

# 金禾实业 (002597.SZ)

## 产业链继续加码，看好公司核心竞争力持续放大

**事件：**公司公告：1) 拟投资建设年产5000吨三氯蔗糖项目；2) 拟以子公司金沃科技为主体投资建设5000吨甲乙麦芽酚项目；3) 将循环经济产业园一期项目原规划建设5000吨甲乙基麦芽酚装置调整成为建设年产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；4) 公司拟以自有资金3889.2万元与宁波善为、浙江沃丰、自然人倪逸、杨乐共同出资设立厦门善为(注册资本7000万元)，主要投向新材料、电子化学品等产业关注的领域。

**产业链持续延伸，公司综合竞争力有望提升：**此次公司披露的拟建设项目包括现有产品竞争力巩固、市场相关一体化及技术相关一体化三类，新建项目将巩固公司现有产品的市场地位，同时将围绕双乙烯酮(安赛蜜原料)及糠醛(甲乙基麦芽酚)原料打通上下游产业链，有利于实现产业链横向、纵向一体化建设，形成上下游协同效应，降低公司综合成本，提高公司综合竞争力，将下游延伸至医药溶剂、医药中间体、香精香料、日化等多个成长空间大的领域。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019~2021年的归母净利润分别为8.26、10.51和12.96亿元，对应2019年、2020年、2021年分别为13.7、10.8和8.7倍PE。公司依靠自身较强的工艺降本增效能力、规模效应以及高效的经营体系，过去十几年以来先后进入到甲乙基麦芽酚、安赛蜜及三氯蔗糖等精细化工细分领域，并凭借出色的成本控制能力以及持续的工艺改进能力获得了绝对的市场份额和定价能力，我们看好公司围绕现有产业链实现横向、纵向一体化，将下游延伸至医药溶剂、医药中间体、香精香料、日化等多个领域，实现核心竞争力的进一步延伸和扩大，公司目前存在显著低估，维持“买入”投资评级，继续重点推荐。

**风险提示：**宏观经济增速大幅低于预期、新增行业进入者风险、环保及安全事故影响。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,480	4,133	4,133	4,753	5,608
增长率 yoy (%)	19.3	-7.7	0.0	15.0	18.0
归母净利润(百万元)	1,022	912	826	1,051	1,296
增长率 yoy (%)	85.4	-10.8	-9.4	27.3	23.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.83	1.63	1.48	1.88	2.32
净资产收益率(%)	30.3	23.3	18.2	19.5	20.1
P/E(倍)	11.1	12.4	13.7	10.8	8.7
P/B(倍)	3.4	3.0	2.6	2.2	1.8

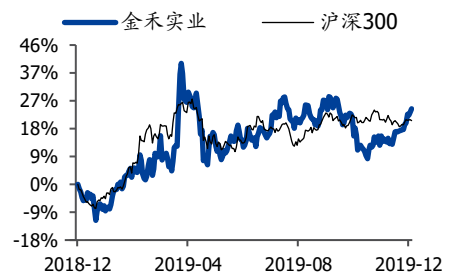
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
最新收盘价	20.25
总市值(百万元)	11,315.09
总股本(百万股)	558.77
其中自由流通股(%)	98.94
30日日均成交量(百万股)	2.53

#### 股价走势



#### 作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号：S0680518030010

邮箱：luoyating@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《金禾实业(002597.SZ)：业绩略超市场预期，继续看好公司中长期成长性》2019-10-29
- 2、《金禾实业(002597.SZ)：业绩符合预期，坚定看好公司持续成长》2019-08-30
- 3、《金禾实业(002597.SZ)：具备产业链一体化优势的甜味剂全球龙头，持续看好公司成长能力》2019-04-09



