

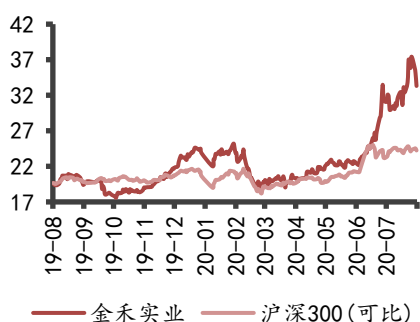
食品添加剂板块稳步增长，消费属性持续增强

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-08-28

近 12 个月最高/最低 (元)	39.50/16.88
总股本 (百万股)	558.78
流通股本 (百万股)	557.04
流通股比例 (%)	99.7%
总市值 (亿元)	191.32
流通市值 (亿元)	190.75

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

相关报告：

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

核心观点：

从业绩稳定性看，公司的弱周期食品添加剂营收占比越来越高，产品综合价格波动降低，消费属性有望增强。从资本周期看，安赛蜜已进入资本收缩期；三氯蔗糖处于结构性资本扩张期，金禾的成本随着规模化优势更加明显，其他企业只能瞠乎其后。从价格周期看，安赛蜜价格虽处于历史高位，但行业处于资本收缩期，价格有望维持；三氯蔗糖价格处于历史底部，在边际高成本产能支撑下难以下跌。从成长性看，公司现有 5 个规划项目完全投产后预计可贡献净利润约 7.5 亿元。

事件描述：

8 月 27 日，公司公告 2020 年半年报。据公告，2020H1 公司实现营业收入 18.29 亿元，同比下降 7.53%；归母净利润 3.57 亿元，同比下降 11.26%；加权平均净资产收益率为 7.91%，同比下降 2.14 个百分点；经营活动现金流净额为 4.08 亿元，同比上升 6.93%。

甜味剂、麦芽粉盈利能力稳步增长

2020H1 公司营收 18.29 亿元，较上年同期下降 7.53%；归母净利润为 3.57 亿元，较上年同期下降 11.26%；毛利率为 30.94%，同比下降 2.12 个百分点；净利率为 19.49%，环比下降 0.78 个百分点。虽然由于疫情和原油价格波动导致公司盈利能力有所下降，但是公司的整体状况没有发生本质的影响，主要因为公司产品具有一定的客户黏性。客户若要替换供应商需要一个长期的认证过程，新建产能以及重新认证需要较长的时间，这表明公司食品添加剂的弱周期属性开始体现，有效提高了公司的抗风险能力。公司经营活动净现金流 4.08 亿元，在净利润同比减少且不降反升，净现比为 1.15，同比上升 20.27%，公司资金回笼更加高效、收益质量愈发健康；存货周转天数为 48.68 天，同比增加 3.91 天，存货管理水平和变现能力基本保持稳定。

2020Q2，公司实现营业收入 9.72 亿元，环比上升 13.42%；归母净利润 2.05 亿元，环比上升 34.70%；毛利率为 31.98%，环比增加 2.23 个百分点；净利率为 21.04%，环比增加 3.30 个百分点。公司 Q2 的经营状况有所提升，主要因为二季度疫情的影响减弱，生产、物流相继恢复。

食品添加剂板块：成本优势明显

2020H1，食品添加剂业务实现营业收入 10.42 亿元，同比上升 7.72%；营收占比 56.95%，同比上升 8.08 个百分点；实现毛利润 4.12 亿元，毛同比下降 8.14%；毛利占比 72.88%。据百川盈孚数据，2020H1，安赛蜜均价为 59508 元/吨、三氯蔗糖均价为 221958 元/吨，与 2019 年相比均略有上涨；甲基麦芽酚均价为 114000 元/吨、乙基麦芽酚均价为 96900 元/吨，与 2019 年相比均略有下降。公司食品添加剂板块的较高营收规模与较高盈利水平主要来自于一定规模的销量以及其强大的成本优势。公司现有安赛蜜 12000 吨/年，产能位居全球首位；三氯蔗糖 4000 吨/年，产能位居全球第二位；甲基麦芽酚 1000 吨/年、乙基麦芽酚 4000 吨/年，位居全球首位。得益于产业链的延伸，双乙酰酮、氯化亚砷和糖醛自给率的提高，安赛蜜、三氯蔗糖和甲基麦芽酚的生产成本不断下降，均达到行业最低生产成本，稳固行业优势。据我们测算，2020H1 公司安赛蜜完全成本约为 24000 元/吨，三氯蔗糖完全成本约为 146000

元/吨，甲基麦芽酚完全成本约为 63000 元/吨，乙基麦芽酚完全成本约为 56000 元/吨，远低于竞争对手成本，成本优势明显。随着计划中 3 万吨双乙烯酮、4 万吨/年氯化亚砷和 1 万吨/年糖醛的投产，一体化趋于完善，形成上下游协同效应，公司安赛蜜、三氯蔗糖和甲基麦芽酚的成本将继续下降，带动盈利能力增长，食品添加剂板块将继续维持发展通道，巩固其行业龙头地位。

