太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-30

公司点评报告

买入/维持

金禾实业(002597)

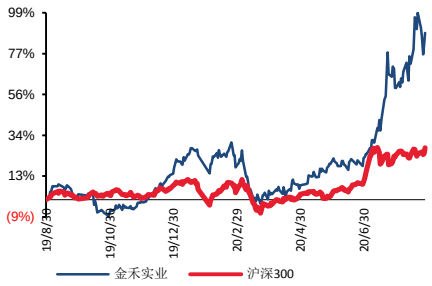
目标价：45

昨收盘：35.43

材料 材料II

二季度业绩环比改善，受益代糖消费新趋势，维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	559/557
总市值/流通(百万元)	19,797/19,736
12 个月最高/最低(元)	37.43/17.58

相关研究报告：

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

金禾实业（002597）《【太平洋化工】金禾实业：2019 业绩符合预期，不断加深食品添加剂护城河，维持“买入”》--2020/03/06

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 年中报，报告期实现营业收入 18.29 亿元，同比-7.53%；归母净利润 3.57 亿元，同比-11.11%。其中第二季度单季营业收入 9.72 亿元，同比-9.15%，环比+13.3%；归母净利润 2.05 亿元，同比-7.19%，环比+34.78%；扣非后归母净利润 1.75 亿元，同比-21.14%，环比+31.48%。

主要观点：

1. 食品添加剂业务占比提升，二季度业绩环比改善

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 年一季度，公司营收及盈利下滑，主要受疫情影响下游需求、物流发货，同时大宗化学品价格下跌。2020 年二季度，随着物流恢复，国内疫情改善，公司销售恢复，特别是食品添加剂产品，销量环比大幅提升，以量补价。公司二季度综合毛利率 31.98%，环比提升 2.22 个百分点。2020 年 H1，公司食品添加剂产品实现营收 10.42 亿元，同比+7.76%；营收占比 56.95%，同比提升 8.08 个百分点；毛利率 39.59%，同比下滑 6.85 个百分点，主要是三氯蔗糖及麦芽粉产品价格同比下滑。大宗化学品产品实现营收 5.74 亿元，同比下降 23.44%；营收占比 31.4%，同比下降 6.52 个百分点；毛利率 22.89%，同比上升 1.15 个百分点。公司出口营收 6.3 亿元，同比+18.89%，预计主要由于食品添加剂出口增加。预计公司未来，更偏消费属性的食品添加剂板块营收占比将进一步提升，能有效平抑基础化工品价格的波动，抗周期性增强。

2. 代糖消费新趋势，公司多个项目储备促成长

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。添加赤藓糖醇的元气森林更是成为网红爆款“零糖”饮料。

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%。

截止报告期末，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，相关设备已陆续完成订货；年产 5000 吨甲乙基麦芽酚项目正在推进相关行政审批工作；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 吨呋喃铵盐等项目目前部分主体工程已完成封顶，设备已陆续完成订货。

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。

3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.11 亿元、9.76 亿元、11.54 亿元，对应 EPS 1.45 元、1.75 元、2.06 元， PE 14、11.6、9.8 倍。**自 2020 年 3 月 21 日《金禾实业深度报告：食品添加剂细分行业“隐形冠军”，中长期优质标的，维持“买入”》发布以来，公司涨幅 78%，公司价值得到市场认可。站在当前时点，考虑公司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，在建多个项目加深护城河促成长，叠加消费属性估值切换，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	4,067	4,627	5,426
(+/-%)	-3.9%	2.4%	13.8%	17.3%
净利润(百万元)	809	812	1,004	1,169
(+/-%)	-11.3%	0.5%	23.5%	16.5%
摊薄每股收益(元)	1.45	1.45	1.80	2.09
市盈率(PE)	24.5	24.4	19.7	16.9

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	2,412	3,191	4,096
应收票据	0	0	0	0
应收账款	220	225	256	301
预付账款	65	66	73	86
存货	373	377	416	488
其他流动资产	1,047	1,047	1,047	1,047
流动资产合计	3,481	4,129	4,984	6,018
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**	**6,327**	**7,375**	**8,621**
短期借款	100	103	106	109
应付票据	373	373	373	373
应付账款	344	348	384	450
预收款项	39	40	45	53
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	1,133	1,177	1,255
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**	**1,675**	**1,720**	**1,797**
归属母公司所有者权益	4,482	5,294	6,298	7,467
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	4,482	5,295	6,298	7,467
负债和股东权益	**6,149**	**6,970**	**8,018**	**9,264**

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	1,095	1,288	1,470
现金收益	964	1,105	1,328	1,529
存货影响	-62	-5	-39	-72
经营性应收影响	625	-8	-40	-59
经营性应付影响	-58	5	41	74
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	-6
借款增加	-49	3	3	3
财务费用	19	-5	-7	-9
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	4,067	4,627	5,426
营业成本	2,729	2,763	3,047	3,576
营业税金及附加	32	33	37	44
销售费用	131	130	148	174
管理费用	86	85	97	114
研发费用	137	138	157	184
财务费用	-19	5	7	9
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	945	1,166	1,358
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	937	942	1,163	1,355
所得税	129	129	160	186
净利润	808	812	1,004	1,169
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	809	812	1,004	1,169
NOPLAT	740	791	984	1,151
EPS（摊薄）	1.45	1.45	1.80	2.09

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%	2.4%	13.8%	17.3%
EBIT增长率	-16.9%	6.9%	24.3%	17.0%
归母公司净利润增长率	-11.3%	0.5%	23.5%	16.5%
获利能力				
毛利率	31.3%	32.1%	34.2%	34.1%
净利率	20.4%	20.0%	21.7%	21.5%
ROE	18.0%	15.3%	15.9%	15.7%
ROIC	16.7%	15.1%	15.8%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	27.1%	24.0%	21.4%	19.4%
债务权益比	14.4%	12.2%	10.3%	8.7%
流动比率	309.5%	364.4%	423.4%	479.6%
速动比率	276.4%	331.1%	388.1%	440.7%
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	1.45	1.45	1.80	2.09
每股经营现金流	3.15	1.96	2.31	2.63
每股净资产	8.02	9.48	11.27	13.36
估值比率				
P/E	24.5	24.4	19.7	16.9
P/B	4.4	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA	18.7	16.6	13.7	11.9

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。