金禾实业（002597）

公司研究/点评报告

业绩环比改善，食品添加剂有望持续发力

—金禾实业（002597）2020 年中报点评

点评报告/基础化工　　2020 年 08 月 31 日

一、事件概述

8 月 27 日，公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现营业收入 18.29 亿元，同比下降 7.53%，实现归母净利润 3.57 亿元，同比下降 11.11%。其中 2020Q2 实现营业收入 9.72 亿元，环比增长 13.42%，实现归母净利润 2.05 亿元，环比增长 34.87%。

二、分析与判断

➢ Q2 业绩环比改善，毛利率有所回升

2020H1 公司大宗化学品营收 5.74 亿元，同比下降 23.44%，板块占比 31.40%，主要因为大宗化学品产销量及价格受疫情影响均出现下滑，据百川盈孚数据，2020H1 三聚氰胺、甲醛和硫酸价格分别同比下降 17.97%、24.38%和 57.12%。单季度来看，Q2 业绩环比明显改善，公司实现归母净利润 2.05 亿元，环比增长 34.87%；毛利率 31.98%，环比提升 2.22pct，主要得益于三氯蔗糖等产品销量增长。

➢ 积极布局海内外市场，食品添加剂有望持续稳定发力

2020H1 公司食品添加剂板块实现营收 10.42 亿元，同比增长 7.76%，板块占比 56.95%。国内市场方面，公司积极推动“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设，推出了 1 倍和 6 倍甜度的代糖，目前已与多个茶饮、商超、烘焙连锁企业开展对接；海外市场方面，公司甜味剂及香料产品通过了美国 FDA 现场检查，加大了食品添加剂的海外出口量，2020H1 公司产品外销 6.3 亿元，占比 34.47%，相较 2019 年提升 9.44pct。

➢ 重点项目上马，静待新产能释放

公司 5000 吨三氯蔗糖项目的生产车间主体厂房基本完工，该项目总投资 8.64 亿元，投产后可实现收入 10.27 亿元。子公司金沃生物 5000 吨甲乙基麦芽酚项目的行政审批工作正在推进，该项目总投资 5.71 亿元，投产后可实现收入 5.49 亿元，净利润 1.65 亿元。同时，子公司金轩科技 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 吨呋喃铵盐项目的部分主体工程已完成封顶，该项目总投资 3.6 亿元，投产后可实现收入 10.88 亿元。重点项目产能逐步释放将助力公司打开新的成长空间。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益 1.51、1.94 和 2.27 元，对应 PE 分别为 23、18 和 16 倍，参考 SW 其他化学制品板块当前平均 37 倍 PE 水平，考虑公司重点项目投产在即，将显著增厚公司业绩，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

产品价格波动风险；新建项目产能释放不及预期；安全生产风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,972	4,075	5,043	5,621
增长率（%）	-3.9%	2.6%	23.8%	11.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	809	843	1,086	1,266
增长率（%）	-11.3%	4.2%	28.8%	16.6%
每股收益（元）	1.45	1.51	1.94	2.27
PE（现价）	24.48	23.48	18.23	15.64
PB	2.82	3.72	3.09	2.58

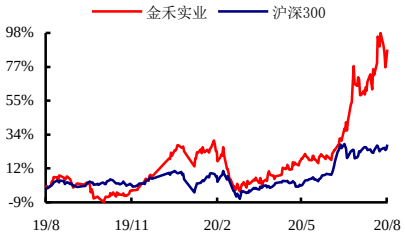
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：35.43 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	37.43/17.58
总股本（百万股）	559
流通股本（百万股）	557
流通股比例（%）	99.69
总市值（亿元）	198
流通市值（亿元）	197

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号：S0100519100001

电话：021-60876731

邮箱：liji@mszq.com

研究助理：任杰

执业证号：S0100120070029

电话：021-60876731

邮箱：renjie@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,972	4,075	5,043	5,621
营业成本	2,729	2,758	3,311	3,604
营业税金及附加	32	33	43	46
销售费用	131	131	164	182
管理费用	86	88	105	120
研发费用	137	147	247	320
EBIT	858	919	1,173	1,350
财务费用	-19	-5	-14	-32
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	29	30	37	42
营业利润	940	978	1,259	1,468
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	937	978	1,259	1,468
所得税	129	135	173	202
净利润	808	843	1,086	1,266
归属于母公司净利润	809	843	1,086	1,266
EBITDA	1,093	1,119	1,377	1,552

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,776	1,547	2,039	2,746
应收账款及票据	220	838	1,042	1,179
预付款项	65	76	88	94
存货	373	325	405	453
其他流动资产	1,567	1,566	1,569	1,570
流动资产合计	4,000	4,352	5,143	6,042
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1,774	2,244	2,712	3,180
无形资产	102	113	124	135
非流动资产合计	2,149	2,630	3,108	3,588
资产合计	6,149	6,982	8,251	9,629
短期借款	100	0	0	0
应付账款及票据	716	801	921	998
其他流动负债	308	314	377	411
流动负债合计	1,125	1,114	1,298	1,410
长期借款	1	1	1	1
其他长期负债	542	542	542	542
非流动负债合计	543	543	543	543
负债合计	1,667	1,657	1,840	1,952
股本	559	559	559	559
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,482	5,325	6,411	7,677
负债和股东权益合计	6,149	6,982	8,251	9,629

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-3.9%	2.6%	23.8%	11.5%
EBIT 增长率	-16.9%	7.1%	27.7%	15.0%
净利润增长率	-11.3%	4.2%	28.8%	16.6%
盈利能力				
毛利率	31.3%	32.3%	34.3%	35.9%
净利润率	20.4%	20.7%	21.5%	22.5%
总资产收益率 ROA	13.2%	12.1%	13.2%	13.1%
净资产收益率 ROE	18.0%	15.8%	16.9%	16.5%
偿债能力				
流动比率	3.56	3.91	3.96	4.29
速动比率	3.17	3.54	3.58	3.90
现金比率	1.58	1.39	1.57	1.95
资产负债率	27.1%	23.7%	22.3%	20.3%
经营效率				
应收账款周转天数	20.23	15.75	16.87	17.62
存货周转天数	49.83	43.07	44.62	45.84
总资产周转率	0.65	0.58	0.61	0.58
每股指标（元）				
每股收益	1.45	1.51	1.94	2.27
每股净资产	8.02	9.53	11.47	13.74
每股经营现金流	1.62	1.02	2.10	2.48
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.48	23.48	18.23	15.64
PB	2.82	3.72	3.09	2.58
EV/EBITDA	10.48	16.76	13.26	11.31
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	808	843	1,086	1,266
折旧和摊销	235	200	203	202
营运资金变动	-109	-491	-116	-79
经营活动现金流	906	567	1,175	1,387
资本开支	-415	-681	-681	-681
投资	-901	0	0	0
投资活动现金流	-1,237	-651	-644	-639
股权募资	1	0	0	0
债务募资	100	-100	0	0
筹资活动现金流	-337	-145	-40	-40
现金净流量	-657	-229	492	708

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

任杰，民生证券基础化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，2020年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。