➤ 食品添加剂板块：消费属性增强

我们认为金禾的消费属性正在增强。一方面，公司弱周期的产品（三氯蔗糖、麦芽粉等）营收占比在逐渐增强，强周期的化工品占比进一步减弱。其中公司年产 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，投产后，三氯蔗糖产能将累计达到 9000 吨/年，产能将位居全球首位。另外，公司年产 5000 吨甲基麦芽酚项目正在推进相关行政审批工作，投产后，甲基麦芽酚总产能将达到 1 万吨，强化公司甲基麦芽酚产能全球第一的地位。随着三氯蔗糖、麦芽粉和定远项目等陆续投产，公司大宗化学品被进一步消耗，外销量减少。金禾综合产品价格波动减弱，消费属性增强。

另一方面，公司积极推进“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设，完善餐桌糖和糖浆配方升级，根据市场需求，推出了 1 倍和 6 倍甜度的代糖。7 月，爱乐甜·零卡糖浆（饮料浓浆）产品顺利试产成功并开始交付订单，具备年产 200 万瓶零卡糖浆的规模。渠道方面，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，拓展市场空间。金禾产业链向 C 端延伸，不仅增加产品附加值，还提升公司产品定价能力。未来公司有望通过稳定的定价策略和产品拓新强化其消费属性。

➤ 成立研究所敲入创新基因，定远项目打开成长空间

产品研发方面，公司研发费用率逐年上升，从 18 年的 2.08% 增加到 19 年的 3.44%，再到 20H1 的 3.82%，体现了公司对产品研发的重视。今年 7 月，安徽金禾化学材料研究所在合肥隆重开业，标志着公司研发投入的进一步增强，有利于公司实现可持续高质量的发展。

定远项目，公司现已投产糠醛 10000 吨/年，氯化亚砷 40000 吨/年。年产 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基咪唑、3000 吨 2-甲基四氢咪唑、1000 吨咪唑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。公司定远项目建成投产后，有利于公司实现产业链横向、纵向一体化建设，形成协同效应，降低公司综合成本，并实现公司在日化香料、医药中间体行业的战略布局，保障公司业绩持续稳定增长和长远发展。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.20、11.58、14.17 亿元，同比增速为 1.4%、41.1%、22.4%。对应 PE 分别为 20.9、14.8、12.1 倍。给予“买入”评级。

风险提示

食品添加剂市场竞争加剧，基础化工产品毛利下降，循环经济产业园建设不及预期，下游大客户突破进展放缓，新产品拓展不及预期，安全环保风险，疫情影响海外食品添加剂需求。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3972	4333	4977	5964
(+/-) (%)	-3.9%	9.1%	14.9%	19.8%
归母净利润	809	820	1158	1417
(+/-) (%)	-11.3%	1.4%	41.1%	22.4%
EPS(元)	1.45	1.47	2.07	2.54
P/E	15.62	20.89	14.80	12.09

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司整体经营状况与财务数据	6
2 公司分业务经营状况及重大事件	9
3 投资建议	13
4 风险提示	13

图表目录

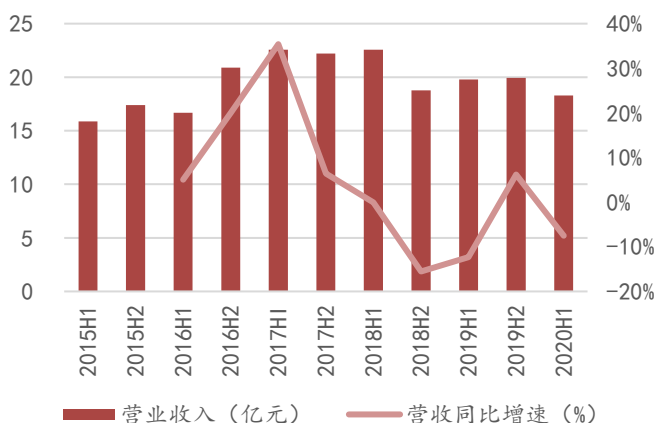
图表 1 公司营收半年度变化情况	6
图表 2 公司营收季度变化情况	6
图表 3 公司毛利半年度变化情况	6
图表 4 公司毛利季度变化情况	6
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况	7
图表 6 公司归母净利润季度变化情况	7
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	7
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	7
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况	7
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况	7
图表 11 公司现金流半年度变化情况	8
图表 12 公司现金流季度变化情况	8
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况	8
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况	8
图表 15 公司净现比半年度变化情况	8
图表 16 公司净现比季度变化情况	8
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况	9
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况	9
图表 19 各系列产品经营数据	10
图表 20 各系列产品价格价差	10
图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件	11