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,991	3,840	4,916	5,599	6,901	<b>营业收入</b>	4,480	4,133	4,133	4,753	5,608
现金	1,404	1,976	2,932	3,364	4,409	营业成本	2,966	2,767	2,876	3,265	3,786
应收账款	152	166	152	213	218	营业税金及附加	32	38	29	37	44
其他应收款	2	0	2	0	3	营业费用	175	130	124	105	129
预付账款	91	77	91	102	126	管理费用	149	80	182	181	224
存货	312	311	337	398	454	财务费用	55	35	-18	-37	-58
其他流动资产	2,030	1,311	1,402	1,521	1,692	资产减值损失	5	17	17	19	22
<b>非流动资产</b>	1,682	1,854	1,673	1,693	1,756	公允价值变动收益	-12	9	2	-2	-1
长期投资	2	3	4	5	6	投资净收益	107	58	51	59	69
固定投资	1,333	1,315	1,184	1,238	1,327	<b>营业利润</b>	1,207	1,063	975	1,241	1,529
无形资产	59	91	78	68	56	营业外收入	5	1	4	4	4
其他非流动资产	287	445	406	383	367	营业外支出	4	7	8	8	8
<b>资产总计</b>	5,673	5,695	6,589	7,293	8,657	<b>利润总额</b>	1,208	1,058	971	1,237	1,525
<b>流动负债</b>	1,764	1,287	1,685	1,642	2,038	所得税	164	146	146	186	229
短期借款	388	180	180	180	180	<b>净利润</b>	1,044	912	826	1,051	1,296
应付账款	409	255	435	348	560	少数股东收益	22	0	0	0	0
其他流动负债	966	852	1,070	1,114	1,298	<b>归属母公司净利润</b>	1,022	912	826	1,051	1,296
<b>非流动负债</b>	461	488	359	269	183	EBITDA	1,434	1,249	1,112	1,373	1,676
长期借款	442	469	340	250	164	EPS (元/股)	1.83	1.63	1.48	1.88	2.32
其他非流动负债	19	19	19	19	19						
<b>负债合计</b>	2,225	1,775	2,045	1,911	2,222						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	564	559	559	559	559	<b>会计年度</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	505	411	411	411	411	<b>成长能力</b>					
留存收益	2,180	2,753	3,287	3,993	4,890	营业收入 (%)	19.3	-7.7	0.0	15.0	18.0
归属母公司股东收益	3,449	3,920	4,544	5,382	6,435	营业利润 (%)	122.3	-11.9	-8.3	27.2	23.2
<b>负债和股东权益</b>	5,673	5,695	6,589	7,293	8,657	归属母公司净利润 (%)	85.4	-10.8	-9.4	27.3	23.3
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率 (%)	33.8	33.0	30.4	31.3	32.5
						净利率 (%)	22.8	22.1	20.0	22.1	23.1
						ROE (%)	30.3	23.3	18.2	19.5	20.1
						ROIC (%)	24.5	19.5	15.1	16.7	17.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	39.2	31.2	31.0	26.2	25.7
						净负债比率 (%)	-16.6	-33.8	-51.0	-52.8	-61.7
						流动比率	2.3	3.0	2.9	3.4	3.4
						速动比率	2.1	2.7	2.7	3.2	3.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.90	0.73	0.67	0.68	0.70
						应收账款周转率	30.2	26.0	26.0	26.0	26.0
						应付账款周转率	7.8	8.3	8.3	8.3	8.3
						<b>每股指标 (元/股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	1.83	1.63	1.48	1.88	2.32
						每股经营现金流 (最新摊薄)	1.35	2.71	2.02	1.56	2.79
						每股净资产 (最新摊薄)	5.89	6.74	7.86	9.35	11.24
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P/E	11.1	12.4	13.7	10.8	8.7
						P/B	3.4	3.0	2.6	2.2	1.8
						EV/EBITDA	7.3	7.8	7.9	6.0	4.3

