

公司研究/季报点评

2019年10月30日

基础化工/化学原料II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 17.58
合理价格区间(元): 19.76~21.28

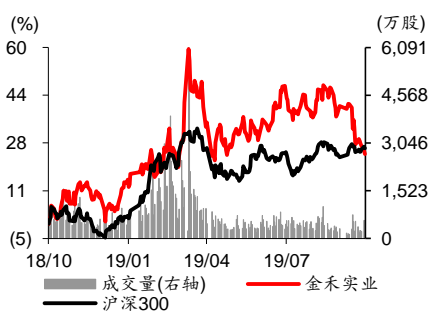
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《金禾实业(002597 SZ,增持): 中报符合预期, 食品添加剂板块表现良好》2019.08
- 2《金禾实业(002597,增持): Q2 业绩环比改善, 定远项目即将投产》2019.07
- 3《金禾实业(002597,增持): 甜味剂领域细分寡头, 定远项目打开成长空间》2019.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

三季度符合预期, Q4 有望企稳回升

金禾实业(002597)

前三季度净利润下滑 19%，业绩符合预期，2019 全年预降 7-12%

金禾实业于 10 月 29 日发布三季报, 实现营收 29.9 亿元, 同比降 10.5%, 净利润 6.1 亿元, 同比降 19.0%, 业绩符合预期。按照 5.59 亿的最新股本计算, 对应 EPS 为 1.09 元。其中 Q3 实现营收 10.2 亿元, 同比降 6.7%, 净利润 2.1 亿元, 同比降 0.7%。此外公司预告全年实现净利润 8.0-8.5 亿元, 同比下滑 7%-12%, 对应 Q4 实现净利 1.9-2.4 亿元, 同比增 20%-52%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.52/1.92/2.35 元, 维持“增持”评级。

主营产品价格下行拖累公司业绩

报告期内公司食品添加剂板块受行业竞争影响, 产品价格大多下行, 据海关总署, 前三季度三氯蔗糖出口均价同比降 19%至 19.5 万元/吨, 甲/乙基麦芽酚价格亦有所回落, 虽然公司 1500 吨三氯蔗糖项目于 2 月扩建完成、产能逐步爬坡放量, 但食品添加剂价格下跌预计仍有一定影响。大宗化工原料板块景气亦显著回落, 据百川资讯, 2019 年前三季度三聚氰胺/双氧水/液氨/硝酸均价同比分别下跌 26%/23%/0%/8%。公司综合毛利率下跌 0.8pct 至 32.5%, 销售/管理/研发费用率分别增加 0.5/0.6/1.8pct 至 3.2%/2.0%/4.2%, 其中研发费用同比增 61%至 1.25 亿元。

受益量价齐升, 四季度业绩同比转正

公司四季度业绩回暖的原因预计主要包括: 1) 食品添加剂板块如安赛蜜、三氯蔗糖等产品价格企稳回升, 同时三氯蔗糖产能继续爬坡, 三氯蔗糖四季度产量预计同比有所增长; 2) 大宗化工原料板块产品价格有所回暖, 据百川资讯, 截至 10 月底三聚氰胺/双氧水/硝酸/液氨价格分别为 0.54/0.15/0.20/0.27 万元/吨, 较 9 月初分别变动-2%/15%/23%/-3%。

定远项目顺利推进, 有望打开公司长期成长空间

2017 年 11 月公司公告拟在定远投资 22.5 亿元建设循环经济产业园项目, 包括 2 万吨糠醛、8 万吨氯化亚砷、600 吨呋喃酮、4500 吨佳乐麝香等。目前一期项目中先行建设的 4 万吨氯化亚砷、1 万吨糠醛、30MW 生物质锅炉热电联产等项目的土建工程已按时封顶, 其中热电联产项目已于 2019 年 7 月实现并网发电试运行, 糠醛、氯化亚砷项目公司公告于 10 月 24 日开始试运行。定远项目进展顺利, 有望显著贡献盈利增量, 打开公司长期成长空间。