1 公司整体经营状况与财务数据

2020H1 公司营收 18.29 亿元,较上年同期下降 7.53%;归母净利润为 3.57 亿元,较上年同期下降 11.26%;毛利率为 30.94%,同比下降 2.12 个百分点;净利率为 19.49%,环比下降 0.78 个百分点。虽然由于疫情和原油价格波动导致公司盈利能力有所下降,但是公司的整体状况没有发生本质的影响,表明强周期的基础化工产业与弱周期的食品添加剂产业协同,有效提高了公司的抗风险能力。公司净现比为 1.15,同比上升 20.27%,公司资金回笼更加高效、收益质量愈发健康;存货周转天数为 48.68 天,同比增加 3.91 天,存货管理水平和变现能力基本保持稳定。虽然疫情等外部环境对公司经营存在不利影响,但公司积极发挥自身经营和产能优势,保持积极的运行态势,实现了食品添加剂、医药中间体、精细化工品、电子化学品、新材料五大产品集群的高效稳定运营。

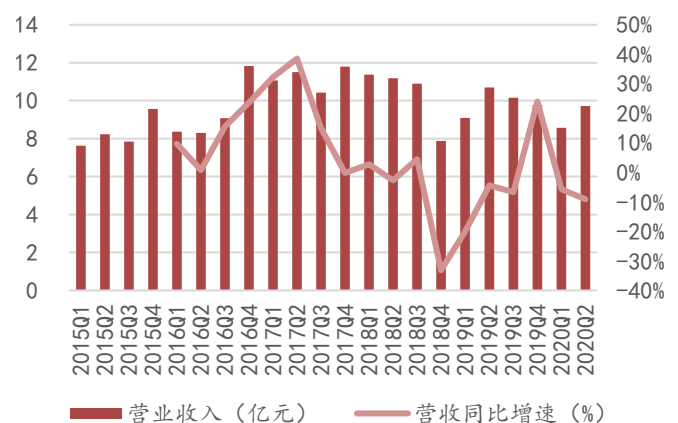
2020Q2, 公司实现营收 9.72 亿元,环比上升 13.42%;归母净利润 2.05 亿元,环比上升 34.70%;毛利率为 31.98%,环比增加 2.23 个百分点;净利率为 21.04%,环比增加 3.30 个百分点。公司 Q2 的经营状况有所提升,主要因为二季度疫情的影响减弱,生产、物流相继恢复。

图表 1 公司营收半年度变化情况



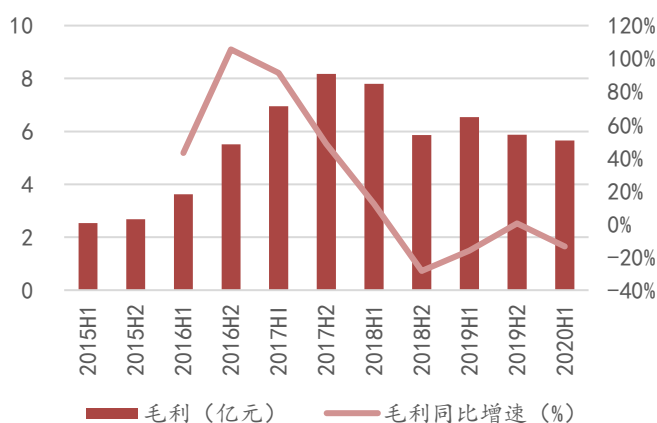
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司营收季度变化情况



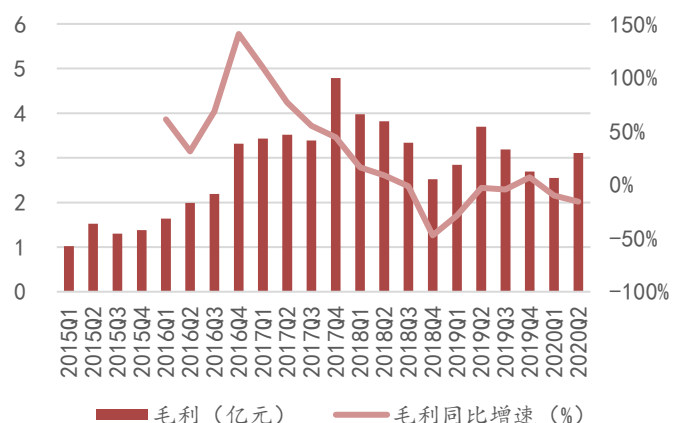
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况



