，同比增长 34.43%；销售费用 0.99 亿元，同比增加 3.13%。公司经营活动净现金流 5.22 亿元，同比下降 8.10%；投资活动净现金流为 3.42 亿元，同比上升 74.49%；筹资活动净现金流为 2.25 亿元，同比下降 42.01%。公司净现比为 0.98，同比上升 0.05；存货周转天数为 50 天，同比增加 6 天。公司应收账款由期初的 2.20 亿元增加至 3.91 亿元，上升了 77.70%，主要是公司对年末销售回款控制严格所致。在建工程由期初的 0.53 亿元增加至 4.13 亿元，上升了 677.30%，主要是公司年产 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。管理费用由期初的 0.61 亿元增加至 0.82 亿元，上升了 35.02%，主要是公司第一期核心员工持股计划确认的管理费用所致。投资活动产生的现金流量净额由期初的 1.96 亿元增加至 3.42 亿元，上升了 74.17%，主要是本期投资支付的现金较多所致。筹资活动产生的现金流量净额由期初的 3.88 亿元降低至 2.25 亿元，下降了 42.02%；主要是上期支付的股份回购款较多所致。

单季度来看，Q3 公司实现营收 8.83 亿元，同比下降 13.11%，环比下降 9.16%；毛利润 1.67 亿元，同比下降 22.69%，环比下降 17.73%；归母净利润 1.76 亿元，同比下降 15.86%，环比下降 14.15%；净利率 19.95%，同比下降 0.66 个百分点，环比下降 1.12 个百分点。

➢ 公司主要产品价格下滑，依旧具有成本优势

安赛蜜方面，公司 20Q2 末安赛蜜价格范围在 6-6.5 万元/吨；20Q3 末，为 5.8-6 万元/吨，环比略有下降，主要受到对手报价以及需求减弱的影响；10 月 30 日，公司安赛蜜最新价格保持在 Q3 水平，预计 Q4 价格变化不大。公司主要竞争对手山东亚邦 Q3 价格也略有下跌，从 20Q2 末的 5.8-6 万元/吨，下降到 20Q3 末的 5.6-5.7 万元/吨。

三氯蔗糖方面，公司 20Q2 末三氯蔗糖价格范围在 21-23 万元/吨；20Q3 末为 20-21 万元/吨；10 月 30 日，三氯蔗糖最新报价继续下降到 20 万元/吨。广业清怡、三和维信、南通常海等公司主要竞争对手二季度至今价格一直维持在 23 万元/吨左右，高于公司报价。公司价格较低主要因为公司的三氯蔗糖生产成本远低于竞争对手，利用成本优势可以通过低价进一步打开市场，增加销量，提高市占率。随着公司 5000 吨三氯蔗糖项目投产后，规模效应进一步提升，会进一步降低公司生产成本，带来新的业绩增量。

麦芽酚方面，公司 20Q2 末乙基麦芽酚报价 9 万元/吨；20Q3 末为 9.5

万元/吨，乙基麦芽酚报价 8 万元/吨，环比有所下降。公司主要竞争对手陕西天汉生物乙基麦芽酚报价一直保持在 10-11 万元/吨左右，高于公司报价。公司价格较低主要因为公司的麦芽酚生产成本远低于竞争对手，在需求减弱的环境下，低价促销可以占领市场，提高产品渗透率。

➢ **公司正从强周期公司向弱周期公司转型**

公司不断扩张食品添加剂产业链，提高弱周期产品比例。2017 年公司剥离了其子公司华尔泰化工，削减了基础化工业务，弱周期的食品添加剂营收占比从 2012 年的 17.0%上升到 2019 年的 46.6%。未来几年公司主要的扩能计划都集中在食品添加剂和定远项目上，并无扩大大宗化工原料产能的计划。定远项目产品主要是食品添加剂的中间体，并非大宗的化学品，周期性较弱，且规划中的基础化工业务下游高附加值产品（IC 级双氧水、IC 级氨水、IC 级硫酸）也在有序推进，助于公司弱周期产品比例的提升。我们预计到 2021 年，公司食品添加剂营收占比将提高到 60%左右，大宗化工原料营收占比下降到 25%左右；到 2025 年，强周期的大宗化工原料产品营收占比有望下降到 10%以下，公司整体实现向弱周期的转变。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.96、10.86、13.26 亿元，同比增速为-1.6%、36.5%、22.1%。对应 PE 分别为 20.05、14.69 和 12.03 倍。维持“买入”评级。