维持“增持”评级

结合公司 2019 年业绩预告, 我们小幅下调公司产品价格, 调整 2019 年净利润至 8.5 亿元 (前值 9.0 亿元), 并维持 2020-2021 年预测不变, 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 1.52/1.92/2.35 元 (前值 1.60/1.92/2.35 元), 结合可比公司估值水平 (2019 年 14 倍 PE), 给予公司 2019 年 13-14 倍 PE, 对应目标价 19.76-21.28 元 (前值 20.80-22.40 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业格局持续恶化风险, 新项目投产不及预期风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	558.77
流通 A 股 (百万股)	552.85
52 周内股价区间 (元)	14.46-23.06
总市值 (百万元)	9,823
总资产 (百万元)	5,777
每股净资产 (元)	7.21

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,480	4,133	3,911	5,083	5,958
+/-%	19.30	(7.75)	(5.37)	29.97	17.21
归属母公司净利润 (百万元)	1,022	911.58	847.65	1,072	1,310
+/-%	85.37	(10.83)	(7.01)	26.51	22.20
EPS (元, 最新摊薄)	1.83	1.63	1.52	1.92	2.35
PE (倍)	9.61	10.78	11.59	9.16	7.50

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值情况

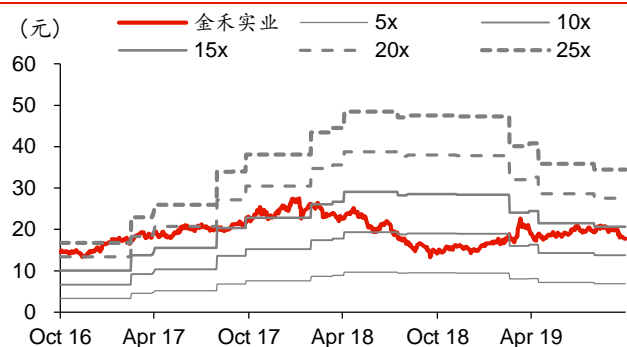
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
新和成	19.61	1.15	1.50	17	13	7.6	2.6
醋化股份	15.37	1.33	1.47	12	10	7.4	2.1
华宝股份	31.89	1.98	2.07	16	15	12.0	2.7
华鲁恒升	15.69	1.58	1.75	10	9	8.4	1.9
平均				14	12		2.3

备注: 股价为10月29日收盘价, 所有公司截至2019年9月30日; 所有公司EPS均来自Wind一致预期;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

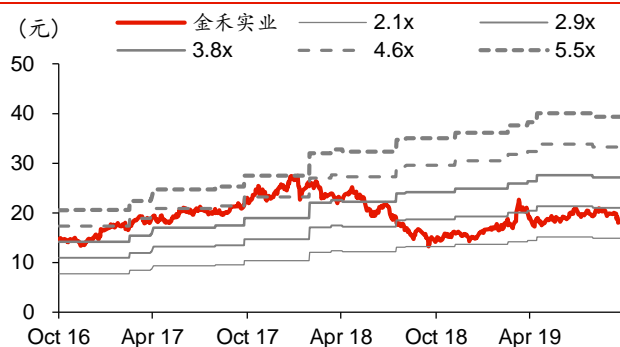
PE/PB - Bands

图表2: 金禾实业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 金禾实业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,991	3,840	3,770	3,822	3,927
现金	1,404	1,976	1,714	1,410	1,298
应收账款	152.00	165.61	182.80	237.85	278.64
其他应收账款	4.16	10.65	7.03	9.70	11.80
预付账款	91.13	77.23	80.86	103.85	119.49
存货	312.13	310.56	302.79	392.39	454.73
其他流动资产	2,028	1,301	1,483	1,668	1,764
非流动资产	1,682	1,854	2,799	3,905	5,045
长期投资	2.49	2.96	2.55	2.68	2.68
固定投资	1,333	1,315	2,240	3,249	4,287
无形资产	59.32	91.14	87.87	84.58	81.24
其他非流动资产	287.27	445.32	468.60	568.43	673.50
资产总计	5,673	5,695	6,570	7,727	8,972
流动负债	1,764	1,287	1,590	1,850	2,001
短期借款	388.19	180.00	450.00	450.00	450.00
应付账款	969.74	254.90	471.98	609.74	651.61
其他流动负债	405.93	851.70	667.96	790.42	899.20
非流动负债	460.88	488.14	413.63	460.81	466.16
长期借款	1.82	1.21	11.21	21.21	31.21
其他非流动负债	459.06	486.92	402.42	439.59	434.94
负债合计	2,225	1,775	2,004	2,311	2,467
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	564.24	558.77	558.77	558.77	558.77
资本公积	505.45	411.11	411.11	411.11	411.11
留存公积	2,180	2,753	3,597	4,445	5,532
归属母公司股东权益	3,449	3,920	4,566	5,416	6,505
负债和股东权益	5,673	5,695	6,570	7,727	8,972