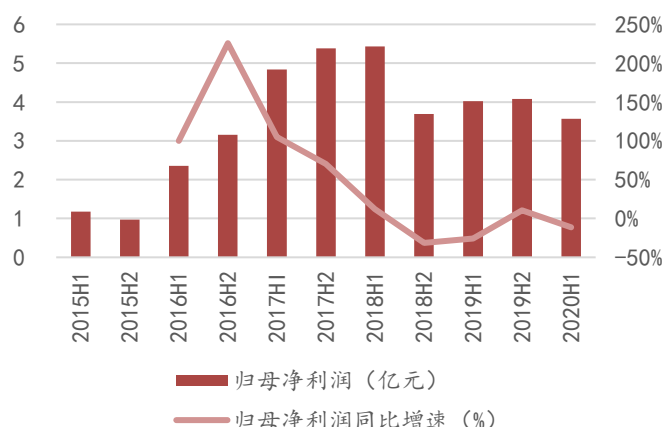
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司毛利季度变化情况



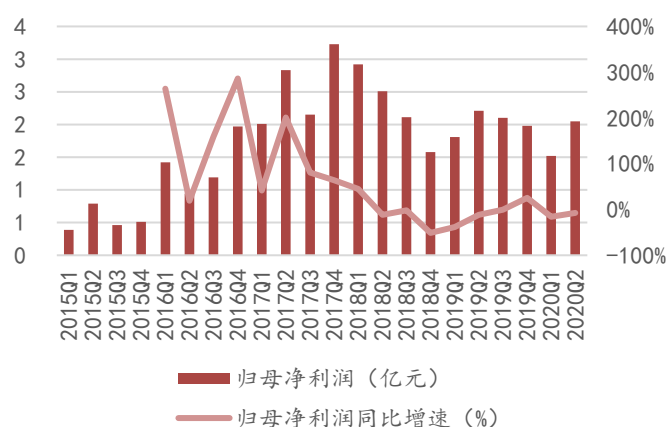
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



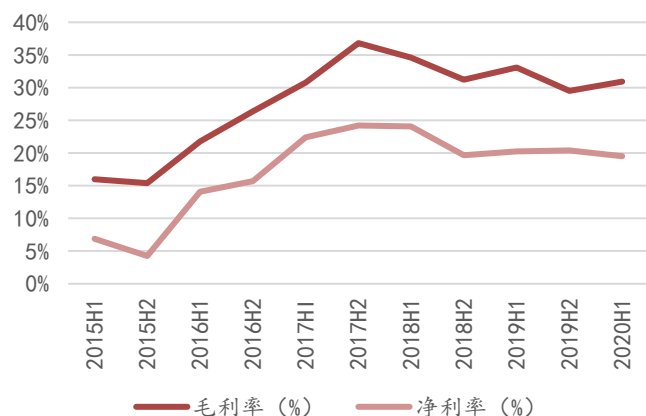
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



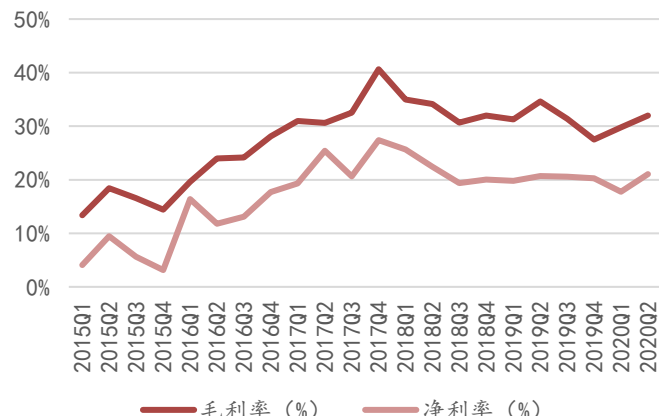
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



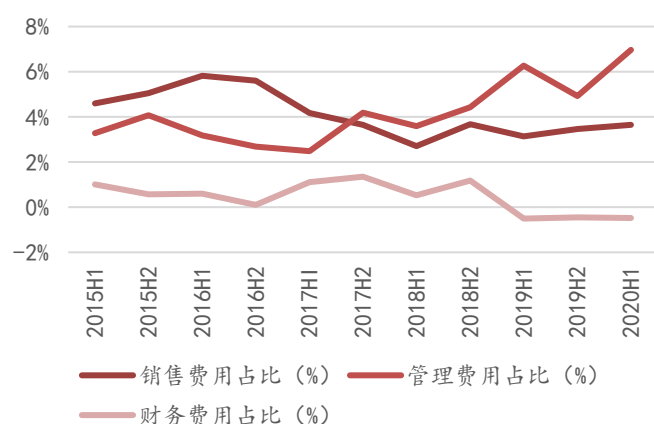
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