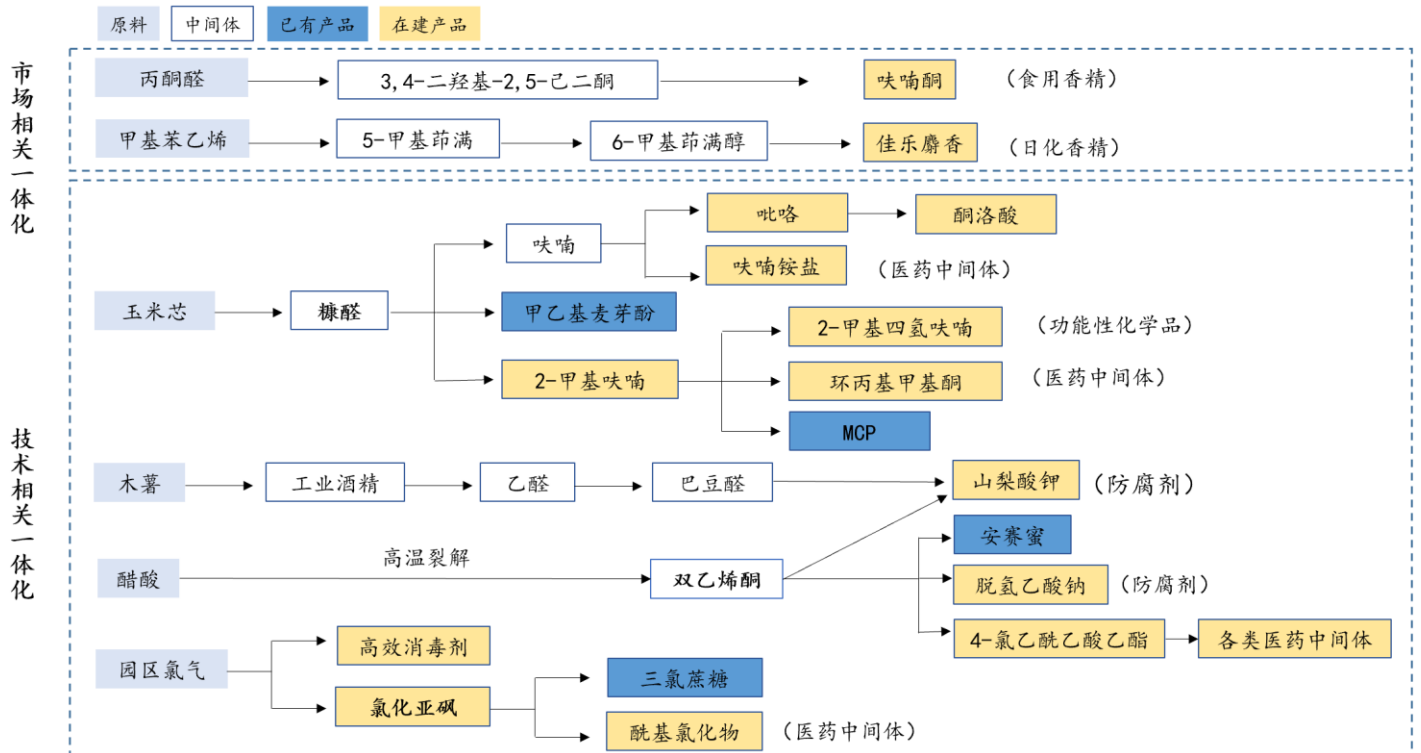
  

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	1,103	963	1,131	871	1,557
净利润	1,044	912	826	1,051	1,296
折旧摊销	215	209	190	210	250
财务费用	55	35	-18	-37	-58
投资损失	-107	-58	-51	-59	-69
营运资金变动	-217	-81	186	-295	137
其他经营现金流	113	-53	-2	2	1
<b>投资活动净现金流</b>	-544	-402	44	-173	-244
资本支出	501	507	-182	20	61
长期投资	-453	24	-1	-1	-1
其他投资现金流	-496	128	-139	-154	-183
<b>筹资活动净现金流</b>	317	-605	-219	-266	-268
短期借款	113	-208	0	0	0
长期借款	420	27	-129	-91	-85
普通股增加	-0	-5	0	0	0
资本公积增加	20	-94	0	0	0
其他筹资现金流	-235	-324	-90	-176	-183
<b>现金净增加额</b>	854	-57	957	432	1,045

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

**产业链持续延伸，公司综合竞争力有望提升：**此次公司披露的拟建设项目包括现有产品竞争力巩固、市场相关一体化及技术相关一体化三类，新建项目将巩固公司现有产品的市场地位，同时将围绕双乙烯酮（安赛蜜原料）及糠醛（甲乙基麦芽酚）原料打通上下游产业链，有利于实现产业链横向、纵向一体化建设，形成上下游协同效应，降低公司综合成本，提高公司综合竞争力，将下游延伸至医药溶剂、医药中间体、香精香料、日化等多个成长空间大的领域。