风险提示

疫情影响海外食品添加剂需求，国际关系变化影响公司产品出口，产品产能提升进度不达预期，食品添加剂技术扩散的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3972	3993	4786	5815
(+/-) (%)	-3.9%	0.5%	19.9%	21.5%
归母净利润	809	796	1086	1326
(+/-) (%)	-11.3%	-1.6%	36.5%	22.1%
EPS(元)	1.44	1.42	1.94	2.36
P/E	15.68	20.05	14.69	12.03

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4000	4136	4963	6111
现金	1776	1572	2287	3306
应收账款	220	172	221	281
其他应收款	8	7	10	11
预付账款	65	74	82	98
存货	373	319	378	474
其他流动资产	1559	1991	1984	1941
非流动资产	2149	2792	3171	3611
长期投资	4	4	4	4
固定资产	1774	2366	2710	3175
无形资产	102	136	161	185
其他非流动资产	269	287	296	247
资产总计	6149	6928	8135	9722
流动负债	1125	1102	1220	1477
短期借款	100	0	0	0
应付账款	344	321	347	449
其他流动负债	681	782	873	1029
非流动负债	543	543	543	543
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	542	542	542	542
负债合计	1667	1645	1762	2020
少数股东权益	0	6	8	12
股本	559	559	559	559
资本公积	395	395	395	395
留存收益	3529	4324	5411	6737
归属母公司股东权益	4482	5278	6364	7690
负债和股东权益	6149	6928	8135	9722

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	906	1059	1425	1822
净利润	809	796	1086	1326
折旧摊销	235	479	293	326
财务费用	-18	37	35	35
投资损失	-29	0	0	0
营运资金变动	-109	-261	6	128
其他经营现金流	936	1065	1085	1205
投资活动现金流	-1237	-1124	-675	-769
资本支出	-415	-1124	-675	-769
长期投资	-901	0	0	0
其他投资现金流	79	0	0	0
筹资活动现金流	-337	-138	-35	-35
短期借款	-80	-100	0	0
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-240	-37	-35	-35
现金净增加额	-657	-203	715	1018

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3972	3993	4786	5815
营业成本	2729	2703	3093	3773
营业税金及附加	32	32	40	48
销售费用	131	140	167	204
管理费用	86	100	120	145
财务费用	-19	-13	-23	-49
资产减值损失	-13	-2	-2	-3
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	29	0	0	0
营业利润	940	932	1266	1546
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	937	932	1266	1546
所得税	129	130	177	216
净利润	808	801	1089	1330
少数股东损益	0	5	2	4
归属母公司净利润	809	796	1086	1326
EBITDA	1093	1377	1515	1798
EPS（元）	1.44	1.42	1.94	2.36

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	-3.9%	0.5%	19.9%	21.5%
营业利润	-11.6%	-0.8%	35.8%	22.2%
归属于母公司净利润	-11.3%	-1.6%	36.5%	22.1%
获利能力				
毛利率（%）	31.3%	32.3%	35.4%	35.1%
净利率（%）	20.4%	19.9%	22.7%	22.8%
ROE（%）	18.0%	15.1%	17.1%	17.2%
ROIC（%）	14.6%	13.4%	15.3%	15.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	27.1%	23.7%	21.7%	20.8%
净负债比率（%）	37.2%	31.1%	27.7%	26.2%
流动比率	3.56	3.75	4.07	4.14
速动比率	3.17	3.40	3.69	3.75
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.58	0.59	0.60
应收账款周转率	18.04	23.18	21.64	20.72
应付账款周转率	7.94	8.43	8.91	8.41
每股指标（元）				
每股收益	1.44	1.42	1.94	2.36
每股经营现金流薄）	1.62	1.89	2.54	3.25
每股净资产	7.99	9.41	11.35	13.71
估值比率				
P/E	15.68	20.05	14.69	12.03
P/B	2.83	3.02	2.51	2.07
EV/EBITDA	10.48	10.77	9.32	7.28

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。