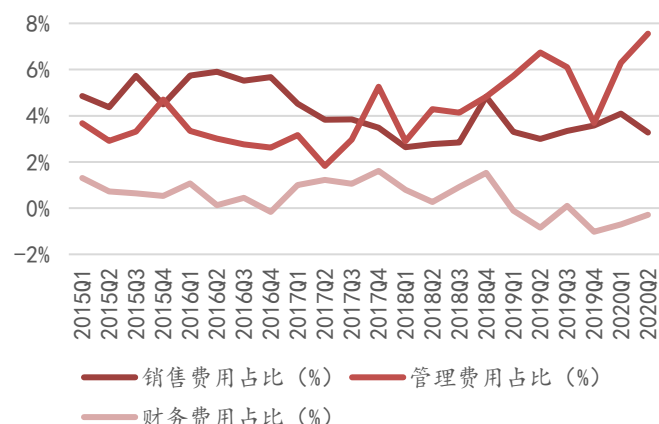
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



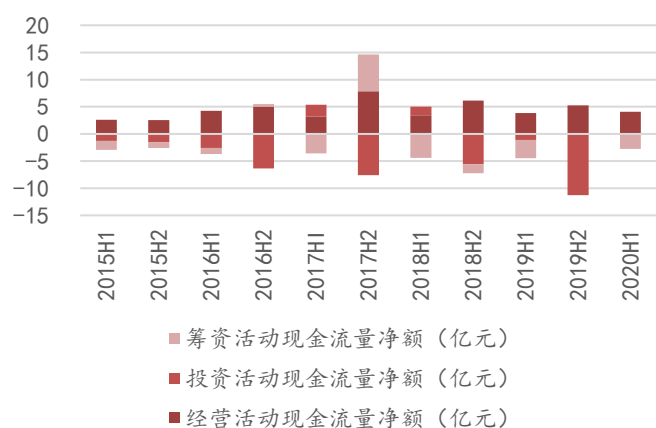
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



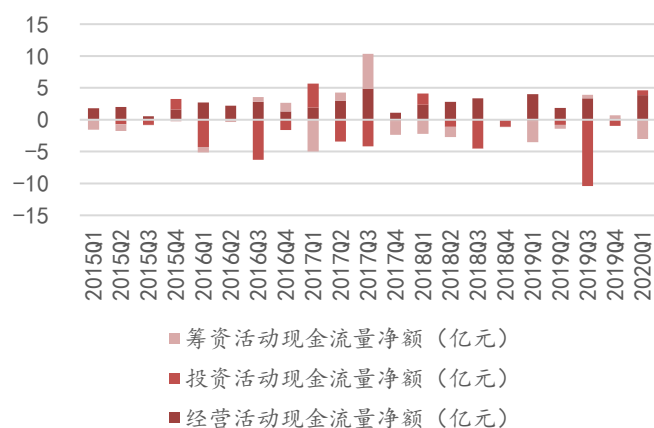
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



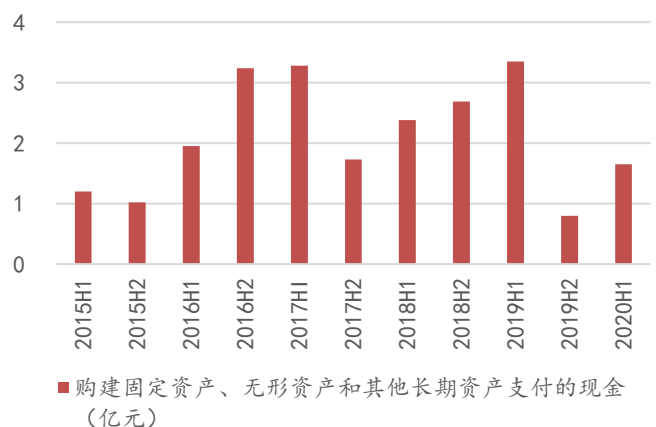
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



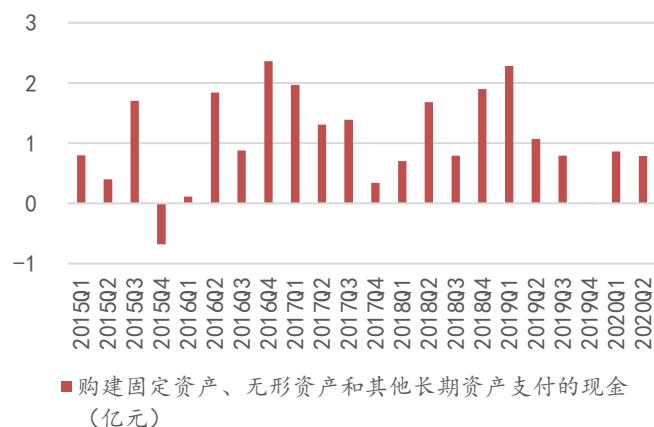
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