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,103	963.27	964.18	1,478	2,017
净利润	1,044	911.58	847.65	1,072	1,310
折旧摊销	215.03	208.65	315.10	539.21	812.35
财务费用	55.13	34.50	4.61	19.38	22.53
投资损失	(106.98)	(57.76)	(55.14)	(59.28)	(61.75)
营运资金变动	(216.58)	(80.59)	(140.77)	(104.96)	(72.79)
其他经营现金	112.63	(53.11)	(7.28)	11.71	6.00
投资活动现金	(543.95)	(402.07)	(1,217)	(1,587)	(1,887)
资本支出	500.96	506.75	1,350	1,650	1,950
长期投资	452.95	(23.58)	(93.51)	0.13	0.00
其他投资现金	409.96	81.10	39.37	62.64	62.70
筹资活动现金	317.25	(605.32)	(9.00)	(194.92)	(241.25)
短期借款	113.19	(208.19)	270.00	0.00	0.00
长期借款	(20.73)	(0.61)	10.00	10.00	10.00
普通股增加	(0.08)	(5.47)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	19.95	(94.33)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	204.92	(296.72)	(289.00)	(204.92)	(251.25)
现金净增加额	853.89	(56.58)	(261.94)	(303.96)	(111.75)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,480	4,133	3,911	5,083	5,958
营业成本	2,966	2,767	2,687	3,524	4,062
营业税金及附加	32.42	37.73	32.54	42.75	50.65
营业费用	174.53	129.70	149.30	183.20	214.35
管理费用	106.63	79.74	87.60	110.30	131.67
财务费用	55.13	34.50	4.61	19.38	22.53
资产减值损失	4.57	16.62	13.07	12.83	13.54
公允价值变动收益	(11.59)	9.46	(0.35)	1.05	1.98
投资净收益	106.98	57.76	55.14	59.28	61.75
营业利润	1,207	1,063	991.62	1,251	1,527
营业外收入	5.22	1.42	2.00	3.00	4.00
营业外支出	4.25	7.08	7.97	7.05	7.36
利润总额	1,208	1,058	985.64	1,247	1,524
所得税	163.87	145.95	137.99	174.58	213.33
净利润	1,044	911.58	847.65	1,072	1,310
少数股东损益	21.95	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,022	911.58	847.65	1,072	1,310
EBITDA	1,477	1,306	1,311	1,810	2,362
EPS (元, 基本)	1.81	1.63	1.52	1.92	2.35

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.30	(7.75)	(5.37)	29.97	17.21
营业利润	122.26	(11.92)	(6.73)	26.16	22.07
归属母公司净利润	85.37	(10.83)	(7.01)	26.51	22.20
获利能力 (%)					
毛利率	33.79	33.04	31.30	30.67	31.82
净利率	22.82	22.06	21.67	21.10	21.99
ROE	29.64	23.26	18.56	19.80	20.15
ROIC	44.51	42.60	25.20	23.70	22.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.21	31.17	30.50	29.91	27.50
净负债比率 (%)	17.56	10.24	23.02	20.39	19.51
流动比率	2.26	2.99	2.37	2.07	1.96
速动比率	2.09	2.73	2.18	1.85	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.73	0.64	0.71	0.71
应收账款周转率	28.16	24.40	20.99	22.61	21.59
应付账款周转率	4.49	4.52	7.39	6.52	6.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.63	1.52	1.92	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.97	1.72	1.73	2.65	3.61
每股净资产(最新摊薄)	6.17	7.02	8.17	9.69	11.64
估值比率					
PE (倍)	9.61	10.78	11.59	9.16	7.50
PB (倍)	2.85	2.51	2.15	1.81	1.51
EV_EBITDA (倍)	5.47	6.19	6.16	4.47	3.42

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com