

强烈推荐-A (维持)

金禾实业 002597.SZ

目标估值: NA-NA 元

当前股价: 34.24 元

2020年08月27日

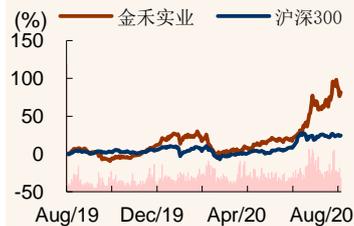
二季度业绩环比大幅改善, 新项目快速推进

基础数据

上证综指	3350
总股本(万股)	55878
已上市流通股(万股)	55704
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	191
每股净资产(MRQ)	8.1
ROE(TTM)	16.8
资产负债率	25.9%
主要股东	安徽金瑞投资集团有
主要股东持股比例	44.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	39	73
相对表现	-5	23	48



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《金禾实业(002597)一业绩受疫情影响同比下滑, 食品添加剂产品价格保持稳定》2020-04-27
- 2、《金禾实业(002597)一食品添加剂龙头地位稳固, 新产能陆续投放中》2020-03-06
- 3、《金禾实业(002597)一2019年业绩符合预期, 持续资本支出保障未来发展》2020-02-28

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

曹承安

caochengan@cmschina.com.cn
S1090520080002

事件: 公司发布 2020 年半年报, 报告期内实现营业收入 18.3 亿元, 同比下降 7.53%, 归母净利润 3.57 亿元, 同比下降 11.1%, 扣非净利润 3.1 亿元, 同比下降 19.7%; 其中 2020Q2 实现收入 9.72 亿元, 同比下降 9.2%, 环比增长 13.4%, 归母净利润 2.05 亿元, 同比下降 7.2%, 环比增长 34.9%, 业绩符合预期。

- **上半年食品添加剂业务稳中有增, 为新产能放量做了充分准备。**2020H1 公司食品添加剂实现收入 10.4 亿元, 同比增长 7.8%, 毛利率 39.6%, 同比下降 6.9 pct, 目前公司安赛蜜、三氯蔗糖和麦芽酚等产品的产能和市场占有率继续保持全球领先地位, 因在海外疫情初期对市场做到了较好的预判, 上半年公司加大了食品添加剂产品的海外出口量, 有效降低了疫情影响。针对三氯蔗糖、麦芽酚以及佳乐麝香等产品的产能建设和规划, 公司根据市场竞争环境变化, 在确保年度经营目标完成前提下, 对产品价格进行了一定调整, 为新产品、新产能投放打下了坚实基础。
- **受新冠疫情和油价下跌影响, 上半年基础化工品业务大幅下滑。**公司基础化工品业务主要有液氨、双氧水、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸、双乙烯酮、氯化亚砷等产品, 周期性较强, 2020H1 基础化工品业务实现收入 6.7 亿元, 同比下降 25%, 毛利率 20.3%, 同比提高 0.06 pct, 公司基础化工品主要为食品添加剂等提供稳定、高质量的原材料配套, 部分产品可外售, 在公司业务中占比逐年下降, 受新冠肺炎疫情及原油价格下跌影响, 上半年公司基础化工品总体销售受阻、价格下跌。自 5 月份以来原油价格不断上行, 国内新冠肺炎疫情持续好转, 公司基础化工品业务逐步触底反弹。
- **公司是代糖赛道最优质企业, 新项目有望四季度开始陆续建成。**近期在元气森林带动下, 无糖化趋势加速崛起, 公司甜味剂产品需求有望快速增长, 同时公司不断加强“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设, 为产品下一步市场拓展打开空间。公司新项目进展顺利, 截至 2020 年 6 月底, 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/年甲乙基麦芽酚项目处于行政审批中; 年产 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基咪喃、3000 吨 2-甲基四氢咪喃、1000 吨咪喃铵盐等项目部分主体工程已完成封顶, 预计 2020Q4 开始部分新项目有望逐步贡献业绩增量。

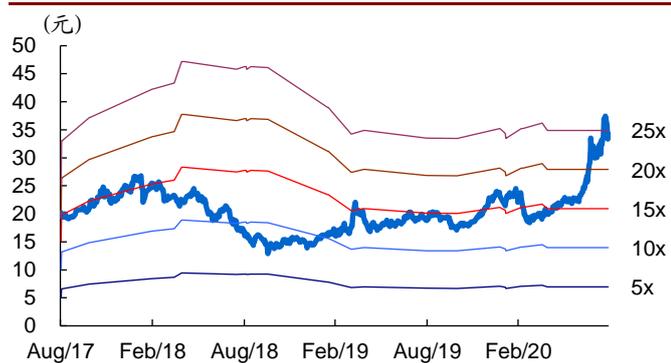
财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4133	3972	4051	4930	5591
同比增长	-8%	-4%	2%	22%	13%
营业利润(百万元)	1063	940	935	1196	1483
同比增长	-13%	-12%	-1%	28%	24%
净利润(百万元)	912	809	805	1028	1275
同比增长	-12%	-11%	-1%	28%	24%
每股收益(元)	1.63	1.45	1.44	1.84	2.28
PE	21.0	23.7	23.8	18.6	15.0
PB	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