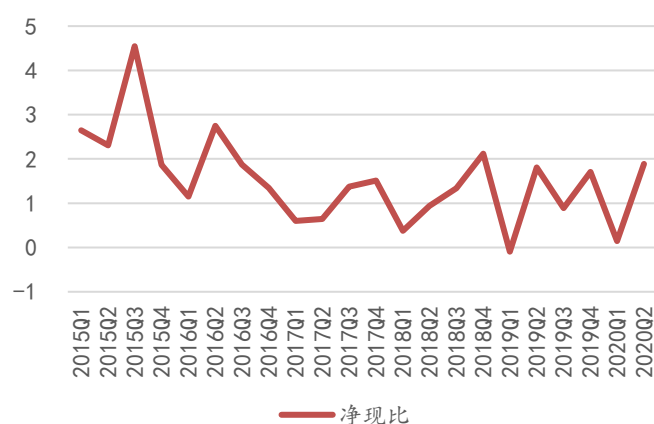
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



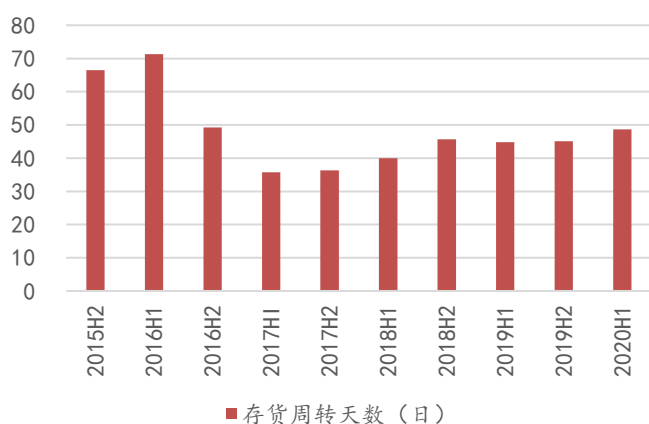
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



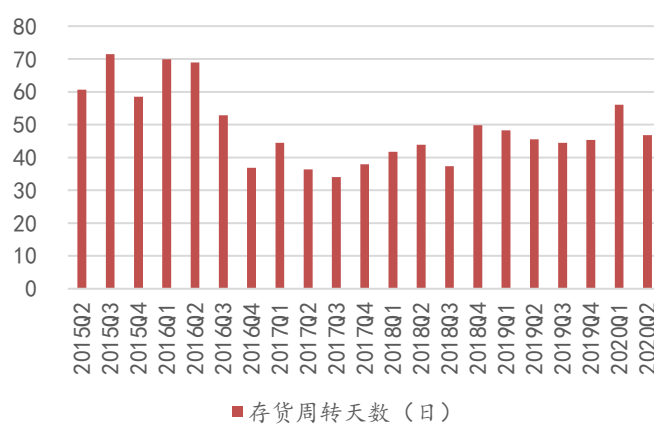
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1, 食品添加剂业务实现营收 10.42 亿元, 同比上升 7.72%, 营收占比 56.95%, 实现毛利润 4.12 亿元, 毛利同比下降 8.14%, 毛利占比 72.88%。2020H1, 安赛蜜均价为 59508 元/吨、三氯蔗糖均价为 221958 元/吨, 与 2019 年相比均略有上涨; 甲基麦芽酚均价为 114000 元/吨、乙基麦芽酚均价为 96900 元/吨, 与 2019 年相比均略有下降。食品添加剂板块的较高营收规模与较高盈利水平主要来自于一定规模的销量以及其强大的成本优势。公司现有安赛蜜 12000 吨/年, 产能位居全球首位; 三氯蔗糖 3000 吨/年, 产能位居全球第二位; 甲基麦芽酚 1000 吨/年、乙基麦芽酚 4000 吨/年, 位居全球首位。得益于产业链的延伸, 双乙烯酮、氯化亚砷和糖醛自给率的提高, 安赛蜜、三氯蔗糖和甲乙基麦芽酚的生产成本不断下降, 均达到行业最低生产成本, 稳固行业优势。随着计划中 3 万吨双乙烯酮、4 万吨/年氯化亚砷和 1 万吨/年糖醛的投产, 一体化趋于完善, 形成上下游协同效应, 公司安赛蜜、三氯蔗糖和甲乙基麦芽酚的成本将继续下降, 带动盈利能力增长, 食品添加剂板块将继续维持发展通道, 巩固其行业龙头地位。

自 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以来, 公司基础化工品营收占比不断下降。2020H1 大宗化工产品实现营收 5.74 亿元, 同比下降 23.42%, 营收占比 31.40%, 实现毛利润 1.31 亿元, 毛利同比下降 19.36%, 毛利占比 23.23%; 功能性化工产品及中间体实现营收 0.96 亿元, 同比下降 33.04%, 营收占比 5.24%。目前公司主要保留了与精细化工品产业链配套的基础化工品, 降低了宏观经济波动对公司业绩的影响。2020H1, 三聚氰胺均价为 4941 元/吨; 双氧水均价为 723 元/吨; 硝酸均价为 1495 元/吨; 液氨均价为 2946 元/吨, 与 2019 年相比价格均有所下降。未来几年公司无扩大基础化工品产能的计划, 将利用基础化工品产业链搭建的循环经济、产业平台以及其带来的部分原材料配套优势, 向充分服务公司精细化工业务进军。