图表 1：公司精细化工产业链布局



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**1) 巩固现有竞争力的拟建设项目为三氯蔗糖及甲乙基麦芽酚。**

**三氯蔗糖：**三氯蔗糖作为第五代甜味剂，具备甜度高、口味纯正、安全性相对较高以及热量低、不会引起血糖波动等诸多优点，近几年维持了 20~30% 的需求增速，是甜味剂未来的主要发展方向。经过过去 3 年的产能持续扩张，公司三氯蔗糖名义产能达到 3000 吨，新增 5000 吨产能投产后，公司三氯蔗糖产能将进一步增加至 8000 吨，将成为全球产能第一大的企业，占全球有效产能的 50% 左右，因此此次扩产完成后，公司在三氯蔗糖产品上的定价权将进一步提升。同时公司通过持续的研发和技改投入，成本实现了持续下降，较行业平均低 20-30%，竞争优势明显，并且未来还有进一步下降的空间，我们看好公司凭借规模及成本优势快速放量抢占市场份额，在三氯蔗糖产品上复制安赛蜜的成功经验，发展成为下一个寡头品种，未来将掌握较强的定价权。

**甲乙基麦芽酚：**公司目前甲乙基麦芽酚全球市场份额排名第一，显著领先对手，受到天利海复产及新入者影响，2019 年以来甲乙基麦芽酚产品价格同比降幅较大，目前已达到历史价格底部，公司此次新增 5000 吨产能甲乙基麦芽酚（部分产能替换）并配套上游糠醛产业链，将增强规模效应，并进一步降低成本，同时有望提高市占率及产品定价权，并对潜在新进入者形成产能威慑，抬升行业的进入门槛。

**2) 产业链横向一体化的产品主要为佳乐麝香。**佳乐麝香是日化香精类的重要产品，是合成麝香的一个系列产品，2019 年全球需求量 1.8 万吨，具有香味佳，价格廉、稳定性好、无毒的特性，广泛用作化妆品、皂用香精，用于调制调合香料及香精，是世界上用量最

大的合成麝香，调配香水香精用量达 20-25%；医药上用于心肌梗塞治疗剂、兴奋剂以及医药中间体，进口替代空间大，与公司甲乙基麦芽酚产品在客户具备较强一致性，是公司一个新进入的香精产品细分领域。

**3) 产业链纵向一体化的产品主要为 2-甲基咪喃、2-甲基四氢咪喃、咪喃铵盐等项目**，是公司围绕糠醛产业链向下游的进一步延伸。其中 2-甲基咪喃是一种重要的功能性化学品，本身可作为溶剂使用，也是合成多种化工、医药、农药、新材料添加剂的中间体，是公司现有 MCP 产品的原料。2-甲基四氢咪喃作为绿色新型溶剂可以广泛应用于医药、合成香料、新材料等。咪喃铵盐是生产头孢咪辛原料药的关键中间体，主要用于合成二代头孢咪辛抗生素、头孢咪辛钠和头孢咪辛酯，全球产能约 1.8~2 万吨，主要产能集中在中国。

## 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019~2021 年的归母净利润分别为 8.26、10.51 和 12.96 亿元，对应 2019 年、2020 年、2021 年分别为 13.7、10.8 和 8.7 倍 PE。公司依靠自身较强的工艺降本增效能力、规模效应以及高效的经营体系，过去十几年以来先后进入到甲乙基麦芽酚、安赛蜜及三氯蔗糖等精细化工细分领域，并凭借出色的成本控制能力以及持续的工艺改进能力获得了绝对的市场份额和定价能力，我们看好公司围绕现有产业链实现横向、纵向一体化，将下游延伸至医药溶剂、医药中间体、香精香料、日化等多个领域，实现核心竞争力的进一步延伸和扩大，公司目前存在显著低估，维持“买入”投资评级，继续重点推荐。

## 风险提示

宏观经济增速大幅低于预期、新增行业进入者风险、环保及安全事故影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com