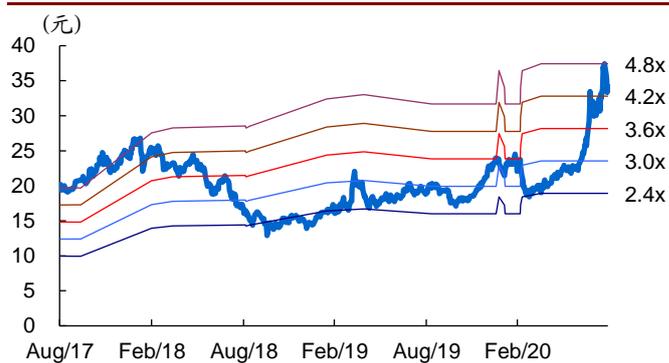
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。公司是代糖赛道最优质企业，随着产业链配套完善及新项目陆续投产，成长确定性强，预计 2020~2022 年公司归母净利润 8.05 亿/10.28 亿/12.75 亿元，EPS 分别为 1.44/1.84/2.28 元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：产品价格持续下跌、下游市场需求不足、新项目投产不及预期。

图 1: 金禾实业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 金禾实业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3840	4000	4023	4621	5383
现金	1976	1776	1795	2127	2704
交易性投资	240	950	950	950	950
应收票据	655	0	0	0	0
应收款项	166	220	206	251	284
其它应收款	11	8	8	10	11
存货	311	373	375	447	489
其他	483	674	688	835	944
非流动资产	1854	2149	2551	2895	3189
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产	1315	1774	2197	2558	2868
无形资产	91	104	93	84	76
其他	445	267	257	249	242
资产总计	5695	6149	6574	7515	8572
流动负债	1287	1125	1046	1202	1292
短期借款	180	100	0	0	0
应付账款	779	716	737	878	960
预收账款	36	39	40	47	52
其他	292	269	270	276	280
长期负债	488	543	543	543	543
长期借款	1	1	1	1	1
其他	487	542	542	542	542
负债合计	1775	1667	1589	1744	1835
股本	559	559	559	559	559
资本公积金	566	521	521	521	521
留存收益	2795	3402	3905	4692	5659
少数股东权益	0	0	(0)	(1)	(1)
归属于母公司所有者权益	3920	4482	4985	5772	6738
负债及权益合计	5695	6149	6574	7515	8572

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	963	906	1011	1158	1466
净利润	912	809	805	1028	1275
折旧摊销	209	235	279	338	388
财务费用	34	(18)	(6)	(11)	(14)
投资收益	(58)	(29)	(90)	(90)	(90)
营运资金变动	(135)	(93)	21	(116)	(99)
其它	2	2	2	8	6
投资活动现金流	(402)	(1237)	(595)	(595)	(595)
资本支出	(507)	(415)	(685)	(685)	(685)
其他投资	105	(821)	90	90	90
筹资活动现金流	(605)	(337)	(396)	(231)	(294)
借款变动	(160)	(161)	(101)	0	0
普通股增加	(5)	0	0	0	0
资本公积增加	(94)	(45)	0	0	0
股利分配	(339)	(201)	(302)	(241)	(308)
其他	(7)	70	6	11	14
现金净增加额	(44)	(667)	20	332	577

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4133	3972	4051	4930	5591
营业成本	2767	2729	2808	3345	3658
营业税金及附加	38	32	33	40	45
营业费用	130	131	133	162	184
管理费用	80	86	87	106	120
研发费用	86	137	139	170	192
财务费用	35	(19)	(6)	(11)	(14)
资产减值损失	(17)	(17)	(12)	(12)	(12)
公允价值变动收益	9	6	22	22	22
其他收益	14	44	38	38	38
投资收益	58	30	30	30	30
营业利润	1063	940	935	1196	1483
营业外收入	1	6	6	6	6
营业外支出	7	8	8	8	8
利润总额	1058	937	932	1193	1480
所得税	146	129	128	165	206
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	912	809	805	1028	1275

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-8%	-4%	2%	22%	13%
营业利润	-13%	-12%	-1%	28%	24%
净利润	-12%	-11%	-1%	28%	24%
获利能力					
毛利率	33.0%	31.3%	30.7%	32.1%	34.6%
净利率	22.1%	20.4%	19.9%	20.9%	22.8%
ROE	23.3%	18.0%	16.1%	17.8%	18.9%
ROIC	22.9%	17.2%	16.0%	17.6%	18.7%
偿债能力					
资产负债率	31.2%	27.1%	24.2%	23.2%	21.4%
净负债比率	3.2%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	3.6	3.8	3.8	4.2
速动比率	2.7	3.2	3.5	3.5	3.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	8.9	8.0	7.5	8.1	7.8
应收帐款周转率	4.8	7.6	19.0	21.6	20.9
应付帐款周转率	3.2	3.6	3.9	4.1	4.0
每股资料 (元)					
EPS	1.63	1.45	1.44	1.84	2.28
每股经营现金	1.72	1.62	1.81	2.07	2.62
每股净资产	7.02	8.02	8.92	10.33	12.06
每股股利	0.36	0.54	0.43	0.55	0.68
估值比率					
PE	21.0	23.7	23.8	18.6	15.0
PB	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	14.2	16.1	15.2	12.1	9.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周锋：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

曹承安：招商证券基础化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。