图表 19 各系列产品经营数据

	食品添加剂				大宗化工产品				功能性化工产品及中间体			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	2.55	1.66	0.89	34.90	7.85	7.15	0.70	8.92	1.22	1.22	0.00	0.00
15H2	3.01	1.90	1.11	36.88	10.70	8.94	1.76	16.45	1.80	1.79	0.01	0.56
16H1	4.07	2.46	1.61	39.56	8.06	6.50	1.56	19.35	0.67	0.70	-0.03	-4.48
16H2	4.77	2.47	2.30	48.22	8.97	6.48	2.49	27.76	1.90	1.80	0.10	5.26
17H1	6.52	3.17	3.35	51.41	9.49	6.73	2.76	29.06	0.76	0.66	0.10	13.70
17H2	9.74	4.73	5.01	51.41	10.02	7.11	2.91	29.06	3.62	3.12	0.50	13.70
18H1	9.28	5.31	3.97	42.73	8.87	6.01	2.86	32.24	2.10	2.02	0.08	3.64
18H2	8.25	4.73	3.52	42.73	8.28	5.61	2.67	32.24	1.75	1.69	0.06	3.64
19H1	9.67	5.18	4.49	46.43	7.50	5.87	1.63	21.73	1.43	1.25	0.18	12.59
19H2	8.84	5.36	3.48	39.37	8.00	5.89	2.11	26.38	1.26	1.14	0.12	9.52
20H1	10.42	6.29	4.12	39.59	5.74	4.43	1.31	22.89	0.96	—	—	—
15FY	5.56	3.56	2.00	35.97	18.55	16.09	2.46	13.26	3.02	3.01	0.01	0.33
16FY	8.84	4.93	3.91	44.23	17.03	12.98	4.05	23.78	2.57	2.50	0.07	2.72
17FY	16.26	7.90	8.36	51.41	19.51	13.84	5.67	29.06	4.38	3.78	0.60	13.70
18FY	17.53	10.04	7.49	42.73	17.15	11.62	5.53	32.24	3.85	3.71	0.14	3.64
19FY	18.51	10.54	7.97	43.06	15.50	11.76	3.74	24.13	2.69	2.39	0.30	11.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 各系列产品价格价差

含税价 (元/吨)	甜味剂板块		香精香料板块	
	安赛蜜:国内	三氯蔗糖:国内	甲基麦芽酚:国内	乙基麦芽酚:国内
2011	42003	550017	160875	122850
2012	36972	480051	146250	119340
2013	27963	400023	117000	119340
2014	40014	299988	111150	114660
2015	36036	279981	105300	105300
2016	40014	349947	105300	105300
2017	45045	290043	134550	152100
2018	49979	260028	233000	131063
2019	54948	209988	199500	119700
2020H1	59508	221958	114000	96900
含税价 (元/吨)	基础化工板块			
	三聚氰胺:国内	双氧水(27.5%):国内	硝酸(98%):国内	液氨:国内
2014	6156	772	1350	2436
2015	5659	888	1187	2491
2016	6344	797	1120	2221
2017	7620	987	1464	2726
2018	7958	1403	1671	3360
2019	5731	1125	1694	3123

