



成本优势构筑壁垒，看好长期业绩增长

金禾实业（002597）2018 年年报及 2019 年一季度业绩预告点评 | 2019.3.19

中信证券研究部



王喆
首席化工分析师
S1010513110001



袁健聪
化工分析师
S1010517080005

核心观点

由于多个产品价格下跌，公司 18 年归母净利润同比-10.8%，预计 19Q1 归母净利润同比-31.4%~-45.1%。我们认为未来行业供需格局有望逐步改善，公司成本优势凸显，看好长期业绩增长。预计 2019-21 年归母净利润 7.02/8.39/9.60 亿元，给予目标价 24.5 元，维持“买入”评级。

■ **行业竞争格局恶化，产品价格下跌导致业绩承压。**2018 年公司实现营业收入 41.3 亿元，同比-7.8%；实现归母净利润 9.1 亿元，同比-10.8%。18Q4 实现营业收入 7.9 亿元，同比-33.2%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比-51.2%。公司预计 2019 年一季度实现归母净利润 1.6~2.0 亿元，同比-31.4%~-45.1%。2018 年全年业绩以及 2019 年预告业绩下滑主因三氯蔗糖、乙基麦芽酚行业竞争格局恶化，产品价格下滑明显；2019 年一季度基础化工品价格同比降幅较大。

■ **供需格局改善可期，成本优势构筑竞争壁垒。**短期内，三氯蔗糖、麦芽酚等行业存在供给过剩，激烈化竞争导致价格承压。但我们判断，未来随着落后产能逐步淘汰，行业供给有望回落；叠加新型甜味剂、香精等需求稳定增长，行业供需格局改善可期。公司凭借产能以及一体化优势，生产成本显著低于竞争对手，有望在行业竞争中抢占市场份额，复制曾经安赛蜜的成功之路。

■ **定远一期项目在建，盈利能力存在边际改善空间。**公司目前在建定远一期项目，其中包括 2 万吨糠醛（麦芽酚重要原材料）以及 8 万吨氯化亚砷产能（三氯蔗糖重要原材料）。目前项目已取得环评批复，建设周期 12 个月，预计将在今年建成投产。项目投产后，公司一体化优势将得到巩固，生产成本有望进一步降低，毛利率存在边际改善空间。

■ **风险因素：**1) 竞争格局恶化超预期；2) 产品价格大幅下跌；3) 新产能释放不及预期；4) 食品安全风险。

■ **投资建议：**我们看好新型甜味剂以及香料行业未来需求稳定增长以及竞争格局逐步改善，公司有望凭借成本优势在竞争中抢占市场份额，业绩长期增长可期。由于短期行业竞争格局恶化导致产品价格下跌超出预期，下调公司 2019-21 年归母净利润预测为 7.02/8.39/9.60 亿元，给予 2019 年目标市值 137 亿元的预测（对应 2019 年 19.5 倍 PE），对应目标价 24.5 元，维持“买入”评级。

金禾实业	002597
评级	买入（维持）
当前价	19.15 元
目标价	24.50 元
总股本	559 百万股
流通股本	554 百万股
52 周最高/最低价	26.16/13.48 元
近 1 月绝对涨幅	13.38%
近 6 月绝对涨幅	27.50%
近 12 月绝对涨幅	-26.18%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,480	4,133	3,991	4,461	5,066
营业收入增长率	19.3%	-7.7%	-3.4%	11.8%	13.5%
净利润(百万元)	1,022	912	702	839	960
净利润增长率	85.4%	-10.8%	-23.0%	19.5%	14.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.81	1.62	1.26	1.50	1.72
毛利率%	33.8%	33.0%	26.1%	27.4%	28.0%
净资产收益率 ROE%	29.6%	23.3%	15.9%	16.7%	16.7%
每股净资产(元)	6.17	7.02	7.91	9.01	10.29
PE	11	12	15	13	11
PB	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 18 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,480	4,133	3,991	4,461	5,066
营业成本	2,966	2,767	2,947	3,238	3,648
毛利率	33.79%	33.04%	26.15%	27.43%	27.99%
营业税金及附加	32	38	32	36	43
销售费用	175	130	124	134	152
营业费用率	3.90%	3.14%	3.10%	3.00%	3.00%
管理费用	149	80	72	76	86
管理费用率	3.33%	1.93%	1.80%	1.70%	1.70%
财务费用	55	35	-15	-17	-28
财务费用率	1.23%	0.83%	-0.37%	-0.38%	-0.54%
投资收益	107	58	62	76	65
营业利润	1,207	1,063	817	975	1,117
营业利润率	26.95%	25.73%	20.46%	21.86%	22.04%
营业外收入	5	1	3	3	3
营业外支出	4	7	6	6	6
利润总额	1,208	1,058	814	973	1,113
所得税	164	146	112	134	154
所得税率	13.56%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%
少数股东损益	22	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	1,022	912	702	839	960
净利率	22.82%	22.06%	17.59%	18.79%	18.94%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,404	1,976	2,331	2,865	3,437
存货	312	311	340	360	412
应收账款	898	821	710	858	960
其他流动资产	1,378	733	745	751	764
流动资产	3,991	3,840	4,126	4,833	5,574
固定资产	1,333	1,315	1,511	1,645	1,728
长期股权投资	2	3	3	3	3
无形资产	59	91	91	91	91
其他长期资产	287	445	304	218	218
非流动资产	1,682	1,854	1,910	1,958	2,041
资产总计	5,673	5,695	6,036	6,791	7,614
短期借款	388	180	0	0	0
应付账款	970	779	850	968	1,056
其他流动负债	406	327	279	302	321
流动负债	1,764	1,287	1,128	1,270	1,377
长期借款	2	1	0	0	0
其他长期负债	459	487	487	487	487
非流动性负债	461	488	487	487	487
负债合计	2,225	1,775	1,615	1,756	1,864
股本	564	559	559	559	559
资本公积	505	411	411	411	411
归属于母公司所有者权益合计	3,449	3,920	4,421	5,034	5,750
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,449	3,920	4,421	5,034	5,750
负债股东权益总计	5,673	5,695	6,036	6,791	7,614

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,208	1,058	814	973	1,113
所得税支出	-164	-146	-112	-134	-154
折旧和摊销	215	209	137	152	168
营运资金的变化	-217	-81	99	-33	-68
其他经营现金流	61	-76	-85	-91	-86
经营现金流合计	1,103	963	853	866	974
资本支出	-501	-507	-193	-200	-251
投资收益	107	58	62	76	65
其他投资现金流	-150	47	0	0	0
投资现金流合计	-544	-402	-131	-125	-185
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,765	1,180	-181	0	0
股息支出	-339	-201	-201	-225	-244
其他融资现金流	-1,109	-1,584	15	17	28
融资现金流合计	317	-605	-368	-208	-216
现金及现金等价物净增加额	877	-44	355	534	572

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	19.30%	-7.75%	-3.44%	11.80%	13.54%
营业利润增长率	122.3%	-11.9%	-23.2%	19.40%	14.53%
净利润增长率	85.37%	-10.8%	-23.0%	19.45%	14.45%
毛利率	33.79%	33.04%	26.15%	27.43%	27.99%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	23.48%	24.83%	24.75%
净利率	22.82%	22.06%	17.59%	18.79%	18.94%
净资产收益率	29.64%	23.26%	15.88%	16.66%	16.69%
总资产收益率	18.02%	16.01%	11.63%	12.35%	12.60%
资产负债率	39.21%	31.17%	26.76%	25.87%	24.48%
所得税率	13.56%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%
股利支付率	33.12%	22.07%	32.04%	29.07%	27.73%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。