2020H1	4941	723	1495	2946
--------	------	-----	------	------

资料来源: wind, 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
公司环评		
2020 中报	年产 5000 吨甲基麦芽酚项目	预计 2020 年年底投产, 扩产后总产能将达到 11000 吨。
2020 中报	年产 80000 吨氯化亚砷项目	于 2019 年 7 月投产 4 万吨, 剩余 4 万吨预计 2022 年投产。
2020 中报	年产 30000 吨双乙烯酮项目	预计 2022 年投产, 扩产后总产能将达到 40000 吨。
2020 中报	循环经济产业园二期项目	预计 2022 年布局年产 10000 吨糠醛、20000 吨 4-氯乙酰乙酸乙酯及下游、12000 吨工业酒精、40000 吨乙醛、1000 吨巴豆醛、30000 吨山梨酸钾。
2020/7/10	金禾化学材料研究所开业	安徽金禾化学材料研究所在合肥隆重开业, 标志着金禾实业在创新研发的发展战略上迈出重大的一步。
2020/7/23	爱乐甜·零卡糖浆 (饮料浓浆)	爱乐甜·零卡糖浆 (饮料浓浆) 产品顺利试产成功并开始交付订单, 且具备年产 200 万瓶零卡糖浆的规模。
重点项目进展		
2020 中报	年产 5000 吨三氯蔗糖项目	项目计划投资 8.64 亿元, 工程累计投入占预算比例 11.17%, 工程进度 20%。
2020 中报	三氯蔗糖扩产项目	项目计划投资 2.53 亿元, 工程累计投入占预算比例 92.70%, 工程进度 100%。
2020 中报	循环经济产业园一期项目	项目计划投资 8.62 亿元, 工程累计投入占预算比例 24.49%, 工程进度 35%。
2020 中报	15000 吨氯甲烷新建项目	项目计划投资 1050 万元, 工程累计投入占预算比例 92.63%, 工程进度 95%。
重大事件		
2020/2/3	股份回购	截至 2020 年 2 月 3 日, 公司累计回购 782 万股, 约占公司总股本的 1.40%, 成交价格范围为 17.47-23.70 元/股, 成交总额为 1.5 亿元, 完成回购方案。
2020/3/5	为子公司申请综合授信额度提供担保	拟为金轩科技向金融机构申请综合授信提供总金额不超过人民币 15000 万元的担保额度, 期限为 12 个月。
2020/4/8	2019 年年度权益分派	以现有总股本扣除回购账户的股份后的股份数 556,998,031 股为基数, 向全体股东每 10 股派 5.4 元人民币现金。
2020/7/22	控股股东及其一致行动人减持公司可转换公司债券	截至 2020 年 7 月 22 日, 金瑞投资及其一致行动人累计减持金禾转债合计 270 万张, 占金禾转债发行总量的 45.01%。本次减持后, 金瑞投资及其一致行动人杨迎春先生及杨乐先生不再持有金禾转债。
2020/8/19	控股股东部分股份解除质押	金瑞投资本次解除质押数量 1875 万股, 累计质押数量 4400 万股。
行业重大事件		

2020H1	赤藓糖醇杀出重围	赤藓糖醇搭上元气森林的快车，迅速占领代糖饮料市场份额。
2020H1	基础化工产品价格下滑明显	双氧水价格同比下降 3%-11%，三聚氰胺、硝酸，硫酸等产品价格同比下滑明显，预计随着原油价格回升和宏观经济复苏带动需求改善，基础化工业务盈利有望回升。

资料来源：wind，百川盈孚，华安证券研究所

3 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.20、11.58、14.17 亿元，同比增速为 1.4%、41.1%、22.4%。对应 PE 分别为 20.9、14.8、12.1 倍。给予“买入”评级。

4 风险提示

食品添加剂市场竞争加剧，基础化工产品毛利下降，循环经济产业园建设不及预期，下游大客户突破进展放缓，新产品拓展不及预期，安全环保风险，疫情影响海外食品添加剂需求。

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	4270	5122	6345
现金	1776	1612	2395	3503
应收账款	220	187	230	288
其他应收款	8	8	11	12
预付账款	65	82	86	101
存货	373	352	399	490
其他流动资产	1559	2028	2001	1951
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	7062	8293	9956
流动负债	1125	1211	1283	1525
短期借款	100	0	0	0
应付账款	344	354	366	464
其他流动负债	681	857	916	1060
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	1754	1825	2067
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	4349	5507	6924
归属母公司股东权益	4482	5302	6460	7877
负债和股东权益	6149	7062	8293	9956

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	906	1099	1492	1913
净利润	809	820	1158	1417
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	-246	1	128
其他经营现金流	936	1074	1161	1297
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	-163	782	1109

资料来源：wind，华安证券研究所

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3972	4333	4977	5964
营业成本	2729	2987	3265	3901
营业税金及附加	32	35	42	49
销售费用	131	152	149	179
管理费用	86	108	100	119
财务费用	-19	-13	-25	-53
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	957	1344	1647
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	937	957	1344	1647
所得税	129	131	184	226
净利润	808	826	1160	1421
少数股东损益	0	6	2	4
归属母公司净利润	809	820	1158	1417
EBITDA	1093	1400	1590	1893
EPS (元)	1.45	1.47	2.07	2.54

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-3.9%	9.1%	14.9%	19.8%
营业利润	-11.6%	1.8%	40.5%	22.5%
归属于母公司净利润	-11.3%	1.4%	41.1%	22.4%
获利能力				
毛利率 (%)	31.3%	31.1%	34.4%	34.6%
净利率 (%)	20.4%	18.9%	23.3%	23.8%
ROE (%)	18.0%	15.5%	17.9%	18.0%
ROIC (%)	14.6%	13.7%	16.1%	16.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	27.1%	24.8%	22.0%	20.8%
净负债比率 (%)	37.2%	33.0%	28.2%	26.2%
流动比率	3.56	3.52	3.99	4.16
速动比率	3.17	3.17	3.62	3.77
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.61	0.60	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	1.45	1.47	2.07	2.54
每股经营现金流 (薄)	1.62	1.97	2.67	3.42
每股净资产	8.02	9.49	11.56	14.10
估值比率				
P/E	15.62	20.89	14.80	12.09
P/B	2.82	3.23	2.65	2.18
EV/EBITDA	10.48	11.45	9.59	7.47

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，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。

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。